

Cooperativa Nacional de Productores de Leche

Conaprole)
Informe Integral

Calificaciones

DN CONAHORRO II (80m)	AA(Uy)
Set 2019 por hasta US\$ 3MM ampliable a US\$ 5 MM	
DN CONAHORRO II (80m)	AA(Uy)
Mar 2019 por hasta US\$ 3MM ampliable a US\$ 5 MM	
DN CONAHORRO II (84m)	AA(Uy)
Set 2021 por hasta US\$ 3 MM ampliable a US\$ 7 MM	
DN CONAHORRO II (84m)	AA(Uy)
Set 2022 por US\$ 3 MM ampliable a US\$ 7 MM	
DN CONAHORRO II (84m)	AA(Uy)
Mar 2023 por hasta US\$ 5 MM	
DN CONAHORRO II (84m)	AA(Uy)
Jun 2023 por hasta US\$ 6 MM	
DN CONAHORRO II (84m)	AA(Uy)
Mar 2024 por hasta US\$ 5 MM	
DN CONAHORRO III (87m)	AA(Uy)
Dic 2024 por hasta US\$ 5 MM	
DN CONAHORRO III (84m)	AA(Uy)
Dic 2024 por hasta US\$ 3 MM ampliable a US\$ 5 MM	
DN CONAHORRO III (72m)	AA(Uy)
Mar 2024 por hasta US\$ 5 MM	
DN CONAHORRO III (48m)	AA(Uy)
Jun 2022 por hasta US\$ 5 MM	

Factores relevantes de la calificación

Sólidos fundamentos del negocio: La calificación de Conaprole refleja la solidez de su perfil crediticio. Las fortalezas de la compañía están dadas por: (i) su capacidad para trasladar bajas en los precios internacionales al precio de la materia prima pagado a los productores, restaurando márgenes de rentabilidad; (ii) la competitividad de la industria láctea uruguaya frente a otros jugadores globales (las exportaciones de Conaprole son aproximadamente de US\$ 450 MM anuales); (iii) su fuerte posición competitiva. Estas características contribuyen a disminuir la volatilidad operativa, propia de un negocio cíclico, de la compañía.

Fuerte posición competitiva: 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, Conaprole ha demostrado en los últimos años una gran capacidad de remplazo de destinos de exportación, adaptándose a la demanda mundial y sus requerimientos.

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. Actualmente la compañía cuenta con una elevada posición de liquidez que le permite cancelar parte de las líneas de corto plazo. A enero'18 Conaprole detentaba un moderado nivel de deuda y una sólida cobertura de intereses con EBITDA. Para el ejercicio en curso, se prevé que la compañía mantenga un nivel EBITDA y márgenes similares a años anteriores, considerando un escenario de precios estables o levemente inferiores y un nivel de producción apenas superior. Asimismo, FIX espera que Conaprole pueda sostener un nivel de apalancamiento neto a EBITDA por debajo de 2.5x y holgadas coberturas de intereses.

Perspectiva Estable

Resumen Financiero No Consolidado

US\$ MM	31/01/18	31/07/17
	6 meses	12 meses

Total Activos	665.492	632.854
Total Deuda Financiera	170.257	111.569
Ingresos	466.481	983.794
EBITDA	50.741	97.132
EBITDA (%)	10,9	11,2
Deuda/ EBITDA	1,7	1,1
EBITDA/ Intereses	30,1	34,2

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
+5411 5235-8125
ornella.remorino@fixscr.com
Responsable del Sector:
Cecilia Mingullón
Director Senior
+5411 5235-8123
ceciliamingullon@fixscr.com

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.

Liquidez y estructura de capital

Endeudamiento moderado: A enero'18 la deuda de Conaprole alcanzaba los US\$ 170.2 MM, 46% concentrada en el corto plazo. La deuda neta alcanzaba los US\$ 111 MM, con una relación a EBITDA de 1.1x. La compañía mantuvo su deuda financiera diversificada en numerosos bancos del mercado local e internacional y redujo los préstamos provenientes de productores, apoyando los mismos sin debilitar la estructura financiera de Conaprole.

