

## INFORME DE CALIFICACIÓN

28 de octubre de 2025

## CALIFICACIÓN PÚBLICA

## Informe de revisión completa

## 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 AR 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.

## Cooperativa Nacional de Productores de Leche

## RESUMEN

Moody's Local Uruguay asigna una calificación en moneda extranjera de **AAA.uy** a las Obligaciones Negociables Conahorro IV (60M) con vencimiento en diciembre 2030 de Cooperativa Nacional de Productores de Leche ("Conaprole"). Asimismo, afirma las calificaciones en moneda local y en moneda extranjera de largo plazo 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 elevada flexibilidad financiera, el holgado perfil de liquidez y el bajo nivel de endeudamiento. Adicionalmente, la calificación incorpora la fuerte exposición a la volatilidad de los precios de los *commodities*<sup>1</sup> 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 2026-2027, 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 100-130 millones. A cierre de ejercicio julio 2025, la generación de EBITDA fue de USD 168 millones, con un ratio de EBITDA a ventas de 12,9% por encima de los 10,4% reportados el año anterior. Este leve incremento en la rentabilidad se encuentra explicado por la suba del precio internacional de la leche evidenciada durante la mayor parte del año que esperamos vuelva a converger a su media histórica en torno a USD 3.500/tonelada en 2026.

Conaprole posee bajos niveles de endeudamiento y sólidas coberturas de intereses. Esperamos que el nivel de endeudamiento no supere 2,0x EBITDA con coberturas de intereses por encima de 15,0x. La calificación contempla los adecuados niveles de liquidez y la sólida flexibilidad financiera de la compañía, respaldada por un importante y demostrado acceso al mercado de capitales local y de crédito bancario y organismos multilaterales. A julio 2025, la compañía reportó deuda financiera por USD 131,5 millones que frente a una generación de EBITDA de USD 168 millones resultó en un ratio de apalancamiento de 0,8x. La cobertura de intereses fue de 23,8x para el mismo periodo.

La compañía planea la emisión de las Obligaciones Negociables Conahorro IV (60M) por hasta USD 5 millones con amortización del 100% del capital al

## 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



vencimiento en diciembre 2030, las cuales devengarán una tasa lineal anual de 4,25%. El destino de los fondos será financiamiento de inversiones en productos terminados con destino a la exportación y/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 adecuados márgenes de rentabilidad a través del ciclo.
- Bajo nivel de apalancamiento y sólidas 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 climáticos.

### **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.

### **Principales aspectos crediticios**

#### **Estabilidad del sector**

La industria láctea es 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.

Durante 2025 la industria láctea uruguaya mostró fuertes signos de recuperación luego de verse afectada por la sequía en la campaña 2022/23 y las abundantes lluvias del otoño de 2024 que afectaron negativamente la producción. A septiembre 2025, la remisión en litros de leche a plantas industriales fue de aproximadamente 1.500 millones, un 5% más si se compara contra el mismo periodo de 2024. Esperamos en 2026, similares niveles de remisión de leche y que se mantengan las buenas condiciones climáticas en las cuencas lecheras.

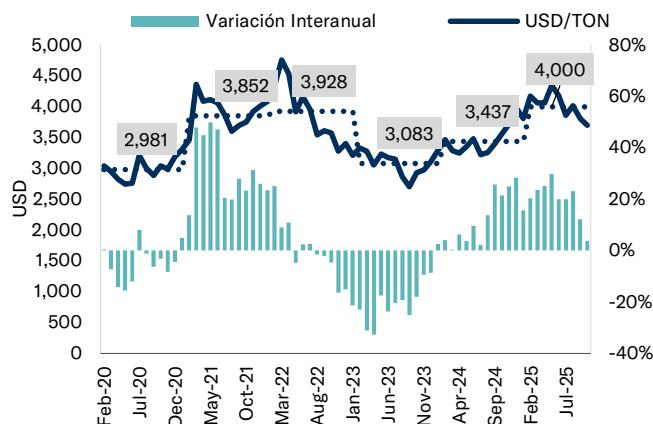
Los primeros diez meses del año 2025 se caracterizaron por presentar precios de la leche en polvo por encima del promedio histórico los cuales superaron los USD 4.000 la tonelada en la mayoría de los meses. Sin embargo, esperamos que para 2026 converja a su media histórica en torno a USD 3.500. De acuerdo con el Instituto Nacional de la Leche, en el acumulado del año a septiembre 2025 los precios internacionales promedio de la manteca, leche en polvo entera y quesos aumentaron un 21%, 15% y 1% respectivamente respecto del mismo periodo del año anterior.

