

INFORME DE ACTUALIZACIÓN
Fecha de Corte al 31 de Diciembre de 2017

FIDEICOMISO LA SUSANA
Programa de Emisión Global PEG USD2

Calificación sobre la Emisión y la Solvencia del Emisor			
PEG USD2	Actualización (*)	Actualización	BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
Fecha de Corte	31/Mar/2017	31/Dic/2017	
Categoría	pyBBB-	pyBBB-	
Tendencia	Estable	Estable	

(*) Calificación otorgada por SOLVENTA Calificadora de Riesgos en fecha 10/Jul/17.

La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión o su emisor.

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

ANÁLISIS DE SOLVENCIA DEL FIDEICOMITENTE

La calificación asignada al Programa de Emisión Global (PEG) USD2 del Fideicomiso LA SUSANA con fecha de corte al 31/Dic/17, se sustenta en los siguientes aspectos que inciden mayormente sobre el perfil de riesgo del Fideicomitente:

PRINCIPALES FORTALEZAS
Suficiente nivel de solvencia patrimonial con importante aumento en el 2017 debido a la generación y retención de utilidades, lo que ha incrementado el Patrimonio Neto.
Reducción del nivel de endeudamiento en el 2017 debido a la amortización de las deudas financieras, aunque esto ha generado flujos de caja financieros netos negativos y una muy ajustada liquidez de corto plazo como consecuencia.
Reducción del apalancamiento financiero en el 2017, con aumento de la cobertura de gastos financieros.
Aumento de la rotación de inventarios en el 2017, con aumento de la eficiencia operacional, debido al incremento de las ventas y a la reducción de los costos.
Adecuada diversificación de la actividad comercial para incorporar la explotación ganadera, lo cual además de mitigar el riesgo de exposición al sector agrícola también ha generado mayores ingresos por ventas de ganado.
Aumento de las ventas y de los márgenes de utilidad en el 2017, con incremento de la rentabilidad de los activos y del capital.
Amplia experiencia y trayectoria del Fideicomitente en el rubro de explotación agro-ganadera, con adecuadas instalaciones para la producción.

PRINCIPALES RIESGOS

Alta concentración de la producción y venta en el sector agrícola de granos y semillas, lo cual está expuesto a factores climáticos y a las variaciones de los precios internacionales, aunque a partir del 2016 se ha empezado a diversificar la actividad hacia el sector ganadero.

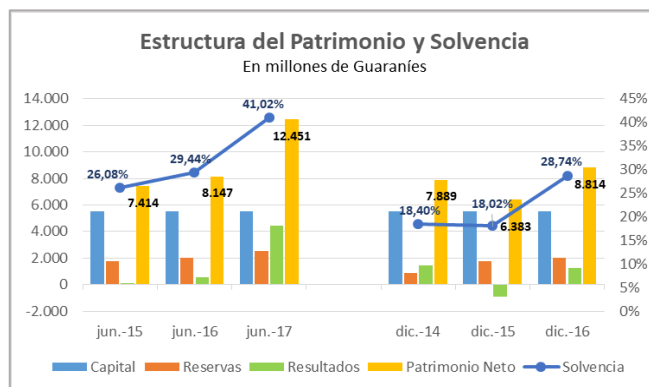
Alta concentración de la deuda en el corto plazo, lo cual responde a su giro del negocio ya que el principal componente del pasivo es la deuda financiera, la cual mayormente está destinada a satisfacer los requerimientos de capital operativo.

Bajos niveles de liquidez y capital de trabajo, lo que genera ajustados flujos de caja debido principalmente a la variabilidad de los ingresos operativos, siendo éstos la principal fuente de repago de los bonos emitidos por el Fideicomiso.

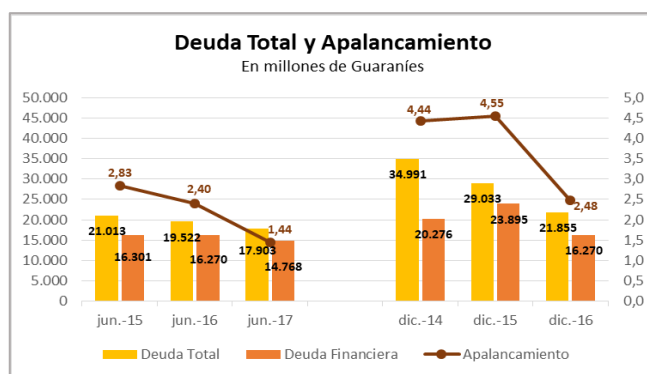
Reducida capacidad de generación de informaciones contables y financieras actualizadas, lo cual limita la toma de decisiones oportunas y el análisis en tiempo real de la situación de la empresa.

La **Tendencia Estable** refleja las adecuadas expectativas sobre la situación general de Agroganadera LA SUSANA, considerando el mejoramiento de los indicadores de solvencia y rentabilidad de la empresa durante el año 2017, lo cual fue generado principalmente por un aumento de las ventas y de los ingresos operativos. Asimismo, la estructura de costos operativos, incluyendo los costos de las mercaderías, se han reducido en el 2017 generando un aumento en los márgenes de utilidad bruta y operacional. Un factor clave para este mejoramiento fue la diversificación de la actividad productiva hacia la explotación ganadera, lo que ha contribuido a generar mayores ingresos operativos con bajos costos. Las mayores ventas también han generado una mayor rotación de inventario con menor ciclo operacional, registrando una disminución de los inventarios en el 2017. Por otro lado, se han incrementado los gastos financieros, debido al mayor endeudamiento de la empresa durante los últimos años, aunque el aumento de los ingresos operativos y del margen de utilidad operacional en el 2017, han compensado suficientemente el costo financiero.

