

FFIEL – Fideicomiso Financiero para el Financiamiento de Inversiones de Establecimientos Lecheros

Estructura de capital – Programa de emisión I

Clase	Calificación	Perspectiva	Monto USD	MC ^a (%)	Tasa de interés (%)	Vencimiento legal
TD Senior	A+sf(uy)	Estable	h/100.000.000	15,0	5,79% e.a.	A definir ^b
TD Subordinados	Bsf(uy)	Estable	h/15.000.000	3,0	S+5,42826	Mar/2051
CP	CCCsf(uy)	No aplica	h/12.500.000	0,0	No aplica	Mar/2051

TD: Títulos de Deuda – CP: Certificados de Participación – USD: dólar estadounidense – MC: Mejoras crediticias – S: SOFR de 6 meses – ^aNo considera el diferencial de tasas – ^bA definirse con cada suscripción
Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de calificación: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. -en adelante FIX- confirmó en 'A+sf(uy)' la calificación de los Títulos de Deuda (TD) Senior, en 'Bsf(uy)' la de los TD Subordinados y en 'CCCsf(uy)' la de los Certificados de Participación (CP) emitidos por el Fideicomiso Financiero para el Financiamiento de Inversiones de Establecimientos Lecheros (FFIEL o el fideicomiso) considerando el estrés que soportan los títulos; la perspectiva de los TD es 'Estable'.

Estrés que soportan los títulos: los TD Senior soportan el incumplimiento de hasta los 6 principales deudores. Para el cálculo se consideró que los 5 principales deudores no pueden superar el 15% de la cartera del fideicomiso, una sobrecolateralización (relación entre el capital de la cartera y el saldo de los TD Senior) del 15% y la garantía financiera de hasta el 20% con que cuentan los préstamos subyacentes o el Fondo de Productividad. Dado que no hay un límite de concentración al principal deudor, FIX asumió que los TD Subordinados no soportan el incumplimiento de ningún deudor. No se consideraron los posibles recuperos de la ejecución de garantía reales de los préstamos. Los escenarios de estrés son consistentes con las calificaciones asignadas.

Mejoras crediticias: sobrecolateralización mínima del 15%, adecuado nivel de diferencial de tasas, criterios de adquisición de créditos, límites a la composición de la cartera y cláusulas gatillo que evalúan el desempeño de la cartera, del administrador y de Conaprole como comprador de la leche remitida y agente de retención de la cuota de los préstamos subyacentes. Cascada de pagos secuencial que se convierte en totalmente secuencial (turbo) de activarse un evento de incumplimiento y/o amortización acelerada. Fondo de gastos.

Cláusulas gatillo: FIX entiende que la sobrecolateralización mínima será del 15% dado el programa de emisión continuo de TD Senior y la obligación de que en cada emisión se cumpla con la condición de que la cartera debe ser igual o mayor a 1,17647 veces el saldo adeudado bajo los TD Senior, incluidos los endeudamientos de corto plazo. Si bien hay un evento de incumplimiento que evalúa permanentemente que el monto suscripto de los TD Subordinados y CP sobre el total de valores fiduciarios suscriptos sea superior al 15%, este cálculo no asegura que la sobrecolateralización mínima sea del 15% ya que no considera la situación de cumplimiento de la cartera de créditos contra el saldo de los TD Senior como lo hace el primero.

Emisiones: Al 31.12.2025 el valor residual de los valores fiduciarios emitidos es de USD 12,42 millones, TD Senior por USD 8,12 millones, TD Subordinados por USD 2,58 millones y CP por USD 0,15 millones. Los TD Senior S1P1 fueron amortizados totalmente con la emisión el 17.06.2024 de los TD Senior S3P1. En el anexo "B" se detalla los términos y condiciones de estos.