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



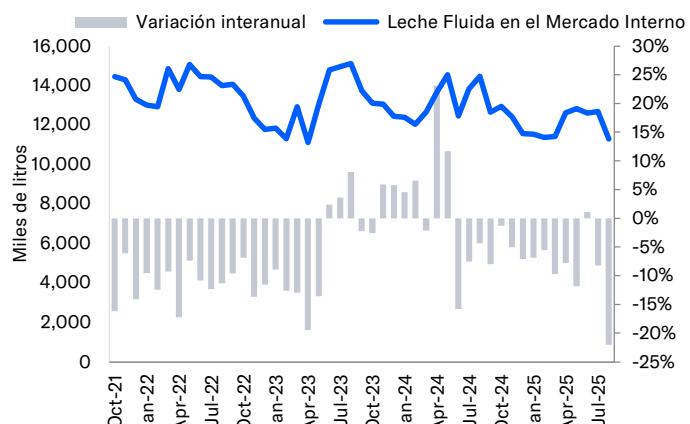
incremento en el consumo de leche cruda; mientras que cuando el ingreso aumenta, los consumidores tienden a preferir yogures o leches vitaminizadas.

**FIGURA 1** Precio internacional 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

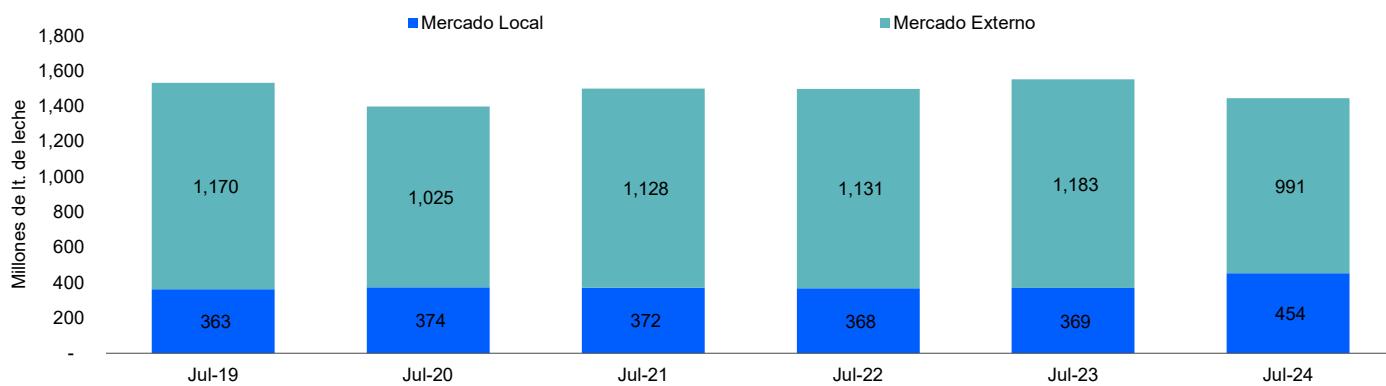


Fuente: Moody's Local Uruguay sobre la base del Instituto Nacional de la Leche en Uruguay (INALE)

## 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. La producción anual es de aproximadamente 1.500 millones de litros de leche, que equivalen al 72% de la leche de Uruguay. A cierre de ejercicio julio 2025, las ventas se ubicaron en USD 1.305 millones, un 9% por encima del año anterior producto del mayor precio internacional de la leche.