Flexibilidad financiera: Conaprole detenta una importante flexibilidad financiera, un demostrado acceso a los mercados de crédito y un manejo adecuado de su nivel de apalancamiento. 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 80 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 50% de sus ingresos en el ejercicio fiscal 2017.

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 fundear 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 y en la leche remitida. El saldo de dicho fondo ascendía a enero'18 a US\$ 68,5 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.

Mercado Externo (49% de las ventas totales en el ejercicio 2017)

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 71% sobre el volumen total vendido a julio'17, levemente inferior al 78% que alcanzó a julio'16.

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 4 destinos: Argella (39%), Brasil (13%), Federación Rusa (13%) y Cuba (10%). Conaprole ha demostrado en los últimos años una gran capacidad de remplazo de destinos de exportación, adaptándose a la demanda mundial y sus requerimientos.

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 y los fondos correspondientes al pago de intereses.

Mercado Interno (51% de las ventas totales en el ejercicio 2017)

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 precios internacionales estables y sin planes de crecimiento en el corto plazo, 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 los de precios internacionales.

- Aprovechamiento 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.

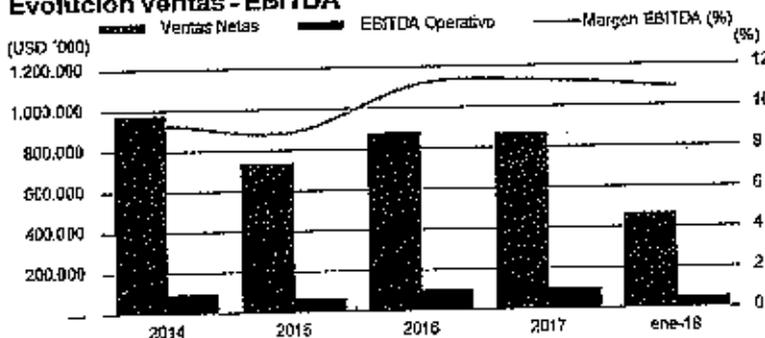
Perfil Financiero

Rentabilidad

Las ventas y EBITDA de CONAPROLE a enero'18 (6 meses) alcanzaron US\$ 466.4 MM y US\$ 50.7 MM, mostrándose en línea con los valores exhibidos en el mismo periodo del ejercicio anterior (US\$ 451.6 MM y US\$ 54.7 MM respectivamente). El margen de EBITDA, por su parte, se ubicó en valores similares a 2017 y alcanzó 10,9%. Se estima que para el ejercicio 2018 la compañía alcance ventas, EBITDA y márgenes de rentabilidad cercanos a los exhibidos los últimos dos años.

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 defenta una fuerte flexibilidad gracias a su capacidad para trasladar el impacto de la variación en los precios internacionales al precio de su materia prima.

Evolución Ventas - EBITDA



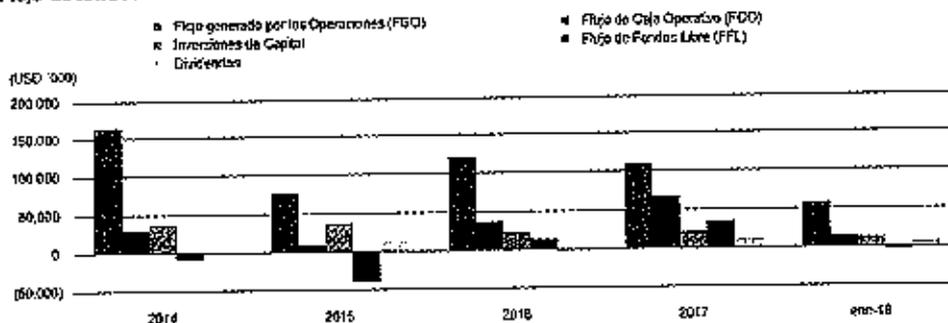
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

