

**INFORME DE CALIFICACIÓN**

29 de mayo de 2024

**CALIFICACIÓN PÚBLICA**

**Informe de revisión completo**

**CALIFICACIONES ACTUALES (\*)**

|   | Calificación Perspectiva |         |
|---|--------------------------|---------|
| Calificación de emisor en moneda local      | AAA.uy                   | Estable |
| Calificación de emisor en moneda extranjera | AAA.uy                   | Estable |

(\*) Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Local UY Agente de Calificación de Riesgo S.A. Para mayor detalle sobre las calificaciones asignadas ver la sección de información complementaria, al final de este reporte.

**CONTACTOS**

José Antonio Molino +54.11.5129.2613  
Associate Director – Credit Analyst  
[Jose.molino@moodys.com](mailto:Jose.molino@moodys.com)



**SERVICIO AL CLIENTE**

Argentina / Uruguay  
+54.11.5129.2600



29 de mayo de 2024

# Cooperativa Nacional de Productores de Leche

**RESUMEN**

Moody's Local AR ("Moody's Local Uruguay") asigna a Cooperativa Nacional de Productores de Leche ("Conaprole") una calificación en moneda extranjera de **AAA.uy** a las Obligaciones Negociables Conahorro IV (84M) con vencimiento en junio 2031 a emitir por la compañía. Asimismo, afirma las calificaciones en moneda local y en moneda extranjera de largo plazo de la compañía en **AAA.uy**. La perspectiva de las calificaciones es estable

Las calificaciones de Conaprole reflejan su sólida posición competitiva como líder del sector en Uruguay y como principal exportador lácteo de Latinoamérica, su amplia flexibilidad financiera, el holgado perfil de liquidez y el adecuado nivel de endeudamiento de la compañía. Adicionalmente, la calificación incorpora la elevada la exposición a la volatilidad de los precios de los *commodities* y principalmente la leche en polvo; el riesgo de eventos climáticos que afecten el nivel de oferta y el alto nivel de competencia al que se enfrenta la compañía en el mercado externo.

La compañía presenta adecuados márgenes de rentabilidad a través del ciclo debido a su sólida posición de mercado y su buena diversificación de productos. Hacia adelante, esperamos que los márgenes de rentabilidad se mantengan en torno a 10%-12%, en línea con los reportados históricamente, con un nivel de generación de EBITDA en torno a USD 100-120 millones. Durante los últimos doce meses finalizados en enero 2024, el EBITDA se ubicó en USD 109 millones, con un ratio de EBITDA a ventas de 8,6% en línea con lo reportado a cierre de ejercicio en julio 2023.

Adicionalmente, la calificación contempla bajos niveles de endeudamiento, en torno a 1,7x para el año móvil a enero 2024, y sólidas métricas de cobertura de intereses, en niveles de 15,9x para el mismo periodo. Esperamos que el nivel de endeudamiento no supere 2,0x EBITDA con coberturas de intereses por encima de 15,0x. Conaprole posee adecuados niveles de liquidez y una sólida flexibilidad financiera, respaldada por un importante y demostrado acceso al mercado de capitales local y de crédito bancario y organismos multilaterales.

La compañía planea la emisión de las Obligaciones Negociables Conahorro IV (84M) por hasta USD 5 millones con amortización del 100% del capital al vencimiento en junio 2031, las cuales devengarán una tasa incremental de 4,75% a 5,0%. El destino de los fondos es financiamiento de inversiones en productos terminados con destino a la exportación, o financiamiento de proyectos de inversión en plantas y equipos en complejos industriales de Conaprole.

La calificación de crédito asignada a las ONs a emitir podría verse modificada ante la ocurrencia de cambios en el proceso de finalización de documentos y la emisión de valores que se encuentran en estado previo a oferta pública; como así también, alteraciones en las características fundamentales de la calificación tales como cambios en las condiciones de mercado, proyecciones financieras, estructura de la transacción y los términos y condiciones de la emisión o información adicional.

**Fortalezas crediticias**

- » Sólida posición de marca en el territorio nacional con una participación de mercado del 70% y una amplia red de distribución con presencia en todo el país.
- » Principal exportador lácteo de Latinoamérica.
- » Elevada generación de flujos operativos y márgenes de rentabilidad estables a través del ciclo.
- » Bajo nivel de apalancamiento y holgadas coberturas de intereses.
- » Fuerte flexibilidad financiera con demostrado acceso al mercado de capitales local.

**Debilidades crediticias**

- » Industria altamente competitiva en el mercado externo.
- » Exposición a la volatilidad de los precios de los *commodities*, mitigado por la capacidad de Conaprole de trasladar a productores las variaciones de precios.
- » Exposición a eventos de riesgo relacionados con factores climático.

**Factores que pueden generar una mejora de la calificación**

El emisor posee la máxima calificación dentro de la escala de Moody's Local Uruguay.

**Factores que pueden generar un deterioro de la calificación**

Una baja en la calificación podría generarse ante la ocurrencia de (i) una suba en el nivel de apalancamiento de la compañía con un ratio de deuda a EBITDA a través del ciclo por encima de 3,0x, (ii) generación de flujos de caja persistentemente negativos o (iii) eventos o cambios en las condiciones de mercado que deterioren significativamente las operaciones de la compañía.