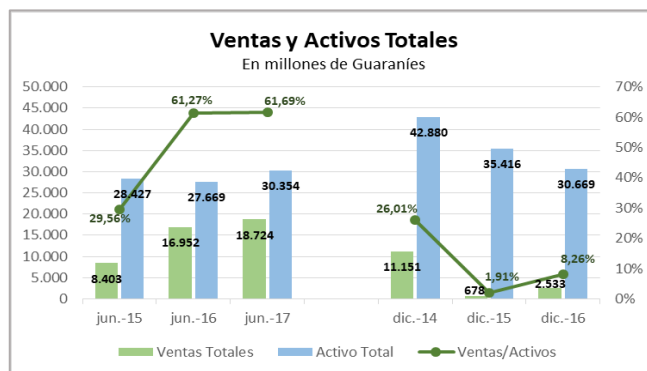
Agroganadera LA SUSANA ha mejorado su índice de solvencia patrimonial en el 2017, considerando el Balance al cierre de su periodo fiscal al 30/Jun/17, debido principalmente al incremento del resultado del ejercicio con respecto a los años anteriores, lo cual hizo que el Patrimonio Neto aumente 52,8% con respecto al 2016, de Gs. 8.147 millones en Jun16 a Gs. 12.451 millones en Jun17. En consecuencia, el índice de Solvencia (Recursos Propios) aumentó de 29,44% en Jun16 a 41,02% en Jun17. Sin embargo, el ratio de Capital/Patrimonio ha disminuido de 67,82% en Jun16 a 44,37% en Jun17, lo que supone una baja participación del capital social en la estructura patrimonial, sobre todo considerando que el capital se ha mantenido en Gs. 5.525 millones en los últimos años, sin haberse registrado nuevos aportes. Por tanto, un desafío de la empresa para los próximos años será fortalecer el Patrimonio con un mayor capital social, lo cual será fundamental para sostener el crecimiento y la diversificación de la actividad productiva, así como también se podrá disponer de un mayor margen para seguir apalancando el negocio.



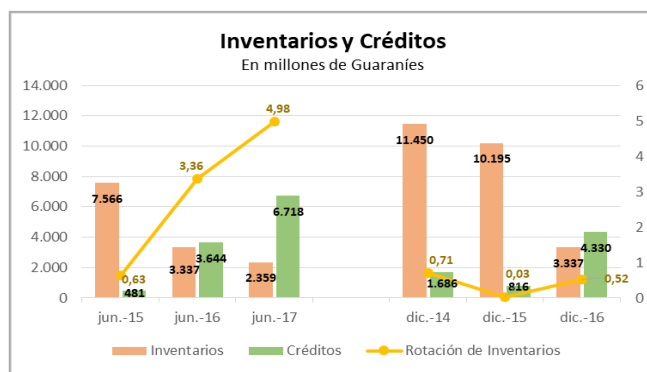
El endeudamiento de Agroganadera LA SUSANA también ha mejorado en el 2017, debido principalmente a la reducción de 9,2% de la Deuda Financiera de Gs. 16.270 millones en Jun16 a Gs. 14.768 millones en Jun17, lo que hizo que la Deuda Total disminuya 8,3% de Gs. 19.522 millones en Jun16 a Gs. 17.903 millones en Jun17. En consecuencia, el índice de Endeudamiento disminuyó de 79,56% en Jun16 a 58,98% en Jun17, bajando de niveles altos que venía registrando en los últimos años, al igual que el índice de Apalancamiento que ha disminuido de 2,40 en Jun16 a 1,44 en Jun17. Estos son niveles muy ajustados de endeudamiento, teniendo en cuenta que los ingresos operativos de la actividad productiva, son la principal fuente de repago de los bonos emitidos por el Fideicomiso. Por consiguiente, el desafío de la empresa para los próximos años será mantener la generación de adecuados márgenes de utilidad operacional, a fin de poder cumplir con las obligaciones tanto de la propia empresa como del Fideicomiso.



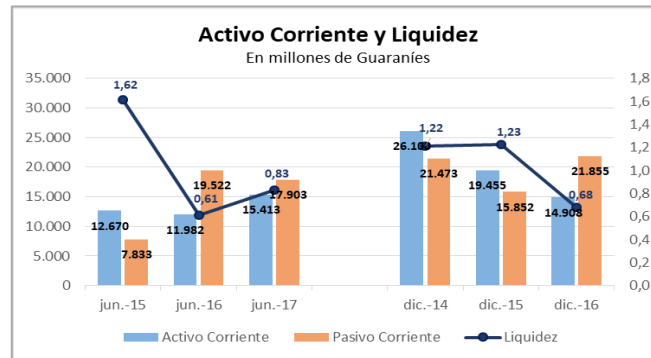
Las ventas de Agroganadera LA SUSANA han ido aumentando durante los últimos años, debido a la recuperación del sector agro-exportador a partir del 2016, siendo éste el mercado objetivo de la empresa, así como también debido a la diversificación de la actividad productiva hacia la explotación ganadera, lo cual ha contribuido a incrementar las ventas y los ingresos operativos. Las ventas han aumentado 10,5% en el 2017 de Gs. 16.952 millones en Jun16 a Gs. 18.724 millones en Jun17, debido principalmente al incremento de las ventas de ganado que subieron 168,2% de Gs. 1.618 millones en Jun16 a Gs. 4.339 millones en Jun17. Este aumento del nivel de ventas ha mejorado el indicador de productividad de los activos cuyo ratio Ventas/Activos se ha mantenido en un rango adecuado en el 2017 de 61,69% similar al año anterior.



