

Cooperativa Nacional de Productores de Leche

(Conaprole)

Informe Integral

Calificaciones

ON CONAHORRO II (60m)	
Set 2017 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (60 m)	
Mar 2018 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (60m)	
Set 2018 por hasta US\$ 3MM	AA(uy)
ampliable a US\$ 5 MM	
ON CONAHORRO II (60m)	
Mar 2019 por hasta US\$ 3MM	AA(uy)
ampliable a US\$ 5 MM	
ON CONAHORRO II (84m)	
Set 2021 por US\$ 3 MM	AA(uy)
ampliable a US\$ 7 MM	
ON CONAHORRO II (84m)	
Set 2022 por US\$ 3 MM	AA(uy)
ampliable a US\$ 7 MM	
ON CONAHORRO II (84m)	
Mar 2023 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (84m)	
Jun 2023 por hasta US\$ 5 MM	AA (uy)
ON CONAHORRO II (84m)	
Mar 2024 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
CONAHORRO II (12m) Set 2017	
por hasta US\$ 5 MM	A1+(uy)
CONAHORRO II (12m) Dic 2017	
por hasta US\$ 3 MM	A1+(uy)

Perspectiva Estable

Resumen Financiero No Consolidado

	31/01/17	31/07/16
US\$ MM	6 meses	12 meses
Total Activos	571.788	568.944
Total Deuda		
Financiera	110.500	118.373
Ingresos	378.071	741.408
EBITDA	54.769	95.350
EBITDA (%) ...	14,5	12,9
Deuda/ EBITDA	1,0	1,2
EBITDA/ intereses	41,7	22,5

NIIF: Normas internacionales de información financiera.

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Analista Principal:

Ornella Remorino
Analista
+54 11 5235-8125
ornella.remorino@fixscr.com

Responsable del Sector:

Cecilia Minguillón
Director Senior
+54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Sólidos fundamentos del negocio: la calificación de Conaprole refleja la solidez de su perfil crediticio. Las fortalezas le permiten disminuir la volatilidad operativa propia de un negocio cíclico: (i) su capacidad para trasladar bajas en los precios internacionales al precio de la materia prima; (ii) la competitividad de la industria láctea uruguaya frente a otros jugadores globales (exportaciones por US\$ 226 MM a enero'17); (iii) su fuerte posición competitiva.

Fuerte posición competitiva en el mercado local y concentración de exportaciones a Brasil: Conaprole es líder dentro de la industria láctea uruguaya con una participación superior al 70%, producto del reconocimiento de sus marcas y su desarrollada cadena de distribución. El mercado local cuenta con altas barreras de entrada. Con respecto al mercado externo, en el último semestre las exportaciones a Brasil representaron el 65%, generando un desafío para la compañía ante eventuales conflictos con dicho mercado.

Fuerte posición de liquidez: la estrategia financiera se basa en mantener una saludable posición de liquidez y una estructura de financiamiento conservadora con foco en el largo plazo. El préstamo de los productores es clave en este esquema, para mitigar posibles efectos de un ciclo negativo. La compañía prevé concentrar una porción de su deuda en líneas de corto plazo "revolving" comprometidas a largo plazo para poder mejorar la eficiencia del endeudamiento a lo largo del ciclo. Para el año 2017, partiendo de los signos de recuperación que muestran los precios internacionales, se prevé una gradual recuperación en el nivel de ventas, manteniendo un nivel EBITDA y márgenes de la compañía similares a años anteriores.