**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 70% en el mercado local 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. En octubre 2025 Conaprole ganó el

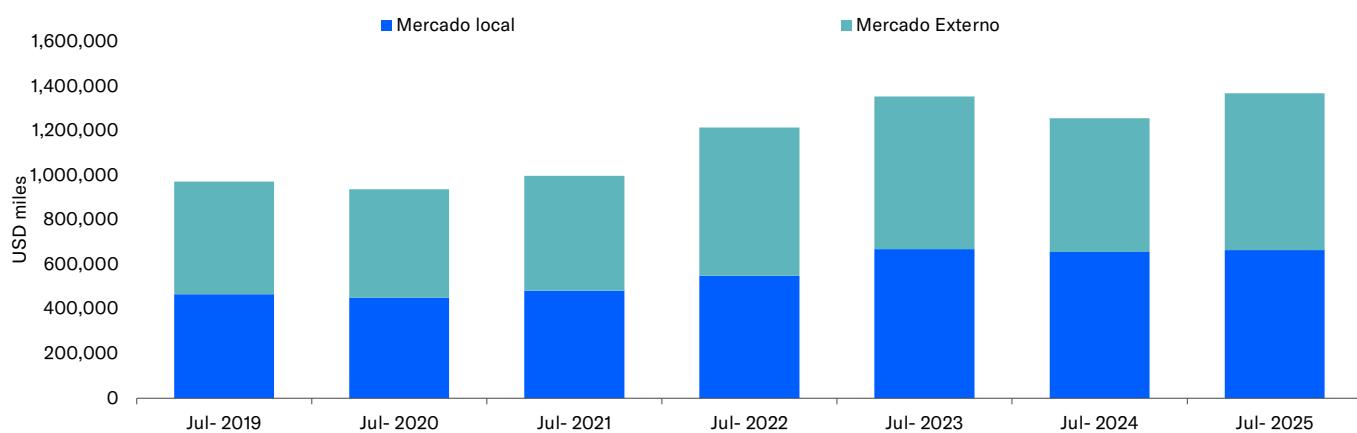


premio de "Innovation in Environmental Sustainability in Farming" de la Federación Internacional de Lácteos (IDF) con su proyecto de Tambo Sustentable que compitió con otros 130 proyectos provenientes de 23 países, lo cual posiciona a la cooperativa como referente de la industria a nivel mundial.

### 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

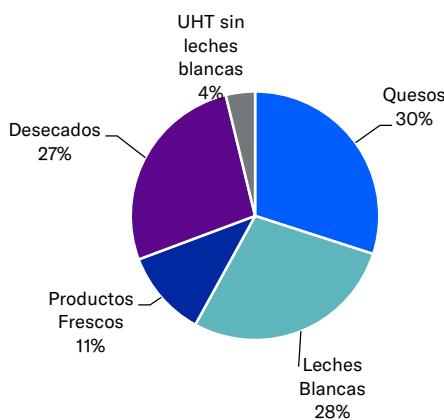
Conaprole elabora y distribuye una amplia gama de productos entre los que se destaca como principal la leche en sus distintas versiones (fresca, ultrapasteurizada, en polvo, saborizada, etc). Además, posee una amplia diversificación geográfica y elevada presencia competitiva en Uruguay, la cual se encuentra sustentada en su amplia red nacional de distribución que le permite llegar a prácticamente todas las localidades del país. 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. Exporta el 70% del volumen de la leche procesada y alcanza más de 60 países, siendo los principales destinos Brasil, México, Argelia, y Egipto. Como consecuencia del Acuerdo de Libre Comercio establecido entre Nueva Zelanda y China, vigente desde enero 2024, Conaprole fortaleció su participación en países como Argelia e incrementó su diversificación geográfica alcanzando exportaciones en 71 países en 2024, 11 más que en 2023. 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.

