

INFORME DE CALIFICACIÓN

8 de noviembre 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 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.

CONTACTOS

José Antonio Molino +54.11.5129.2613
Associate Director – Credit Analyst
Jose.molno@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Argentina / Uruguay
+54.11.5129.2600

Cooperativa Nacional de Productores de Leche

RESUMEN

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 diciembre 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*¹ 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 2025-2027, esperamos que los márgenes de EBITDA 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. A cierre de ejercicio julio 2024, el EBITDA se ubicó en USD 125 millones, con un ratio de EBITDA a ventas que subió a niveles de 10,5% desde 8,6% en 2023.

Adicionalmente, la calificación contempla bajos niveles de endeudamiento, en torno a 1,1x a julio 2024, y sólidas métricas de cobertura de intereses, en niveles de 20,2x 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 diciembre 2031, las cuales devengarán una tasa lineal anual de 4,75%. 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.

¹ Bienes transables



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 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.

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. A la sequía le siguieron abundantes lluvias del otoño 2024 que afectaron negativamente la producción. Esperamos en 2025, 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 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.

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.

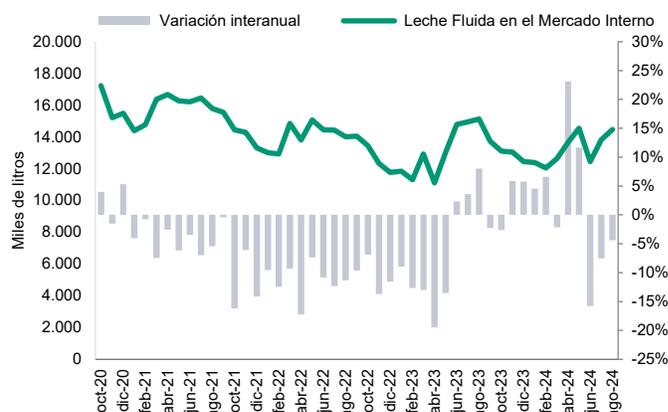


FIGURA 1 Precio de la leche en polvo entera



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

FIGURA 2 Volumen de leche fluida en el mercado interno

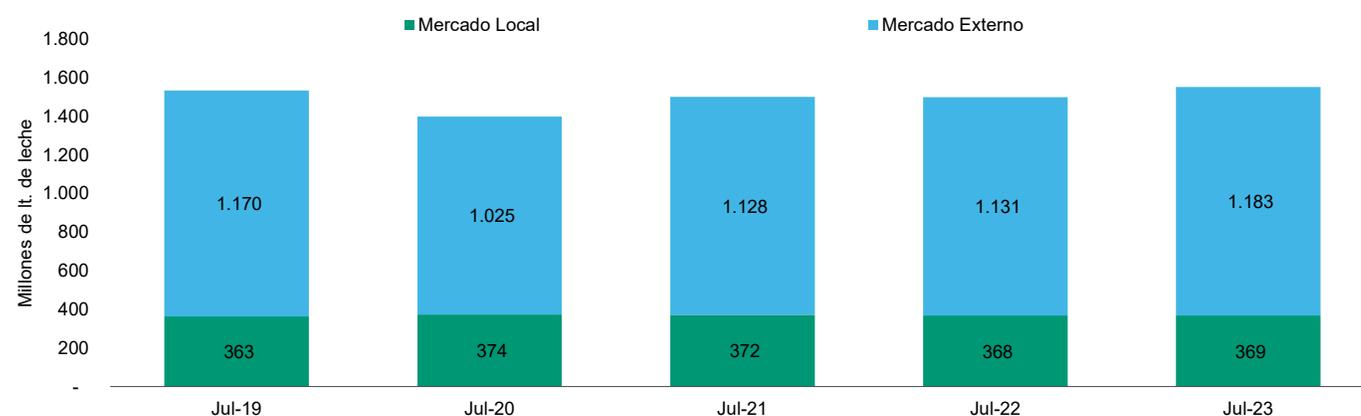


Fuente: Moody's Local Uruguay sobre la base del Instituto Nacional de la Leche en Uruguay (INALE)

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. La producción anual es de aproximadamente 1.500 millones de litros de leche, que equivalen al 72% de la leche de Uruguay. Para el año fiscal 2025/2026 la compañía planea incrementar el volumen de ventas del mercado externo en un 5% aproximadamente, con el objetivo de aumentar su *market share*². A julio 2024, el nivel de ventas cayó a USD 1.195 millones desde USD 1.305 millones un año antes.