Financiamiento subsidiado: el Parlamento aprobó el financiamiento a 6 años (3 de gracia más 3 de repago) de los créditos por exportaciones a Venezuela hechas en el marco del acuerdo gubernamental de Julio '15 en donde el costo de intereses de los primeros 3 años estaría a cargo del Estado. El saldo adeudado por Corpovex (Venezuela) a Conaprole asciende a US\$ 39 MM. A la fecha, la empresa ha recibido la totalidad del desembolso correspondiente al crédito y los fondos correspondientes al pago de los intereses vencidos.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada si se observara una suba sostenida en el apalancamiento que reste flexibilidad para hacer frente a los ciclos propios de la industria. Se prevé que Conaprole mantendrá una estrategia financiera de mediano plazo con un nivel de apalancamiento conservador, sosteniendo un nivel de apalancamiento neto a EBITDA por debajo de 2.5x, holgada cobertura de intereses y buena posición de liquidez. En caso de un shock negativo por parte de Brasil, esperamos que la compañía logre mantener su calidad crediticia dado el buen acceso al financiamiento y su capacidad de sustituir parcialmente los destinos de exportación.

Liquidez y estructura de capital

Flexibilidad financiera y endeudamiento moderado: Conaprole detenta una importante flexibilidad financiera, un demostrado acceso a los mercados de crédito y un manejo adecuado de su nivel de apalancamiento. A enero'17 la deuda de Conaprole alcanzaba los US\$ 110.5 MM, 30% concentrado en el corto plazo. La deuda neta alcanzaba los US\$ 69.8 MM, con una relación a EBITDA de 0.6x. Las necesidades de financiamiento de Conaprole acompañan el ciclo de su negocio. La emisión de los títulos CONAHORRO de corto y largo plazo contribuyen a diversificar aún más las fuentes de financiación de la compañía.

Perfil del negocio

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (Conaprole) es una empresa líder en la industria láctea uruguaya, con más del 70% de participación de mercado en las ventas de leche. La cooperativa tiene más de 70 años de trayectoria, y es el principal proveedor de productos lácteos en el mercado doméstico. Asimismo, sus productos fueron fortaleciendo su presencia en los mercados internacionales, los cuales le otorgaron aproximadamente el 60% de sus ingresos en el ejercicio fiscal a enero'17.

Operaciones

La cooperativa se dedica a la producción y distribución de una amplia gama de productos lácteos, que incluye leche líquida o en polvo, queso, manteca, cremas, helados, dulce de leche, y varios ingredientes lácteos. Opera bajo la marca Conaprole y bajo otras marcas locales, entre otras, Kasdorf, Conamigos, Candelaria, Ricoleso, Manjar, Alpa, Oso Polar y Blancanube.

Conaprole opera ocho plantas procesadoras, con una capacidad total de producción de leche de 7 MM de litros por día en todas sus plantas. En su pico máximo de producción implica una capacidad de producción de aprox. 80%/85%

Relación con productores: La relación de Conaprole con los remitentes es a dos niveles: 1) como proveedores de la materia prima básica y 2) como asociados-dueños.

La cooperativa les paga un precio por la leche remitida. Del precio a pagar, la cooperativa retiene un 1,5% destinado como aportes de capital para conformar el denominado Fondo de Productividad y otro 1.5% como préstamo a la Cooperativa. El Fondo de Productividad tiene como fin fondear parte de las inversiones anuales con el fin de incrementar la valorización de la leche. El mismo no se devuelve directamente a los productores, sino que en función de los resultados obtenidos por la compañía, se disponen distribuciones de utilidades en función de la participación de los socios cooperarios en dicho fondo. El saldo de dicho fondo ascendía a enero '17 a U\$S 60.3 MM.

En cuanto al precio pagado a los productores, la Dirección fija el precio de la materia prima en pesos luego de cerrado el mes de remisión. En momentos de incertidumbre cambiaría, los precios fueron fijados sujetos a una banda de fluctuación del tipo de cambio. Este mecanismo ofreció una cobertura operativa al riesgo de descalce de moneda.

Fondo Especial para la Estabilización de Precios: fue creado en el ejercicio 2012/2013 para atender situaciones extraordinarias que podían afectar el precio de la leche. A la fecha, dicho fondo ha sido totalmente desembolsado.

Mercado Externo (60% de las ventas totales en el ejercicio anual a enero'17)

Exposición a la volatilidad de los precios commodities, productos de bajo valor agregado.