Informe de Actualización

Calificación

TD Senior S3P1	A+sf(uy)
TD Subordinados S1P1	Bsf(uy)
CP S1P1	CCCsf(uy)

Perspectiva de los TD

Estable

Criterios relacionados

Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Estructuradas de diciembre de 2014 registrado ante el Banco Central del Uruguay

Informes relacionados

República Administradora de Fondos Inversión S.A. (RAFISA)

FFIEL – Fideicomiso Financiero para el Financiamiento de Inversiones de Establecimientos Lecheros, 6 noviembre 2025

Analistas

Mauro Chiarini
Director Senior
mauro.chiarini@fixscr.com
+54 11 5235 8140

Pablo Coria
Director Asociado
pablo.coria@fixscr.com
+54 11 5235 8100

Responsable del sector

Mauro Chiarini
Director Senior
mauro.chiarini@fixscr.com
+54 11 5235 8140

Cartera de créditos: al 31.12.2025 la cartera de créditos del FFIEL es de USD 9,7 millones (USD 11,4 millones al 31.12.2024) representando los 5 principales deudores, por saldo de deuda, el 11,7%; la sobrecolateralización es del 16,6%, por arriba de la mínima, y no se observan créditos con atraso. El repago de los créditos será un porcentaje fijo en función de la remisión de leche a Conaprole con una banda superior e inferior relacionada a la amortización acumulada considerando un plazo máximo y mínimo de repago. Contarán con un esquema de garantías reales (fideicomiso de ganado y/o hipoteca) y una garantía financiera por hasta el 20% o el Fondo de Productividad.

Diferencial y calce de tasas: FIX estima que el diferencial de tasas efectivo entre la tasa de la cartera y los TD Senior es del 2,38% efectiva anual (e.a.). El diferencial de tasas que servirá para cubrir cualquier incumplimiento en la cartera de activos. Los TD Senior y la cartera no evidencian descalce de tasas ya que son fijas. Los TD Subordinados usan la SOFR de 6 meses en USD como tasa de referencia por lo que los mismos están expuestos al descalce de tasas.

Calce de monedas: no se observa descalce de monedas ya que los valores fiduciarios y los préstamos subyacentes se encuentran denominados y son pagaderos en dólares estadounidenses.

Criterios de adquisición y composición de la cartera: que mejoran el perfil crediticio de la cartera estableciendo qué créditos son elegibles para ser adquiridos por el fideicomiso y los criterios de composición de la cartera total.

Administrador experimentado: la Cooperativa de Ahorro y Crédito Proleco se desempeña como originador y administrador de la cartera de créditos del fideicomiso. La misma posee experiencia en la administración y asistencia crediticia a productores lecheros asociados a Conaprole.

Experiencia y muy buen desempeño del fiduciario: República AFISA posee una amplia experiencia y un muy buen desempeño como fiduciario de diversos activos securitizados. Se encuentra calificada como fiduciario en '1FD(uy)' con perspectiva 'Estable'.

Sensibilidad de la calificación

Desempeño de la cartera: las calificaciones pueden bajar si la pérdida de la cartera es superior a la esperada y/o un deterioro en la sobrecolateralización disponible para los valores fiduciarios. Caso contrario, si la pérdida de la cartera es menor a la esperada y/o las mejoras crediticias de la cartera son superiores haciendo que los valores fiduciarios soporten un mayor estrés, la calificación de los mismos podría subir.

Calidad crediticia de la contraparte: las calificaciones pueden verse afectadas negativamente por un deterioro de la calidad crediticia de Conaprole y/o por la falta de cumplimientos de sus compromisos bajo la estructura del fideicomiso tal cual se desprende de los documentos de la transacción.

Resumen de la transacción

La Cooperativa de Ahorro y Crédito Proleco (Proleco) brinda servicios financieros a los productores lecheros de Conaprole. Con el objetivo de atender las necesidades financieras de sus socios productores remitentes a Conaprole, desarrollaron conjuntamente un sistema de financiamiento de largo plazo cuyo repago está vinculado a la producción de leche. El destino de los préstamos puede ser para inversión, capital de trabajo o hasta reestructuración y/o consolidación de otras deudas financieras. Los originadores de estos créditos serán Proleco y las entidades financieras que participen del sistema.

El Fideicomiso Financiero para el Financiamiento de Inversiones de Establecimientos Lecheros (FFIEL) fue constituido entre Proleco (fideicomitente y administrador) y EF Asset Management AFISA como el fiduciario para la adquisición de los créditos elegibles otorgados. Desde el 31.03.2025, RAFISA se desempeña como fiduciario del fideicomiso en reemplazo de EF.

Se emitirá Títulos de Deuda, Senior y Subordinados, y Certificados de Participación. El fideicomiso operará como un fideicomiso maestro (*master trust*) ya que la emisión de los valores fiduciarios se hará en hasta 4 programas de hasta 10 series por programa dependiendo de los créditos elegibles

disponibles para adquirir y debiendo cumplir con las condiciones para la emisión. Asimismo, durante la vigencia de los TD Senior Originales y dentro del periodo de gracia, los fondos remanentes serán utilizados para la compra de nueva cartera (*revolving*).