**Perspectivas**

→ La perspectiva de la calificación es estable.

**Principales aspectos crediticios****Estabilidad del sector**

La industria láctea se caracteriza por ser altamente cíclica. El precio de la leche fluctúa en base a diversos factores que afectan la oferta y la demanda, tales como el crecimiento poblacional, el poder adquisitivo medio, los cambios en los hábitos de consumo y principalmente factores estacionales y climáticos.

Dada la elevada exposición a factores climáticos, la industria láctea uruguaya se vio fuertemente afectada por la sequía de la campaña agrícola 2022-2023. Esto derivó en un menor consumo de pasto y en una sustitución por granos en el alimento de las vacas lecheras que se tradujo en un aumento de los costos para los productores de leche. Esperamos con la llegada del Niño, una mejora en las condiciones climáticas y una consecuente disminución de los costos de producción de la leche.

La actividad de Conaprole se encuentra estrechamente relacionada con el desempeño de las economías de sus principales mercados como ser Uruguay, Brasil, China y Rusia. Adicionalmente, el sector lácteo uruguayo, al ser



29 de mayo de 2024

Conaprole

principalmente exportador, se encuentra expuesto a la oferta y demanda internacional y a los factores geopolíticos que afectan el precio de la leche. Tal es así que el conflicto bélico desatado en Europa del Este generó un incremento en el costo de los insumos para la producción lechera, y una retracción de las importaciones de productos lácteos en China, que provocaron una caída en el precio internacional de la leche en polvo. En el marco del Acuerdo de Libre Comercio establecido entre Nueva Zelanda y China, esperamos una reducción en las exportaciones de los países productores de leche hacia China. Este acuerdo permite a Nueva Zelanda exportar lácteos a ese país con arancel cero y la posibilidad de acceder a cuotas, a partir de enero 2024.

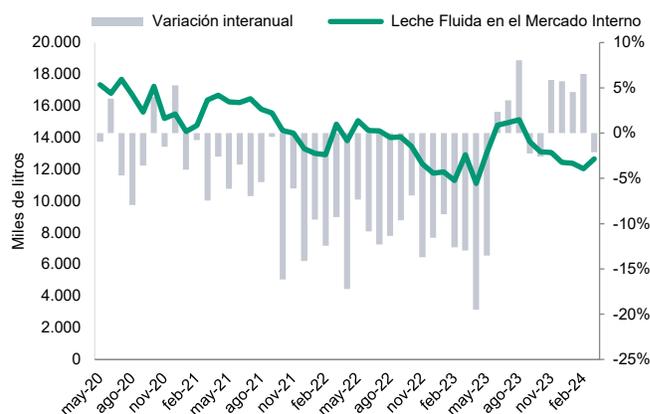
La demanda de leche en el mercado interno es estable, lo cual asegura cierta previsibilidad de la generación de caja de la compañía en moneda local. Por cuestiones sociales, Conaprole debe proporcionar un determinado volumen de leche fresca pasteurizada a la sociedad, cuyo precio está determinado por el gobierno uruguayo. Este producto tiene una elasticidad negativa en relación con el ingreso per cápita, es decir, cuando el ingreso disminuye, hay una tendencia al incremento en el consumo de leche cruda; mientras que cuando el ingreso aumenta, los consumidores tienden a preferir yogures o leches vitaminizadas.

**FIGURA 1** Precio de la leche en polvo entera



Fuente: Moody's Local Uruguay sobre la base de Global Dairy Trade

**FIGURA 2** Volumen de leche fluida en el mercado interno



Fuente: Moody's Local Uruguay sobre la base del Instituto Nacional de la Leche en Uruguay (INALE)

**Escala**

Conaprole posee una escala de operaciones superior a la de otras empresas calificadas en Uruguay, que posiciona a la cooperativa como empresa líder del sector lácteo en el territorio nacional, con una producción anual de aproximadamente 1.498 millones de litros de leche, que equivalen al 72% de la leche de Uruguay. Hacia adelante, esperamos que la compañía continúe incrementando su nivel de operaciones en línea con el objetivo de aumentar su *market share* en el mercado externo. Para el año fiscal 2025/2026 la compañía planea incrementar el volumen de ventas del mercado externo en un 5% aproximadamente. A julio 2023, los ingresos alcanzaron USD 1.305 millones desde USD 1.175 millones en 2022; mientras que para el año móvil a enero 2024 presenta ingresos de USD 1.261 millones.