En términos de la generación de fondos, a enero'18 (6 meses) el flujo generado por las operaciones de Conaprole alcanzó los US\$ 57.5 MM. La variación negativa en el capital de trabajo alcanzó los US\$ 43.8 MM, lo cual derivó en un flujo de caja operativo de US\$ 13.7 MM. A su vez, la compañía financió inversiones de capital por US\$ 11,4 MM y distribuyó dividendos por US\$ 5.6 MM. Como resultado, generó un flujo de fondos libre ligeramente negativo de US\$ 3.3 MM, que compara negativamente con el flujo de fondos libre a la misma fecha el año anterior que resultó positivo por US\$ 51.0 MM. En relación a las inversiones de capital, la compañía considera que las inversión por mantenimiento rondan entre US\$ 25 MM / US\$ 30 MM. En el actual escenario de precios internacionales estables, 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. A enero'18 Conaprole ha dispuesto la distribución de dividendos por US\$ 63.4 MM, la cual incluye US\$ 57.8 MM correspondientes a adelantos por prima socio cooperario sobre los cuales se aplicaron resultados acumulados.

Flujo de fondos

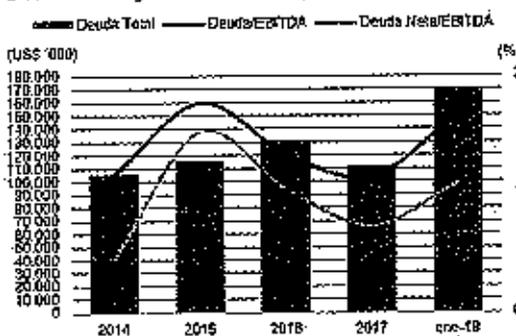


Fuente: Información de la empresa

Liquidéz y estructura de capital

A enero'18 la deuda financiera bruta ascendía a aproximadamente US\$ 170.2 MM. La deuda financiera consistía principalmente en préstamos bancarios, préstamos de productores y obligaciones negociables, con el 46% venciendo en el corto plazo, y nominada en su totalidad en moneda extranjera. La sólida posición de liquidéz de la empresa explica ratios de deuda neta sobre EBITDA en torno a 1x históricamente. Fix prevé que la deuda se mantendrá en estos niveles, sin sufrir cambios significativos. El stock de deuda financiera se asocia directamente al financiamiento de mayores niveles de inventarios y de los productores.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La posición de caja e inversiones corrientes de la compañía alcanzaba los US\$ 59.1 MM, cubriendo el 75% 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. La compañía posee buenos índices de cobertura de intereses.

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 (NIIF). 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'18 (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)

