

**Fideicomiso Financiero**  
**SANCOR LÁCTEA****Fideicomiso Fiduciante**  
Fideicomiso Sancor Capital**Fiduciario y Emisor**  
BICE Fideicomisos S.A.**Administrador, Agente de Cobro y Fideicomisario**

Fideicomiso de Administración Sancor Capital, representado por fiduciaria Fidulac S.A.

**Agente de Control y Revisión**  
Zubillaga & Asociados S.A.**Calificación**  
VDF USD 60 millones "BBB(ff)"  
RED**Tipo de informe**  
Preliminar**Metodología de Calificación**  
Se utilizó la Metodología de Calificación de Riesgos para Fideicomisos Financieros aprobada por la CNV bajo la Resolución CNV 17.283/14**Analistas**  
Juan Manuel Salvatierra  
[jmsalvatierra@untref.edu.ar](mailto:jmsalvatierra@untref.edu.ar)Juan Carlos Esteves,  
[jcesteves@untref.edu.ar](mailto:jcesteves@untref.edu.ar)Jorge Dubrovsky  
[jdubrovsky@untref.edu.ar](mailto:jdubrovsky@untref.edu.ar)**Fecha de calificación**  
22 de agosto de 2023**Advertencia**  
El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento de calificación.**Calificaciones**

Títulos a emitir	Monto por un VN	Vencimiento Estimado	Calificación	Revisión Especial
VDF	USD 60.000.000.-	15 años desde su emisión	BBB(ff)	En Desarrollo

VDF: Valores de Deuda Fiduciaria.

Nota: Debido a que los VDF bajo calificación no se han colocado en el mercado a la fecha del presente informe, el análisis realizado se basa en información provisoria y no se cuenta con la documentación definitiva de la estructuración. Cualquier modificación de la documentación recibida y/o de la estructura financiera propuesta podría resultar en una modificación de las calificaciones asignadas.

**Introducción**

El objeto del fideicomiso es la titulación de Créditos originados por el Fideicomiso Fiduciante en determinadas operaciones de exportación de leche en polvo a realizar en el futuro, y en forma subordinada Créditos originados en ventas futuras a Grandes Cadenas (supermercados y mayoristas), para destinar el producido de la colocación de los Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) a financiar ciertas inversiones en plantas y capital de trabajo del Fideicomiso Fiduciante.

Los VDF son emitidos por BICE Fideicomisos S.A. (el Fiduciario) exclusivamente en su calidad de fiduciario y no a título personal, con relación al Fideicomiso Financiero Sancor Láctea (el Fideicomiso), constituido conforme al Código Civil y Comercial (CCC) y el Capítulo IV del Título V de las Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV) (N.T. 2013 y mod.), en el cual Fidulac S.A., exclusivamente en su carácter de fiduciaria del Fideicomiso de Administración Sancor Capital, es Fiduciante (el Fideicomiso Fiduciante o Fideicomiso Sancor Capital).

El pago de los VDF tiene como única fuente los Bienes Fideicomitados (ver los términos y condiciones previstos en el Contrato de Fideicomiso), y depende de la circunstancia de que el Fiduciario reciba pagos, bajo sus respectivos términos y condiciones, como consecuencia de la titularidad en fiducia de los Bienes Fideicomitados, sin perjuicio de la responsabilidad asumida por el Fideicomiso Fiduciante en los términos del artículo 4.10 del contrato de Fideicomiso. Los bienes del Fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del Fideicomiso, las que serán satisfechas exclusivamente con los Bienes Fideicomitados, conforme lo dispone el artículo 1687 del CCC. El Fideicomiso Financiero también asume el pago de las cuotas pagaderas y exigibles del Crédito Fondo Nacional de Desarrollo Productivo (FONDEP) conforme a una Instrucción del FONDEP, aplicando a tal fin fondos provenientes de lo estipulado en el Contrato de Fideicomiso. La presente operación no constituye un fondo común de inversión, ni se encuentra alcanzada por la Ley 24.083.

**Fundamentos de la calificación****Aclaración sobre el Fideicomiso Fiduciante:** El Fideicomiso de Administración Sancor Capital, no es una empresa en marcha productora de bienes. Su actividad

productiva y comercial comenzará a desarrollarse una vez que se cumplan determinados hitos que se plasman en el Prospecto y se detallan en el cuerpo del presente informe.

**Flujos de fondos futuros:** la inversión en los VDF conlleva ciertos riesgos relacionados con la efectiva generación de los activos subyacentes (ventas futuras de leche en polvo al exterior y ventas internas futuras de productos lácteos a grandes cadenas por el fideicomiso fiduciante). Los Créditos que el Fideicomiso Fiduciante aporta a este Fideicomiso Financiero son de existencia futura, y su efectiva originación dependerá de que, incorporados los activos a integrar por Sancor CUL, el Fiduciario del Fideicomiso Fiduciante pueda cumplir con el objeto del Fideicomiso Sancor Capital.

**Cobertura con hipoteca:** para cubrir el riesgo señalado precedentemente, el Fideicomiso Fiduciante constituirá hipotecas sobre 4 de las plantas industriales cuyo dominio Sancor CUL transferirá inicialmente al Fideicomiso Sancor Capital, hipotecas que se constituirán simultáneamente con esa transmisión (ver artículo 3.7.b. del Contrato de Fideicomiso Financiero). Según informes técnicos de valuaciones, el monto aproximado de los inmuebles a hipotecar es de USD 74,58 millones.

**Integración del activo fideicomitado:** a efectos de facilitar al Fiduciario (BICE Fideicomisos) las eventuales acciones de cobro que deba iniciar contra el Fiduciante en virtud de la responsabilidad asumida por el Fiduciante, el activo fideicomitado se integra con un Cheque de Pago Diferido (CPD) a ser librado por el Fideicomiso Fiduciante a favor del Fiduciario, con imputación a este Fideicomiso, por un importe en pesos equivalente a 1,3x (veces) el valor nominal en circulación –convertido a pesos- de los VDF, con cláusula “no a la orden”. El CPD inicial será sustituido por otro antes de su vencimiento, y así sucesivamente hasta la cancelación de los VDF.

**Cobertura suficiente:** se establece este requisito para que el importe neto del flujo futuro de las operaciones de exportación de los próximos 24 meses y, mientras éstos no existan, del flujo futuro correspondiente a las Cartas de Intención por los próximos 24 meses, más el importe cobrado acreditado en la Cuenta Fiduciaria proveniente de Cobranzas de exportaciones, sea por lo menos igual a 2x (veces) la sumatoria de los Montos Requeridos comprendidos dentro de los próximos 24 meses contemplando para su cálculo los Gastos del Fideicomiso estimados y los conceptos del inciso e) del artículo 4.9 I del Contrato.

**Fondo de liquidez y otros fondos:** luego de la colocación de los VDF, el Fiduciario retendrá con imputación a dicho Fondo, un monto inicial de USD 650.959. Luego el importe del Fondo de Liquidez se mantendrá en dicho monto, y a partir de los 12 meses anteriores a la primera fecha de pago de servicios que incluya amortización de capital de los VDF, el Fondo de Liquidez deberá reconstituirse mensualmente en una décima parte de la diferencia entre USD 2.700.000 y el monto integrado inicialmente, hasta que dicho Fondo llegue al monto de USD 2.700.000. Luego de esta Fecha de Pago de Servicios, el Fondo de Liquidez será equivalente a USD 2.700.000, que se mantendrá hasta 12 meses antes a la última Fecha de Pago de Servicios, a partir del cual el mismo será equivalente a 1x (una vez) el próximo pago de Servicios de los VDF y de la próxima cuota a vencer bajo el Crédito FONDEP. En cualquier momento en que el importe acumulado en el Fondo de Liquidez sea menor, el Fiduciario incorporará el importe necesario para su reposición dentro de los Montos Requeridos. Asimismo, el Fiduciario Financiero retendrá del producido de la colocación para integrar un Fondo de Gastos equivalente a USD 75 mil; y un Fondo para Gastos Causídicos Iniciales por un importe equivalente al 1% de la sumatoria del valor nominal y el próximo pago de intereses de los VDF, con el cual el Fiduciario Financiero afrontará los Gastos que corresponda pagarse en caso de una eventual ejecución del CPD o de los Gravámenes sobre Activos.

**Mejoras crediticias de la transacción:** i) Se presentan en el Prospecto, cartas de intención suscriptas en abril de 2022 con firmas internacionales importadoras de productos lácteos, bajo las cuales se originarán los Contratos de Exportación Afectados. Se aclara que en el mercado de exportación de leche en polvo no es habitual la implementación de Cartas de Intención o en general la concertación de contratos por escrito. En su caso, las Cartas

de Intención o Contratos de Exportación se irán renovando durante el plazo del Fideicomiso. ii) Mecanismo de activación de ventas internas con temporalidad de su uso: en el caso que no se generaran suficientes Créditos por Exportaciones o se demora el cobro, se utilizan los créditos por ventas a grandes cadenas de supermercados y mayoristas en el mercado interno. iii) Aseguramiento del abastecimiento de materia prima: para llevar adelante el plan de negocios que tiene el Fideicomiso Sancor Capital, se firmó una Carta de Intención de Suministro de Leche Cruda Bovina entre el fiduciario de dicho fideicomiso y Sancor CUL por el que esta última suministre un volumen diario no menor a 350.000 litros de leche cruda bovina durante todo el período de vigencia del Fideicomiso Sancor Capital, con la calidad, precio y forma de pago establecida.

UNTREF ACR UP entiende que la cobertura con hipoteca, la cobertura suficiente, la constitución de los Fondos de Liquidez, de Gastos y Gastos Causídicos Iniciales, las mejoras crediticias mencionadas, y la existencia de cláusulas de eventos especiales que dan paso a eventos de cobranza directa, generarán una mejora en la calidad de crédito de los activos futuros a ceder.

**Control de fondos a cargo del fiduciario:** BICE Fideicomisos S.A. en su rol de fiduciario tendrá el control del producido de la colocación y realizará desembolsos a solicitud del fideicomiso fiduciante de acuerdo al Destino de los Fondos contemplado en el Prospecto. Durante la implementación del plan, los fondos se mantendrán en una cuenta fiduciaria pudiendo en el interín realizarse inversiones permitidas. La cuenta fiduciaria es administrada por el fiduciario y aplicará los fondos a los gastos, impuestos y pago de servicios de los títulos emitidos.

**Capacidad operativa:** de acuerdo a información técnica provista por el Fideicomiso Fiduciante, el Fideicomiso de Administración Sancor Capital contará con las plantas de unidades operativas industriales con la capacidad instalada adecuada para llevar adelante el Plan de Negocios. Operará con al menos con 5 plantas industriales y un Centro de Distribución.

**Buen desempeño y experiencia del fiduciario:** BICE Fideicomisos S.A. posee una amplia experiencia especialmente en fideicomisos de infraestructura y productivos en el mercado local, y cuenta con un buen desempeño como fiduciario de titulizaciones (securizaciones). La entidad fiduciaria se encuentra calificada por FIX SCR Calificadora de Riesgo S.A. como 2+FD (arg) perspectiva estable.

**Participantes:** UNTREF ACR UP entiende que el fiduciario en su rol de administrador y el fideicomiso fiduciante, cuentan con capacidad operativa y de gestión adecuada para afrontar la administración de los activos fideicomitados. Asimismo, el agente de control y revisión cuenta con la experiencia y capacidad profesional para cumplir con sus funciones.