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 el mercado

² Cuota de mercado

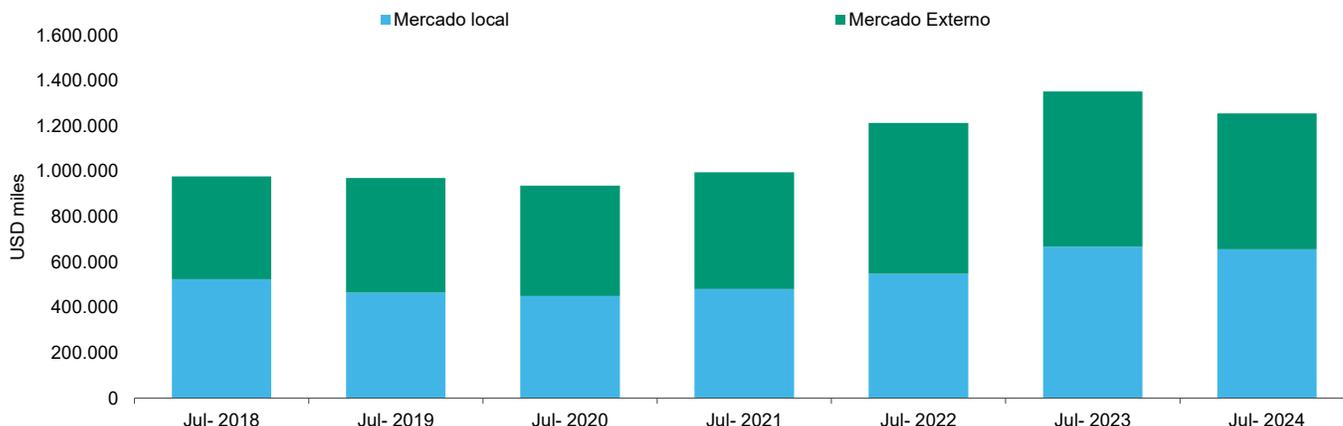


local en productos frescos, y una menor participación en quesos y dulce de leche. La leche fresca se caracteriza por tener cierta estacionalidad, donde el consumo se da mayormente en invierno.

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

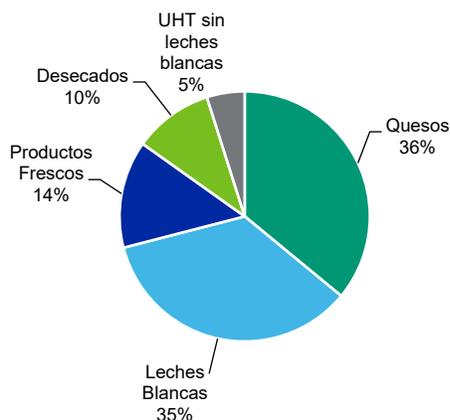
Conaprole elabora y distribuye una amplia gama de productos entre los que se destaca como principal la leche en sus distintas versiones (fresca, ultrapasteurizada, en polvo, saborizada, etc). Además, posee una amplia diversificación geográfica y elevada presencia competitiva en Uruguay, la cual se encuentra 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. La cooperativa exporta el 70% del volumen de la leche procesada y alcanza más de 60 países, siendo los principales destinos Brasil, México, Argelia, y Egipto. 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.