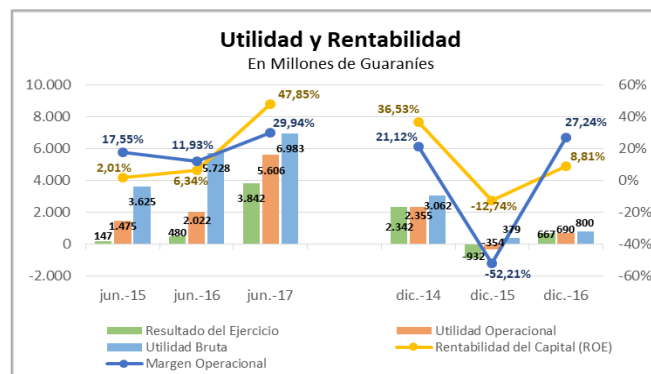
Los inventarios de Agroganadera LA SUSANA se han reducido en los últimos años, debido principalmente al incremento de las ventas. En el 2017 los inventarios han disminuido 29,3% de Gs. 3.337 millones en Jun16 a Gs. 2.359 millones en Jun17, lo que generó un aumento del indicador de Rotación de Inventario de 3,36 en Jun16 a 4,98 en Jun17. Por otro lado, las ventas a crédito aumentaron 84,4% en el 2017 de Gs. 3.644 millones en Jun16 a Gs. 6.718 millones en Jun17, lo que hizo que el indicador de Rotación de Cartera disminuya de 0,79 en Jun16 a 0,66 en Jun17, generando un aumento de del Periodo Promedio de Cobro de 460 días en Jun16 a 550 días en Jun17. En consecuencia, el indicador del Ciclo Operacional se incrementó de 569 días en Jun16 a 623 días en Jun17. Esta situación se generó principalmente debido a la diversificación del negocio hacia el sector ganadero, cuyas ventas se realizan mayormente a crédito.



La Liquidez de Agroganadera LA SUSANA ha mejorado en el 2017, debido a que el Activo Corriente ha aumentado 28,6% de Gs. 11.982 millones en Jun16 a Gs. 15.413 millones en Jun17, mientras que el Pasivo Corriente disminuyó 8,3% de Gs. 19.522 millones en Jun16 a Gs. 17.903 millones en Jun17. En consecuencia, el índice de Liquidez Corriente aumentó de 0,61 en Jun16 a 0,83 en Jun17, a pesar que las Disponibilidades disminuyeron 80% de Gs. 1.947 millones en Jun16 a Gs. 389 millones en Jun17. Sin embargo, el Capital de Trabajo sigue reflejando cifras negativas, debido a que la deuda está concentrada en el corto plazo, lo cual hace que el Pasivo Corriente sea superior al Activo Corriente, generando una mayor exposición al riesgo de descalce financiero. Esta situación genera una alta dependencia de los ingresos operativos para producir el flujo de caja necesario a fin de cubrir las obligaciones de corto plazo.



La Utilidad de Agroganadera LA SUSANA ha aumentado considerablemente en el 2017, debido principalmente al incremento de las ventas y a la reducción de los gastos operativos. La Utilidad Bruta aumentó 21,9% en el 2017 de Gs. 5.728 millones en Jun16 a Gs. 6.983 millones en Jun17, mientras que la Utilidad Operacional se incrementó 177,3% de Gs. 2.022 millones en Jun16 a Gs. 5.606 millones en Jun17. En consecuencia, el Resultado del Ejercicio aumentó 700,4% de Gs. 480 millones en Jun16 a Gs. 3.842 millones en Jun17. Por consiguiente, los indicadores de rentabilidad mejoraron ostensiblemente en el 2017, ya que el ROE aumentó de 6,34% en Jun16 a 47,85% en Jun17 mientras que el Margen Operacional subió de 11,93% en Jun16 a 29,94% en Jun17.



Finalmente, RISK MÉTRICA considera que Agroganadera LA SUSANA posee una suficiente Solvencia Patrimonial con un razonable nivel de endeudamiento, para el tipo de actividad productiva a la cual se dedica. Asimismo, durante el 2017 los principales indicadores financieros han mejorado, con respecto al año anterior, sobre todo la Rentabilidad que ha registrado un considerable aumento. Aunque esto ha contribuido a sostener la expectativa sobre la situación general de la Agroganadera, su principal desafío es fortalecer la liquidez de corto plazo, ya que existe una alta dependencia de la capacidad de generación de ingresos operativos, lo cual a su vez depende de factores externos como el clima y los precios de sus productos, generando un alto riesgo de liquidez con un flujo de caja muy ajustado para los próximos años, considerando las amortizaciones de los Bonos del Fideicomiso, lo cual podría generar un eventual debilitamiento de la Solvencia en el futuro. El crecimiento de Agroganadera LA SUSANA deberá basarse en una adecuada combinación de capital/deuda, que permita enfrentar los riesgos para generar ganancias en forma sostenible.

INFORMACIÓN DEL FIDEICOMITENTE

Los Fideicomitentes-Beneficiarios Ricardo Jesús Sosa Gautier, Johanna Cornelia Bosch de Sosa, Ricardo Antonio Sosa Bosch y Alice Dolores Morínigo de Sosa, son los propietarios de Agroganadera "LA SUSANA" (empresa unipersonal de Ricardo Sosa Gautier) y de Agroganadera "43 S.A." cuyas fincas se encuentran ubicadas en la zona de San Pedro. A partir del año 1989, la Agroganadera inicia el desarrollo agrícola con el cultivo del algodón, y posteriormente comienza a incursionar en el cultivo de soja y maíz, ampliando de esa forma la actividad productiva con mayores ventas y mejorando los márgenes de utilidad. Asimismo, los fideicomitentes poseen una hacienda vacuna para la venta y producción de aproximadamente 1.550 cabezas, los cuales han sido incorporados a partir del año 2016 dentro del flujo de caja de la Agroganadera.

Como todo negocio familiar, la Agroganadera posee una limitada estructura administrativa y de operación, la cual se ha incrementado ligeramente con relación al año anterior. La misma se encuentra conformada por 5 (cinco) personales administrativos, 3 (tres) técnicos agrícolas (uno de ellos ingeniero agrónomo), 1 (un) técnico ganadero, 4 (cuatro) operadores, 2 (dos) personales que se encargan del sistema de riego y 2 (dos) estancieros. La persona encargada de la administración de la Agroganadera es la Sra. Ivette Sosa Bosch y el trabajo en las fincas se encuentra a cargo del Sr. Ricardo Jesús Sosa Bosch, quienes son reconocidos como uno de los más antiguos e influyentes de la zona, a través de la amplia experiencia adquirida en actividades agropecuarias.