**FIGURA 3** Evolución del volumen de ventas



Fuente: Moody's Local Uruguay sobre información proporcionada por Conaprole

**Perfil de negocios**

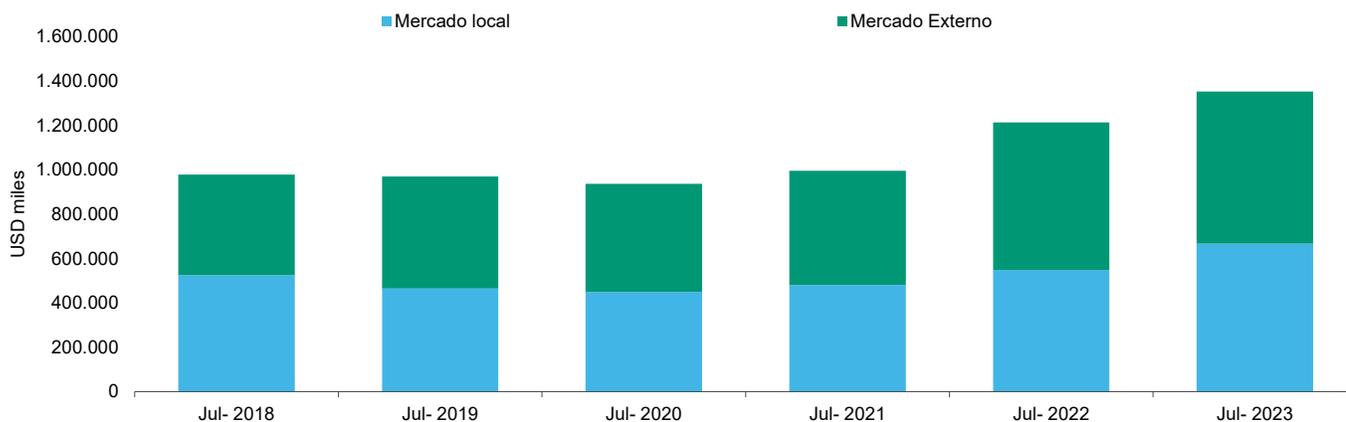
**Posición Competitiva**

Conaprole tiene un sólido posicionamiento competitivo al ser la mayor empresa del sector lácteo en Uruguay. Es la compañía con mayor nivel de facturación en el mercado total de productos lácteos y es considerada la número uno en términos de cantidad de litros de leche cruda procesada. La cooperativa posee un *market share* del 60% en productos frescos, y una menor participación en quesos y dulce de leche. La leche fresca se caracteriza por tener cierta estacionalidad, donde el consumo se da mayormente en invierno.

**Diversificación de negocios**

La empresa posee una buena diversificación geográfica y de producto con aproximadamente el 50% de las ventas de la compañía generadas por exportaciones. Asimismo, Conaprole posee una amplia gama de productos lácteos y variedad de marcas tanto en el mercado doméstico como en el mercado externo:

**FIGURA 4** Ventas en el mercado local vs. Mercado externo



Fuente: Moody's Local Uruguay en base a estados financieros de Conaprole

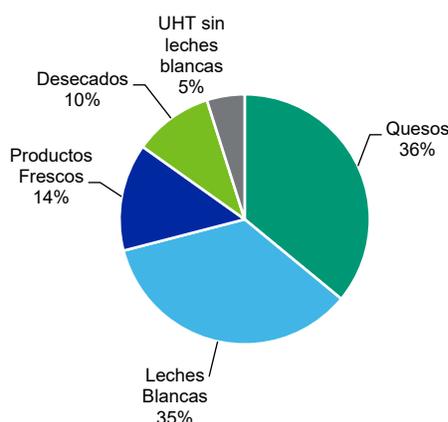
**Mercado doméstico**

Conaprole elabora y distribuye una amplia gama de productos entre los que se destaca como principal la leche en sus distintas versiones (fresca, ultrapasteurizada, en polvo, saborizada, etc). Además, posee una amplia diversificación geográfica y elevada presencia competitiva en Uruguay, la cual se encuentra sustentada en su amplia red nacional de distribución que le permite llegar a prácticamente todas las localidades del Uruguay. Conaprole cuenta con 90 distribuidores que tienen más de 340 camiones, alcanzando 22.000 puntos de ventas en leches, 15.000 en subproductos de la leche y 8.500 en productos congelados, que representan una cobertura del 90% de los puntos de ventas de Uruguay. La cooperativa dispone de varios canales de distribución, que se categorizan en distribuidores, supermercados, entidades gubernamentales y clientes particulares.

**Mercado externo**

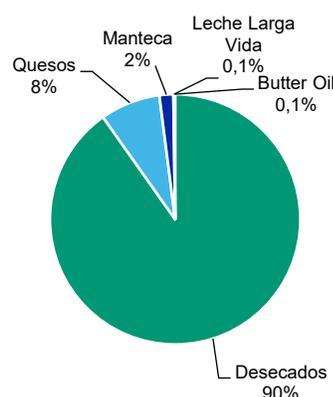
En relación al mercado externo, Conaprole se posiciona como el mayor exportador de ingredientes lácteos de Latinoamérica con el 6% de la participación de mercado de la leche en polvo mundial. La cooperativa exporta el 70% del volumen de la leche procesada y alcanza más de 60 países, siendo los principales destinos Brasil, México, Argelia, China y Rusia. El principal producto de exportación es la leche en polvo entera seguido por los quesos y la manteca. No obstante, la compañía se encuentra analizando nuevas alternativas de expansión a nivel internacional a través del mercado de fórmulas y mezclas lácteas especiales.