Las ventas al exterior se componen principalmente de ingredientes que son utilizados como insumos, tanto en la industria alimenticia como en la farmacéutica. El volumen destinado al exterior representa el 78.4% sobre el volumen total vendido a julio'16 (levemente superior que en el ejercicio anterior 69.8%).

La mayor parte de los productos exportados son de venta al por mayor para uso industrial, y por lo tanto su contribución marginal es menor a la de los productos destinados al mercado local. La leche en polvo y otros productos deshidratados son el principal rubro en el volumen total exportado. El segundo y tercer producto en importancia son los quesos y manteca.

En cuanto a los destinos de exportación, se observa una cartera concentrada principalmente en 2 destinos: Brasil (65%) y Federación Rusa (13%).

Exportaciones a Venezuela

En el marco del acuerdo entre gobiernos realizado entre el gobierno de Uruguay y el gobierno de Venezuela, Conaprole se comprometió a exportar 44.000 toneladas de leche en polvo. La cooperativa embarcó USD 91.8 MM de los USD 165 MM comprometidos originalmente en el acuerdo.

Los fondos para el pago de dichas exportaciones – luego de cumplidas ciertas formalidades - provendrían de un fideicomiso creado a tales efectos. Este sistema de pago no se perfeccionó adecuadamente, y el gobierno venezolano es quien actualmente administra discrecionalmente los pagos de los envíos.

El Parlamento uruguayo aprobó el proyecto de ley que autorizaba al Poder Ejecutivo a asumir los costos financieros (las tasas de interés) por hasta tres años, por los créditos o préstamos a las empresas lácteas que aún tienen pagos pendientes por las exportaciones realizadas a Venezuela. El crédito aprobado a Conaprole fue por un monto de US\$ 39 millones, que es el saldo que Venezuela adeudaba por las ventas bajo convenio. Este crédito fue otorgado por partes iguales por el Banco de la República Oriental de Uruguay y el Banco Santander, y a la fecha la compañía recibió el 100% de dicha cifra.

En 2016 la cooperativa recibió un repago de Venezuela por exportaciones anteriores al acuerdo binacional. Dicho pago fue destinado a la pre-cancelación de deuda contraída con varias instituciones del exterior y de plaza.

Mercado Interno (40% de las ventas totales en el ejercicio anual a enero'17)

Estabilidad de la demanda, demanda inelástica de leche fluida, productos de alto valor agregado.

La demanda del mercado local es relativamente estable, lo cual hace bastante predecible la generación de caja en moneda local. La línea de leche concentra aproximadamente el 50% del volumen de ventas domésticas.

La cooperativa distribuye sus productos principalmente a través de una extensa red de distribuidores (externos y exclusivos) a lo largo de todo el país, lo cual constituye una ventaja competitiva (más de 110 empresas distribuidoras independientes). La red de distribuidores está dividida en dos regiones que operan independientemente: Montevideo y el interior del país. Históricamente, esta red constituyó el principal canal de distribución para CONAPROLE, concentrando, entre ambas subdivisiones, el 70% de las ventas al mercado interno. El canal supermercados registra una baja participación sobre las ventas, representando un 15% de las ventas domésticas. El porcentaje restante de las ventas se destinan a organismos públicos, subsidiarias y otros privados.

Estrategia

El consumo lácteo per cápita de Uruguay es uno de los más altos del mundo, comparable con el de los países desarrollados. Debido a la madurez y alto consumo local, Conaprole se enfocó en el mercado de exportación. El objetivo de la compañía es ser el exportador de ingredientes y quesos de menor costo en Latinoamérica.

En el actual escenario de gradual recuperación de los precios internacionales, se prevé que la compañía modere sus inversiones de capital realizando solamente las inversiones por mantenimiento.