Agroganadera LA SUSANA de Ricardo Jesús Sosa Gautier, cuenta actualmente con más de 9.000 Has, destinadas a estancias y residencia, en el cual se ha construido un silo con una capacidad de 1.700 ton., con implementos y maquinarias de tecnología avanzada, lo que permite un adecuado respaldo para la cosecha de granos, así como para aumentar áreas mecanizadas. A partir del año 2014, el foco de la actividad productiva ha sido la plantación de soja, soja zafriña y maíz zafriña, debido a la mayor rentabilidad obtenida con estos cultivos. Si bien, con los suelos de San Pedro se obtienen rendimientos que se ubican por debajo de los esperados en suelos más productivos, como los suelos rojos (con alto contenido de mineral de hierro) del Alto Paraná o del sur, con un adecuado tratamiento de los suelos, cobertura de suelo, fertilización e implementación de variedades correctas, se han obtenido rendimientos más razonables.

El sistema de producción utilizado es conocido como siembra directa, en el cual no es necesario realizar el arado al campo, sino directamente la implantación de las semillas sobre los rastrojos de los cultivos anteriormente rociados con agroquímicos, el cual actúa sobre los mismos secando dichos cultivos anteriores, quedando el campo cubierto con una cobertura vegetal, protegiendo a la misma del sol, manteniendo de esta manera mayores niveles de humedad de la tierra, además de incorporar nuevos nutrientes al suelo, a partir de la descomposición de los materiales orgánicos. Adicionalmente, se ha instalado un sistema de riego pivot, con el cual se espera atenuar los cambios climáticos y aumentar el rendimiento de la tierra.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO DEL FIDEICOMITENTE 2018-2024

AGROGANADERA LA SUSANA							
FLUJO DE CAJA PROYECTADO - En Dólares Americanos							
FLUJO DE CAJA	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Venta de productos agrícolas	3.393.938	3.838.541	4.282.793	4.554.549	4.940.120	5.139.904	5.268.403
Venta de ganado	285.200	285.200	285.200	285.200	285.200	285.200	285.200
Total Ingresos Operativos	3.679.138	4.123.741	4.567.993	4.839.749	5.225.320	5.425.104	5.553.603
Infraestructura	200.400	200.400	200.400	200.400	60.000	60.000	60.000
Gastos fijos	320.182	340.070	373.110	410.764	449.747	430.243	430.243
Gastos variables	2.058.694	2.454.713	2.589.996	2.730.700	2.855.576	2.919.349	2.953.279
Total Egresos Operativos	2.579.276	2.995.183	3.163.506	3.341.864	3.365.323	3.409.592	3.443.522
FLUJO OPERATIVO	1.099.862	1.128.558	1.404.487	1.497.885	1.859.997	2.015.512	2.110.081
Préstamos financieros	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.300.000	500.000	500.000	0
Total Ingresos Financieros	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.300.000	500.000	500.000	0
Pago de intereses	458.250	434.810	383.683	325.534	267.978	186.214	43.068
Amortización de capital	0	650.000	650.000	600.000	600.000	1.300.000	1.200.000
Reestructuración de deuda	2.360.100	1.864.000	1.864.000	1.864.000	1.424.000	545.000	545.000
Total Egresos Financieros	2.818.350	2.948.810	2.897.683	2.789.534	2.291.978	2.031.214	1.788.068
FLUJO FINANCIERO	-1.118.350	-1.248.810	-1.197.683	-1.489.534	-1.791.978	-1.531.214	-1.788.068
FLUJO DE CAJA NETO	-18.488	-120.252	206.804	8.351	68.019	484.298	322.013
Saldo Inicial	672.058	653.570	533.318	740.122	748.473	816.492	1.300.790
FLUJO FINAL	653.570	533.318	740.122	748.473	816.492	1.300.790	1.622.803

Agroganadera LA SUSANA ha previsto flujos de caja operacionales positivos para el periodo proyectado, debido al crecimiento gradual esperado de la venta de productos agrícolas para los próximos años, manteniendo un ingreso constante para la venta de ganado. Asimismo, se ha previsto un crecimiento gradual de los gastos operativos o variables, relacionados con la preparación del suelo y los cultivos, así como del mantenimiento del ganado. Además, se tiene previsto realizar gastos en la infraestructura productiva y habilitación de tierras hasta el año 2021 por un valor US\$ 200.400 cada año y luego por US\$ 60.000 anual. Al respecto, se ha previsto la habilitación de tierras a realizarse en los próximos años, para aumentar la producción de los cultivos, lo cual a su vez demandará mayores costos de producción.

En cuanto al Flujo de Caja Financiero, se ha proyectado flujos negativos para todo el periodo, debido a que se espera ir amortizando el capital y los intereses de los Bonos emitidos por el Fideicomiso correspondientes al Programa PEG USD2, cuyo vencimiento del capital inicia en el año 2019. Además, se ha previsto la reestructuración de la deuda de financiera de corto plazo, lo cual sumado a la amortización de los bonos, generará flujos de caja negativos, a pesar que se ha proyectado la realización de nuevos préstamos financieros por US\$ 1.700.000 anual para los próximos años.

Finalmente, se espera un Flujo de Caja Neto muy ajustado para los próximos 5 años, con cifras negativas para el 2018 y 2019, lo que será un factor de riesgo en caso que no se realicen los ingresos operativos esperados. Esta alta dependencia de los flujos operativos, sumado a las condiciones existentes en el sector agrícola como los precios internacionales de granos, así como factores climáticos y de suelo, podrán seguir generando la necesidad de apalancamiento y de capitalización de la Agroganadera para acompañar el crecimiento del negocio y cumplir con sus obligaciones operativas y financieras.