**FIGURA 5** Volumen de ventas mercado local - 2023



Fuente: Moody's Local Uruguay sobre información proporcionada por Conaprole

**FIGURA 6** Monto de ventas mercado externo - 2023



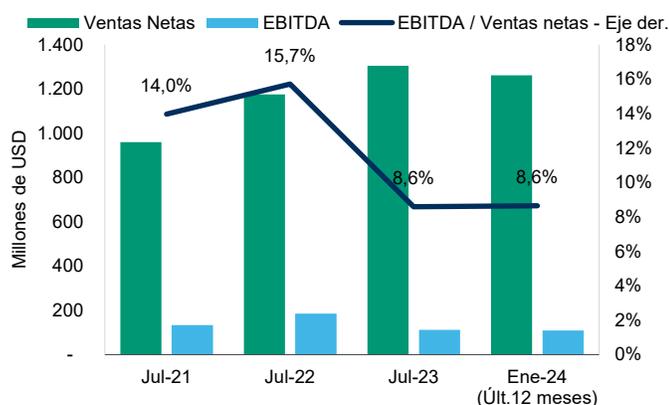
Fuente: Moody's Local Uruguay sobre información proporcionada por Conaprole

**Rentabilidad y eficiencia**

Conaprole posee adecuados márgenes de rentabilidad a través del ciclo debido a su sólida posición de mercado y su buena diversificación de productos. Hacia adelante, esperamos que los márgenes de rentabilidad se mantengan en torno a 10%-12%, en línea con los reportados históricamente, con un nivel de generación de EBITDA en torno a USD 100-120 millones. Para el período 2020-2023 la compañía reportó, en promedio, márgenes EBITDA y EBIT en el orden del 12,6% y 9,3% respectivamente. Durante los últimos doce meses finalizados en enero 2024, el EBITDA se ubicó en USD 109 millones, con un ratio de EBITDA a ventas de 8,6% en línea con lo reportado a cierre de ejercicio en julio 2023. La caída en la rentabilidad respecto del ejercicio finalizado en julio 2022 se explica por un lado por la baja de los precios internacionales de la leche, luego de máximos históricos en 2022, que impactaron negativamente en las exportaciones; así como también por las condiciones climáticas desfavorables que incrementaron los costos producción.

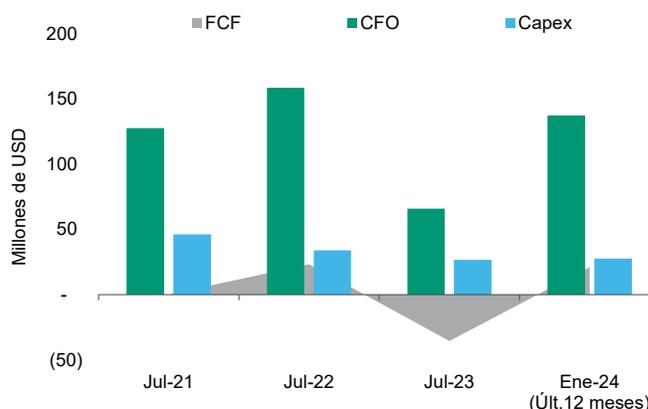
Históricamente la compañía ha demostrado sólidos niveles de generación de flujo de fondos operativos (CFO), que alcanzan un promedio de aproximadamente USD 110 millones para el periodo 2020-2023. Incluso si se considera los adelantos y distribución de utilidades (en torno a USD 82 millones en promedio) y las bajas necesidades de inversión en activos físicos e intangibles (CAPEX), la compañía ha podido generar flujo libre de caja (FCF) positivo en la mayoría de los periodos.