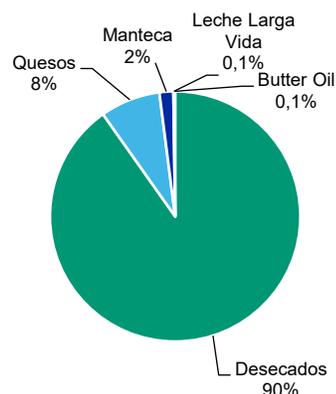


FIGURA 5 Volumen de ventas mercado local - 2024



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

FIGURA 6 Monto de ventas mercado externo - 2024

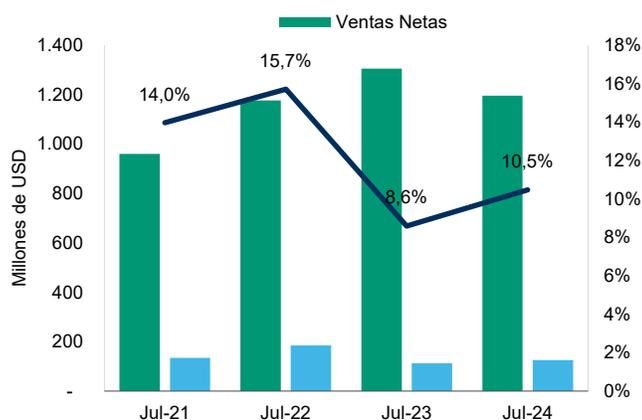


Fuente: Moody's Local Uruguay sobre información proporcionada por Conaprole

Rentabilidad y eficiencia

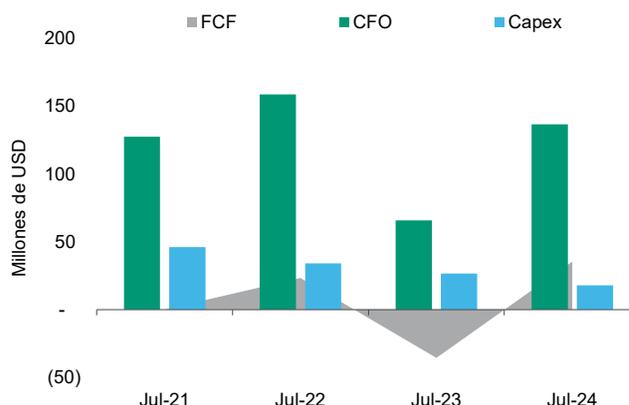
Conaprole posee adecuados márgenes de rentabilidad a través del ciclo debido a su sólida posición de mercado y su buena diversificación de productos. Hacia 2025-2027, esperamos que los márgenes de rentabilidad se mantengan en torno a 10%-12%, en línea con los reportados históricamente, con un nivel de generación de EBITDA en torno a USD 100-120 millones. A cierre de ejercicio julio 2024, el EBITDA se ubicó en USD 125 millones, con un ratio de EBITDA a ventas que subió a niveles de 10,5% desde 8,6% en 2023. La recuperación en la rentabilidad se encuentra explicada por la suba del precio internacional de la leche en promedio en torno a USD 3.500 la tonelada durante 2024 desde aproximadamente USD 3.000 en 2023.

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

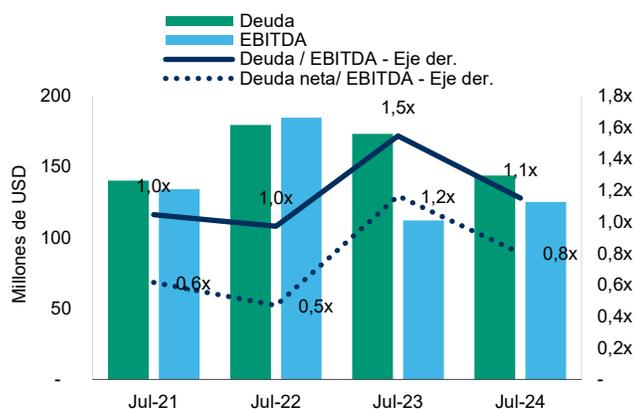
Históricamente, la compañía ha demostrado sólidos niveles de generación de flujo de fondos operativos (CFO), que alcanzan un promedio de aproximadamente USD 122 millones para el periodo 2021-2024. Incluso si se considera los adelantos y distribución de utilidades (en torno a USD 85 millones en promedio) 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.