Factores de Riesgo

- Exposición a la evolución de los precios de los *commodities*. La generación de flujo de caja del negocio de exportación de productos lácteos está expuesta a los ciclos y volatilidades de los precios internacionales.
- Aprovisionamiento de materia prima. El volumen de remisión de leche está influenciado por condiciones ajenas al control de la cooperativa, como factores climáticos.
- Incidencia de los vaivenes de la economía local sobre los ingresos provenientes de ese mercado. Si bien el consumo de leche es inelástico frente al precio, la demanda de productos de mayor valor agregado se ve influenciada por el poder adquisitivo de la población, los efectos de inflación, y la sustitución de productos.
- Moderada exposición de endeudamiento a tasa variable.
- Riesgo de incobrabilidad de los compromisos de exportación asumidos con Venezuela en el marco del acuerdo entre gobiernos.
- Concentración de exportaciones a Brasil. Los posibles efectos de una caída en el nivel de demanda proveniente de dicho país podrían impactar negativamente a la empresa en cuanto a política de stock, rentabilidad y necesidades de financiamiento.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Las ventas y EBITDA de CONAPROLE a enero'17 (6 meses) alcanzaron US\$ 378.1 MM y US\$ 54.7 MM, mostrándose en línea con los valores exhibidos en el mismo periodo del ejercicio anterior (US\$ 382.9 MM y US\$ 55.2 MM respectivamente). En los primeros seis meses del ejercicio fiscal a julio'17 la compañía experimentó una significativa mejora en el margen de EBITDA a 14.5%, debido principalmente a la caída en el costo de la materia prima.

Los costos operativos de la cooperativa están compuestos principalmente por la leche y crema, materiales, otros consumos y mano de obra. Del total de costos y gastos operativos, se calcula que aproximadamente el 20% de los insumos o costos se encuentran denominados en dólares. Conaprole detenta una fuerte flexibilidad gracias a su capacidad para trasladar el impacto de la variación en los precios internacionales al precio de su materia prima.

Flujo de fondos

En términos de la generación de fondos, a enero'17 (6 meses) el flujo generado por las operaciones de Conaprole alcanzó los US\$ 55 MM. La variación negativa en el capital de trabajo fue producto de un leve aumento en los inventarios, lo cual derivó en un flujo de caja operativo de US\$ 38 MM.

Durante el ejercicio Conaprole realizó inversiones de capital por US\$ 7,5 MM, menores al monto de inversiones por mantenimiento observado en el mismo periodo del ejercicio anterior (US\$ 11.8 MM). La compañía considera que las inversiones por mantenimiento rondan entre US\$ 35 MM / US\$ 40 MM. En el actual escenario de gradual recuperación de los precios internacionales, se prevé que la compañía modere sus inversiones de capital realizando solamente las inversiones por mantenimiento.

Política de distribución de utilidades: Los socios cooperarios reciben reliquidaciones de precio cuando la situación económica-financiera lo permite. Estas reliquidaciones se pagan generalmente dos veces al año, mes posterior al cierre de los semestres fiscales (febrero-agosto). A enero'17 Conaprole ha dispuesto la distribución de dividendos por US\$ 57.9 MM, la

cual incluye US\$ 46.8 MM correspondientes a adelantos por prima socio cooperario sobre los cuales se aplicaron resultados acumulados.

Liquidez y estructura de capital

A enero'17 la deuda financiera bruta ascendía a aproximadamente US\$ 110 MM. El 72% del apalancamiento bruto se encontraba en el largo plazo. La deuda se compone principalmente de préstamos bancarios, préstamos de productores y ON. El endeudamiento de la compañía disminuyó a 1x tanto por el incremento de EBITDA como por la leve reducción de la deuda.

La posición de caja e inversiones corrientes de la compañía alcanzaba los US\$ 40.6 MM, cubriendo la totalidad de la deuda financiera de corto plazo. Se prevé que la compañía continúe manejando sus vencimientos de corto plazo mediante una combinación de caja y nueva deuda.