**FIGURA 7** Margen EBITDA



Fuente: Moody's Local Uruguay según los estados financieros de Conaprole

**FIGURA 8** Flujo de fondos

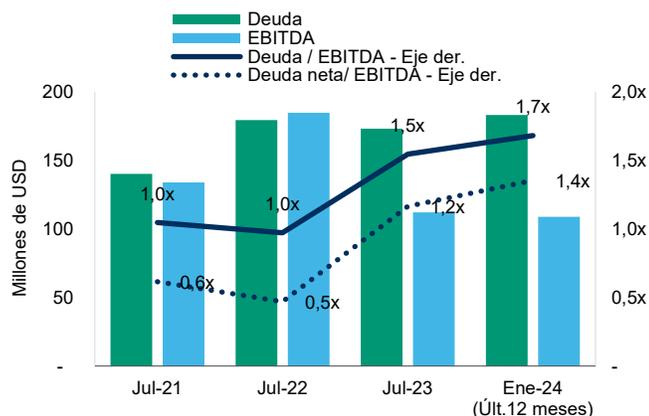


Fuente: Moody's Local Uruguay según los estados financieros de Conaprole

**Apalancamiento**

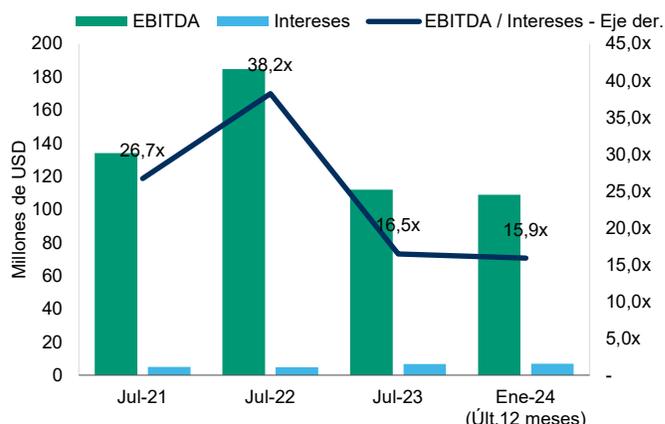
Conaprole posee bajos niveles de endeudamiento bruto y sólidas métricas de cobertura de intereses. Hacia adelante, esperamos que el nivel de endeudamiento no supere 2,0x EBITDA con coberturas de intereses por encima de 15,0x. La compañía mantiene una política de endeudamiento de largo plazo para hacer frente a los ciclos negativos del sector y tener la capacidad de ser el primer sostén financiero para los productores. El ratio deuda a EBITDA presentó un leve incremento, pero se mantuvo en niveles adecuados de 1,7x para el año móvil a enero 2024, desde 1,5x en julio 2023. Por su parte, los indicadores de cobertura de intereses son elevados. Para los últimos doce meses a enero de 2024 se ubicaron en 15,9x frente a los 16,5x reportados a cierre de ejercicio 2023.

**FIGURA 9** Apalancamiento



Fuente: Moody's Local Uruguay según los estados financieros de Conaprole

**FIGURA 10** Cobertura



Fuente: Moody's Local Uruguay según los estados financieros de Conaprole

A enero de 2024 la deuda financiera ajustada de la compañía asciende a USD 183 millones y se encuentra compuesta en un 61% por préstamos bancarios, 26% por Obligaciones Negociables y el restante 14% por el Préstamo Precio Diferido (“PPD”). Éste último no tiene una fecha de exigibilidad establecida contractualmente y se utiliza como un fondo anticíclico para los productores. Por ejemplo, en la campaña 2022/23 se autorizaron retiros anticipados del mismo para cubrir necesidades de fondos producto de las condiciones climáticas adversas. Si bien el 100% de la deuda se encuentra denominada en dólares, la generación de flujos de la compañía está directamente vinculada a esta moneda, lo cual mitiga el potencial riesgo de descalce.

**Política financiera**

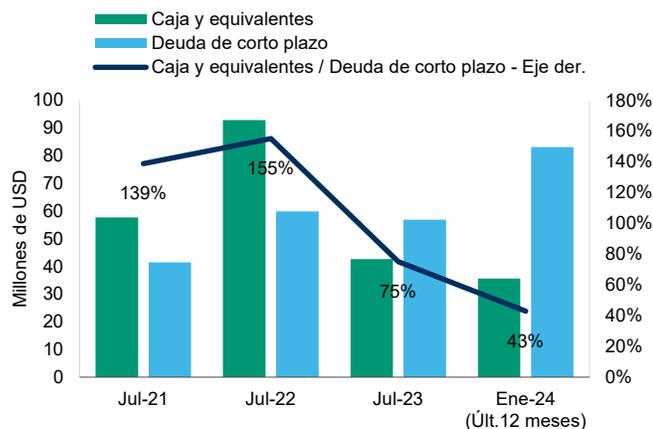
Conaprole posee una sólida flexibilidad financiera y adecuados niveles de liquidez. Su perfil de liquidez se encuentra respaldado por un importante y demostrado acceso al mercado de capitales local y de crédito bancario con entidades de primera línea y organismos multilaterales de crédito, como el IFC, que le permite diversificar las fuentes de liquidez. La compañía emite de forma trimestral Obligaciones Negociables de largo plazo bajo la denominación de Conahorros, cuyos pagos de intereses son semestrales. Actualmente tienen vigentes 17 series con vencimientos que van hasta el 2031. Los Conahorros tienen la particularidad de ofrecer al inversor el derecho de recuperar parte del capital invertido en cada una de las fechas de pago de intereses.

A enero 2024, la compañía mantiene una posición de caja y equivalentes de USD 35,6 millones, mientras que la deuda de corto plazo alcanza los USD 83 millones, con un indicador de cobertura del 43%. Adicionalmente, el indicador de liquidez corriente fue de 220,3%, en línea con lo reportado al cierre de julio de 2023.

29 de mayo de 2024

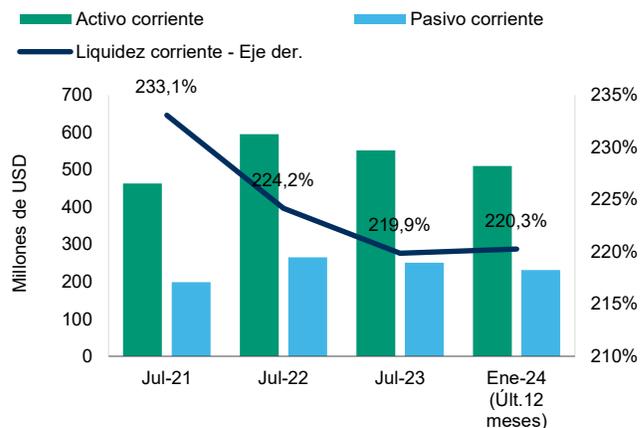
Conaprole

**FIGURA 11** Liquidez



Fuente: Moody's Local Uruguay según los estados financieros de Conaprole

**FIGURA 12** Liquidez corriente



Fuente: Moody's Local Uruguay según los estados financieros de Conaprole

La cooperativa trabaja con más de 1.700 productores que son socios cooperativos y reciben un pago por la leche remitida. De este pago, la cooperativa retiene un 1,5% destinado a un Fondo de Productividad creado para financiar inversiones con el fin de incrementar la valorización de la leche y otro 1,5% como un préstamo a la cooperativa (PPD).