COMPOSICIÓN DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO

El Contrato de Fideicomiso de Administración y Garantía La Susana, ha sido constituido en el año 2009, entre los Fideicomitentes Ricardo Jesús Sosa Gautier, Johanna Cornelia Bosch de Sosa, Ricardo Antonio Sosa Bosch y Alice Dolores Morínigo de Sosa y el Banco Familiar S.A.E.C.A. en calidad de Fiduciaria, conformando en ese mismo acto un Patrimonio Autónomo como respaldo de la primera emisión de títulos por US\$ 3.000.000. Dicho contrato ha tenido modificaciones posteriores, específicamente para garantizar la segunda y tercera emisión de Bonos en los años 2012 y 2016, por valor de US\$ 2.500.000 (PEG USD1) y de US\$ 5.000.000 (PEG USD2), respectivamente. Además, en Julio de 2015, dentro del desarrollo del Fideicomiso se ha convocado a una Asamblea de Tenedores de Bonos, en la cual han resuelto aprobar la sustitución de la Fiduciaria Banco Familiar S.A.E.C.A. por Finlatina S.A. de Finanzas. Adicionalmente, en Junio de 2016, se ha efectuado la rectificatoria de la cuarta modificación al Contrato de Fideicomiso La Susana, en la cual se ha actualizado el valor del Patrimonio Autónomo de acuerdo a la última tasación realizada de los bienes fideicomitados.

El Patrimonio Autónomo (PA) del Fideicomiso LA SUSANA se encuentra constituido por dos inmuebles, los cuales han sido transferidos material e irrevocablemente al Fideicomiso. Estos se identifican como: Finca N° 1.694 individualizada como Fracción "A", Padrón N° 1.628, ubicada en el Departamento de San Pedro, Distrito de Guayaibi, con una superficie de 3.000 Has., y Finca N° 561, individualizada como Fracción "B", Padrón N° 19.831, también ubicada en el Departamento de San Pedro, Distrito de San Estanislao, con una superficie de 1.010 Has. Dicho Patrimonio Autónomo tiene como objetivo garantizar el cumplimiento de los compromisos por la emisión de títulos de deuda de oferta pública en la Bolsa de Valores de Paraguay, cuyo saldo al 31/Dic/17 fue de Gs. 22.362 millones. El valor de Patrimonio Autónomo al 31/Dic/17 fue de Gs. 56.812 millones, con lo cual se alcanza un valor de cobertura de 2,5 veces.

FIDEICOMISO LA SUSANA			
Evolución de los Estados Contables - En millones de Guaraníes			
BALANCE	dic-15	dic-16	dic-17
ACTIVO	84.910	76.207	79.778
Cartera de Créditos	11.614	20.305	22.425
Inmuebles e Instalaciones	54.782	55.631	57.139
Otros Activos	18.514	271	214
PASIVO	29.567	20.944	22.966
Títulos valores en circulación	11.614	20.357	22.362
Otros Pasivos	17.953	587	604
PATRIMONIO AUTÓNOMO	55.343	55.263	56.812
Bienes fideicomitados	42.580	42.584	42.584
Reservas	12.881	13.732	15.358
Resultados	-118	-1.053	-1.130
RESULTADOS	dic-15	dic-16	dic-17
Ingresos del Fideicomiso	0	1.661	1.643
Egresos del Fideicomiso	0	1.730	1.786
RESULTADO DEL EJERCICIO	0	-69	-143

ESTRUCTURA DEL FIDEICOMISO

El Fideicomiso LA SUSANA, ha sido constituido por Escritura Pública N° 589 de fecha 19 de agosto de 2009, con la finalidad de emitir títulos de deuda (Bonos), para su colocación en el mercado de valores, de conformidad a las normas que rigen dicha oferta pública. De esta forma, la entidad fiduciaria recibe los bienes fideicomitidos, conserva su titularidad y los administra, quedando el Patrimonio Autónomo como respaldo para el pago de las obligaciones con los tenedores de los títulos valores. Asimismo, el Fiduciario ha firmado un contrato de aparcería con Agroganadera 43 S.A., propiedad de uno de los fideicomitentes, a través del cual tiene previsto recibir de forma anual cánones de la explotación del inmueble rural fideicomitado, y se constituye en la fuente de pago de los compromisos asumidos ante los inversores de bonos.

Con relación al Patrimonio Autónomo, el mismo se encuentra conformado por bienes inmuebles para la producción agrícola y no podrán recibir otro destino de aquel estipulado en el contrato de fideicomiso, preservando así su autonomía. Se ha establecido como procedimiento, que a medida que los títulos son colocados en el mercado primario, el Fiduciario recibe los recursos provenientes de cada colocación y los entrega a los Fideicomitentes para la financiación de la ampliación del sistema de regadío artificial, reestructuración de pasivos de corto plazo, así como para la implementación de un sistema de producción sostenible, a través de recuperación de tierras por rotación de cultivos y cultivos de especies no intensivas.

Con respecto a los recursos provenientes del contrato de aparcería con Agroganadera 43, si los cánones no fueran suficientes para el pago de las obligaciones del fideicomiso a su vencimiento, los fideicomitentes se verán obligados a aportar mediante transferencia a la cuenta fiduciaria, con 7 (siete) días de anticipación a la fecha de vencimiento, la diferencia o el importe total en su caso, hasta completar el monto correspondiente, bajo apercibimiento de mora. Además, los fideicomitentes tienen por obligación mantener en todo momento el valor del patrimonio autónomo conservando por lo menos la relación de 200% (doscientos por ciento) entre el valor del patrimonio autónomo y el saldo de las emisiones pendientes de pago. En caso de disminución del valor del patrimonio por cualquier causa, los fideicomitentes deberán transferir los bienes que sean necesarios al patrimonio autónomo para mantener la relación indicada, en un plazo máximo de 30 (treinta días).