**Información:** *Ninguna información proporcionada por UNTREF ACR UP en este Informe, debe ser considerada una declaración, representación, garantía o argumento a favor o en contra de la veracidad, confiabilidad o integridad de cualquier dato o declaración o circunstancias relacionadas, que los participantes de la transacción hayan puesto a disposición de la Agencia para la elaboración del Informe. Asimismo, el análisis crediticio realizado por UNTREF ACR UP se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción.*

## **Análisis y evaluación de los riesgos involucrados.**

La inversión en los VDF se encuentra sujeta a una serie de riesgos particulares inherentes a su naturaleza y características, que se detallan en el Prospecto en forma detallada. En términos generales, se describen riesgos derivados del contexto económico; riesgos relativos a la actividad del Fideicomiso Fiduciante; sobre el recurso limitado de la fuente de pago de los VDF que está constituida principalmente por el importe que resulte de convertir a pesos la cobranza de los créditos correspondientes a futuras exportaciones de leche en polvo realizadas o a realizar a Importadores Elegibles; el seguro de carga; la dependencia de la actuación del

Fideicomiso Fiduciante; entre otros.

UNTREF ACR UP destaca algunas consideraciones a tener presente en su evaluación. En primer lugar, el Fideicomiso de Administración Sancor Capital no es una empresa en marcha. Su actividad productiva y comercial comenzará a desarrollarse una vez que se cumplan los siguientes hitos:

- i) Sancor Cooperativas Unidas LTDA. (Sancor CUL) – Fiduciante en el Fideicomiso de Administración Sancor Capital – transfiera al mismo el dominio fiduciario de 4 plantas industriales, el derecho de explotación irrevocable de otra planta industrial y un centro de distribución, y al menos un derecho de explotación irrevocable de otra planta industrial (esto último subordinado a la obtención de la conformidad al respecto por parte de los acreedores garantizados con gravámenes sobre dicha planta, o a la cancelación de los gravámenes), así como la propiedad fiduciaria de la marca “Sancor”. Los mencionados activos se transferirán una vez que se hayan suscripto e integrado los VDF. Para ello Sancor CUL ha otorgado un poder irrevocable a favor del Fiduciario Financiero, de manera que los actos jurídicos correspondientes puedan celebrarse en la fecha de emisión de este Fideicomiso Financiero. Hasta tanto esos actos no tengan lugar, el Fiduciario Financiero no transferirá al Fideicomiso Fiduciante el producido neto de la colocación de los VDF;
- ii) el Fideicomiso Fiduciante pueda disponer del producido neto de la colocación de los VDF, conforme al destino de los fondos (Art. 2.11.A y su Anexo del Contrato de Fideicomiso).

Es decir, que los Activos a Integrar por Sancor CUL se aportarán efectivamente al Fideicomiso Sancor Capital una vez que se hayan colocado los VDF. Y hasta tanto esos mencionados actos jurídicos no tengan lugar, el Fiduciario Financiero no transferirá al Fideicomiso Fiduciante el producido neto de la colocación de los títulos.

**Riesgos generales de la inversión:** La inversión en los VDF importa la asunción de riesgos asociados con (i) la falta originación – y, en su caso, de pago por los respectivos deudores de las exportaciones o de las Facturas por ventas en el mercado interno a Grandes Cadenas, (ii) factores políticos y económicos en relación con la República Argentina y el mundo y (iii) factores relacionados específicamente con los Bienes Fideicomitados. En el prospecto de la emisión se realiza una descripción de los riesgos asociados a la inversión en los VDF, que el inversor debe considerar.

**Riesgos en la inversión en flujos de fondos futuros:** la inversión en los VDF fiduciarios conlleva ciertos riesgos relacionados con la efectiva generación de los activos subyacentes (ventas futuras de leche en polvo al exterior y ventas internas futuras de productos lácteos a grandes cadenas por el fideicomiso fiduciante). Los Créditos que el Fideicomiso Fiduciante aporta a este Fideicomiso Financiero son de existencia futura, y su efectiva originación dependerá de que, incorporados los activos a integrar por Sancor CUL, el Fiduciario del Fideicomiso Fiduciante pueda cumplir con el objeto del Fideicomiso Sancor Capital.

**Riesgos en los deudores de las ventas y concentración:** la generación de fondos futuros estará determinada por el cobro de las operaciones de exportación y de las ventas en el mercado interno a grandes cadenas, por lo que constituye una emisión con riesgo en los respectivos deudores de las exportaciones o de las ventas del mercado interno. Asimismo, los importadores constituyen una cantidad acotada, lo que implica un riesgo de concentración. Todo esto sin perjuicio del seguro de carga que ampara la mercadería exportada cuya cobertura es limitada y de la obligación del fideicomiso fiduciante de instruir al banco local para liquidar las divisas provenientes de la cobranza de las facturas de exportación.

Si bien se presenta un listado de importadores elegibles para realizar operaciones en el Prospecto, solo tienen existencia las cartas de intención y aún no se han perfeccionado las exportaciones con los mismos, claramente por la falta de puesta en marcha del Plan productivo.

**Dependencia de la actuación del Fideicomiso Fiduciante:** los Importadores pagarán los Créditos por Exportación

mediante transferencia de los importes correspondientes al banco local quien lo liquidará en el mercado libre de cambios local (MLC) por orden del Fideicomiso Fiduciante, para acreditar el importe en pesos resultante en la Cuenta Ingresos de Exportaciones. La Cuenta Ingresos de Exportaciones estará bajo titularidad del Fideicomiso Fiduciante, pero el Fiduciario Financiero tendrá facultades suficientes para operarla sin necesidad de intervención de aquél en base a un mandato irrevocable, que comprende la facultad de instruir la liquidación de las divisas y su transferencia directa a la Cuenta Fiduciaria – sustituyendo así a la Cuenta Ingreso de Exportaciones-, conforme se expone en el Contrato. Por otra parte, las Grandes Cadenas deberán pagar los importes de las facturas que correspondan a Ventas a Grandes Cadenas mediante transferencia a una cuenta bancaria también abierta en el Banco Local (Cuenta Ingresos por Ventas). Esta última cuenta estará bajo titularidad del Fideicomiso Fiduciante, pero el Fiduciario Financiero tendrá facultades suficientes para operarla sin necesidad de intervención de aquél en base a un mandato irrevocable, que comprende la facultad de instruir a las Grandes Cadenas que los pagos se realicen directamente a la Cuenta Fiduciaria, conforme se expone en el Contrato. Para estos dos casos planteados, el Fiduciario podrá salvar un eventual incumplimiento del Fideicomiso Fiduciante en tal sentido.

Asimismo, el Fideicomiso Fiduciante como cualquier exportador se encuentra obligado, salvo algunas excepciones específicas, a ingresar y liquidar a través del mercado libre de cambios (MLC) las divisas provenientes del cobro de sus exportaciones de bienes en un plazo que para las mercaderías exportadas por el Fideicomiso Fiduciante es de 180 días de la fecha de cumplimiento de embarque. Cualquier cambio normativo y regulatorio del Banco Central de la República Argentina (BCRA) en operaciones de exterior y cambios, puede afectar al funcionamiento de las mencionadas liquidaciones.

**Riesgo de descalce cambiario:** los principales créditos futuros de exportación están denominados en USD, pero existe la posibilidad de que se utilicen créditos por ventas futuras en moneda local en el mercado interno, aunque esto se ve limitado por el porcentaje de exportaciones que se estiman realizar. Por lo que existe la posibilidad de que aumente el costo del financiamiento por estar los VDF denominados en dólares pagaderos al tipo de cambio del momento (dólar divisa comprador publicado por el Banco Nación Argentina – BNA-), y los ingresos futuros por los créditos no alcancen a cubrir dichas subas, aunque se cuentan con política de cobertura y mitigación del mencionado riesgo. Si hay una ausencia de la publicación del BNA mencionada, se utilizará el “Tipo de Cambio de Referencia Comunicación “A” 3500 (Mayorista)” del BCRA o la regulación que la sucediere o modificare en el tiempo. En el supuesto que a) el BCRA dejare de efectuar dicha determinación y publicación; o b) de producirse un desdoblamiento cambiario, se utilizará el tipo de cambio de referencia que resulte aplicable para operaciones de exportación de productos lácteos (por oposición al dólar financiero), según sea determinado y calculado por el Fiduciario Financiero. El Plan de Negocio podría encontrarse expuesto a la variación del tipo de cambio entre las liquidaciones de los créditos futuros y la aplicación de esos fondos a los pagos de los títulos, en consecuencia, BICE Fideicomisos puede invertir transitoriamente los fondos en inversiones permitidas.

## **Análisis y desempeño de los activos**

Los futuros activos del fideicomiso estarán integrados por los bienes fideicomitados que se detallan a continuación:

(a) Créditos contra Importadores Elegibles que se originen por las futuras Operaciones de Exportación bajo el/los Contrato/s de Exportación Afectados. Los Importadores Elegibles son las empresas importadoras clientes del Fideicomiso Fiduciante, y aquellas que en adición o sustitución de las indicadas especifique el

Fideicomiso Fiduciante con arreglo a lo dispuesto en el Contrato, que no registren atrasos mayores a 60 días respecto de Operaciones de Exportación anteriores vencidas a cada Fecha de Medición.

(b) En el caso que por circunstancias sobrevinientes no se generaran suficientes Créditos por Exportaciones, o su cobranza pudiera demorarse, los créditos por futuras ventas a grandes cadenas de supermercados y mayoristas.

(c) Los créditos originados en liquidaciones de divisas provenientes del cobro de los Créditos por Exportación.

(d) El crédito eventual respecto de la indemnización a pagarse bajo el Seguro de Carga, en caso de un siniestro que afecte a las mercaderías exportadas.

(e) El crédito eventual contra los Transportistas por las indemnizaciones correspondientes a siniestros producidos durante el transporte de las mercaderías subyacentes a exportaciones, no cubiertos por las indemnizaciones bajo el Seguro de Carga.

(f) Una hipoteca en primer grado sobre las Plantas La Carlota, San Guillermo, Balnearia y Gálvez (Ver Gravámenes sobre Activos en el Prospecto).

(g) Todo producido, renta, amortización, indemnización, fruto, accesión y derecho que se obtenga de dichos Créditos o Gravámenes sobre Activos, o de la inversión de Fondos Líquidos Disponibles.

(h) Un cheque de pago diferido (CPD) librado por el Fideicomiso Fiduciante a favor del Fiduciario con imputación a este Fideicomiso, por un importe igual a 1,3 veces el valor nominal en circulación de los VDF, con cláusula “no a la orden”, conforme lo dispuesto en el artículo 4.10.III del Contrato de Fideicomiso.

(i) Las Cesiones de Saldos (tal como este término se define en el artículo 4.2 del Contrato de Fideicomiso).

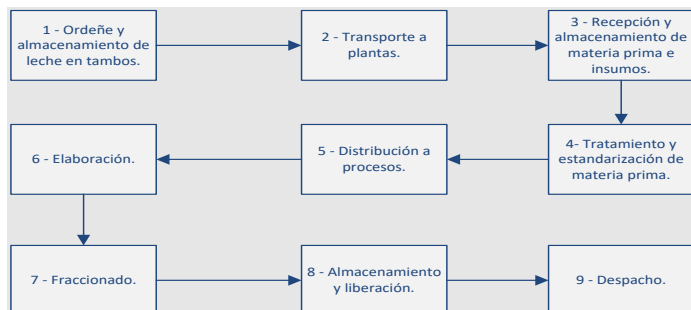
(j) Los fondos que aporte el Fideicomiso Fiduciante.

La cesión fiduciaria del importe que excede de los Servicios bajo los VDF más los Gastos del Fideicomiso es *pro solvendo*, es decir, en garantía.