**Política de dividendos**

Conaprole no posee la obligación de distribuir utilidades, aunque históricamente el pago a sus socios se mantiene en niveles elevados. La cooperativa dispone a sus socios cooperarios transferencias por reliquidaciones de precio en función de su participación en el Fondo de Productividad y en el total de la leche remitida. El valor de la transferencia se define tomando el menor porcentaje entre ambas participaciones.

**Otras Consideraciones**

**Consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo**

**Sociales**

Los problemas sociales pueden influir positiva o negativamente en la calidad crediticia de las empresas de bienes de consumo envasados. Los riesgos y las oportunidades se derivan de la interacción de un emisor con sus principales partes interesadas, incluidos los empleados, clientes, socios de la cadena de suministro, contrapartes o la sociedad en general. La industria de los productos envasados está expuesta a las preocupaciones de los consumidores sobre la salud y el bienestar, como por ejemplo preocupaciones sobre los productos con azúcar y los edulcorantes artificiales. Las empresas se han adaptado a través de la educación, el etiquetado transparente y la innovación, por ejemplo, ofreciendo productos de consumo y lácteos más saludables. Conaprole controla de cerca sus riesgos sociales, incluida la calidad del producto, la seguridad y el etiquetado claro. Conaprole cumple con los principios básicos de Responsabilidad Social Empresarial (RSE), los cuales incluyen políticas de apoyo comunitario, cuidado del medioambiente, códigos de ética y prácticas comerciales transparentes y responsables. Las consideraciones sociales no son un factor relevante para determinar la calidad crediticia de la empresa.

29 de mayo de 2024

Conaprole

**Ambientales**

Conaprole desarrolla actividades, proyectos y programas que se encuentran alineados con los objetivos de Desarrollo Sostenible impulsados por las Naciones Unidas. La compañía tiene como meta alcanzar un 80% de uso de energías renovables para 2030. En línea a este objetivo, en 2022 invirtieron en dos calderas de biomasa que permitieron la sustitución de combustibles fósiles por biomasa de origen renovable que permitió una disminución de emisiones de gases de combustión. A su vez, cuenta con un sistema de gestión y disposición del agua, y un sistema de gestión de envases con foco en economía circular. Las consideraciones ambientales no son relevantes a la hora de analizar el perfil crediticio de Conaprole.

**Gobierno corporativo**

A diferencia de los riesgos ambientales y sociales, que pueden estar impulsados por factores externos, como regulaciones o cambios demográficos, los riesgos de gobierno corporativo dependen en gran medida de los emisores. El gobierno corporativo es muy relevante para todas las compañías y es importante para los tenedores de bonos porque las debilidades del gobierno pueden conducir a un deterioro en la calidad crediticia de una compañía. Cuando la calidad crediticia se deteriora debido a un mal gobierno corporativo, como una falla en los controles que resulta en una mala conducta financiera, puede tomar mucho tiempo recuperarse. La independencia del Directorio también puede ser una preocupación. Consideramos que Conaprole presenta un adecuado gobierno corporativo.