Fondeo y flexibilidad financiera

Conaprole detenta una importante flexibilidad financiera, con probado acceso a los diversos mercados de crédito.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1/8/2012, CONAPROLE ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIFF). Desde enero'16 compañía publica sus estados contables en US\$. Los números históricos fueron convertidos al tipo de cambio promedio o de cierre del ejercicio, según corresponda. Los ratios a enero'17 (6 meses) fueron estimados anualizando los números de 6 meses acumulados.

Resumen Financiero - Cooperativa Nacional de Productores de Leche (CONAPROLE) (miles de USD, año fiscal finalizado en Julio)

Tipo de Cambio UYU/USD a final del Periodo

Cifras no consolidadas	ene-17	2016	2015	2014	2013	2012
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	54.769	95.350	69.206	90.339	68.002	48.040
Margen de EBITDA	14,6	12,9	9,3	9,3	8,0	6,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	24,2	51,6	18,2	34,4	15,3	13,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	5,5	1,6	(6,0)	(0,5)	0,2	(7,0)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	18,0	14,7	4,3	16,5	18,8	21,0
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	42,9	27,0	20,8	55,1	23,3	23,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	41,7	22,5	17,6	29,9	24,1	20,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)					24,1	20,8
EBITDA / Servicio de Deuda	3,2	2,6	1,6	2,6	1,8	1,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda					1,8	1,3
FGO / Cargos Fijos	42,9	27,0	20,8	55,1	23,3	23,0
FFL / Servicio de Deuda	1,2	0,3	(1,0)	(0,1)	0,1	(1,3)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,4	1,0	(0,7)	1,7	1,5	(0,4)
FCO / Inversiones de Capital	5,1	1,3	0,0	0,8	1,0	(1,3)
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,0	1,0	1,4	0,6	1,6	1,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,0	1,2	1,7	1,2	1,5	2,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	1,0	1,5	0,5	0,8	1,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo					1,5	2,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo					0,8	1,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,3	3,6	3,5	2,9	2,8	3,0
Deuda Garantizada / Deuda Total						
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Balance						
Total Activos	571.788	568.944	539.160	634.032	568.758	508.838
Caja e Inversiones Corrientes	40.698	26.848	15.730	64.744	50.950	35.821
Deuda Corto Plazo	31.097	32.811	39.893	32.385	34.833	35.712
Deuda Largo Plazo	79.403	85.762	76.196	73.279	68.977	63.729
Deuda Total	110.500	118.373	116.089	105.664	103.810	99.441
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	110.500	118.373	116.089	105.664	103.810	99.441
Deuda Fuera de Balance						0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	110.500	118.373	116.089	105.664	103.810	99.441
Total Patrimonio	328.776	341.690	278.167	330.237	315.113	268.605
Total Capital Ajustado	439.276	460.083	394.256	435.901	418.923	368.046
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	55.003	110.120	77.813	163.531	62.956	51.270
Variación del Capital de Trabajo	(16.714)	(81.539)	(76.592)	(134.257)	(18.520)	(80.836)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	38.289	28.581	1.221	29.274	44.436	(29.565)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(7.567)	(21.188)	(40.257)	(37.377)	(43.081)	(22.269)
Dividendos	(11.089)	0	(9.764)	0	0	(1.288)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	19.632	7.393	(48.800)	(8.103)	1.356	(53.123)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.120	880	652	210	85	694
Otras Inversiones, Neto	648	890	(21)	7.875	(248)	0
Variación Neta de Deuda	(7.548)	4.996	15.095	25.869	(3.566)	43.068
Variación Neta del Capital	0	0	0	9.048	7.760	7.867
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	13.853	14.159	(33.075)	34.899	5.386	(1.494)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	378.071	741.408	744.835	975.679	850.783	761.650
Variación de Ventas (%)	(1,3)	(0,5)	(23,7)	14,7	11,7	15,3
EBIT Operativo	42.116	68.719	47.315	69.888	50.625	32.250
Intereses Financieros Brutos	1.314	4.230	3.926	3.023	2.818	2.329
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	40.538	63.003	18.105	78.342	54.824	55.726

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance

Anexo III. Características de la emisión

Programa de Obligaciones Negociables CONAHORRO II por hasta US\$ 100 millones

En el mes de mayo de 2012, el Directorio de Conaprole aprobó la emisión de un Programa de Obligaciones Negociables con Oferta Pública por hasta US\$ 100 MM. El programa fue presentado en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay el 16/5/2012, con vigencia por cinco años.