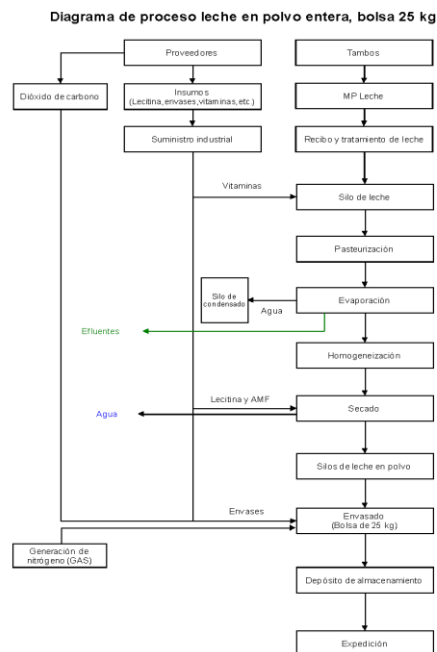
Los contratos de exportación bajos los cuales se originarán los futuros créditos por exportaciones (principal fuente de pago de los VDF) refieren a leche en polvo, mercadería cuyo precio es fijado al momento del embarque. Tratándose de un *commodity*, los precios de venta surgen del precio internacional. El precio internacional surge de la oferta y la demanda internacional del producto, como así la oferta del producto está a su vez determinada por su producción mundial. Ver en el Anexo I de este informe un breve análisis del mercado internacional y en el Prospecto en la parte del Fideicomiso Fiduciante (Mercado, competidores, barreras al ingreso de competidores).

El proceso productivo del Fideicomiso Sancor Capital, se describe detalladamente en el Prospecto de emisión. La Figura 1 presenta una descripción sintética del mismo. Asimismo, se detalla la descripción del Proceso de Producción de la Leche en Polvo en la Figura 2, principal producto de exportación del Fideicomiso Fiduciante para el repago de los VDF y del crédito de FONDEP.

**Figura 1 – Proceso productivo de Fidulac S.A. (Fiduciario del Fideicomiso Fiduciante) y proveedores relacionados**



**Figura 2 – Proceso de producción de la leche en polvo**



**Capacidad operativa del Fideicomiso Sancor Capital:** El Fideicomiso Sancor Capital contará con al menos 5 plantas industriales (2 en Provincia de Santa Fe y 3 en Provincia de Córdoba) como unidades productivas y un Centro de Distribución en la localidad de Don Torcuato en la Provincia de Buenos Aires, que le permitirá tener la capacidad instalada necesaria para realizar su producción. Cuatro (4) de esas plantas (descriptas en el Contrato como Balnearia, Gálvez, La Carlota y San Guillermo) se incorporarán al Fideicomiso Sancor Capital en dominio fiduciario, y sobre las mismas se constituirá una hipoteca en favor del Fideicomiso Financiero. La Unidad Industrial Devoto y el Centro de Distribución Acceso Norte, según se definen en el Contrato, se incorporarán al Fideicomiso Sancor Capital bajo un derecho de explotación irrevocable durante todo su plazo de vigencia.

Las plantas industriales se encuentran habilitadas por las direcciones de Bromatologías provinciales y el Servicio Nacional de Sanidad Animal (SENASA) del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación de la Nación para tráfico internacional.

Asimismo, la estructura de personal que se tomará bajo el Fideicomiso Sancor Capital, por transferencia de los respectivos contratos laborales desde Sancor CUL, quedará definida con un total de 503 colaboradores y si se suma la Planta de Sunchales sería un total de 664 colaboradores.

**Cuadro 1 – Unidades Operativas Industriales y Centro de Distribución del Fideicomiso Sancor Capital.**

<p><b>Unidad Operativa Industrial Balnearia</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• se elabora quesos semiduros</li> <li>• capacidad instalada y operativa es de 790 tns/mes</li> <li>• recepción de leche promedio es de 210.000 litros/día</li> <li>• capacidad de almacenamiento de 1.000 toneladas de productos.</li> </ul>
<p><b>Unidad Operativa Industrial Devoto</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• se elabora: Manteca (capacidad instalada de 1200 tns/mes y una operativa 500 tns/mes); Crema (capacidad instalada es de 1.500 tns/mes y la operativa 600 tns/mes); Leche en polvo (instalada es de 1200 tns/mes y operativa 0 tns/mes (actualmente no operativa)); Queso crema Mendicrim (capacidad instalada y operativa es de 400 tns/mes).</li> <li>• La recepción promedio es de 35.000 litros/día.</li> <li>• capacidad de almacenamiento de 3.000 tns de leche en polvo y 1.300 tns del resto de productos.</li> </ul>
<p><b>Unidad Operativa Industrial Gálvez</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• se elabora: Quesos rallados (capacidad instalada de 520 tns/mes y operativa 340 tns/mes); Quesos procesados (capacidad instalada es de 900 tns/mes y la operativa de 320 tns/mes); Quesos hebras, fetas y corazón de hormas (capacidad instalada de 755 tns/mes y operativa 330 tns/mes).</li> <li>• No recibe leche de tambos dado que se dedica exclusivamente al fraccionado de quesos elaborados en otras plantas.</li> <li>• capacidad de almacenamiento es de 4.000 toneladas</li> </ul>
<p><b>Unidad Operativa Industrial La Carlota</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• se elabora quesos duros (capacidad instalada es de 900 tns/mes y la operativa 460 tns/mes).</li> <li>• recepción promedio de 140.000 litros/día.</li> <li>• capacidad de almacenamiento es de 1.400 toneladas.</li> </ul>
<p><b>Unidad Operativa Industrial San Guillermo</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• se elabora quesos blandos (capacidad instalada es de 805 TN/mes y la operativa 610 TN/mes).</li> <li>• recepción promedio es de 0 litros/día. Actualmente inactiva.</li> <li>• capacidad de almacenamiento es de 1.400 toneladas.</li> </ul>
<p><b>Centro de Distribución</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ubicación: Ruta Panamericana - Km 25,500 – Don Torcuato (Pcia. de Buenos Aires)</li> <li>• Características: centro de distribución para productos frescos. Con un terreno de 42.000 m<sup>2</sup> y con superficies de cámaras de frío de 8.200 m<sup>2</sup>.</li> <li>• Capacidad: cuenta con una capacidad de 3.694 pallets.</li> </ul>

Adicionalmente, en el caso que Sancor CUL esté en condiciones legales de hacerlo, se sumará una sexta planta (Unidad Operativa Industrial Sunchales) que se incorporará al Fideicomiso Sancor Capital, al menos bajo derecho de uso y explotación (sujeto a la obtención de la conformidad al respecto por parte de los acreedores garantizados con gravámenes sobre dicha planta, o a la cancelación de tales gravámenes). Esto conllevará la incorporación de 161 colaboradores más.

En la planta de Sunchales se elabora: Leche en polvo (capacidad de secado operativa e instalada de 950 tns/mes; para fraccionado, la capacidad instalada es de 900 tns/mes y la operativa es de 400 tns/mes); Leche UAT en presentaciones de 1 litro, 500 cc y 200 cc. (capacidad operativa e instalada de litro es de 5,35 mill Lts/mes) y Dulce de Leche (capacidad instalada es de 1.400 tns/mes y la operativa es de 690 tns/mes). La recepción promedio es 300.000 litros/día y la capacidad de almacenamiento es de 14.818 toneladas de productos.

### **Análisis de sensibilidad de los flujos de fondos futuros.**

Para la evaluación de los títulos valores a emitir, UNTREF ACR UP se basó en la proyección del flujo de fondos futuro estimado que fue realizado por el fiduciario (Fidulac S.A.) del fideicomiso fiduciante con tres escenarios posibles: optimista, base y pesimista. Principalmente, el análisis se centró en el escenario pesimista para la



modelización de los flujos de fondos futuros y analizar las distintas variables para llegar al nivel máximo de pérdida condicionada por el nivel de estrés que soporta el flujo futuro de los activos fideicomitidos.

En la sensibilización de los flujos de fondos futuros, se utilizaron los siguientes supuestos y mejoras crediticias que presenta la operación:

- Activos a ceder: la cartera de Créditos contra Importadores Elegibles que se originen por las futuras Operaciones de Exportación; secuencialmente si no se generaran suficientes Créditos por Exportaciones o su cobranza pudiera demorarse, los créditos por ventas futuras a grandes cadenas de supermercados y mayoristas; los futuros créditos originados en liquidaciones de divisas provenientes del cobro de los Créditos por Exportación y los demás bienes fideicomitos detallados en el Prospecto.
- Tasa a devengar de los VDF: se estimó que los títulos devengarán un *step up* de tasa fija del 1% nominal anual (n.a.) los primeros 5 años; 2% n.a. los años 6 y 7, y un 4% n.a. los últimos 8 años.
- Estructura de pagos de servicios: los VDF recibirán los pagos de interés en forma trimestral venciendo el primero en octubre de 2024 y de amortización de capital también en forma trimestral venciendo el primero en octubre de 2028.

#### Supuestos generales del Plan del Negocio (PN):

- El Plan del Negocio se desarrolla en un plazo de 15 años donde se buscará potenciar los activos cedidos al Fideicomiso. El inicio del PN se dará desde el momento de la obtención del financiamiento, estimado en septiembre de 2023.
- El PN se confeccionó en dólares estadounidenses (USD), teniendo como base precios y costos de mercado al mes de febrero del 2023
- El Plan se plantea bajo tres escenarios diferentes (Escenario Optimista, Escenario Base, Escenario Pesimista). En los tres escenarios se contempla las transferencias de:
  - **Unidades Industriales:** se transfiere la propiedad fiduciaria de la (i) Unidad Industrial Balnearia (Córdoba); (ii) Unidad Industrial San Guillermo (Santa Fe); (iii) Unidad Industrial Gálvez (Santa Fe); (iv) Unidad Industrial La Carlota (Córdoba); y el derecho de explotación de (v) Unidad Industrial Devoto (Córdoba).
  - **Centro de Distribución:** Centro de Distribución Acceso Norte (Buenos Aires), respecto de éste se cede el derecho de explotación irrevocable por todo el plazo del Fideicomiso.
- De acuerdo a lo estipulado en el contrato de fideicomiso, se estipula que los fondos netos provenientes de la colocación de los VDF, neto de los gastos del fideicomiso financiero, serán aplicados a una necesidad de financiamiento de USD 60 millones:
  - Inversión de Capital de Trabajo: USD 50 millones.
  - Inversión en Activos Fijos: USD 10 millones.
- Impuesto a las ganancias se estima una tasa efectiva del 35%.
- Las proyecciones de unidades vendidas han contemplado el tamaño del mercado y la capacidad de planta operativa de las Unidades Operativas Industriales.
- Dentro del PN se contemplan los gastos del Fideicomiso Financiero Sancor Láctea.
- Pago de la deuda con el FONDEP por USD 5,67 millones, de acuerdo al detalle plasmado en los documentos de la emisión.

- Los flujos contemplan un plan de exportación en toneladas de leche en polvo para todos los escenarios, considerando las Cartas de Intención con algunos Importadores Elegibles (Interfood Americas S.A., Bassett & Walker International Inc., International Traders Associates, Numidia B.V. y Greenfields Ireland LTDA.). Se aclara que en el mercado de exportación de leche en polvo no es habitual la implementación de Cartas de Intención o en general la concertación de contratos por escrito. En su caso, las Cartas de Intención o Contratos de Exportación se irán renovando durante el plazo del Fideicomiso.

**Cuadro 2 – Toneladas de leche en polvo de las cartas de intención con algunos importadores.**

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Toneladas de Leche en Polvo	1.200	1.900	2.600	2.900	2.600

- El análisis de sensibilidad se focalizó en el Escenario Pesimista donde las principales variables consideradas y métricas obtenidas son las que se detallan seguidamente. Los flujos de fondos negativos de los primeros años se financiarán con el producido de la colocación de los VDF.