Actualización

FIX confirmó en 'A+sf(uy)' la calificación de los TD Senior, en 'Bsf(uy)' la de los TD Subordinados y en 'CCCSf(uy)' la de los CP emitidos por el FFIEL considerando el estrés que soportan los títulos; la perspectiva de los TD es 'Estable'.

Al 31.12.2025 la cartera de créditos del FFIEL es de USD 9,7 millones (USD 11,4 millones al 31.12.2024) representando los 5 principales deudores, por saldo de deuda, el 11,7% de esta; la sobrecolateralización es del 16,6% para los TD Senior, por arriba de la mínima. El repago de los créditos será un porcentaje fijo en función de la remisión de leche a Conaprole con una banda superior e inferior relacionada a la amortización acumulada considerando un plazo máximo y mínimo de repago. Contarán con un esquema de garantías reales (fideicomiso de ganado y/o hipoteca) y una garantía financiera por hasta el 20% o el Fondo de Productividad.

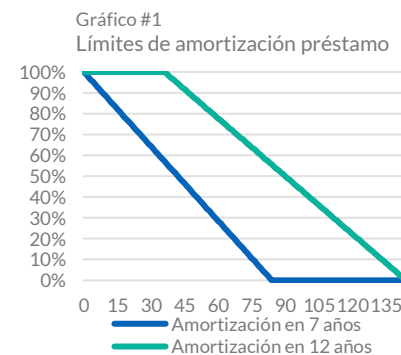
Los créditos subyacentes del FFIEL serán aquellos originados por Proleco, o las entidades financieras que participen del sistema de financiamiento, que cumplan con las condiciones para la adquisición y los límites de concentración de la cartera. Los créditos a ser originados bajo este sistema (en adelante "préstamos FFIEL") poseen las características detalladas en la tabla #1 del Anexo "A".

La característica distintiva de los préstamos FFIEL es que poseen un sistema de amortización variable en función a un porcentaje definido de la leche remitida con dos límites, uno superior y otro inferior, que están relacionados a la amortización acumulada de un crédito a 7 años (límite inferior) o a un crédito con 3 años de gracia y 9 años de amortización (total 12 años - límite superior). Si el precio de la leche sube y la amortización del crédito toca el límite inferior (el crédito se amortiza en 7 años), se reduce el monto de la retención para que no se prepague. Si el precio baja y la amortización del crédito toca el límite superior (el crédito se amortiza en 12 años) se aumenta el porcentaje de retención para cumplir con el plazo máximo (ver gráfico #1).

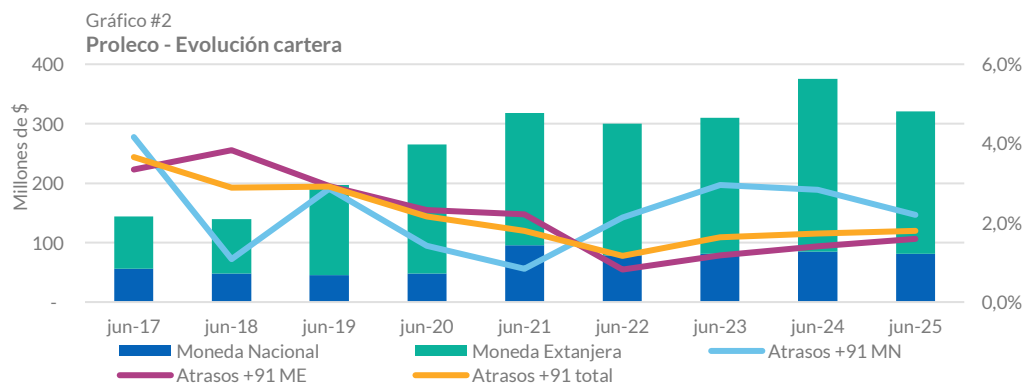
El servicio mensual de interés y de capital de los préstamos FFIEL será retenido por Conaprole de los pagos que deba hacer al productor por la remisión de leche. Adicionalmente, los préstamos FFIEL contarán con garantías reales y una garantía financiera por hasta el 20% del monto del crédito o del Fondo de Productividad que están en poder del Conaprole.