La ley y la jurisdicción aplicable es la del país. El plazo de las emisiones a realizarse bajo dicho programa será en el rango de 1 a 20 años.

Condiciones Serie CONAHORRO II (60m) Setiembre 2017 por hasta US\$ 5 millones

Monto de emisión: US\$ 5 MM.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/09/2017

Derecho del inversor: En cada fecha de pago de intereses, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un 10% del Circulante al cierre del día de pago de intereses inmediato anterior. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su agente de Custodia, la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que recabará el Representante de los obligacionistas, quien lo comunicará al final del plazo al Banco Central, disponiendo para ello en cada caso, de un período de 30 días, que inicia 31 días calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho. Si la cifra de solicitudes superara el importe comprometido, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (i) a prorrata entre las solicitudes recibidas, o (ii) el monto total solicitado si Conaprole así lo determina.

Amortización: 22/09/2014: un cuarto del circulante; 21/09/2015 un tercio del circulante; 20/09/2016 la mitad del circulante; 20/09/2017 circulante y en cada oportunidad en que los inversores ejerzan su derecho de venta.

Pago de intereses: Semestrales en las siguientes fechas: 20/03/2013, 20/09/2013, 20/03/2014, 22/09/2014, 20/03/2015, 21/09/2015, 21/03/2016, 20/09/2016, 20/03/2017 y 20/09/2017

Condiciones Serie CONAHORRO II (60m) Marzo 2018 por hasta US\$ 5 millones

Monto de emisión: US\$ 3 MM, ampliables a US\$ 5 MM en función de las solicitudes de suscripción y a criterio de Conaprole. Emitido: US\$ 4.883.754

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/03/2018

Derecho del inversor: En cada fecha de pago de intereses, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un 10% del Circulante al cierre del día de pago de intereses inmediato anterior. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su Entidad Registrante, la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que recabará el Representante de los obligacionistas, quien lo comunicará al final del plazo al Banco Central, disponiendo para ello en cada caso, de un período de 30 días, que inicia 31 días calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho. Si la cifra de solicitudes superara el importe comprometido, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (i) a prorrata entre las solicitudes recibidas, o (ii) el monto total solicitado si Conaprole así lo determina.

Amortización: 20/03/2015: un cuarto del circulante; 21/03/2016 un tercio del circulante; 20/03/2017 la mitad del circulante; 20/03/2018 circulante y en cada oportunidad en que los inversores ejerzan su derecho de venta.

Pago de intereses: Semestrales en las siguientes fechas: 20/09/2013, 20/03/2014, 22/09/2014, 20/03/2015, 21/09/2015, 21/03/2016, 20/09/2016, 20/03/2017, 20/09/2017 y 20/03/2018.

Condiciones Serie CONAHORRO II (60m) Setiembre 2018 por hasta US\$ 3 millones; ampliable a US\$ 5 millones

Monto de emisión: US\$ 3 MM, ampliables hasta US\$ 5 MM. Emitido: US\$ 4.966.321

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/09/2018

Derecho del inversor: En cada fecha de pago de intereses, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un 10% del Circulante al cierre del día de pago de intereses inmediato anterior. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su agente de Custodia, la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que recabará el Representante de los obligacionistas, quien lo comunicará al final del plazo al Banco Central, disponiendo para ello en cada caso, de un período de 30 días, que inicia 31 días calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho. Si la cifra de solicitudes superara el importe comprometido, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (i) a prorrata entre las solicitudes recibidas, o (ii) el monto total solicitado si Conaprole así lo determina.