**Cuadro 3 – Principales variables y flujos de fondos futuros del Escenario Pesimista estimados por el Fideicomiso Fiduciante**

Concepto	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8
Materia Prima Procesada (Lts/día)	557.323	753.825	1.073.885	1.444.250	1.527.583	1.527.583	1.527.583	1.527.583
Leche en Polvo Exportada (tn)	3.600	5.400	8.400	12.000	15.600	15.600	15.600	15.600
<b>Variables de Resultado</b>								
Facturación Anual (USD)	192.277.493	238.874.422	353.109.377	489.580.810	509.336.443	520.317.287	520.317.287	520.317.287
EBITDA Anual (USD)	2.086.291	4.636.625	12.471.116	25.102.089	27.397.089	28.166.501	28.166.501	28.166.501
Mg Bruto	12,07%	12,29%	11,30%	11,62%	11,62%	11,52%	11,52%	11,52%
Mg EBITDA	1,09%	1,94%	3,53%	5,13%	5,38%	5,41%	5,41%	5,41%
<b>Variables de Caja</b>								
Flujo de Fondos Operativo (USD)	-33.822.041	-4.798.299	-814.884	1.205.933	17.251.360	17.613.421	19.128.296	19.099.301
Flujo de Fondos Financiero (USD)	-752.906	-1.415.512	-914.207	-914.207	-963.995	-7.985.262	-7.567.431	-8.408.946
Inversión en CAPEX (USD)	-6.350.000	-3.650.000	0	0	-500.000	-500.000	-500.000	-500.000
Fondos del Fideicomiso Financiero (USD)	-1.287.468	4.997	0	0	-2.050.553	60.302	57.883	60.605
<b>Flujo de Fondos Total (USD)</b>	<b>-42.212.416</b>	<b>-9.858.814</b>	<b>-1.729.091</b>	<b>291.726</b>	<b>13.736.811</b>	<b>9.188.462</b>	<b>11.118.748</b>	<b>10.250.960</b>

Concepto	Año 9	Año 10	Año 11	Año 12	Año 13	Año 14	Año 15
Materia Prima Procesada (Lts/día)	1.527.583	1.527.583	1.527.583	1.527.583	1.527.583	1.527.583	1.527.583
Leche en Polvo Exportada (tn)	15.600	15.600	15.600	15.600	15.600	15.600	15.600
<b>Variables de Resultado</b>							
Facturación Anual (USD)	520.317.287	520.317.287	520.317.287	520.317.287	520.317.287	520.317.287	520.317.287
EBITDA Anual (USD)	28.166.501	28.166.501	28.166.501	28.166.501	28.166.501	28.166.501	28.166.501
Mg Bruto	11,52%	11,52%	11,52%	11,52%	11,52%	11,52%	11,52%
Mg EBITDA	5,41%	5,41%	5,41%	5,41%	5,41%	5,41%	5,41%
<b>Variables de Caja</b>							
Flujo de Fondos Operativo (USD)	19.411.331	19.337.971	19.261.355	19.186.238	19.107.716	19.029.339	9.638.297
Flujo de Fondos Financiero (USD)	-8.149.344	-7.880.442	-8.751.418	-8.477.068	-8.203.135	-7.924.588	-7.606.308
Inversión en CAPEX (USD)	-500.000	-500.000	-500.000	-500.000	-500.000	-500.000	-500.000
Fondos del Fideicomiso Financiero (USD)	60.605	60.605	60.605	60.605	60.605	312.635	2.538.575
<b>Flujo de Fondos Total (USD)</b>	<b>10.822.592</b>	<b>11.018.133</b>	<b>10.070.542</b>	<b>10.269.775</b>	<b>10.465.186</b>	<b>10.917.386</b>	<b>4.070.563</b>

Se estiman los siguientes niveles de exportación del total de facturación para el escenario pesimista, según lo plasmado en los documentos de la emisión (Cuadro 4). Como así, se analizaron las facturaciones históricas de grandes clientes/cadenas en el mercado interno de Sancor CUL.

**Cuadro 4 – Exportaciones totales sobre facturación total anual del Plan de Negocio en un escenario pesimista (en %).**

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6 a 15
Exportaciones s/ Facturación total anual	7,32%	8,46%	9,73%	9,97%	11,93%	11,8%

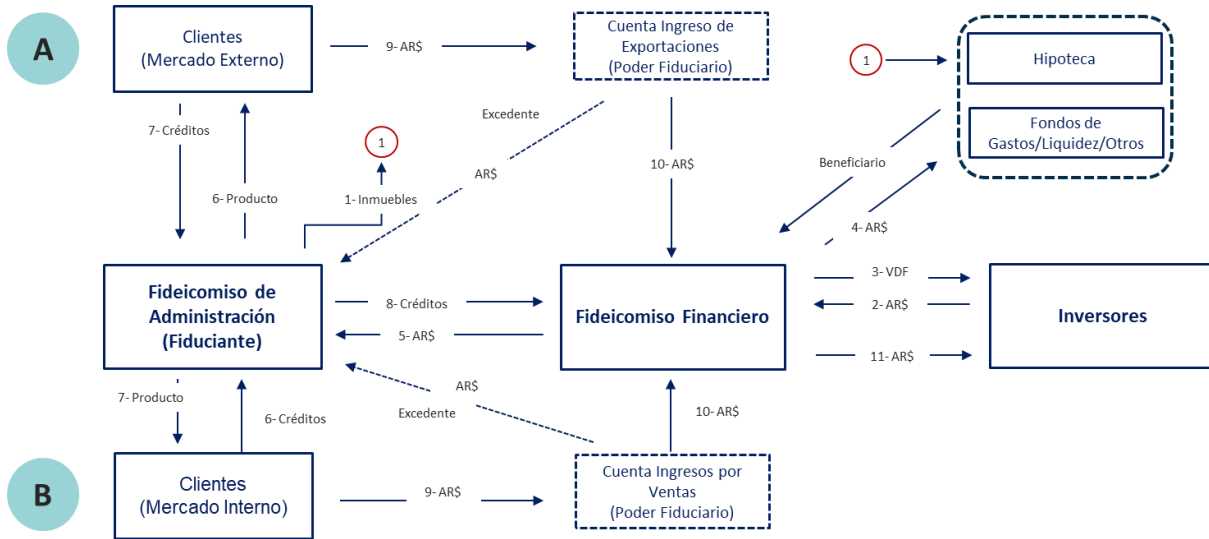
UNTREF ACR UP sensibilizó el flujo de fondos futuro (teórico) de los activos para determinar el nivel máximo de pérdida de flujo que soportan los VDF ante distintos escenarios, especialmente el pesimista. Esta sensibilización en el escenario pesimista arroja como resultado que los VDF soportan una pérdida máxima (incluyendo el ingreso de USD 60 millones de la colocación) para seguir pagando la deuda financiera en el plazo total de la operación del -51,6% del EBITDA y del -15,6% de la facturación anual. Este análisis es con el supuesto de mantener los gastos fijos y sueldos y las necesidades de capital de trabajo como valores fijos y constantes, y el pago de impuestos a las ganancias a los nuevos volúmenes de ventas sensibilizados.

Por lo cual, se considera que el flujo de fondos futuros que se destinará al repago de los VDF y a la deuda con FONDEP analizando los distintos escenarios, es adecuado. Con la salvedad que ante cualquier escenario de estrés que impacte en el desempeño del fideicomiso por las distintas variables a considerar, como las cobranzas futuras de los créditos a originar y los riesgos detallados, podría verse afectado el repago de este título y de la deuda mencionada.

### **Estructura financiera de la operación**

La transacción articula una estructura financiera que se presenta en la Figura 3, donde la enumeración intenta reflejar el orden temporario de los hechos. A su vez, en la figura la mención realizada a las letras A y B es para ordenar las 2 posibilidades de flujo de cobranzas que se pueden utilizar para el pago de los servicios de Fideicomiso.

**Figura 3 – Estructura financiera Fideicomiso Financiero Sancor Láctea**



- 1) Por la celebración del Contrato de Fideicomiso, el Fideicomiso Fiduciante cede al Fideicomiso Financiero los Créditos por Exportaciones que se realicen en el futuro.
- 2) En la misma oportunidad el Fideicomiso Fiduciante cede al Fideicomiso Financiero los Créditos por futuras Ventas a Grandes Cadenas, para el caso que la Cobranza correspondiente a Exportaciones Imputadas fuera insuficiente para cumplir con el Monto Requerido, tal como se estipula en el art. 4.9 del Contrato de Fideicomiso.
- 3) Se cede también los derechos que correspondan al Fideicomiso Fiduciante sobre el Seguro de Carga sobre mercaderías que corresponden a Operaciones de Exportación y sobre cada Contrato de Transporte de dichas mercaderías.
- 4) El Fideicomiso Fiduciante abrirá la Cuenta Ingresos de Exportaciones y la Cuenta Ingresos por Ventas, y el Fiduciario Financiero las Cuentas Fiduciarias, que se operarán conforme a lo estipulado en los artículos 4.2, 4.8 y 4.9 del Contrato de Fideicomiso.
- 5) Una vez autorizada la oferta pública se emiten y colocan los VDF.
- 6) En la Fecha de Emisión, una vez ingresados los fondos provenientes de la suscripción de los VDF en la Cuenta Fiduciaria, el Fideicomiso Fiduciante deberá constituir una hipoteca en primer grado sobre las plantas La Carlota, San Guillermo, Balnearia y Gálvez.
- 7) El producido neto de los fondos obtenidos por la colocación de los VDF se aplicará conforme se estipula en el Destino de los Fondos (Anexo 2.11.A) y lo dispuesto en los artículos 2.11y 4.9 del Contrato de Fideicomiso.
- 8) Las Cobranzas por Exportaciones se percibirán y dispondrán conforme se ilustra en el cuadro Esquema de Cobranzas por Exportaciones plasmadas en detalle en el Prospecto.
- 9) Las Cobranzas por Ventas a Grandes Cadenas se percibirán y dispondrán conforme se establece en el cuadro Esquema de Cobranzas por Ventas a Grandes Cadenas en el Prospecto.
- 10) El Fiduciario Financiero pagará los Servicios correspondientes a los VDF.

Como contraprestación por la cesión de los Créditos, el Fiduciario Financiero abonará al Fideicomiso Fiduciante

el Precio de Cesión de los Créditos, que será equivalente a (i) el producido de la colocación de los VDF por su importe en pesos, menos (ii) las sumas a ser abonadas en concepto de Gastos Iniciales y las destinadas a constituir el Fondo de Gastos, el Fondo de Liquidez, el Fondo para Gastos Causídicos Iniciales y demás conceptos que corresponda deducir de acuerdo con el presente Contrato (Precio de Cesión Neto). El Fideicomiso Fiduciante se compromete a aplicar los fondos que reciba en concepto del Precio de Cesión Neto exclusivamente a los destinos indicados en el Destino de los fondos, conforme a lo estipulado en el artículo 2.11. del contrato.

El mencionado Destino de los Fondos contempla que los fondos netos provenientes de la colocación de los VDF, neto de Gastos del Fideicomiso Financiero, serán aplicados por el Fideicomiso Fiduciante a:

- 1) Pago en favor de Sancor CUL de la suma de USD 6,5 millones, que dicha compañía aplicará al pago de salarios y cargas sociales de los trabajadores que permanezcan bajo su dependencia, puesta en marcha de las diversas estrategias de sostenimiento de empleo o de reinserción laboral, implementación de retiros voluntarios; o, eventualmente, para afrontar contingencias o pasivos laborales que se susciten.
- 2) Capital de trabajo y/u otros conceptos que hacen giro del negocio (adquisición de materia prima e insumos, materiales, productos elaborados y semielaborados, pago a proveedores, pago de remuneraciones y cargas sociales, entre otros), y;
- 3) Inversiones en activos fijos en una o más de las plantas en uso bajo el Fideicomiso, y bienes de uso.