Para evaluar el desempeño de los activos se consideró el cumplimiento de la cartera de Proleco entre 2017 y 2025 (gráfico #2). Si bien no son totalmente comparables porque la cartera de Proleco incluye otras financiaciones además de los préstamos FFIEL, es un buen indicador del cumplimiento crediticio de los productores de Conaprole.

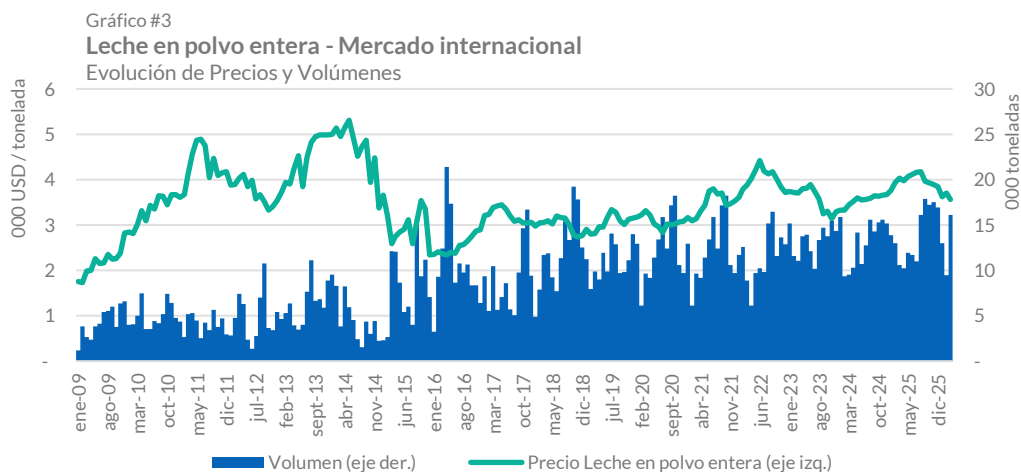
FIX entiende que la calidad de las contrapartes participantes en el fideicomiso es consistente con las calificaciones asignadas.



Fuente: Documentos de emisión



Fuente: Estados Contables de Proleco



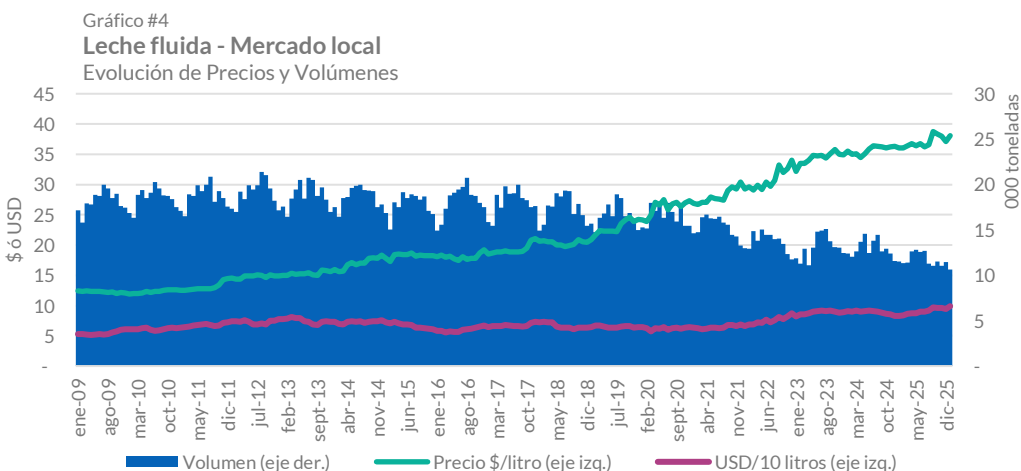
Fuente: FIX en base a datos de INALE

Riesgo de Mercado

El fideicomiso estará expuesto a la evolución de la industria láctea y su efecto sobre la capacidad de pago de los productores. La rentabilidad y la generación de fondos de los productores de lácteos se encuentran correlacionadas con la evolución de la oferta mundial de leche fluida y leche en polvo en un mercado competitivo en precios, aunque con una demanda que presenta menor elasticidad que la mayoría de las *commodities*. Los precios internacionales han mostrado desde 2016, una menor volatilidad con una oscilación en torno a los USD 3.000 (gráfico #3).