EVALUACIÓN DEL AGENTE FIDUCIARIO

En el año 2009, a partir de la conformación del Fideicomiso de Administración y Garantía, el Fiduciario designado por los Fideicomitentes ha sido el Banco Familiar S.A.E.C.A. Sin embargo, por motivos comerciales se ha realizado la sustitución por Finlatina S.A. de Finanzas, en calidad de Fiduciario, según Acta de Asamblea de Tenedores de Bonos, de fecha 9 de julio de 2015. En tal sentido, mediante contratos de cesión, han sido transferidos al actual fiduciario los inmuebles que conforman el patrimonio autónomo, los derechos, acciones y obligaciones emergentes del contrato de auditoría externa, así como el contrato de aparcería rural que constituye la fuente de pago de las obligaciones del fideicomiso La Susana.

Finlatina S.A. de Finanzas, cuenta con una calificación de solvencia de “BBBpy” con tendencia “Estable” y opera en el sistema financiero paraguayo desde el año 1995. Asimismo, es una entidad pionera en negocios fiduciarios en Paraguay, autorizada y habilitada para operar legalmente como Fiduciaria por el Banco Central del Paraguay, en fecha 2 de diciembre de 2003, según Nota SB. N° 02070/2003. A la fecha cuenta con un importante volumen de fideicomisos administrados. Con respecto a la Unidad Fiduciaria de Finlatina S.A. de Finanzas, la misma posee un funcionamiento por separado de la estructura de la entidad financiera, manteniendo una contabilidad independiente, con dotación de recursos humanos propios, además de recurrir a una asesoría legal externa, si bien se beneficia del ambiente tecnológico común de la Entidad.

El Departamento de Fideicomiso es administrado por una Gerente de Negocios Fiduciarios, con experiencia en el desarrollo de diferentes tipos de fideicomiso, la cual se encuentra en línea directa con los directivos de la entidad financiera y cuenta con la asistencia del personal a su cargo. Con respecto al contrato del Fideicomiso, el Fiduciario se encuentra obligado a remitir al fideicomitente, un informe detallado trimestralmente, sobre el desarrollo del fideicomiso, así como los resultados de la gestión realizada. Asimismo, queda establecido que la fiduciaria no asume responsabilidad alguna, excepto en el caso de dolo o negligencia en el cumplimiento de sus funciones. Como mecanismo de control, los estados financieros del fideicomiso deberán ser revisados por una firma auditora externa. Igualmente, el fiduciario se obliga contractualmente a contratar los servicios de un Ingeniero Agrónomo, a fin de que el mismo efectúe una valoración anual del patrimonio autónomo y emita un informe técnico sobre el mismo.

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) USD2	
Emisor – Fiduciario	Finlatina S.A. de Finanzas
Fideicomitente - Beneficiario	Agroganadera LA SUSANA de Ricardo Jesús Sosa Gautier Otros fideicomitentes son Johana Cornelia Bosch de Sosa - Ricardo Antonio Sosa Bosch - Alice Dolores Morínigo de Sosa.
Autorización de la CNV	Res N° 42 E/16 de fecha 21/Jul/2016
Denominación	USD2
Tipo	Bonos
Monto y Moneda	US\$ 5.000.000.- (Dólares Americanos Cinco Millones)
Cortes mínimos	US\$ 1.000.- (Dólares Americanos Un Mil)
Plazo de vencimiento	Hasta 8 años
Garantía	Garantía Fiduciaria del Patrimonio Autónomo por un monto no inferior al 200% del saldo en circulación de los Bonos emitidos.
Pago de capital e interés	Al vencimiento y trimestral vencido
Rescate anticipado	Se contará con la posibilidad de Rescate Anticipado, de acuerdo a lo establecido en la Res. N° 1013/11 de la BVPASA
Destino de los fondos	Reestructuración de pasivos de corto plazo (76% aprox.), inversión e implementación para el incremento del área de cobertura de regadío artificial de 500 hectáreas (13% aprox.), implementación de un sistema de producción sostenible a través de recuperación de tierras por rotación de cultivos y cultivos de especies no intensivas (5,6% aprox.) y al incremento del área productiva (2% aprox.), y soporte de maquinarias para el efecto (3,2% aprox.).
Agente intermediario	Capital Markets Casa de Bolsa S.A.

Programa de Emisión Global PEG USD2: Monto autorizado US\$ 5.000.000.- Resolución CNV N° 42 E/16 de fecha 21/Jul/16								
Fecha	Serie	Emitido US\$	Colocado US\$	Vencido US\$	Tasa anual	Fecha Vto.	Plazo Años	Vigente US\$
28-jul-16	1	650.000	650.000	0	8,25%	22-abr-19	2,7	650.000
28-jul-16	2	650.000	650.000	0	8,50%	21-abr-20	3,7	650.000
28-jul-16	3	600.000	600.000	0	8,75%	21-abr-21	4,7	600.000
28-jul-16	4	600.000	600.000	0	9,00%	21-abr-22	5,7	600.000
28-jul-16	5	600.000	600.000	0	10,00%	21-abr-23	6,7	600.000
17-ago-17	6	900.000	900.000	0	9,50%	22-abr-24	6,7	900.000
		4.000.000	4.000.000	0				4.000.000

En el año 2016, se ha realizado una nueva emisión de bonos, con respaldo del mismo Patrimonio Autónomo del Fideicomiso LA SUSANA, bajo el Programa de Emisión Global PEG USD2, por un valor máximo de US\$ 5.000.000, de los cuales ya fueron emitidos y colocados US\$ 4.000.000 en 6 series, respetando el mismo índice de cobertura (200%) establecido para las emisiones anteriores, de acuerdo a lo aprobado por los Tenedores de Bonos, según Acta de Asamblea realizada el 9 de Julio de 2015. Dicho Programa contempla rescates anticipados, de manera parcial o total de acuerdo a las series emitidas y a lo establecido en las normas vigentes. El agente organizador y colocador de los títulos en el mercado de valores ha sido Capital Markets Casa de Bolsa S.A. y, al mismo tiempo, ejerce la representación inicial de los obligacionistas ante el Fiduciario y los Fideicomitentes-Beneficiarios.