El Fideicomiso Fiduciante podrá aplicar fondos a pagos adelantados, tales como anticipos a proveedores de activos fijos, compra de leche, etc.

Asimismo, el Fideicomiso Fiduciante cede al Fiduciario Financiero con imputación a este Fideicomiso los derechos que le corresponden bajo el Seguro de Carga, otorgando por la presente prioridad de cobro sobre la indemnización que corresponda respecto de las mercaderías a las que refieren las Operaciones de Exportación por sobre la imputable a otras mercaderías amparadas por dicho seguro.

El Fideicomiso Fiduciante cede al Fiduciario con imputación al Fideicomiso los derechos que le corresponden bajo cada Contrato de Transporte, otorgando por virtud del Contrato, prioridad de cobro sobre la indemnización que corresponda al transportista por un siniestro relativo a mercaderías vinculadas con Operaciones de Exportación, por hasta el importe de las mismas, en la medida que por cualquier circunstancia por el mismo siniestro no se hubiera cobrado indemnización – o ésta hubiera sido insuficiente – bajo el Seguro de Carga.

Dentro de los 6 Días Hábiles de suscripto el contrato, el Fideicomiso Fiduciante acreditará ante el Fiduciario haber (i) abierto la Cuenta Ingresos por Ventas, la Cuenta Ingreso de Exportaciones y la Cuenta de Pagos, y (ii) practicado las notificaciones al Banco Local, a las que refiere el artículo 4.2, y a la Aseguradora conforme al modelo que las partes acuerden.

En la Fecha de Emisión, una vez ingresados los fondos provenientes de la suscripción de los VDF en la Cuenta Fiduciaria, y como condición previa para que el Fideicomiso Fiduciante pueda solicitar desembolso de fondos al Fiduciario Financiero conforme al Plan de Afectación de Fondos (art. 2.5.B), el Fideicomiso Fiduciante deberá (a) acreditar el cumplimiento de la obligación estipulada en la cláusula 4.2.1.a) del Contrato del Fideicomiso Sancor Capital (incluida la transferencia de la propiedad fiduciaria en favor del Fideicomiso Sancor Capital de la marca "Sancor"), y (b) constituir una hipoteca en primer grado sobre las plantas La Carlota, San Guillermo, Balnearia y Gálvez, conforme al modelo que obra como Anexo 2.6.D. En el caso de no cumplirse la totalidad de dichas condiciones, se aplicará lo dispuesto en el artículo 3.7.C. A más tardar el Día Hábil siguiente a la Fecha

de Emisión, el Fiduciario publicará un aviso como “hecho relevante” en la AIF acerca del no cumplimiento de las condiciones. De habérselos cumplido, se incluirá en el aviso copia de los documentos que así lo acrediten.

A continuación, se describe las condiciones de emisión de los títulos:

Títulos a emitir	Monto por un VN	Vencimiento Estimado	Pagos de interés y capital	Tasa de Interés
VDF	USD 60.000.000	15 años desde emisión	Interés: trimestral, venciendo el primero el 15/10/2024. Capital: trimestral, venciendo el primero el 15/10/2028.	Tasa fija del 1% nominal anual (n.a.) los primeros 5 años; 2% n.a. los años 6 y 7, y 4% n.a. los últimos 8 años.

**Valores de Deuda Fiduciaria (VDF):** se emitirán denominados en dólares, pero la moneda de suscripción e integración y de pago será el peso, conforme al Tipo de Cambio de Integración o al Tipo de Cambio de Pago de Servicios, según el caso. El Tipo de Cambio de Integración significa el tipo de cambio comprador “divisa” publicado por el Banco de la Nación Argentina (BNA) el Día Hábil inmediato anterior al cierre del Período de Colocación, a efectos de determinar el contravalor en pesos para la integración del precio de suscripción que será informado mediante el Aviso de Resultado de la Colocación que será publicado en el sitio web de la CNV y los sistemas de información de los mercados donde negocien los Valores Fiduciarios.

Si hay una ausencia de la publicación del BNA mencionada, se utilizará el “Tipo de Cambio de Referencia Comunicación “A” 3500 (Mayorista)” del BCRA o la regulación que la sucediere o modificare en el tiempo. En el supuesto que a) el BCRA dejare de efectuar dicha determinación y publicación; o b) de producirse un desdoblamiento cambiario, se utilizará el tipo de cambio de referencia que resulte aplicable para operaciones de exportación de productos lácteos (por oposición al dólar financiero), según sea determinado y calculado por el Fiduciario Financiero.

El Período de Recaudación significa el trimestre calendario anterior a cada Fecha de Pago de Servicios en el que se considerarán las Cobranzas acreditadas en la Cuenta Liquidación de Exportaciones, o en caso de insuficiencia en la Cuenta Especial, para determinar el monto de Servicios a pagar. Para mayor información revisar el Prospecto.

Los VDF tendrán un plazo de 15 años contados desde la fecha de emisión y darán derecho al cobro de los siguientes servicios:

- **Interés:** tasa fija del 1 % nominal anual por los primeros 5 años; del 2 % anual por los años 6 y 7, y del 4 % nominal anual por los últimos ocho años, devengado durante cada Período de Devengamiento sobre saldos de capital, pagadero el día 15 de los meses de enero, abril, julio y octubre de cada año, venciendo el primero el 15 de octubre de 2024.

- **Amortización:** periodicidad de pago en concepto de amortización se pagará el día 15 de los meses de enero, abril, julio y octubre de cada año, venciendo el primero el 15 de octubre de 2028, conforme el Cuadro Estimado de Pagos de Servicios.

Los Servicios serán pagados por el Fiduciario en las Fechas de Pago de Servicios indicadas en el Cuadro de Pago de Servicios, en pesos conforme al Tipo de Cambio Aplicable al Pago de Servicios, mediante la transferencia de los importes correspondientes a la Caja de Valores S.A., para su acreditación en las respectivas cuentas de los titulares de VDF. Para mayor información sobre los pagos de servicios de los VDF se recomienda la lectura del Prospecto y ver el Anexo II de este informe.

El vencimiento final de los VDF se producirá a los 180 días contados desde la última Fecha de Pago de Servicios. La duración del Fideicomiso se extenderá hasta la última Fecha de Pago de Servicios, sin perjuicio de su continuación por las tareas de liquidación. Sin perjuicio de ello el plazo de duración en ningún caso excederá el plazo establecido en el artículo 1668 del CCC.

El producido de la colocación de los VDF, neto de Gastos Iniciales y la constitución de los Fondo de Gastos, de Liquidez y de Gastos Causídicos Iniciales, corresponderá al Fideicomiso Fiduciante, y serán destinados conforme se especifica en el prospecto de emisión (artículo 2.5).

BICE Fideicomisos actuará como administrador y custodia de los documentos emitidos.

## Estructura legal

La opinión del asesor legal del Fideicomiso Financiero de fecha 08/02/2023, y realizada en base a los documentos legales que lo integran, menciona que el Contrato de Fideicomiso Financiero y la estructura propuesta para el cumplimiento de su objeto cumplen íntegramente con lo dispuesto por el Capítulo 30 del Título IV del Libro Tercero del CCC y las Normas de la CNV. Asimismo, el Fideicomiso Fiduciante (Fideicomiso Sancor Capital) ha sido legalmente constituido, y tanto Sancor CUL como Fidulac S.A. tenían facultades suficientes para constituirlo. Sancor CUL tiene facultades suficientes para transferir al Fideicomiso Fiduciante el dominio respecto de las Plantas La Carlota, San Guillermo, Balnearia, Gálvez y Devoto (conforme a los consentimientos de los respectivos acreedores hipotecarios, referenciados).

Respecto al otorgamiento del uso o propiedad de la marca “Sancor”, requerirá de la previa conformidad del FONDEP, como acreedor prendario. Del mismo modo, se requerirá el consentimiento de éste para que el pago de la deuda garantizada por dicha prenda se canalice a través del Fideicomiso Sancor Capital. Los actos que se otorgarán en su consecuencia para efectivizar la incorporación de tales activos al Fideicomiso Fiduciante constituirán actos legítimos y oponibles a terceros, sin que se advierta un demérito patrimonial de Sancor CUL que cause perjuicio a eventuales acreedores de éste. Al respecto, la opinión legal se remite a los dictámenes emitidos el 11/05/2022 y el 08/09/2022 por los asesores legales del Fideicomiso Fiduciante, cuyas conclusiones son compartidas. Por lo cual, no existe juicio o procedimiento arbitral alguno con relación a la constitución del Fideicomiso Sancor Capital.

Con posterioridad a la emisión de la citada opinión legal, el Fideicomiso Fiduciante puso en conocimiento de UNTREF ACR UP una copia del Acta del Comité Ejecutivo N°853 de FONDEP de fecha 17/03/2023, donde contiene la resolución correspondiente con i) la aceptación de la transferencia de la marca “Sancor” en favor del Fideicomiso Sancor Capital bajo el cumplimiento de ciertas condiciones; ii) brindó conformidad con respecto a instituir al Fideicomiso Sancor Capital como co-deudor solidario de la deuda; y iii) otorgó un esquema de refinanciación respecto de la deuda originada en los tres contratos de mutuo celebrados entre Sancor CUL y FONDEAR –actual FONDEP- conteniendo determinadas condiciones.

En referencia al Fiduciario Financiero y el Fideicomiso Fiduciante, el asesor legal opina que cuentan con plena capacidad legal para celebrar el contrato de fideicomiso financiero y los demás actos a que refieren los documentos analizados. No obstante, señala que es necesario prorrogar el plazo de duración del Fideicomiso Sancor Capital, para que la fecha de terminación sea posterior a la fecha de vencimiento de los VDF a emitir bajo el Fideicomiso Financiero, circunstancia que se contempla en el Proyecto de adenda al contrato del Fideicomiso Sancor Capital, en su versión del 04/01/2023. Con posterioridad, UNTREF ACR UP recibió la adenda al contrato mencionado que fue firmada y certificada el 18/04/2023, donde se establece un plazo de 16 años para la finalización del contrato, a computar desde el perfeccionamiento de la condición estipulada;

pudiendo ser prorrogado o abreviado por mutuo acuerdo de partes, o, en caso de pluralidad de Fiduciantes, por decisión adoptada en el marco de la Junta de Fiduciantes por una mayoría no menor al 75% de las Participaciones Fiduciarias. Dicho plazo de duración comenzará a regir a partir de la obtención por el Fideicomiso de Administración Sancor Capital de al menos la suma de USD 60 millones o su equivalente en moneda de curso legal conforme tipo de cambio oficial publicado por el BNA, como resultado de la emisión y colocación de los VDF a emitir bajo el fideicomiso financiero. Por lo cual, en opinión de UNTREF ACR UP, a la fecha la salvedad formulada por el asesor legal se encontraría contemplada por la adenda mencionada.