En el mercado local, la demanda es estable y presenta niveles de consumo correlacionados con el crecimiento poblacional mientras que la producción se encuentra en torno a los 200 millones de litros anuales. Durante el último año, los precios en moneda local han aumentado en línea con la depreciación del peso consecuencia de un elevado traspaso a precios en una industria dolarizada (gráfico #4).

El consumo per cápita de leche fluida en Uruguay se encuentra entre los primeros 20 países a nivel mundial, el mayor de Sudamérica y levemente superior al promedio de consumo de la Unión Europea. FIX estima que, hacia adelante, los precios internacionales se mantengan estables y que el crecimiento de ventas de la cooperativa estará ligado a un mayor nivel de exportaciones de leche el polvo.



Fuente: FIX en base a datos de INALE y BCU

Anexo A: Términos y condiciones de los préstamos FFIEL y criterios de concentración

Tabla #1

Características de los préstamos FFIEL a los productores

Deudor:	Debe ser un socio remitente de leche a Conaprole y socio de Proleco.
Destino del crédito:	<ul style="list-style-type: none"> a) Proyecto para el crecimiento de la remisión que implique inversión relacionada directamente con la explotación lechera, vivienda a ser construida en el establecimiento, compra de tierra e instalación de nuevos tambos especialmente llevados adelante por jóvenes vinculados al sector, tratamiento de efluentes y en general inversiones relacionadas al medioambiente o fuentes de energía renovable, o productivas relacionadas con la producción lechera, y/o compras de establecimientos por traspaso generacional b) Inversiones en capital de trabajo permanente par basta un máximo de un 35% del crédito total a concederse o hasta USD 40,000 en caso de que la inversión total sea inferior a USD 115,000. c) Capital de trabajo permanente por hasta el 100% del Crédito elegible en cuyo caso el monto máximo del crédito no superara la suma de USD 40,000; d) Pagar deuda que el productor tenga con otras entidades financieras e) a la reestructuración de Créditos Elegibles f) a la consolidación de deuda
Monto:	<p>Que el monto del crédito elegible (excepto para los establecimientos Greenfield) cumple con las siguientes restricciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) es igual o menor al 40% del activo del Productor, y b) no supera el 100% del patrimonio del Productor. <p>Para el cálculo del activo y el patrimonio del productor se tomarán los valores al cierre del ejercicio fiscal anterior. En los establecimientos Greenfield el monto del capital del crédito elegible no podrá ser superior al 40% del costo del proyecto.</p>
Categoría BCU:	3 o superior.
Plazo / Amortización:	<p>Pagos mensuales y variable en función del valor de la retención. Se calcula que se necesita una retención del 4% del valor de remisión por 10 años para un capital prestado de 0,10 USD/litro/ 12meses El plazo máximo es de 13 años (contando el período de disponibilidad del crédito) y un mínimo de 7 años (sin contar el período de disponibilidad)</p>
Repago:	<p>Retención del porcentaje fijada sobre la remisión de leche con un plazo mínimo de 7 años y un máximo de 12 años. La retención no debe estar afectada por cesiones o gravámenes de cualquier tipo, con mejor prioridad de cobro que la entidad financiera, que representen más de un 15% de la misma.</p>
Tasa:	7,30 e.a.
Garantías reales:	<p><u>Opción 1:</u> Fideicomiso de ganado en garantía. LTV máximo del 50% (LTV: Loan-To-Value o relación entre el préstamo y valor del activo) Durante la vigencia del crédito el LTV puede subir, pero nunca ser superior al 66% respecto del saldo adeudado. <u>Opción 2:</u> Hipoteca de inmueble con un LTV máximo de 80% respecto del crédito aprobado. <u>Opción 3:</u> Hipoteca de inmueble (LTV 80%) y Fideicomiso de ganado (LTV 50%)</p>
Garantía financiera:	Cesión del 1,5% del valor de remisión mensual hasta completar un máximo de un 20% del monto del crédito o del Fondo de Productividad
Fuente:	FIX en base a los documentos de emisión