Apalancamiento



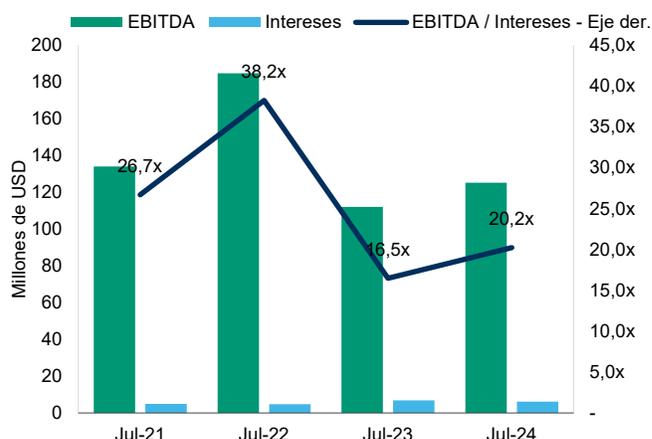
Conaprole posee bajos niveles de endeudamiento bruto y sólidas métricas de cobertura de intereses. Hacia 2025-2027, esperamos que el nivel de endeudamiento no supere 2,0x EBITDA con coberturas de intereses por encima de 15,0x. La compañía mantiene una política de endeudamiento de largo plazo para hacer frente a los ciclos negativos del sector y tener la capacidad de ser el primer sostén financiero para los productores. El ratio deuda a EBITDA se mantuvo en bajos niveles de 1,1x a cierre de ejercicio 2024, por debajo de los 1,5x reportados en 2023. Por su parte, la cobertura de intereses se ubicó en 20,2x EBITDA a intereses.

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 julio de 2024 la deuda financiera ajustada de la compañía asciende a USD 143,8 millones y se encuentra compuesta en un 49% por préstamos bancarios, 32% por Obligaciones Negociables y el restante 19% 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.

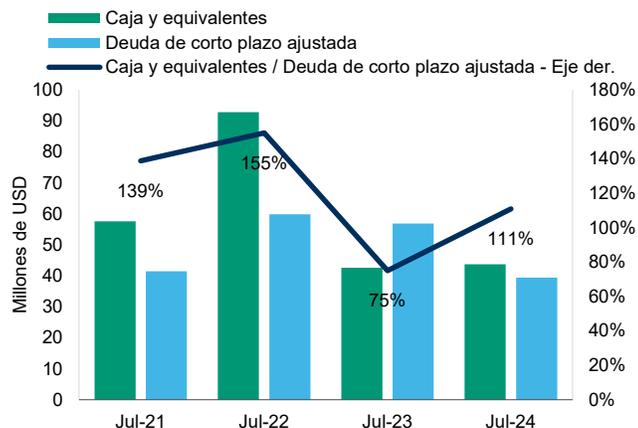
Política financiera

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 julio 2024, la compañía mantiene una posición de caja y equivalentes de USD 43,7 millones, mientras que la deuda de corto plazo alcanza los USD 39,4 millones, con un indicador de cobertura del 110,8% desde 75% en 2023. Adicionalmente, el indicador de liquidez corriente fue de 265,9%.