Respecto de los activos fideicomitados, el asesor legal de la transacción explica que constituye el objeto del Fideicomiso Financiero la titulización de Créditos a originar por el Fideicomiso Fiduciante en operaciones de exportación de leche en polvo a determinar, y en forma subordinada Créditos originados en ventas a Grandes Cadenas (supermercados y mayoristas), para destinar el producido de la colocación de los VDF a financiar ciertas inversiones en plantas y capital de trabajo del Fideicomiso Fiduciante. Los Créditos por Exportaciones y los Créditos por Ventas a Grandes Cadenas son de existencia futura, encontrándose legalmente admitida la cesión de créditos futuros (conf. art. 1616 del CCC). La efectiva originación de tales créditos por parte del Fideicomiso Fiduciante se consideran actos de razonable ocurrencia en el futuro, dentro del plazo del Fideicomiso Financiero, teniendo en cuenta que: a) es objeto del Fideicomiso Fiduciante el desarrollo o puesta en marcha de algunas o todas las etapas de la cadena láctea (originación, procesamiento, envasado, almacenamiento, distribución y comercialización en el mercado interno y externo, de leche y sus derivados), desarrollándose así una actividad empresarial durante el plazo del Fideicomiso Financiero, lo que se asegura con el compromiso asumido por Sancor CUL (como fiduciante, a su vez, en el Fideicomiso Fiduciante) de transferir a este último el dominio de cinco plantas industriales y un centro de distribución, así como el uso de la marca "Sancor"; b) Sancor CUL asegura la provisión de leche bovina al Fideicomiso Fiduciante conforme a la carta de intención (pendiente de firma por parte del fiduciario del Fideicomiso Fiduciante); y c) las cartas de intención de compra de leche por parte de firmas internacionales comercializadoras de productos lácteos. En la opinión legal se destaca que los Activos a Integrar por Sancor CUL se aportarán efectivamente al Fideicomiso Fiduciante una vez que se hayan colocado los VDF y el producido neto de su colocación esté disponible para el Fideicomiso Fiduciante. Para ello se prevé el otorgamiento por parte de Sancor CUL de un poder irrevocable que permitirá transferir dichos activos al Fideicomiso Fiduciante en la Fecha de Emisión de los VDF, contemplándose además que hasta tanto esos actos no tengan lugar (incluido el otorgamiento de la Hipoteca), el Fiduciario Financiero no transferirá al Fideicomiso Fiduciante el producido neto de la colocación de los VDF (arts. 2.5.B y 2.6.D del Contrato de Fideicomiso Financiero). El riesgo de no originación de los Créditos por Exportaciones y de los Créditos por Ventas a Grandes Cadenas se encuentra cubierto con la hipoteca en primer grado que el Fideicomiso Fiduciante constituirá sobre cuatro de las plantas industriales cuyo dominio Sancor CUL transferirá inicialmente al Fideicomiso Sancor Capital, hipoteca que se constituirá simultáneamente con esa transmisión (establecido en el artículo 3.7.(b) del Contrato de Fideicomiso Financiero).

Se aclara que, con posterioridad a la emisión de la opinión legal de la transacción, se estableció que Sancor CUL cederá en favor del Fideicomiso Sancor Capital el dominio fiduciario sobre 4 plantas industriales (coincidentes con los inmuebles que se gravarán con hipoteca en favor del Fideicomiso Financiero de manera simultánea a dicha transmisión) y el derecho de uso y explotación irrevocable durante todo el plazo de vigencia del Fideicomiso, de la Unidad Industrial Devoto y del Centro de Distribución Acceso Norte, para lo cual se cuenta con la autorización de los acreedores que poseen en su favor derecho real de hipoteca.

El asesor legal estimó que del análisis del contrato de Fideicomiso Financiero se prevé adecuadamente la realización de los actos jurídicos necesarios para que las transmisiones de los bienes a fideicomitir (que se describen en su art. 2.2) sean regulares y oponibles a terceros (véase los arts. 2.3, 2.4, 2.6 y 4.2 del Contrato de Fideicomiso Financiero).



También el mencionado asesor analizó si la constitución del Fideicomiso Sancor Capital y consecuentemente la cesión de los Créditos por Exportaciones y de los Créditos por Ventas a Grandes Cadenas al Fideicomiso Financiero puede considerarse en pugna con la cesión comprometida por Sancor CUL bajo el Fideicomiso de Reestructuración, que tiene por objeto créditos por ventas originadas en el giro comercial de aquélla. Ello considerando que el comienzo de operaciones del Fideicomiso Sancor Capital implicará que gran parte de la actividad productiva y de comercialización de Sancor CUL pasará a ser desarrollada bajo dicho fideicomiso. Sobre lo dicho se observó que bajo el contrato del Fideicomiso de Reestructuración Sancor CUL se obliga a originar créditos por ventas por un nivel tal que el flujo consiguiente no sea menor a \$350 millones por mes calendario, calculado como se explicita en la definición de “Monto Mínimo” de dicho Contrato (ver también arts. 4.10 y 6.2.ii) del mismo). Cumplido lo mencionado, no hay allí cláusula alguna que imponga a Sancor CUL un nivel mínimo de originación de créditos. Por lo que una posible merma en su actividad productiva y comercial futura por efecto de la entrada en operaciones del Fideicomiso Sancor Capital no es incompatible con, ni importa un incumplimiento bajo, el Fideicomiso de Reestructuración. Además, el incumplimiento de la obligación de cumplir con el requisito de Monto Mínimo tiene como única consecuencia que el fiduciario del Fideicomiso de Reestructuración podrá a su solo criterio rescindir el contrato de fideicomiso (art. 6.2.ii)). Por otra parte, con relación al rol de fiduciario que corresponde a BICE Fideicomisos S.A. tanto en el Fideicomiso de Reestructuración como en el Fideicomiso Financiero Sancor Láctea, no ve que ello implique ni pueda implicar un conflicto de intereses, justamente por las características del Fideicomiso de Reestructuración. Los beneficiarios de dicho fideicomiso –incluido el FONDEP– no podrían reprochar un incumplimiento de las obligaciones que al fiduciario le corresponden bajo el respectivo contrato, ni mucho menos alegar un perjuicio concreto del que hacer responsable al fiduciario por efecto de actuar en similar rol bajo el Fideicomiso Sancor Láctea.

A su vez, menciona que la contraprestación por las transferencias fiduciarias estará constituida por el producido de la colocación de los VDF en el mercado, una vez obtenida la autorización de oferta pública por parte de la CNV y de listado por uno o más mercados de valores. El precio de suscripción de tales valores resultará de la oferta y la demanda conforme al procedimiento de colocación y determinación de precio que se determina en el Prospecto y en el correspondiente aviso de suscripción, conforme a las Normas CNV. Por lo tanto, la cesión de los Créditos y demás derechos que integrarán el patrimonio fiduciario será un acto legítimo y oponible a terceros, sin que se advierta un demérito patrimonial del Fideicomiso Fiduciante que cause perjuicio a eventuales acreedores de éste. Esto excluye como una posibilidad razonable eventuales acciones de fraude o de ineficacia.

El asesor legal concluye que los Valores Fiduciarios (VDF) a emitirse, constituirán obligaciones válidas, vinculantes y ejecutables del Fideicomiso de acuerdo a lo previsto en el CCC; y que otorgarán a sus titulares acción para reclamar el pago de los Servicios conforme a los términos y condiciones de los mismos hasta la concurrencia del Patrimonio Fideicomitado.

## **Análisis de los principales participantes de la transacción**

**Fiduciario:** BICE Fideicomisos S.A., como continuador de Nación Fideicomisos S.A., cuyo cambio de denominación social por BICE Fideicomisos S.A. fue inscripta en la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 9036, del Libro 95 de sociedades por acciones el 13/05/2019. El Fiduciario ha sido inscripto en la IGJ con fecha 1° de junio de 2001, bajo el N° 1695663, del Libro N° 14 del Tomo I, del Registro N° 6855 de sociedades por acciones. Asimismo, el Fiduciario también se encuentra inscripto en el Registro de Fiduciarios Financieros de la CNV bajo Resolución N° 14.516.

BICE Fideicomisos se especializa en llevar adelante negocios fiduciarios, siendo una de sus principales actividades la actuación en el rol de Fiduciario en diversos fideicomisos (especialmente en fideicomisos de

infraestructura y productivos en el mercado local), tanto de garantía, financieros (con y sin oferta pública) y administración, contando con personal especializado para llevar adelante las tareas encomendadas en la manda fiduciaria. La finalidad de BICE Fideicomisos es contribuir al desarrollo económico de la República Argentina, apoyando proyectos productivos, especialmente focalizados en las PyMEs, economías regionales y proyectos del sector público. Asimismo, en el Prospecto de la emisión se realiza una detallada exposición de los antecedentes del Fiduciario.

La entidad fiduciaria se encuentra calificada por FIX SCR Calificadora de Riesgo S.A. como 2+FD (arg) perspectiva estable con fecha 05/07/2022. Dicha calificación ha sido ratificada el 02/05/2023 por FIX SCR Calificadora de Riesgo S.A.

UNTREF ACR UP entiende que el fiduciario en su rol de administrador y emisor, cuenta con los antecedentes, la capacidad operativa y de gestión adecuada para afrontar la administración de los activos fideicomitidos.

**Fideicomiso Fiduciante y Fiduciario:** el Fideicomiso Fiduciante se denomina Fideicomiso Sancor Capital y su Fiduciario es Fidulac S.A.

El 17/12/2021 se constituyó el Fideicomiso Sancor Capital, por contrato celebrado entre Sancor Cooperativas Unidas Limitada (Sancor CUL) y el fiduciario Fidulac S.A. (Fideicomiso Sancor Capital), el cual tiene como objeto revertir la situación económica, financiera y patrimonial que afecta la sustentabilidad de Sancor CUL, a través de una reorganización de su matriz productiva, teniendo como objetivo volver a ser sujeto de crédito y lograr la optimización del proceso de industrialización, distribución y comercialización de los productos elaborados.

Para lograr ese objetivo, Sancor CUL se compromete a aportar al Fideicomiso Sancor Capital la propiedad fiduciaria de 4 plantas industriales, el derecho de explotación irrevocable de una planta industrial y un centro de distribución, además del derecho de explotación irrevocable sobre una sexta planta industrial, así como la propiedad fiduciaria de la marca "Sancor" y el derecho al uso de determinadas marcas en la medida que obtuviera conformidad de los acreedores prendarios o beneficiarios de fideicomisos en garantía para ello (Activos a Integrar por Sancor CUL). De tal manera, el fiduciario del Fideicomiso Sancor Capital administrará los Activos a Integrar por Sancor CUL, y los demás que adquiera con recursos aportados por otros fiduciantes o por financiaciones que obtuviere al desarrollo o puesta en marcha de algunas o todas las etapas de la cadena láctea (originación, procesamiento, envasado, almacenamiento, distribución y comercialización en el mercado interno y externo, de leche y sus derivados), desarrollándose así una actividad empresarial durante el plazo del Fideicomiso.

Se aclara que, con posterioridad, con relación a la planta industrial de Devoto y el Centro de Distribución Acceso Norte, Sancor CUL ha obtenido autorización de los acreedores hipotecarios únicamente para ceder el derecho de explotación irrevocable por todo el plazo de vigencia del Fideicomiso, lo que es suficiente para cumplir el plan de negocios. Se estima que ello es adecuado, considerando que no se encuentra previsto que dichos inmuebles se graven con derecho de hipoteca en favor del Fideicomiso Financiero.

Para la consecución del objeto del Fideicomiso Sancor Capital, es necesario además, obtener un financiamiento a largo plazo a través de la constitución del presente fideicomiso financiero – en el que Fidulac S.A., actuando exclusivamente como fiduciario del Fideicomiso Sancor Capital (privado), es el Fiduciante (Fideicomiso Fiduciante) - bajo el cual se emitirán y colocarán en el mercado VDF, con cuyo producido se financiará el capital de trabajo del Fideicomiso y se realizarán determinadas inversiones, que permitan el comienzo de su actividad productiva y por ende la originación de los Créditos a fideicomitir en este Fideicomiso

Financiero con oferta pública.

Los Activos a Integrar por Sancor CUL se aportarán efectivamente al Fideicomiso Sancor Capital una vez que se hayan colocado e integrado los VDF. Para ello Sancor CUL ha otorgado un poder irrevocable a favor de BICE Fideicomisos S.A., de manera que los actos jurídicos correspondientes puedan celebrarse en la fecha de emisión de este Fideicomiso Financiero. Hasta tanto esos actos no tengan lugar, el Fiduciario Financiero no transferirá al Fideicomiso Fiduciante el producido neto de la colocación de los VDF.