Tabla #2

Criterios de concentración de la cartera de préstamos FFIEL

TD Senior	
Grupo económico:	Máximo 5% de la cartera o un tope de USD 1.175.000 si la cartera es menor a USD 23.500.000
Principales 5 deudores:	Menor o igual al 15% de la cartera
Hectáreas arrendadas:	Las hectáreas arrendadas por los productores no podrán ser mayor al 70% de las hectáreas bajo explotación de dichos productores.
Establecimiento lechero nuevo:	Menor o igual al 30% del capital total
Clasificación del BCU peor a 2B:	No podrá superar el 10% del valor total de la cartera. Podrá superar el 10% cuando la adquisición que provoca el exceso se haga con TD Subordinados.
Destino del préstamo:	<p><u>Cancelación de deuda con otras entidades financieras:</u> no podrán superar el 15% de la cartera del fideicomiso. <u>Créditos reestructurados:</u> no podrán superar el 15% de la cartera del fideicomiso.</p>
Fuente:	FIX en base a los documentos de emisión

Anexo B: Términos y condiciones de los valores fiduciarios

Tabla #3

Títulos de Deuda Senior

Monto VN	USD 100.000.000
Moneda	Dólares americanos
Colocación:	Pública o Privada
Integración	Puede ser al momento de la emisión de cada serie o diferida (se suscribe la totalidad, pero la integración es diferida a medida que se adquiera cartera)
Tasa:	A definir en cada emisión Ante un evento de cambio de tasa de referencia, los documentos contemplar el proceso de cambio de esta y del margen, de ser necesario.
Amortización:	<u>Objetivo (target)</u> : Con cada compra de cartera se establece el plazo total (PT) que es igual al crédito de mayor plazo de cartera que se va a adquirir o si es para precancelar otra deuda senior, el PT no podrá ser inferior al plazo de la deuda que se prepagó. En ningún caso el plazo podrá superar el vencimiento legal del fideicomiso (Mar/2051). <u>Amortización mínima obligatoria</u> : Mensualmente, el monto mínimo a amortizar en forma obligatoria será igual a la diferencia entre la amortización teórica acumulada y la amortización efectiva acumulada. Si la amortización efectiva es superior a la mínima, puede que en varios meses no haya obligación de amortización mínima. Este cálculo se hará para cada serie. <u>Prepago obligatorio</u> : En caso de emitirse Nuevos Títulos de Deuda Senior, bien sea bajo una oferta privada o una oferta pública, el Fiduciario deberá prepagar en forma total los Títulos de Deuda Senior Originales, informando con al menos 15 días corridos de anticipación a los Titulares de Títulos de Deuda Originales previa a realizar dicho prepago.
Prioridad	Los TD Senior son pari-passu entre sí
Frecuencia de pagos	Mensual
Fuente:	FIX en base a los documentos de emisión

Tabla #4

Títulos de Deuda Subordinados

Monto VN	USD 15.000.000
Moneda	Dólares americanos
Colocación:	Pública
Integración	Puede ser al momento de la emisión de cada serie o diferida (se suscribe la totalidad, pero la integración es diferida a medida que se adquiera cartera)
Tasa:	SOFR 6 meses + 5,0% + 0,42826% Ante un evento de cambio de tasa de referencia, los documentos contemplar el proceso de cambio de esta y del margen, de ser necesario.
Amortización:	Subordinada a la cancelación total de los TD Senior
Prioridad	Los TD subordinados son pari-passu entre sí.
Frecuencia de pagos	Mensual
Fuente:	FIX en base a los documentos de emisión

Tabla #5

Certificados de Participación

Monto VN	USD 12.500.000
Moneda	Dólares americanos
Colocación:	Pública
Integración	Puede ser al momento de la emisión de cada serie o diferida (se suscribe la totalidad, pero la integración es diferida a medida que se adquiera cartera)
Tasa:	No poseen. Podrán recibir utilidades luego de presentados los estados financieros del fideicomiso y el administrador determine si corresponde o no distribuir dividendos. Si hubiera CP que fueron aplicados a la compra de créditos reestructurados, no se pagarán distribuciones hasta que los deudores de los créditos reestructurados no cumplan con sus obligaciones de pago durante 36 meses consecutivos luego de la adquisición de los créditos por parte del fideicomiso.
Amortización:	Subordinada a la cancelación total de los TD Subordinados
Prioridad	Los CP son pari-passu entre sí.
Frecuencia de pagos	Mensual
Fuente:	FIX en base a los documentos de emisión