OTRAS EMISIONES CANCELADAS

Programa de Emisión Global PEG USD1: Monto autorizado US\$ 2.500.000.- Resolución CNV N° 66/12 de fecha 29/Nov/12								
Fecha	Serie	Emitido US\$	Colocado US\$	Vencido US\$	Tasa anual	Fecha Vto.	Plazo Años	Vigente US\$
18-dic-12	1	300.000	300.000	300.000	8,5%	29-ago-14	1,7	0
20-dic-12	2	500.000	500.000	500.000	9,0%	31-ago-15	2,7	0
20-dic-12	3	600.000	600.000	600.000	9,5%	30-ago-16	3,7	0
20-dic-12	4	600.000	600.000	600.000	10,0%	30-ago-17	4,7	0
		2.000.000	2.000.000	2.000.000				0

El Fideicomiso LA SUSANA, ha sido constituido en el año 2009 como garantía para la emisión de Títulos de Deuda bajo el Sistema Tradicional de Negociación (ST) por un total de US\$ 3.000.000. Luego, en Diciembre de 2012, se ha realizado una segunda emisión de títulos de deuda bajo el Programa de Emisión Global USD1, autorizado según Resolución N° 66/12 de fecha 29/Nov/12 de la Comisión Nacional de Valores. Esta segunda emisión fue negociada a través del sistema electrónico de negociación (SEN) en la Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A., con respaldo del mismo Patrimonio Autónomo, en las mismas condiciones iniciales establecidas, hasta la suma de US\$ 2.500.000, de las cuales han sido emitidas y colocadas US\$ 2.000.000, en 4 series que ya han sido canceladas en su totalidad.

**CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADO
DEL FIDEICOMITENTE AGROGANADERA LA SUSANA**

AGROGANADERA LA SUSANA										
En millones de Guaraníes										
BALANCE GENERAL	jun-14	jun-15	jun-16	jun-17	Var%		dic-14	dic-15	dic-16	Var%
Disponibilidades	1.416	1.569	1.947	389	-80,0%		10.059	8.444	4.187	-50,4%
Inversiones Temporarias	3.054	3.054	3.054	3.054	0,0%		2.905	0	3.054	---
Créditos	351	481	3.644	6.718	84,4%		1.686	816	4.330	430,6%
Inventarios	7.477	7.566	3.337	2.359	-29,3%		11.450	10.195	3.337	-67,3%
Otros	0	0	0	2.893	---		0	0	0	---
Activo Corriente	12.298	12.670	11.982	15.413	28,6%		26.100	19.455	14.908	-23,4%
Propiedad, Planta y Equipo	15.946	15.757	15.687	15.436	-1,6%		16.780	15.961	15.761	-1,3%
Activo No Corriente	15.946	15.757	15.687	15.436	-1,6%		16.780	15.961	15.761	-1,3%
ACTIVO TOTAL	28.244	28.427	27.669	30.849	11,5%		42.880	35.416	30.669	-13,4%
Deuda Comercial	3.817	4.623	3.195	2.625	-17,8%		14.050	5.099	5.527	8,4%
Deuda Financiera	4.303	3.121	16.270	14.768	-9,2%		6.758	10.714	16.270	51,9%
Otros	70	89	57	510	794,7%		665	39	58	48,7%
Pasivo Corriente	8.190	7.833	19.522	17.903	-8,3%		21.473	15.852	21.855	37,9%
Deuda Financiera	13.180	13.180	0	0	---		13.518	13.181	0	-100,0%
Pasivo No Corriente	13.180	13.180	0	0	---		13.518	13.181	0	-100,0%
PASIVO TOTAL	21.370	21.013	19.522	17.903	-8,3%		34.991	29.033	21.855	-24,7%
Capital	5.525	5.525	5.525	5.525	0,0%		5.525	5.525	5.525	0,0%
Reservas	1.396	1.790	2.042	2.504	22,6%		886	1.790	2.043	14,1%
Resultados	-47	99	580	4.422	662,4%		1.478	-932	1.246	-233,7%
PATRIMONIO NETO	6.874	7.414	8.147	12.451	52,8%		7.889	6.383	8.814	38,1%
ESTADO DE RESULTADOS	jun-14	jun-15	jun-16	jun-17	Var%		dic-14	dic-15	dic-16	Var%
Ventas de Productos Agrícolas	10.463	8.403	15.334	14.385	-6,2%		11.151	678	1.087	60,3%
Ventas de Ganado	0	0	1.618	4.339	168,2%		---	---	1.446	---
Costo de Mercaderías	-8.470	-4.778	-11.224	-11.741	4,6%		-8.089	-299	-1.733	479,6%
Utilidad Bruta	1.993	3.625	5.728	6.983	21,9%		3.062	379	800	111,1%
Otros Ingresos	490	0	558	629	12,7%		0	0	104	---
Gastos Operativos	-1.472	-2.150	-4.264	-2.006	-53,0%		-707	-733	-214	-70,8%
Utilidad Operacional	1.011	1.475	2.022	5.606	177,3%		2.355	-354	690	-294,9%
Gastos Financieros	-128	-1.312	-1.488	-1.724	15,9%		-13	-578	-23	-96,0%
Utilidad Antes de Impuestos	883	163	534	3.882	627,0%		2.342	-932	667	-171,6%
Impuesto a la Renta	-66	-16	-54	-40	-25,9%		0	0	0	---
RESULTADO DEL EJERCICIO	817	147	480	3.842	700,4%		2.342	-932	667	-171,6%

**PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS DEL FIDEICOMITENTE
AGROGANADERA LA SUSANA**

AGROGANADERA LA SUSANA										
PRINCIPALES RATIOS	jun-14	jun-15	jun-16	jun-17	Var%		dic-14	dic-15	dic-16	Var%
LIQUIDEZ										
Liquidez Corriente	1,50	1,62	0,61	0,83	35,8%		1,22	1,23	0,68	-44,4%
Prueba Ácida	0,59	0,65	0,44	0,70	58,4%		0,68	0,58	0,53	-9,4%
Ratio de Efectividad	0,17	0,20	0,10	0,02	-78,2%		0,47	0,53	0,19	-64,0%
Capital de Trabajo	4.108	4.837	-7.540	-2.985	-60,4%		4.627	3.603	-6.947	-292,8%
Índice de Capital de Trabajo	14,54%	17,02%	-27,25%	-9,83%	-63,9%		10,79%	10,17%	-22,65%	-322,7%
GESTIÓN										
Rotación de Inventario	1,13	0,63	3,36	4,98	48,0%		0,71	0,03	0,52	1670,8%
Rotación de Cartera	0,64	0,52	0,79	0,66	-16,3%		0,60	0,04	0,05	33,9%
Ciclo Operacional (en días)	891	1.283	569	623	9,5%		1.121	21.477	7.449	-65,3%
Periodo prom. de cobro (en días)	569	705	460	550	19,4%		604	9.032	6.746	-25,3%
Periodo prom. de pago (en días)	715	597	381	328	-14,0%		297	730	220	-69,8%
Rotación de Activos Operacionales	0,96	0,76	1,53	1,24	-19,1%		0,70	0,06	0,10	64,7%
Índice de Activos Operacionales	38,53%	39,05%	36,27%	38,33%	5,7%		37,41%	31,09%	34,96%	12,4%
Apalancamiento Operativo	1,97	2,46	2,83	1,25	-56,0%		1,30	-1,07	1,16	-208,3%
ENDEUDAMIENTO										
Solvencia (Recursos propios)	24,34%	26,08%	29,44%	41,02%	39,3%		18,40%	18,02%	28,74%	59,5%
Endeudamiento	75,66%	73,92%	70,56%	58,98%	-16,4%		81,60%	81,98%	71,26%	-13,1%
Apalancamiento	3,11	2,83	2,40	1,44	-40,0%		4,44	4,55	2,48	-45,5%
Apalancamiento Financiero	4,70	34,70	12,86	3,52	-72,6%		5,47	2,11	3,60	70,8%
Cobertura de Gastos Financieros	7,90	1,12	1,36	3,25	139,3%		181,15	-0,61	30,00	-4998,3%
Cobertura de las Obligaciones	0,05	0,07	0,10	0,31	202,3%		0,07	-0,01	0,03	-358,9%
Deuda Total/Utilidad Operacional	21,14	14,25	9,65	3,19	-66,9%		14,86	-82,01	31,67	-138,6%
Gastos Financieros/U.Operacional	12,66%	88,95%	73,59%	30,75%	-58,2%		0,55%	-163,28%	3,33%	-102,0%
RENTABILIDAD										
Rentabilidad del Activo (ROA)	2,89%	0,52%	1,73%	12,66%	629,6%		5,46%	-2,63%	2,17%	-182,6%
Rentabilidad del Patrimonio (ROE)	11,80%	2,01%	6,34%	47,85%	654,4%		36,53%	-12,74%	8,81%	-169,2%
Margen Bruto	19,05%	43,14%	33,79%	37,29%	10,4%		27,46%	55,90%	31,58%	-43,5%
Margen Operacional	9,66%	17,55%	11,93%	29,94%	151,0%		21,12%	-52,21%	27,24%	-152,2%
Margen Neto	7,81%	1,75%	2,83%	20,52%	624,7%		21,00%	-137,46%	26,33%	-119,2%
Rentabilidad del Activo Operacional	9,29%	13,29%	20,15%	48,18%	139,1%		14,68%	-3,21%	6,44%	-300,2%
Eficiencia Operacional	73,86%	59,31%	74,44%	28,73%	-61,4%		23,09%	193,40%	26,75%	-86,2%
Costo de Mercaderías/Ventas	80,95%	56,86%	66,21%	62,71%	-5,3%		72,54%	44,10%	68,42%	55,1%

La publicación de la Calificación de Riesgos del Fideicomiso LA SUSANA para su Programa de Emisión Global PEG USD2, se realiza conforme a lo dispuesto por la Ley N° 3.899/09 y Resolución CNV N° 1.241/09.

Corte de calificación:	31 de Diciembre de 2017
Fecha de calificación:	23 de Agosto de 2018
Fecha de publicación:	23 de Agosto de 2018
Calificadora:	RISKMÉTRICA S.A. Calificadora de Riesgos Herrera 1.341 casi Paí Perez – Asunción Tel: 441-320 Cel 0981-414481 Email: info@riskmetrica.com.py

Fideicomiso LA SUSANA	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
Programa de Emisión Global PEG USD2	pyBBB-	Estable
Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.		

"La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor."

Mayor información sobre esta calificación en:

www.riskmetrica.com.py

Información general sobre la calificación del Fideicomiso LA SUSANA

- 1) Esta calificación está basada en la metodología de evaluación de riesgos, establecida en el Manual de Fideicomisos Financieros, el cual está disponible en la página web de RISKMÉTRICA.
- 2) Esta calificación no constituye una auditoría externa, ni un proceso de debida diligencia, y se basó exclusivamente en información pública y en la provisión de datos por parte del Fiduciario Finlatina S.A. de Finanzas, por lo cual RISKMÉTRICA no garantiza la veracidad de dichos datos ni se hace responsable por errores u omisiones que los mismos pudieran contener. Asimismo, está basada en los Estados Financieros auditados al 30/Jun/17 de la Agroganadera LA SUSANA por la firma VERGARA Sociedad de Profesionales, así como también en los Estados Financieros auditados al 31/Dic/17 del Fideicomiso LA SUSANA por la firma GE Gestión Empresarial.
- 3) RISKMÉTRICA utiliza en sus calificaciones el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. La asignación del signo a la calificación final, por parte del Comité de Calificación, está fundada en el análisis cualitativo y cuantitativo del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud a su exposición a los distintos factores de riesgo evaluados de conformidad con la metodología de calificación.

Aprobado por: Comité de Calificación Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos	Elaborado por: Lic. Silvia Ramírez Analista de Riesgos
--	---