El directorio del Fiduciario del Fideicomiso Fiduciante que es Fidulac S.A., está compuesto de la siguiente forma:

**Tabla 1 - Estructura del Directorio de Fidulac S.A. (Fiduciario del Fideicomiso Fiduciante)**

Cargo	Nombre y Apellido
Presidente	Leandro Salvatierra
Vicepresidente	Diego Feser
Director suplente	Alexis Walter Weitemeier

**Agente de control y revisión:** Zubillaga & Asociados va a ser el agente de control y revisión.

El Agente de Control y Revisión Titular es el contador público Daniel H. Zubillaga. En caso de ausencia o vacancia por cualquier motivo firmarán supletoriamente e indistintamente en carácter de Agente de Control y Revisión Titular los contadores: i) Víctor Lamberti, o ii) Guillermo A. Barbero.

Todos los mencionados son miembros de Zubillaga & Asociados S.A., una sociedad que presta servicios de Agente de Control y Revisión, Auditoría, AQC – Asset Quality Control® y Asesoría entre otros. Está conformada por un equipo de profesionales que cuenta con amplia y destacada trayectoria ejerciendo el rol de Agente de Control y Revisión en el mercado local con experiencia en múltiples y diversos tipos de activos, desempeñando tareas como evaluación de activos, *due diligence* de transferencia y asistencia en la contingencia de reemplazo de agentes de cobro.

Se encuentra inscripta en Inspección General de Justicia el 24/10/2013 bajo el N° 21.128 del libro N° 66 de Sociedades por Acciones y también en el Registro de Asociaciones de Profesionales Universitarios que lleva la CNV. Tiene su sede social en la calle 25 de mayo 596, piso 19, de la Ciudad de Buenos Aires.

Los informes que emita el Agente de Control y Revisión serán publicados, según corresponda, de acuerdo a lo establecido en el art. 28, cap. IV, Tít. V de las NORMAS de la CNV.

BICE Fideicomisos (Fiduciario del Fideicomiso Financiero) declara que a la fecha del Prospecto ha verificado que la fiduciaria del Fideicomiso Fiduciante y el Agente de Control y Revisión cuentan con capacidad de gestión y organización administrativa propia y adecuada para prestar los respectivos servicios, y que a la fecha no existen hechos relevantes que afecten el normal desarrollo de sus funciones.

UNTREF ACR UP entiende que el fiduciario del Fideicomiso Fiduciante y el Agente de Control y Revisión, cuentan con la capacidad operativa y de gestión adecuada para realizar las funciones establecidas.

## Observaciones de impacto macroeconómico y social

UNTREF ACR UP considera que la emisión del fideicomiso financiero no genera un impacto macroeconómico y social sobre el cual deba advertir a los inversores y al público en general, más allá de los establecidos en los documentos de la emisión.

## Anexo I - Perfil del mercado internacional y las condiciones macroeconómicas

El Plan de Negocio que se plantea en el Fideicomiso Sancor Láctea, pertenece a la cadena láctea que incluye la producción primaria de leche en tambos y la elaboración industrial de leche y sus subproductos. El mismo presenta un importante enfoque exportador. Por ello se realiza una breve descripción del mercado internacional lácteo.

La leche y los productos lácteos son fuentes vitales de nutrición y proporcionan medios de subsistencia a millones de personas en la cadena de valor láctea en todo el mundo. Según datos de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (siglas en inglés FAO) la producción mundial de leche (aproximadamente un 81 % de leche de vaca, un 15 % de leche de búfala y un 4 % de leche de cabra, oveja y camella combinadas) aumentó en los primeros años de la década a unos 886 millones de toneladas métricas en 2022 impulsada principalmente por una expansión de la producción en India y Pakistán.

Los principales productores de leche a nivel mundial son India, EEU, Unión Europea, Rusia, China en menor escala Nueva Zelanda (NZ). Y los principales exportadores son Nueva Zelanda, Alemania, y EEUU.

Las proyecciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y FAO para la década son que el crecimiento en el número de animales productores de leche sea fuerte (1,2% anual), especialmente en regiones como el África subsahariana y en los principales países productores de leche, como India y Pakistán, donde los rendimientos son bajos. El crecimiento más fuerte se espera en el Sudeste Asiático y el Norte de África (+1,0%), mientras que se espera que los rendimientos en los países de altos ingresos aumenten solo un 0,5 % anual. En casi todas las regiones del mundo, se espera que el crecimiento del rendimiento sea por el impulso en la productividad individual (litros/vaca), a partir de la optimización de los sistemas de producción de leche, la mejora de la salud animal y la eficiencia alimenticia, y la mejora genética.

Esas mismas proyecciones prevén que la producción en la UE crezca más lentamente que el promedio mundial con un 0,5 % anual. América del Norte tiene algunos de los rendimientos promedio por vaca más altos, ya la mayoría son sistemas estabulados y la alimentación se enfoca en altos rendimientos de rodeos lecheros especializados. Dado que se prevé que la demanda interna de grasas siga siendo más fuerte, EE.UU. exportará principalmente Leche en polvo descremada (LPD). Aunque la participación de NZ en la producción mundial de leche actualmente es solo del 2,5%, es el país más orientado a la exportación. Asimismo, se espera un fuerte crecimiento de la producción en África, principalmente debido a rodeos más grande (un tercio del ganado mundial lechero, aunque una parte considerable de la producción de leche provendrá de cabras y ovejas).

A nivel mundial, alrededor del 30 % de la leche se procesará en productos regional. En los países de ingresos bajos y medianos bajos, la mayor parte de la producción de leche se destina a productos lácteos frescos. Se proyecta que todos los demás productos lácteos crezcan a tasas más lentas. La tasa de crecimiento más lenta de Leche en Polvo Entera (LPE) refleja el menor crecimiento de la demanda en China y en el África subsahariana.

El uso dominante de LPD y LPE seguirá estando en el sector manufacturero, especialmente en confitería, fórmulas infantiles y productos de panadería. Una pequeña parte de los productos lácteos, especialmente LPD y suero de leche en polvo, se utilizan en la alimentación animal. China importa ambos productos, con la

recuperación esperada de la peste porcina africana, se espera que la demanda de LPD y suero en polvo crezca durante la década.

Solo alrededor del 7% de la producción mundial de leche se comercializa internacionalmente principalmente porque se trata de un producto no perecedero y con alto contenido de agua. Más del 50% de la producción mundial de Leche en Polvo Entera y Leche en Polvo Descremada se comercializa debido a que dichos productos en general se almacenan durante un período de tiempo más largo.

Se prevé que el comercio mundial de productos lácteos se expanda durante la década para llegar a 14,2 millones de toneladas métricas en 2031, un +15% que durante el período base 2020. Las tasas de crecimiento varían según los productos lácteos, con un 1,7% anual para Leche en Polvo Descremada, 1,6% anual para queso, 0,9% para Leche en Polvo Entera, 1,3% para manteca. La mayor parte de este crecimiento se cubrirá con mayores exportaciones de los EE.UU., la UE y Nueva Zelanda. Australia, que sigue siendo un destacado exportador de queso y Leche en Polvo Descremada. En el caso de LPE, Argentina también es un importante exportador y se proyecta que represente el 5% de las exportaciones mundiales para 2031. En los últimos años, Bielorrusia se ha convertido en un importante exportador, orientando sus exportaciones principalmente al mercado ruso debido al embargo que sufre dicho país.

NZ sigue siendo la principal fuente de Leche en Polvo Entera en el mercado internacional, y se prevé que sus cuotas de mercado sean de alrededor del 58%, respectivamente, para 2031. China es el principal importador de LPE de NZ.

Las importaciones se distribuyen más ampliamente entre los países, siendo los destinos dominantes para todos los productos lácteos los países de altos ingresos, el Sudeste Asiático y China. Se espera que China continúe siendo el principal importador de productos lácteos del mundo, especialmente para LPE, mientras que se espera que EE.UU. y Oceanía sean los principales proveedores de leche en polvo para el sudeste asiático.

A pesar de los máximos actuales, los precios internacionales de los lácteos tenderán a la baja a largo plazo. Los dos principales precios de referencia para los productos lácteos son la manteca y la LPD, usualmente de Oceanía y Europa. La fuerte volatilidad de los precios internacionales de los productos lácteos se deriva de su pequeña participación en el comercio, el predominio de unos pocos exportadores y un entorno de política comercial ampliamente restrictivo. Desde 2015, el precio de la manteca ha aumentado considerablemente más que la LPD. Debido a la mayor demanda de grasa, se supone que la brecha entre ambos seguirá durante la actual década; aunque se espera que se reduzca.

En el corto plazo, esta perspectiva proyecta que los precios nominales de la LPD se mantengan altos en 2023, principalmente debido a los altos costos de producción y los precios del aceite vegetal; sin embargo, se prevé que los precios regresen a sus niveles a largo plazo y disminuyan durante el período de proyección. Se prevé que los precios mundiales de la LPE y el queso se vean afectados por la evolución de los precios de la manteca y la LDP, en consonancia con el contenido respectivo de sólidos grasos y no grasos.

Las proyecciones pueden verse negativamente afectadas por la guerra de Rusia contra Ucrania, que ha aumentado significativamente la incertidumbre de las condiciones de oferta y demanda agrícola y puede ralentizar el crecimiento económico. Los impactos podrían sentirse a través del aumento de los costos de los insumos, como fertilizantes y concentrados.

Los flujos comerciales de productos lácteos podrían verse sustancialmente alterados por cambios en el entorno comercial. Las modificaciones a los acuerdos comerciales existentes o la creación de nuevos afectarían la demanda de productos lácteos.