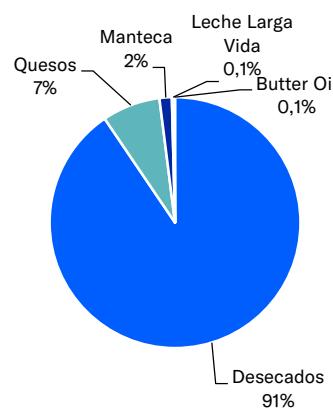


**FIGURA 5** Volumen de ventas mercado local



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

**FIGURA 6** Monto de ventas mercado externo



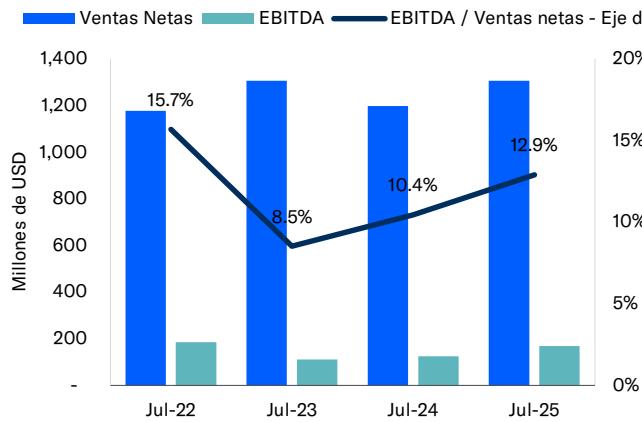
Fuente: Moody's Local Uruguay sobre información proporcionada por Conaprole

### 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 2026-2027, 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 100-130 millones. A cierre de ejercicio julio 2025, la generación de EBITDA fue de USD 168 millones, con un ratio de EBITDA a ventas de 12,9% por encima de los 10,4% reportados el año anterior. Este leve incremento en la rentabilidad se encuentra explicado por la suba del precio internacional de la leche evidenciada durante la mayor parte del año que esperamos vuelva a converger a su media histórica en torno a USD 3.500/tonelada en 2026.

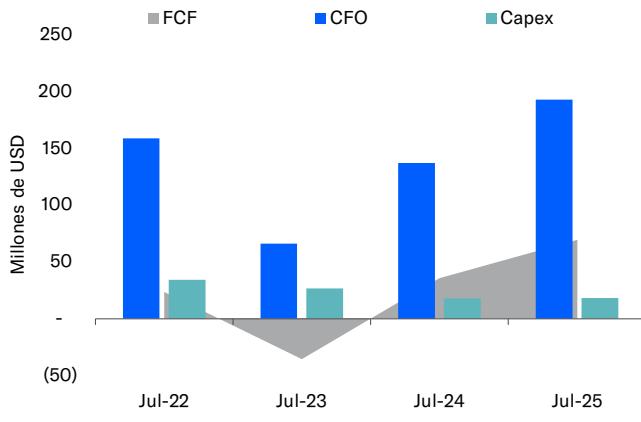
Históricamente, la compañía ha demostrado sólidos niveles de generación de flujo de fondos operativos (CFO), que alcanzan un promedio de aproximadamente USD 138 millones para el periodo 2022-2025. Incluso si se considera los adelantos y distribución de utilidades (en torno a USD 90 millones en promedio) 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 períodos. Durante el año fiscal cerrado en julio 2025 Conaprole generó FCF por USD 69 millones.

**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

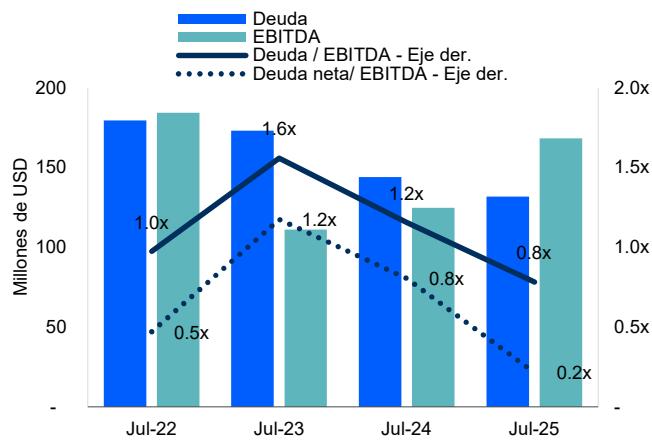


## Apalancamiento

Conaprole posee bajos niveles de endeudamiento bruto y sólidas métricas de cobertura de intereses. Hacia 2026-2027, 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. A julio 2025, la compañía reportó deuda financiera por USD 131,5 millones que frente a una generación de EBITDA de USD 168 millones resultó en un ratio de apalancamiento de 0,8x. La cobertura de intereses fue de 23,8x para el mismo periodo.