Anexo C: Valores fiduciarios emitidos

Tabla #5
 Serie I Programa I

Títulos:	TD Senior (S1P1)	TD Senior (S3P1)	TD Subordinados	CP
Monto Total VN:	USD 9.135.000	USD 10.500.000	USD 2.584.532	USD 150.000
Valor residual al 31.12.2025	Amortizados	USD 8.124.633	USD 2.584.532	USD 150.000
Cupón:	SOFR 6 meses + 3% + 0,42826%	5,79% e.a.	SOFR 6 meses + 5% + 0,42826%	Residual
Emisión:	02.12.2021 (USD 4.650.000) 28.12.2023 (USD 4.485.000)	17.06.2024	29.10.2021 (USD 1.100.000) 02.01.2024 (USD 700.000) 10.01.2024 (USD 205.742) 01.07.2024 (USD 350.000) 10.01.2025 (USD 228.790)	29.10.2021
Vencimiento:	02.12.2034	06.07.2034	31.03.2051	31.03.2051
Colocación:	Privada	Privada	Pública	Pública

Fuente: FIX en base a los documentos de emisión

Anexo “D”: Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** reunido el día **29 de abril de 2026**, confirmó las siguientes calificaciones a los Títulos de Deuda (TD) y Certificados de Participación (CP) a ser emitidos y emitidos dentro del **Programa de Emisión I del Fideicomiso Financiero para el Financiamiento de Inversiones de Establecimientos Lecheros**. El detalle es el siguiente:

Títulos	Calificación	Perspectiva
TD Senior por hasta USD 100.000.000	A+sf(uy)	Estable
TD Senior S3P1 por USD 10.500.000	A+sf(uy)	Estable
TD Subordinados por hasta USD 15.000.000	Bsf(uy)	Estable
TD Subordinados S1P1 por USD 2.584.532	Bsf(uy)	Estable
CP por hasta USD 12.500.000	CCCsf(uy)	No aplica
CP S1P1 por USD 150.000	CCCsf(uy)	No aplica

Categoría Asf(uy): “A” nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Categoría Bsf(uy): “B” nacional implica un riesgo crediticio significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo, pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago en tiempo y forma depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.

Categoría CCCsf(uy): “CCC” nacional implica un riesgo crediticio muy vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. La capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible en el entorno económico y de negocios.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará “(uy)”. Asimismo, las calificaciones de financiamientos estructurados serán identificadas con el sufijo “sf” (abreviatura de financiamiento estructurado por sus siglas en inglés).

Nota: La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen. Los signos “+” o “-” se añaden a una calificación para darle una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría y no alteran la definición de la Categoría a la cual se los añade.

Informes relacionados:

[República Administradora de Fondos Inversión S.A. \(RAFISA\)](#)

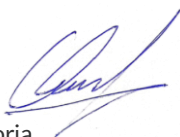
Fuentes:

- Prospecto Informativo del Fideicomiso Financiero para el Financiamiento de Inversiones de Establecimientos Lecheros (FFIEL) – Programa de Emisión I del 02.08.2021.
- Prospecto Informativo del Fideicomiso Financiero para el Financiamiento de Inversiones de Establecimientos Lecheros (FFIEL) – Programa de Emisión I Serie I del 19.10.2021.
- Contrato de Fideicomiso Financiero del 28.12.2020 y su modificación del 29.06.2021.
- Contrato de Administración del 28.12.2020 y su modificación del 29.06.2021.
- Sustitución de Fiduciario del 31.03.2025
- Documentos de Emisión.
- Modelo financiero del FFIEL.
- Cartera del FFIEL al 31.12.2025

- Estados Contables auditados de Proleco al 30.06.2018, 30.06.2020, 30.06.2021, 30.06.2022, 30.06.2023, 30.06.2024 y 30.06.2025.
- Estados Contables auditados del FFIEL al 31.12.2025
- Opinión legal.

Determinación de las calificaciones: Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Estructuradas de diciembre 2014 registrado ante el Banco Central del Uruguay (disponible en www.bcu.gub.uy)

Nota: la calificación aplica a los términos y condiciones de los títulos estipulados en el prospecto de emisión. Dado que no se ha producido aún la emisión, las calificaciones otorgadas se basan en la documentación e información presentada por el emisor y sus asesores, quedando sujetas a la recepción de la documentación definitiva al cierre de la operación. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.



Pablo Coria
FIX SCR Uruguay
Calificadora de Riesgo S.A



Mauro Chiarini
FIX SCR Uruguay
Calificadora de Riesgo S.A.

Las clasificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. –en adelante la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LÍDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR SA (www.fixscr.com)

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de predo o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.