29 de mayo de 2024

Conaprole

**Anexo**
**Información contable e indicadores operativos y financieros\***

|  | Ene-2024<br>(Últ. 12 meses) | 6M 2024<br>(Ene-2024) | Jul-2023  | Jul-2022  | Jul-2021 |
|--|-----------------------------|-----------------------|-----------|-----------|----------|
| <b>INDICADORES</b>                                       |                             |                       |           |           |          |
| EBITDA / Ventas netas                                    | 8,6%                        | 10,4%                 | 8,6%      | 15,7%     | 14,0%    |
| EBIT / Ventas netas                                      | 5,8%                        | 8,0%                  | 5,6%      | 12,5%     | 10,2%    |
| Deuda / EBITDA   | 1,7x                        | 1,4x                  | 1,5x      | 1,0x      | 1,0x     |
| Deuda neta / EBITDA                                      | 1,4x                        | 1,2x                  | 1,2x      | 0,5x      | 0,6x     |
| CFO / Deuda  | 75,0%                       | 44,3%                 | 38,1%     | 88,4%     | 91,0%    |
| EBITDA / Gastos financieros                              | 15,9x                       | 19,5x                 | 16,5x     | 38,2x     | 26,7x    |
| EBIT / Gastos financieros                                | 10,7x                       | 15,1x                 | 10,8x     | 30,5x     | 19,5x    |
| Liquidez corriente (Activo corriente / Pasivo corriente) | 220,3%                      | 220,3%                | 219,9%    | 224,2%    | 233,1%   |
| Caja y equivalentes / Deuda de corto plazo               | 47,7%                       | 47,7%                 | 89,9%     | 180,6%    | 166,7%   |
| <b>En miles de USD</b>                                   |                             |                       |           |           |          |
| <b>ESTADO DE RESULTADOS</b>                              |                             |                       |           |           |          |
| Ventas netas   | 1.260.749                   | 614.281               | 1.304.704 | 1.175.650 | 960.140  |
| Resultado bruto  | 198.480                     | 107.234               | 202.920   | 261.674   | 199.256  |
| EBITDA   | 108.917                     | 63.614                | 112.014   | 184.654   | 133.998  |
| EBIT   | 73.468                      | 49.208                | 73.341    | 147.236   | 98.052   |
| Intereses  | (6.853)                     | (3.263)               | (6.800)   | (4.831)   | (5.022)  |
| Resultado neto   | 61.334                      | 49.666                | 57.821    | 141.407   | 88.902   |
| <b>FLUJO DE CAJA</b>                                     |                             |                       |           |           |          |
| Flujo generado por las operaciones                       | 109.959                     | 65.815                | 127.826   | 202.366   | 148.857  |
| CFO  | 137.276                     | 40.573                | 65.894    | 158.560   | 127.559  |
| Dividendos   | (88.510)                    | (45.622)              | (74.892)  | (101.210) | (81.338) |
| CAPEX  | (27.604)                    | (8.737)               | (26.569)  | (34.035)  | (46.193) |
| Flujo de fondos libres                                   | 21.162                      | (13.786)              | (35.567)  | 23.315    | 28       |
| <b>ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL**</b>                 |                             |                       |           |           |          |
| Caja y equivalentes                                      | 35.627                      | 35.627                | 42.622    | 92.817    | 57.628   |
| Activos corrientes                                       | 510.030                     | 510.030               | 551.778   | 595.545   | 463.325  |
| Bienes de uso  | 219.579                     | 219.579               | 225.697   | 236.752   | 239.720  |
| Intangibles  | 1.003                       | 1.003                 | 1.023     | 996       | 900      |
| Total activos  | 746.395                     | 746.395               | 794.799   | 848.876   | 719.292  |
| Deuda financiera de corto plazo                          | 74.746                      | 74.746                | 47.414    | 51.403    | 34.571   |
| Deuda financiera de largo plazo                          | 82.871                      | 82.871                | 97.736    | 97.683    | 98.645   |
| Deuda financiera total                                   | 157.618                     | 157.618               | 145.150   | 149.086   | 133.215  |
| Deuda financiera ajustada                                | 183.059                     | 183.059               | 173.053   | 179.465   | 140.155  |
| Total pasivo   | 331.780                     | 331.780               | 367.690   | 386.740   | 319.543  |
| Patrimonio neto  | 414.615                     | 414.615               | 427.109   | 462.136   | 399.749  |

\* Ejercicios de cierre anual el 31 de julio;

Nota: Los valores presentados contienen ajustes realizados por Moody's Local Uruguay y pueden diferir de los reportados por la compañía en sus estados contables



29 de mayo de 2024

Conaprole

**Obligaciones Negociables vigentes calificadas por Moody's Local Uruguay**

| Obligaciones Negociables                   | Moneda | Fecha de emisión | Fecha de vencimiento | Amortización de capital            | Tasa de interés     | Pago de intereses |
|--|--------|------------------|----------------------|------------------------------------|---------------------|-------------------|
| Conahorro III (87M) con vto. en dic. 2024  | USD    | 22-sep-2017      | 20-dic-2024          | 4 cuotas anuales (1° en dic. 2021) | 3,0-4,5% (step up)  | Semestral         |
| Conahorro III (84M) con vto. en dic. 2024  | USD    | 22-dic-2017      | 20-dic-2024          | 4 cuotas anuales (1° en dic. 2021) | 3,0-4,5% (step up)  | Semestral         |
| Conahorro III (81M) con vto. en junio 2025 | USD    | 24-set-2018      | 20-jun-2025          | 4 cuotas anuales (1° en jun. 2022) | 3,25-5,5% (step up) | Semestral         |
| Conahorro III (84M) con vto. en dic. 2025  | USD    | 26-dic-2018      | 22-dic-2025          | 4 cuotas anuales (1° en dic. 2022) | 3,5-5,25% (step up) | Semestral         |
| Conahorro III (39M) con vto. en junio 2024 | USD    | 24-mar-2021      | 21-jun-2024          | 3 cuotas anuales (1° en jun. 2022) | 3,5-5,25% (step up) | Semestral         |
| Conahorro III (39M) con vto en set. 2024   | USD    | 23-jun-2021      | 20-set-2024          | 3 cuotas anuales (1° en set. 2022) | 2,0%                | Semestral         |
| Conahorro III (39M) con vto. en dic. 2024  | USD    | 22-set-2021      | 20-dic-2024          | 3 cuotas anuales (1° en dic. 2022) | 2,0%                | Semestral         |
| Conahorro III (60M) con vto. en dic. 2026  | USD    | 22-dic-2021      | 21-dic-2026          | 2 cuotas anuales (1° en dic. 2025) | 2,0-3,0% (step up)  | Semestral         |
| Conahorro III (60M) con vto. en marzo 2027 | USD    | 23-mar-2022      | 22-mar-2027          | 2 cuotas anuales (1° en mar. 2026) | 2,0-3,0% (step up)  | Semestral         |
| Conahorro III (60M) con vto. en junio 2027 | USD    | 22-jun-2022      | 21-jun-2027          | 2 cuotas anuales (1° en jun. 2026) | 2,0-5,0% (step up)  | Semestral         |
| Conahorro IV (60M) con vto. en set. 2027   | USD    | 22-set-2022      | 20-set-2027          | 2 cuotas anuales (1° en set. 2026) | 3,0-5,0% (step up)  | Semestral         |
| Conahorro IV (60M) con vto. en dic. 2027   | USD    | 22-dic-2022      | 20-dic-2027          | Al vencimiento                     | 3,0-5,0% (step up)  | Semestral         |
| Conahorro IV (60M) con vto. en marzo 2028  | USD    | 23-mar-2023      | 20-mar-2028          | Al vencimiento                     | 3,0-5,0% (step up)  | Semestral         |
| Conahorro IV (84M) con vto. en junio 2030  | USD    | 23-jun-2023      | 20-jun-2030          | Al vencimiento                     | 3,0-6,0% (step up)  | Semestral         |
| Conahorro IV (84M) con vto. en set. 2030   | USD    | 25-set-2023      | 20-set-2030          | Al vencimiento                     | 3,0-6,0% (step up)  | Semestral         |
| Conahorro IV (84M) con vto. en dic. 2030   | USD    | 26-dic-2023      | 20-dic-2030          | Al vencimiento                     | 4,0-6,0% (step up)  | Semestral         |
| Conahorro IV (84M) con vto. en marzo 2031  | USD    | 25-mar-2024      | 20-mar-2031          | Al vencimiento                     | 4,0-5,0% (step up)  | Semestral         |
| Conahorro IV (84M) con vto. en junio 2031  | USD    | 24-jun-2024      | 20-jun-2031          | Al vencimiento                     | 4,75-5,0% (step up) | Semestral         |