Cifras consolidadas

Normas Contables

	NIIF	NIIF	NIIF	NIF	NIF
	2018	2017	2016	2015	2014
Período	6	12	12	12	12
Meses					
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	50,741	57,132	57,538	55,837	54,126
Margen de EBITDA	10,8	11,2	11,1	7,3	7,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	23,2	23,6	26,4	19,2	37,8
Margen del Flujo de Fondos Libres	(9,4)	4,2	2,1	(4,4)	0,3
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	15,3	14,7	14,2	4,1	11,4
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	35,1	39,4	25,1	17,4	45,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	30,1	34,2	20,5	14,3	22,3
EBITDA / Servicio de Deuda	1,2	3,8	2,8	1,4	1,6
FGO / Cargas Fijas	35,1	39,4	28,1	17,4	45,9
FPL / Servicio de Deuda	(0,9)	1,2	0,4	(0,8)	0,1
(FPL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,7	2,6	1,1	(0,6)	1,4
FGO / Inversiones de Capital	1,2	3,1	1,6	0,2	1,0
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,4	1,0	1,1	1,8	0,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,7	1,1	1,3	2,0	1,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,1	0,7	1,0	1,7	0,7
Costo de Financiamiento Impleto (%)	2,4	2,3	3,7	3,8	3,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,6	0,2	0,3	0,3	0,4
Balance					
Total Activos	695,432	632,854	606,157	599,191	692,660
Caja e Inversiones Corrientes	68,189	40,305	28,999	17,530	67,989
Deuda Corto Plazo	79,700	26,662	39,204	48,891	49,197
Deuda Largo Plazo	91,557	84,898	93,238	85,969	76,538
Deuda Total	170,257	111,560	131,442	129,770	125,735
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	170,257	111,560	131,442	129,770	125,735
Deuda Fuera de Balance					
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	170,257	111,560	131,442	129,770	125,735
Total Patrimonio	340,722	391,931	341,589	285,132	335,388
Total Capital Ajustado	510,979	473,499	473,140	414,902	481,121
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	57,265	109,131	119,520	75,123	189,605
Variación del Capital de Trabajo	(45,828)	(42,745)	(83,429)	(88,659)	(129,836)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	13,757	66,385	36,491	(13,536)	59,770
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(11,464)	(21,499)	(22,975)	(41,377)	(39,767)
Dividendos	(5,660)	(11,069)	0	(11,505)	0
Flujo de Fondos Libres (FPL)	(3,268)	(33,203)	(13,516)	(44,419)	(17)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	32	1,400	910	4,554	252
Otras Inversiones, Neto	(32,612)	1,606	898	2,739	7,029
Variación Neta de Deuda	57,926	(26,373)	(939)	12,229	28,978
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	21,988	6,280	14,384	(24,891)	37,050
Estado de Resultados					
Ventas Netas	488,481	663,734	578,232	697,121	1.129.891
Variación de Ventas (%)	3,3	(1,4)	(2,3)	(20,6)	12,9
EBIT Operativo	37,977	70,043	69,804	42,824	62,566
Intereses Financieros Brutos	1,689	2,849	4,771	4,506	3,774
Resultado Neto	37,619	69,495	63,012	38,069	76,219

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 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 al 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 periodo 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 periodo 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 Conaprole 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.

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

En el mes de abril de 2017, el Directorio de Conaprole aprobó la emisión de un Programa de Obligaciones Negociables con Oferta Pública por hasta US\$ 100 MM. El Banco Central del Uruguay inscribió el programa el 31/5/2017, 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 de la Serie CONAHORRO III (87m) Diciembre 2024 por hasta US\$ 5 millones

Monto: Hasta US\$ 5 millones.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/12/2024

Derecho del Inversor: 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. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su Agente de Distribución, 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 de un período de 30 días, 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 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) cualquier cifra comprendida entre el monto comprometido y el total solicitado, a criterio de Conaprole.

Opción de rescate: el emisor tendrá la opción de rescatar en forma anticipada el monto total vigente de la emisión en cualquier momento, al precio de 100%. Para ejercer tal opción, Conaprole deberá cursar un preaviso en tal sentido al Banco Central del Uruguay, con una antelación mínima de 30 días corridos previos al momento de efectuarse el rescate.

Amortización: 20/12/2021 un cuarto del circulante; 20/12/2022 un tercio del circulante; 20/12/2023 la mitad del circulante y 20/12/2024 el total del circulante.

Pago de interés: Semestrales en las siguientes fechas: 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, 20/12/23, 20/6/24, 20/12/24.

Condiciones de la Serie CONAHORRO III (84m) Diciembre 2024 por US\$ 3 millones (ampliable a US\$ 5 millones)

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

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/12/2024

Derecho del Inversor: 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. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su Agente de Distribución, 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 de un período de 30 días, 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 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) cualquier cifra comprendida entre el monto comprometido y el total solicitado, a criterio de Conaprole.

Opción de rescate: el emisor tendrá la opción de rescatar en forma anticipada el monto total vigente de la emisión en cualquier momento, al precio de 100%. Para ejercer tal opción, Conaprole deberá cursar un preaviso en tal sentido al Banco Central del Uruguay, con una antelación mínima de 30 días corridos previos al momento de efectuarse el rescate.