Amortización: en cuatro cuotas de acuerdo al siguiente esquema: 21/09/2015 un cuarto del circulante; 20/09/2016, un tercio del circulante; 20/09/2017 la mitad del circulante y 20/09/2018 el circulante.

Pago de intereses: semestrales en las siguientes fechas: 20/03/2014, 22/09/2014, 20/03/2015, 21/09/2015, 21/03/2016, 20/09/2016, 20/03/2017, 20/09/2017, 20/03/2018 y 20/09/2018.

Condiciones Serie CONAHORRO II (60m) Marzo 2019 por hasta US\$ 3 millones; ampliable a US\$ 5 millones

Monto de emisión: US\$ 3 MM, ampliables hasta US\$ 5 MM. Emitido: US\$ 4.999.445

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/03/2019

Derecho del inversor: En cada fecha de pago de intereses, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un 10% del Circulante al cierre del día de pago de intereses inmediato anterior. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su agente de Custodia, la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que recabará el Representante de los obligacionistas, quien lo comunicará al final del plazo al Banco Central, disponiendo para ello en cada caso, de un período de 30 días, que inicia 31 días calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho. Si la cifra de solicitudes superara el importe comprometido, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (i) a prorrata entre las solicitudes recibidas, o (ii) el monto total solicitado si Conaprole así lo determina.

Amortización: en cuatro cuotas de acuerdo al siguiente esquema: 31/3/2016 un cuarto del circulante; 20/3/2017, un tercio del circulante; 20/3/2018 la mitad del circulante y 20/3/2019 el circulante.

Pago de intereses: semestrales en las siguientes fechas: 22-09-2014, 20-03-2015, 21-09-2015, 21-03-2016, 20-09-2016, 20-03-2017, 20-09-2017, 20-03-2018; 20-09-2018 y 20-03-2019.

Condiciones Serie CONAHORRO II (84m) Setiembre 2021 por US\$ 3 millones (ampliables a US\$ 7 millones)

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

Moneda: US\$

Vencimiento: 30/09/2021

Derecho del inversor: En fechas predeterminadas, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar un porcentaje de su inversión de acuerdo a los siguientes criterios:

- Hasta un séptimo del circulante en las siguientes fechas: 21-09-2015; 20-09-2016; 20-09-2017; 20-09-2018 y 21-09-2020.

- El total del circulante en la siguiente fecha: 20-09-2019.

Si en algún caso la cifra de solicitudes superara el importe comprometido, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: a prorrata entre las solicitudes recibidas, o el monto total solicitado si Conaprole así lo determina.

Amortización: 100% al vencimiento, salvo lo eventualmente amortizado en cada una de las fechas en las que los inversores tienen derecho de cancelación anticipada.

Pago de intereses: Semestrales en las siguientes fechas: 20/3/15, 21/9/15, 21/3/16, 20/9/16, 20/3/17, 20/9/17, 20/3/18, 20/9/18, 20/3/19, 20/9/19, 20/3/20, 20/9/20, 22/3/21, 20/9/21.

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

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

Moneda: dólares americanos billete.

Vencimiento: 20/09/22

Derecho del Inversor: El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un catorceavo del circulante en cada oportunidad en que se paguen intereses. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su Agente de Distribución, la voluntad de ejercicio del mismo, quien lo comunicará al final del plazo al Banco Central, disponiendo para ello de un período de 30 días calendario que inicia 30 días calendario anteriores a la fecha

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

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

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

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

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

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

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

Pago de interés: semestral.