**Anexo II – Cuadro estimado de pago de servicios de los VDF**

Fecha	Capital	Intereses	Servicio Total	Saldo de Capital	Fecha	Capital	Intereses	Servicio Total	Saldo de Capital	Fecha	Capital	Intereses	Servicio Total	Saldo de Capital
15/9/2023	-	-	-	60.000.000	15/8/2028	-	-	-	60.000.000	15/8/2033	-	-	-	30.000.000
15/10/2023	-	-	-	60.000.000	15/9/2028	-	-	-	60.000.000	15/9/2033	-	-	-	30.000.000
15/11/2023	-	-	-	60.000.000	15/10/2028	2.100.000	302.466	2.402.466	57.900.000	15/10/2033	2.100.000	302.466	2.402.466	27.900.000
15/12/2023	-	-	-	60.000.000	15/11/2028	-	-	-	57.900.000	15/11/2033	-	-	-	27.900.000
15/1/2024	-	-	-	60.000.000	15/12/2028	-	-	-	57.900.000	15/12/2033	-	-	-	27.900.000
15/2/2024	-	-	-	60.000.000	15/1/2029	2.100.000	291.879	2.391.879	55.800.000	15/1/2034	2.100.000	281.293	2.381.293	25.800.000
15/3/2024	-	-	-	60.000.000	15/2/2029	-	-	-	55.800.000	15/2/2034	-	-	-	25.800.000
15/4/2024	-	-	-	60.000.000	15/3/2029	-	-	-	55.800.000	15/3/2034	-	-	-	25.800.000
15/5/2024	-	-	-	60.000.000	15/4/2029	900.000	275.178	1.175.178	54.900.000	15/4/2034	900.000	254.466	1.154.466	24.900.000
15/6/2024	-	-	-	60.000.000	15/5/2029	-	-	-	54.900.000	15/5/2034	-	-	-	24.900.000
15/7/2024	-	-	-	60.000.000	15/6/2029	-	-	-	54.900.000	15/6/2034	-	-	-	24.900.000
15/8/2024	-	-	-	60.000.000	15/7/2029	900.000	273.748	1.173.748	54.000.000	15/7/2034	900.000	248.318	1.148.318	24.000.000
15/9/2024	-	-	-	60.000.000	15/8/2029	-	-	-	54.000.000	15/8/2034	-	-	-	24.000.000
15/10/2024	-	650.959	650.959	60.000.000	15/9/2029	-	-	-	54.000.000	15/9/2034	-	-	-	24.000.000
15/11/2024	-	-	-	60.000.000	15/10/2029	2.100.000	272.219	2.372.219	51.900.000	15/10/2034	2.100.000	241.973	2.341.973	21.900.000
15/12/2024	-	-	-	60.000.000	15/11/2029	-	-	-	51.900.000	15/11/2034	-	-	-	21.900.000
15/1/2025	-	151.233	151.233	60.000.000	15/12/2029	-	-	-	51.900.000	15/12/2034	-	-	-	21.900.000
15/2/2025	-	-	-	60.000.000	15/1/2030	2.100.000	261.633	2.361.633	49.800.000	15/1/2035	2.100.000	220.800	2.320.800	19.800.000
15/3/2025	-	-	-	60.000.000	15/2/2030	-	-	-	49.800.000	15/2/2035	-	-	-	19.800.000
15/4/2025	-	147.945	147.945	60.000.000	15/3/2030	-	-	-	49.800.000	15/3/2035	-	-	-	19.800.000
15/5/2025	-	-	-	60.000.000	15/4/2030	900.000	245.589	1.145.589	48.900.000	15/4/2035	900.000	195.288	1.095.288	18.900.000
15/6/2025	-	-	-	60.000.000	15/5/2030	-	-	-	48.900.000	15/5/2035	-	-	-	18.900.000
15/7/2025	-	149.589	149.589	60.000.000	15/6/2030	-	-	-	48.900.000	15/6/2035	-	-	-	18.900.000
15/8/2025	-	-	-	60.000.000	15/7/2030	900.000	243.830	1.143.830	48.000.000	15/7/2035	900.000	188.482	1.088.482	18.000.000
15/9/2025	-	-	-	60.000.000	15/8/2030	-	-	-	48.000.000	15/8/2035	-	-	-	18.000.000
15/10/2025	-	151.233	151.233	60.000.000	15/9/2030	-	-	-	48.000.000	15/9/2035	-	-	-	18.000.000
15/11/2025	-	-	-	60.000.000	15/10/2030	2.100.000	483.945	2.583.945	45.900.000	15/10/2035	2.100.000	181.479	2.281.479	15.900.000
15/12/2025	-	-	-	60.000.000	15/11/2030	-	-	-	45.900.000	15/11/2035	-	-	-	15.900.000
15/1/2026	-	151.233	151.233	60.000.000	15/12/2030	-	-	-	45.900.000	15/12/2035	-	-	-	15.900.000
15/2/2026	-	-	-	60.000.000	15/1/2031	2.100.000	462.773	2.562.773	43.800.000	15/1/2036	2.100.000	160.307	2.260.307	13.800.000
15/3/2026	-	-	-	60.000.000	15/2/2031	-	-	-	43.800.000	15/2/2036	-	-	-	13.800.000
15/4/2026	-	147.945	147.945	60.000.000	15/3/2031	-	-	-	43.800.000	15/3/2036	-	-	-	13.800.000
15/5/2026	-	-	-	60.000.000	15/4/2031	900.000	432.000	1.332.000	42.900.000	15/4/2036	900.000	137.622	1.037.622	12.900.000
15/6/2026	-	-	-	60.000.000	15/5/2031	-	-	-	42.900.000	15/5/2036	-	-	-	12.900.000
15/7/2026	-	149.589	149.589	60.000.000	15/6/2031	-	-	-	42.900.000	15/6/2036	-	-	-	12.900.000
15/8/2026	-	-	-	60.000.000	15/7/2031	900.000	427.825	1.327.825	42.000.000	15/7/2036	900.000	128.647	1.028.647	12.000.000
15/9/2026	-	-	-	60.000.000	15/8/2031	-	-	-	42.000.000	15/8/2036	-	-	-	12.000.000
15/10/2026	-	151.233	151.233	60.000.000	15/9/2031	-	-	-	42.000.000	15/9/2036	-	-	-	12.000.000
15/11/2026	-	-	-	60.000.000	15/10/2031	2.100.000	423.452	2.523.452	39.900.000	15/10/2036	2.100.000	120.986	2.220.986	9.900.000
15/12/2026	-	-	-	60.000.000	15/11/2031	-	-	-	39.900.000	15/11/2036	-	-	-	9.900.000
15/1/2027	-	151.233	151.233	60.000.000	15/12/2031	-	-	-	39.900.000	15/12/2036	-	-	-	9.900.000
15/2/2027	-	-	-	60.000.000	15/1/2032	2.100.000	402.279	2.502.279	37.800.000	15/1/2037	2.100.000	99.814	2.199.814	7.800.000
15/3/2027	-	-	-	60.000.000	15/2/2032	-	-	-	37.800.000	15/2/2037	-	-	-	7.800.000
15/4/2027	-	147.945	147.945	60.000.000	15/3/2032	-	-	-	37.800.000	15/3/2037	-	-	-	7.800.000
15/5/2027	-	-	-	60.000.000	15/4/2032	900.000	376.964	1.276.964	36.900.000	15/4/2037	900.000	76.932	976.932	6.900.000
15/6/2027	-	-	-	60.000.000	15/5/2032	-	-	-	36.900.000	15/5/2037	-	-	-	6.900.000
15/7/2027	-	149.589	149.589	60.000.000	15/6/2032	-	-	-	36.900.000	15/6/2037	-	-	-	6.900.000
15/8/2027	-	-	-	60.000.000	15/7/2032	900.000	367.989	1.267.989	36.000.000	15/7/2037	900.000	68.811	968.811	6.000.000
15/9/2027	-	-	-	60.000.000	15/8/2032	-	-	-	36.000.000	15/8/2037	-	-	-	6.000.000
15/10/2027	-	151.233	151.233	60.000.000	15/9/2032	-	-	-	36.000.000	15/9/2037	-	-	-	6.000.000
15/11/2027	-	-	-	60.000.000	15/10/2032	2.100.000	362.959	2.462.959	33.900.000	15/10/2037	2.100.000	60.493	2.160.493	3.900.000
15/12/2027	-	-	-	60.000.000	15/11/2032	-	-	-	33.900.000	15/11/2037	-	-	-	3.900.000
15/1/2028	-	151.233	151.233	60.000.000	15/12/2032	-	-	-	33.900.000	15/12/2037	-	-	-	3.900.000
15/2/2028	-	-	-	60.000.000	15/1/2033	2.100.000	341.786	2.441.786	31.800.000	15/1/2038	2.100.000	39.321	2.139.321	1.800.000
15/3/2028	-	-	-	60.000.000	15/2/2033	-	-	-	31.800.000	15/2/2038	-	-	-	1.800.000
15/4/2028	-	149.589	149.589	60.000.000	15/3/2033	-	-	-	31.800.000	15/3/2038	-	-	-	1.800.000
15/5/2028	-	-	-	60.000.000	15/4/2033	900.000	313.644	1.213.644	30.900.000	15/4/2038	900.000	17.753	917.753	900.000
15/6/2028	-	-	-	60.000.000	15/5/2033	-	-	-	30.900.000	15/5/2038	-	-	-	900.000
15/7/2028	-	149.589	149.589	60.000.000	15/6/2033	-	-	-	30.900.000	15/6/2038	-	-	-	900.000
15/8/2028	-	-	-	60.000.000	15/7/2033	900.000	308.153	1.208.153	30.000.000	15/7/2038	900.000	8.975	908.975	-
										15/8/2038	-	-	-	-
											<b>60.000.000</b>	<b>12.805.907</b>	<b>72.805.907</b>	

## Definiciones de las calificaciones

### Valores de Deuda Fiduciaria por un VN USD 60.000.000: “BBB(ff)” Revisión especial en desarrollo.

Las emisiones o emisores calificados en “BBB” nacional, muestran una capacidad de pago de sus obligaciones adecuada. Cambios en las condiciones económicas, del sector o en el emisor, podrían deteriorar la capacidad de repago de las obligaciones analizadas.

Los Valores Representativos de Deuda o Certificados de Participación de fideicomisos financieros que correspondan a un fideicomiso financiero contarán con un indicador adicional “(ff)”.

La calificación bajo revisión especial indica la posible dirección de una calificación, enfocándose principalmente en hechos y tendencias de corto plazo que motivan que quede sujeta a una observación especial por parte de la ACR UP. Esto se puede dar en casos de fusiones, adquisiciones, cambios regulatorios, capitalizaciones, entre otros. Se destaca que una calificación se encuentre en revisión especial no implica que su modificación sea inevitable. La revisión especial en desarrollo puede ser que la calificación puede subir, bajar o ser confirmada.

*El presente informe de calificación no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento de calificación. El mismo debe leerse juntamente con la documentación legal e impositiva, el contrato de fideicomiso y el prospecto de emisión.*

### Fuentes de información:

La información recibida resulta adecuada y suficiente para fundamentar las calificaciones asignadas:

- Prospecto preliminar y Contrato de Fideicomiso del Fideicomiso Financiero “Sancor Láctea” al 16/08/2023.
- Adenda de fecha 18/04/23 al Contrato de Fideicomiso de Administración Sancor Capital.
- Copia certificada de Acta de Directorio de Fidulac S.A. de fecha 11/05/2022.
- Constancia de apoderamiento del Fiduciario a favor de Isabel Forrester.
- Acta N° 120 de Asamblea Extraordinaria de Sancor CUL firmada del 14/01/2022.
- Copia simple de Contrato de Fideicomiso de Administración Sancor Capital de fecha 17/12/2021 con firmas certificadas.
- Opinión Legal del 08/02/2023 del Fideicomiso Financieros Sancor Láctea provista por Nicholson y Cano Abogados. San Martín 140 Piso 14, CABA, Argentina.
- Resolución del Comité Ejecutivo del Fondo Nacional de Desarrollo Productivo (FONDEP) de fecha 15/03/2023, materializada en Acta Nro. 853.
- Autorización emitida por los acreedores hipotecarios SANCOR COOPERATIVA DE SEGUROS LTDA. Y PREVENCIÓN ART S.A. con respecto a la cesión del derecho de uso por Sancor CUL en favor del Fideicomiso Sancor Capital.
- Información cuantitativa sobre el Plan de Negocio (*Business Plan*), supuestos para la proyección y escenarios provista por Fidulac S.A.
- Cuadros de los flujos de fondos esperados con escenarios pesimista, base y optimista (Fidulac S.A.)
- Informe de valuación técnica de inmuebles de fecha 30/11/2018 por Ingeniero Eduardo Bonora.
- Nota de valor del Tribunal de tasaciones de la Nación de la planta Devoto al 09/02/2019.

- 
- Sitio institucional del Fiduciario BICE Fideicomisos: <https://www.bice.com.ar/fideicomisos/>
  - Sitio institucional del agente de revisión y control Zubillaga & Asociados: <http://zubillagayasoc.com/>
  - Sitio institucional de la Organización de la Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura: <https://www.fao.org/home/es>
  - Sitio institucional de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE): <https://www.oecd.org/acerca/>

Manual de Calificación: Para el análisis del presente Fondo, se utilizó la Metodología de Calificación de Riesgos para Fideicomisos Financieros aprobada por la CNV bajo la Resolución CNV 17283/14.

Responsable de la función de Relaciones con el Público: Nora Ramos, [nramos@untref.edu.ar](mailto:nramos@untref.edu.ar)

Fecha de la calificación: 22 de agosto de 2023.