**Información Complementaria**

| Tipo de calificación / Instrumento   | Calificación actual | Perspectiva actual | Calificación anterior | Perspectiva anterior |
|--|---------------------|--------------------|-----------------------|----------------------|
| <b>Cooperativa Nacional de Productores de Leche</b>                            |                     |                    |                       |                      |
| Calificación de emisor en moneda local   | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Calificación de emisor en moneda extranjera                                    | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro III (87M) con vencimiento en diciembre 2024 | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro III (84M) con vencimiento en diciembre 2024 | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro III (81M) con vencimiento en junio 2025     | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro III (84M) con vencimiento en diciembre 2025 | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro III (39M) con vencimiento en junio 2024     | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro III (39M) con vencimiento en setiembre 2024 | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro III (39M) con vencimiento en diciembre 2024 | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro III (60M) con vencimiento en diciembre 2026 | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro III (60M) con vencimiento en marzo 2027     | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro III (60M) con vencimiento en junio 2027     | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro IV (60M) con vencimiento en setiembre 2027  | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro IV (60M) con vencimiento en diciembre 2027  | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro IV (60M) con vencimiento en marzo 2028      | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro IV (84M) con vencimiento en junio 2030      | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro IV (84M) con vencimiento en setiembre 2030  | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro IV (84M) con vencimiento en diciembre 2030  | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro IV (84M) con vencimiento en marzo 2031      | AAA.uy              | Estable            | AAA.uy                | Estable              |
| Obligaciones Negociables Conahorro IV (84M) con vencimiento en junio 2031 (*)  | AAA.uy              | Estable            | ---                   | ---                  |

(\*) *Previo a oferta pública.*



29 de mayo de 2024

Conaprole

**Información considerada para la calificación.**

- » Memoria y Estados Contables anuales auditados correspondientes a los ejercicios económicos del 31/07/2023 y anteriores de Conaprole disponibles en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)
- » Estados contables intermedios, disponibles en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)
- » Prospectos y Suplementos de Obligaciones Negociables de Conaprole disponibles en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy).
- » Información complementaria provista por el emisor en Diciembre 2023.
- » Estadísticas publicadas por el Instituto Nacional de la Leche (INALE), disponible en <https://www.inale.org/>
- » Información publicada por Global Dairy Trade, disponible en <https://www.globaldairytrade.info/>

**Definición de las calificaciones asignadas.**

- **AAA.uy:** Emisores o emisiones calificados en **AAA.uy** con una calidad crediticia más fuerte en comparación con otros emisores locales.

Consulte el documento Escalas de Calificaciones de Uruguay disponible en <https://www.moodyslocal.com/country/uy> , para obtener más información sobre las definiciones de las calificaciones asignadas. *Moody's Local Uruguay agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de calificación genérica que va de AA a CCC, El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de calificación genérica, ningún modificador indica una calificación media, y el modificador "-" indica una calificación en el extremo inferior de la categoría de calificación genérica*

**Metodología Utilizada.**

- Metodología de Calificación de Empresas No Financieras - (4/7/2022), disponible en <https://www.moodyslocal.com/country/uy> y [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)



29 de mayo de 2024

Conaprole

© 2024 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR LAS FILIALES DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA PERO NO LIMITADA A LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación. MCO y Moody's Investors Service también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody.com](http://www.moody.com), bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores – Gestión Corporativa – Documentos Constitutivos – Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de la Segunda Parte (según se define en los Símbolos y Definiciones de Calificación de Moody's Investors Service): Por favor notar que una Opinión de la Segunda Parte ("OSP") no es una "calificación crediticia". La emisión de OSPs no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur.

JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSPs se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.