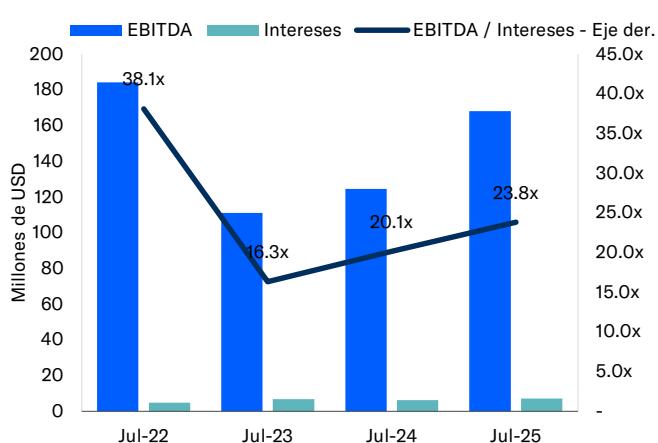
A julio 2025 la deuda se encuentra compuesta en un 34% por préstamos bancarios, 43% por Obligaciones Negociables y el restante 22% por el Préstamo Precio Diferido ("PPD"). Éste último no tiene una fecha de exigibilidad establecida contractualmente y se utiliza como un fondo anticíclico para los productores. 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.

**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

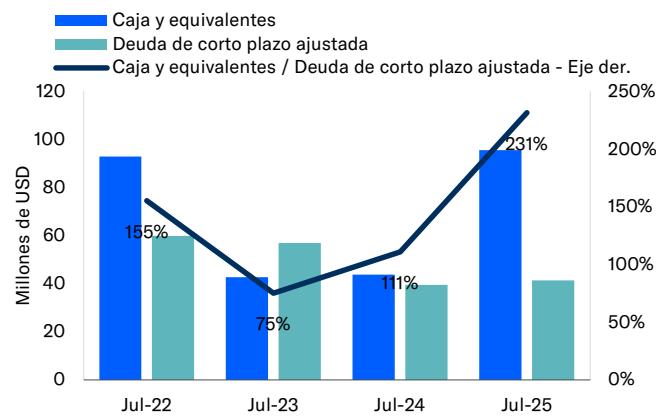
## Política financiera

Conaprole posee una elevada flexibilidad financiera y holgados 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 se encuentran 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 julio 2025, la compañía reportó caja y equivalentes por USD 95 millones que frente a la deuda de corto plazo de USD 31 millones deriva en un ratio de cobertura de 231%.

La cooperativa trabaja con 1.474 productores socios cooperativos que manejan 1.628 tambos y reciben un pago por la leche remitida. De este pago hasta julio 2025, la cooperativa retenía 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). A partir de agosto 2025, la cooperativa pasará a retener un 1% para el Fondo de Productividad y un 2% para el PPD.

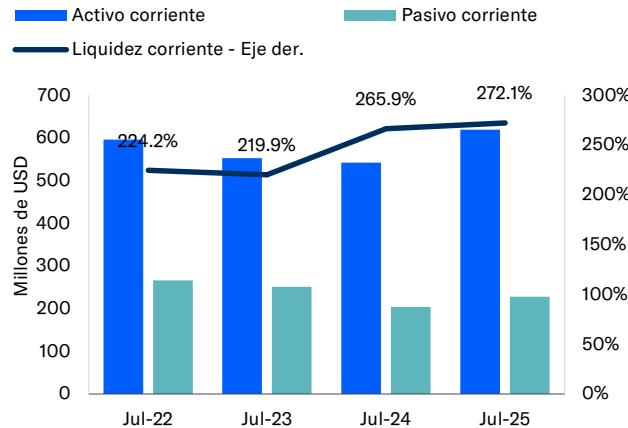


**FIGURA 11** Liquidez



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

### 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 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, 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.

#### 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, Conaprole invirtió 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 en el Complejo Industrial Rodriguez. A su vez, la empresa impulsó un proyecto que implica la plantación de árboles en los establecimientos de los productores, con el objetivo de mitigar la emisión de gases de efecto invernadero y mejorar la eficiencia de la producción de leche al mejorar las condiciones del rodeo productivo. En octubre de 2025 Conaprole ganó el premio de "Innovation in Environmental Sustainability in Farming" de la Federación Internacional de Lácteos (IDF) con su proyecto de Tambo Sustentable que compitió con otros 130 proyectos provenientes de 23 países, lo cual posiciona a la cooperativa como referente de la industria a nivel mundial. El proyecto Tambo Sustentable refleja la visión de largo plazo que integra la sostenibilidad como un pilar central de su estrategia institucional y productiva. La cooperativa ha alineado sus esfuerzos con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas, en el marco de su Hoja de Ruta 2030. 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.