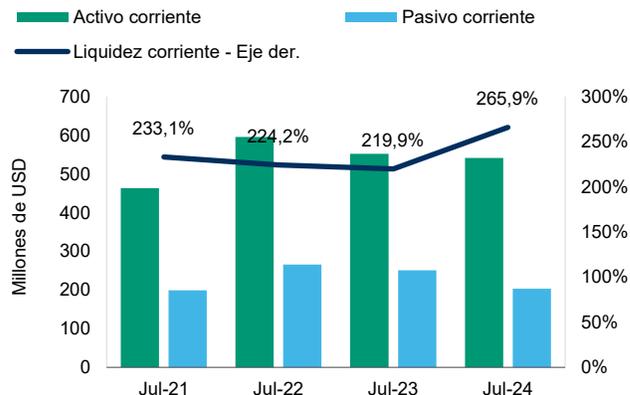
La cooperativa trabaja con más de 1.700 productores que son socios cooperativos y reciben un pago por la leche remitida. De este pago, la cooperativa retiene un 1,5% destinado a un Fondo de Productividad creado para financiar inversiones con el fin de incrementar la valorización de la leche y otro 1,5%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

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 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.

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.

Anexo I
Información contable e indicadores operativos y financieros*

	Jul-2024	Jul-2023	Jul-2022	Jul-2021
INDICADORES				
EBITDA / Ventas netas	10,5%	8,6%	15,7%	14,0%
EBIT / Ventas netas	7,9%	5,6%	12,5%	10,2%
Deuda / EBITDA	1,1x	1,5x	1,0x	1,0x
Deuda neta / EBITDA	0,8x	1,2x	0,5x	0,6x
CFO / Deuda	95,0%	38,1%	88,4%	91,0%
EBITDA / Gastos financieros	20,2x	16,5x	38,2x	26,7x
EBIT / Gastos financieros	15,3x	10,8x	30,5x	19,5x
Liquidez corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	265,9%	219,9%	224,2%	233,1%
Caja y equivalentes / Deuda de corto plazo	110,8%	75,0%	155,0%	138,8%
En miles de USD				
ESTADO DE RESULTADOS				
Ventas netas	1.195.552	1.304.704	1.175.650	960.140
Resultado bruto	218.140	202.920	261.674	199.256
EBITDA	125.081	112.014	184.654	133.998
EBIT	94.549	73.341	147.236	98.052
Intereses	(6.186)	(6.800)	(4.831)	(5.022)
Resultado neto	93.437	57.821	141.407	88.902
FLUJO DE CAJA				
Flujo generado por las operaciones	132.477	127.826	202.366	148.857
CFO	136.704	65.894	158.560	127.559
Dividendos	(83.472)	(74.892)	(101.210)	(81.338)
CAPEX	(17.829)	(26.569)	(34.035)	(46.193)
Flujo de fondos libres	35.402	(35.567)	23.315	28
ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL**				
Caja y equivalentes	43.714	42.622	92.817	57.628
Activos corrientes	541.188	551.778	595.545	463.325
Bienes de uso	212.651	225.697	236.752	239.720
Intangibles	1.002	1.023	996	900
Total activos	769.789	794.799	848.876	719.292
Deuda financiera de corto plazo	31.236	47.414	51.403	34.571
Deuda financiera de largo plazo	85.756	97.736	97.683	98.645
Deuda financiera total	116.992	145.150	149.086	133.215
Deuda financiera ajustada**	143.831	173.053	179.465	140.155
Total pasivo	308.074	367.690	386.740	319.543
Patrimonio neto	461.715	427.109	462.136	399.749

* 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: 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 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
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

*Pendiente de emisión

Información Complementaria

Tipo de calificación / Instrumento	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Cooperativa Nacional de Productores de Leche				
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 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	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	---	---

(* Previa a oferta pública.

Información considerada para la calificación.

- Memoria y Estados Contables anuales auditados correspondientes a los ejercicios económicos del 31/07/2024 y anteriores de Conaprole disponibles en www.bcu.gub.uy
- Estados contables intermedios, disponibles en www.bcu.gub.uy
- Prospectos y Suplementos de Obligaciones Negociables de Conaprole disponibles en www.bcu.gub.uy.
- Información complementaria provista por el emisor en noviembre 2024.
- 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

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



© 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 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, 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, 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.