Amortización: 20/12/2021 un cuarto del circulante; 20/12/2022 un tercio del circulante; 20/12/2023 la mitad del circulante y 20/12/2024 el total del circulante.

Pago de interés: Semestrales en las siguientes fechas: 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, 20/12/23, 20/6/24, 20/12/24.

Condiciones de la Serie CONAHORRO III (72m) Marzo 2024 por hasta US\$ 5 millones

Monto: hasta US\$ 5 MM.

Moneda: Dólares americanos – Billetes

Fecha de emisión: 22/03/2018.

Vencimiento: 20/03/2024

Derecho del Inversor: El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un doceavo (1/12) del circulante en las primeras cinco fechas de pago de intereses; hasta el 100% del circulante el 22-03-2021 y hasta un doceavo (1/12) del circulante en las cinco fechas de pago de intereses subsiguientes. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su Agente de Distribución, 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 de un período de 30 días, 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 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) cualquier cifra comprendida entre el monto comprometido y el total solicitado, a criterio de Conaprole.

Opción de rescate: el emisor tendrá la opción de rescatar en forma anticipada el monto total vigente de la emisión en cualquier momento, al precio de 100%. Para ejercer tal opción, Conaprole deberá cursar un preaviso en tal sentido al Banco Central del Uruguay, con una antelación mínima de 30 días corridos previos al momento de efectuarse el rescate.

Amortización: 100% al 20/03/2024, o parcialmente en cada fecha de pago de intereses, si los inversores ejercen su derecho de venta establecido para estas fechas.

Pago de interés: Semestrales en las siguientes fechas: 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.

Tasa de interés: 3% lineal anual, para el período comprendido entre el 22-03-2018 y el 22-03-2021 y 4,5% lineal anual, para el período comprendido entre el 23-03-2021 y el 20-03-2024.

Condiciones de la Serie CONAHORRO III (48m) Junio 2022 por hasta US\$ 5 millones

Monto: hasta US\$ 5 MM.

Moneda: Dólares americanos – Billetes.

Fecha de emisión: 22/06/2018.

Vencimiento: 20/06/2022.

Derecho del Inversor: El conjunto de Inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un dieciseisavo (1/16) del circulante en cada una de las fechas de pago de intereses;

Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su Agente de Distribución, 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 de un período de 30 días, 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 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) cualquier cifra comprendida entre el monto comprometido y el total solicitado, a criterio de Conaprole.

Opción de rescate: el emisor tendrá la opción de rescatar en forma anticipada el monto total vigente de la emisión en cualquier momento, al precio de 100%. Para ejercer tal opción, Conaprole deberá cursar un preaviso en tal sentido al Banco Central del Uruguay, con una antelación mínima de 30 días corridos previos al momento de efectuarse el rescate.

Amortización: 20/06/2019 un cuarto del circulante, 22/06/2020 un tercio del circulante, 21/06/2021 la mitad del circulante, 20/06/2022 el total del circulante y parcialmente en cada fecha de pago de intereses, si los inversores ejercen su derecho de venta establecido para estas fechas.

Pago de interés: Semestrales en las siguientes fechas: 20/12/2018, 20/6/2019, 20/12/2019, 22/6/2020, 21/12/2020, 21/6/2021, 20/12/2021, 20/6/2021.

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 26 de junio de 2018, 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 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
- ON Conahorro III (87m) Diciembre 2024 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro III (84m) Diciembre 2024 por hasta US\$ 3 MM, ampliables a US\$ 5 MM
- ON Conahorro III (72m) Marzo 2024 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro III (48m) Junio 2022 por hasta US\$ 5 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.

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)".

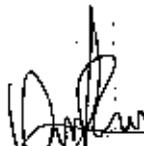
Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

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 31/01/18.
- Auditor externo del último balance anual: Price Waterhouse Coopers.
- Información de gestión suministrada por la compañía.


FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA


FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

- 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.

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 calificadora, 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 AFLIADAS, 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 lleva a cabo la investigación fáctica 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 actualizados, 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 proporcionen 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 excluyendo, 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.