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

	Jul-2025	Jul-2024	Jul-2023	Jul-2022
<b>INDICADORES</b>				
EBITDA / Ventas netas	12,9%	10,4%	8,5%	15,7%
EBIT / Ventas netas	10,7%	7,9%	5,6%	12,5%
Deuda / EBITDA	0,8x	1,2x	1,6x	1,0x
Deuda neta / EBITDA	0,2x	0,8x	1,2x	0,5x
CFO / Deuda	146,4%	95,0%	38,1%	88,4%
EBITDA / Gastos financieros	23,8x	20,1x	16,3x	38,1x
EBIT / Gastos financieros	19,9x	15,2x	10,6x	30,4x
Liquidez corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	272,1%	265,9%	219,9%	224,2%
Caja y equivalentes / Deuda de corto plazo	231,4%	110,8%	75,0%	155,0%
<b>En miles de USD</b>				
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>				
Ventas netas	1.304.600	1.195.552	1.304.704	1.175.650
Resultado bruto	279.803	218.140	202.920	261.674
EBITDA	168.088	124.595	111.074	184.175
EBIT	140.008	94.063	72.402	146.757
Intereses	(7.052)	(6.186)	(6.800)	(4.831)
Resultado neto	135.102	93.437	57.821	141.407
<b>FLUJO DE CAJA</b>				
Flujo generado por las operaciones	183.761	132.477	127.826	202.366
CFO	192.638	136.704	65.894	158.560
Dividendos	(105.269)	(83.472)	(74.892)	(101.210)
CAPEX	(17.996)	(17.829)	(26.569)	(34.035)
Flujo de fondos libres	69.373	35.402	(35.567)	23.315
<b>ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL**</b>				
Caja y equivalentes	95.473	43.714	42.622	92.817
Activos corrientes	618.210	541.188	551.778	595.545
Bienes de uso	232.617	212.651	225.697	236.752
Intangibles	986	1.002	1.023	996
Total activos	866.579	769.789	794.799	848.876
Deuda financiera de corto plazo	31.901	31.236	47.414	51.403
Deuda financiera de largo plazo	70.469	85.756	97.736	97.683
Deuda financiera total	102.370	116.992	145.150	149.086
Deuda financiera ajustada**	131.592	143.831	173.053	179.465
Total pasivo	326.135	308.074	367.690	386.740
Patrimonio neto	540.444	461.715	427.109	462.136

\*Ejercicios de cierre anual el 31 de julio;

\*\* Incluye Préstamo Precio Diferido

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



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

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

\*Pendiente de emisión

## Información Complementaria

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

<sup>\*) Las ON Conahorro IV (60M) con vencimiento en diciembre 2030 son previo a oferta pública</sup>

### Información considerada para la calificación.

- Memoria y Estados Contables anuales auditados correspondientes a los ejercicios económicos del 31/07/2025 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).
- 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 - (04/Jul/2022), disponible en <https://moodyslocal.com.uy/reportes/metodologias-y-marcos-analiticos/metodologias-de-calificacion/> y [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objetos de calificación.



© 2025 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciatarios 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 SÍMBOLOS 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 PREVISIÓNES 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 INVENSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PÚBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVENSOR 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 INVENSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPiado POR PARTE DE LOS INVENSORES 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, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS 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, licenciatarios 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, licenciatarios 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, licenciatarios 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, licenciatarios 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 OTORGÁ NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIABILIDAD 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 todas las entidades de MCO que emiten calificaciones bajo la marca "Moody's Ratings" ("Moody's Ratings") también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Ratings. 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 ir.moodys.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 Agencia 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 61 003 399 657 AFSL 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 Segunda Parte y las Evaluaciones de Cero Emisiones Netas (según se definen en los Símbolos y Definiciones de Calificaciones de Moody's Ratings): Por favor notar que ni una Opinión de Segunda Parte ("OSP") ni una Evaluación de Cero Emisiones Netas ("NZA") son "calificaciones crediticias". La emisión de OSP y NZA no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur. JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSP y NZA 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.