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

Monto: Hasta US\$ 5 millones.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/3/2023

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

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

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

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

Monto: Hasta US\$ 5 millones.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/6/2023

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

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

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

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

Monto: Hasta US\$ 5 millones.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/3/2024

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

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

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

Títulos CONAHORRO

Por resolución de Directorio de fecha 9 de diciembre de 2008, Conaprole resolvió emitir un programa de emisión de obligaciones negociables con oferta pública. Los principales términos y condiciones del programa se detallan a continuación:

Condiciones de la Serie CONAHORRO II (12m) Setiembre 2017 por hasta US\$ 5 millones

Monto: Hasta US\$ 5 millones.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/09/17

Derecho del Inversor: El inversor tendrá el derecho a recuperar hasta un tercio de la emisión en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho el inversor deberá comunicar la voluntad del ejercicio a su Entidad Registrante, a través de una instrucción firmada que recabará el agente Fiduciario, quien lo comunicará al Banco Central. Para esto dispondrá de un plazo comprendido entre el 20 de febrero y el 17 de marzo de 2017. Si la sumatoria de las solicitudes superara la cifra comprometida, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (i) a prorrata entre el total de solicitudes recibidas; o (ii) el monto total solicitado, si así lo determina la compañía.

Amortización: 100% del capital al 20/09/17 menos los que eventualmente amortizado el 20/03/2017.

Pago de interés: 20/03/2017 y 20/09/17.

Condiciones de la Serie CONAHORRO II (12m) Diciembre 2017 por hasta US\$ 3 millones

Monto: Hasta US\$ 3 millones.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/12/17

Derecho del Inversor: El inversor tendrá el derecho a recuperar hasta un tercio de la emisión en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho el inversor deberá comunicar la voluntad del ejercicio a su Entidad Registrante, a través de una instrucción firmada que recabará el agente Fiduciario, quien lo comunicará al Banco Central. Para esto dispondrá de un plazo comprendido entre el 19 de mayo de 2017 y el 16 de junio de 2017. Si la sumatoria de las solicitudes superara la cifra comprometida, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (i) a prorrata entre el total de solicitudes recibidas; o (ii) el monto total solicitado, si así lo determina la compañía.

Amortización: 100% del capital al 20/12/17 menos los que eventualmente amortizado el 20/06/2017

Pago de interés: 20/6/2017 y 20/12/17.

Anexo IV. Dictamen de calificación

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el 24 de mayo de 2017, confirmó en la categoría **AA(uy)** con Perspectiva Estable a los siguientes títulos emitidos por **Cooperativa Nacional de Productores de Leche**:

- ON Conahorro II (60m) Setiembre 2017 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (60m) Marzo 2018 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (60m) Setiembre 2018 por US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (60m) Marzo 2019 por US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (84m) Setiembre 2021 por US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 7 MM
- ON Conahorro II (84m) Septiembre 2022 por US\$ 3 MM, ampliable hasta US\$ 7 MM
- ON Conahorro II (84m) Marzo 2023 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (84m) Junio 2023 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (84m) Marzo 2024 por hasta US\$ 5 MM

En igual fecha, **FIX** confirmó* en la Categoría **A1+(uy)** a los siguientes títulos de Conaprole:

- Conahorro II (12m) Setiembre 2017 por hasta US\$ 5 MM
- Conahorro II (12m) Diciembre 2017 por hasta US\$ 3 MM

Categoría AA(uy): "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

Categoría A1(uy): Indica la más sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Bajo la escala de calificaciones nacionales de **FIX**, esta categoría se asigna al mejor riesgo crediticio respecto de todo otro riesgo en el país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo '+' a la categoría

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará "(uy)".

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación es inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de

Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas.

Fuentes

- Balances generales al 31/01/17.
- Auditor externo del último balance anual: Price Waterhouse Coopers.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Información del mercado agropecuario y lácteo del Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca (MGAP), Estadísticas Agropecuarias (DIEA) y de la Oficina de Programación y Política Agropecuaria (OPYPA).

CrITERIOS Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy.

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

COOPERATIVA NACIONAL DE PRODUCTORES DE LECHE

COOPERATIVA NACIONAL DE PRODUCTORES DE LECHE

COOPERATIVA NACIONAL DE PRODUCTORES DE LECHE

COOPERATIVA NACIONAL DE PRODUCTORES DE LECHE

COOPERATIVA NACIONAL DE PRODUCTORES DE LECHE

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoras, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación,

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

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

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

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

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