

## FIDEICOMISO LA SUSANA

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: USD2

MONTO MÁXIMO: USD 5.000.000

CORTE DE CALIFICACIÓN: MARZO/2017

CALIFICACIÓN	FECHA DE 1º ACTUALIZACIÓN	FECHA DE 2º ACTUALIZACIÓN	<b>Analista:</b> María Sol Duarte <a href="mailto:mduarte@solventa.com.py">mduarte@solventa.com.py</a> <b>Tel.:</b> (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209 "La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, un aval o garantía de una emisión o su emisor, sino un factor complementario para la toma de decisiones"
	JUNIO/2017	JULIO/2017	
P.E.G. USD 2	pyE	pyBBB-	
TENDENCIA	---	ESTABLE	

**El informe de calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la entidad por lo que Solventa S.A. no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la entidad de manera vatoria.**

FIDEICOMISO LA SUSANA			
RESUMEN DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL USD2			
CARACTERÍSTICAS	DETALLES		
EMISOR-FIDUCIARIO	Finlatina S.A. de Finanzas		
FIDEICOMITENTES	Ricardo Jesús Sosa Gautier - Johana Cornelia Bosch de Sosa - Ricardo Antonio Sosa Bosch - Alice Dolores Morínigo de Sosa.		
ACTA DE APROBACIÓN DE EMISIÓN	Asamblea de Tenedores de Bonos de fecha 09/07/2015		
DENOMINACIÓN DEL PROGRAMA	USD2		
RESOLUCIÓN DE APROBACIÓN	CNU N° 42E/16 de fecha 21/07/2016		
MONTO DEL PROGRAMA	USD 5.000.000		
MONTO COLOCADO	USD 3.100.000		
Emisiones	Monto	Tasa de Interés	Vencimiento
SERIE I	USD 650.000	8,25%	22-04-19
SERIE II	USD 650.000	8,50%	21-04-20
SERIE III	USD 600.000	8,75%	21-04-21
SERIE IV	USD 600.000	9,00%	21-04-22
SERIE V	USD 600.000	10,00%	21-04-23
PLAZOS	8 años		
DESTINO DE FONDOS	Reestructuración de pasivos de corto plazo (76% aprox.), a la inversión e implementación para el incremento del área de cobertura de riego artificial de 500 hectáreas (10% aprox.), con el objetivo de disminuir las contingencias emergentes de la exposición al riesgo climático en las áreas afectadas por esta tecnología, a la implementación de un sistema de producción sostenible a través de recuperación de tierras por reación 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.).		
GARANTÍA	Garantía fiduciaria de fincas agrícolas por un monto no inferior al 200% del capital.		
RESCATE ANTICIPADO	Se contará con la posibilidad de Rescate Anticipado, de acuerdo a lo establecido en la Res. N° 1013/11 de la BVPASA.		
AGENTE ORGANIZADOR Y COLOCADOR	Capital Markets S.A.		
REPRESENTANTE DE OBLIGACIONISTAS	Capital Markets S.A.		

## FUNDAMENTOS

A partir de la calificación "pyE" asignada en el mes de junio de 2017 al Programa de Emisión Global USD2 del Fideicomiso de Administración y Garantía "La Susana", y al hecho de que Solventa S.A. ha podido acceder recientemente a informaciones financieras de los fideicomitentes, la Calificadora asigna la calificación "pyBBB-".

La misma responde a la capacidad demostrada por los fideicomitentes de abonar los cánones de aparcería (a cargo de Agroganadera 43 S.A.; sociedad constituida por uno de los fideicomitentes para el pago exclusivo de los cánones) en el marco del contrato de fideicomiso, que luego permitan honrar las obligaciones de este último. En el caso que el aparcerero no pueda abonar los compromisos, los fideicomitentes (Ricardo Jesús Sosa Gautier, Johana Cornelia Bosch de Sosa, Ricardo Antonio Sosa Bosch y Alice Dolores Morínigo de Sosa) responderían solidariamente ante dichas obligaciones. Los fideicomitentes tienen como principal actividad comercial la explotación de campos agrícolas (cedidos al fideicomiso) bajo las sociedades "Agroganadera La Susana de Ricardo Sosa Gautier" (principal productora) y "Agroganadera 43 S.A.", que en los últimos 2 (dos) años han registrado rendimientos agrícolas satisfactorios.

Adicionalmente, contempla el respaldo que otorgan las dos fincas transferidas irrevocablemente por los fideicomitentes al patrimonio autónomo (PA), cuya última tasación de la garantía excede suficientemente la relación de cobertura mínima sobre el saldo de títulos emitidos.

Es así, que los pagos de las obligaciones se encuentran expuestos al desempeño productivo de los fideicomitentes a través de sus empresas, así como de las variables existentes en el sector agrícola, ya sean por condiciones adversas de negociación, reestructuración de deuda y financiación del plan zafra, como por los precios internacionales de granos y factores climáticos, los cuales podrían incidir sobre el rendimiento y el volumen de la producción agrícola. Asimismo, se han considerado las últimas reestructuraciones de pasivos de Agroganadera La Susana y su necesidad de financiamiento permanente para calzar sus obligaciones de corto plazo, si bien mantiene una importante posición patrimonial en activos fijos.

Asimismo, las limitaciones de la estructura organizacional de los fideicomitentes se han visto reflejadas en el acotado cumplimiento de los últimos requerimientos en términos de generación y provisión de informes financieros/contables, esenciales para analizar la marcha de su actividad agropecuaria y para la oportuna toma de decisiones de su administración.

Cabe señalar, que el patrimonio autónomo (PA) del referido Fideicomiso se encuentra conformado por dos bienes inmuebles, ubicados en los distritos de Guayaibi (Fracción A de 3.000 Hás.) y San Estanislao (Fracción B de 1.000 Hás.), del Departamento de San Pedro, como garantía de las obligaciones asumidas ante los inversionistas de los títulos. Asimismo, está integrado por el flujo de ingresos provenientes de la explotación rural del primer inmueble, según contrato de aparcería suscrito en el año 2009 y posteriormente modificado, a través del cual el aparcerero Agroganadera 43 S.A. se obliga a abonar al fiduciario Finlatina S.A. de Finanzas los cánones de explotación, que constituyen la fuente de pago de los programas de emisión global USD1 y USD2.

ESTADOS CONTABLES								
AGROGANADERA LA SUSANA								
(Expresado en millones de guaraníes)								
CUENTAS	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	jun-14	jun-15	jun-16
Activo Corriente	17.332	15.998	26.100	19.454	14.909	12.298	12.671	11.982
Activo No Corriente	16.044	16.133	16.780	15.961	15.761	15.946	15.757	15.688
<b>Activo Total</b>	<b>33.376</b>	<b>32.131</b>	<b>42.880</b>	<b>35.416</b>	<b>30.669</b>	<b>28.244</b>	<b>28.428</b>	<b>27.670</b>
Pasivo Corriente	15.530	13.066	21.473	15.852	21.855	8.190	7.832	19.523
Pasivo No Corriente	13.518	13.518	13.518	13.181	0	13.181	13.181	0
<b>Pasivo Total</b>	<b>29.048</b>	<b>26.584</b>	<b>34.991</b>	<b>29.033</b>	<b>21.855</b>	<b>21.370</b>	<b>21.013</b>	<b>19.523</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>4.328</b>	<b>5.547</b>	<b>7.889</b>	<b>6.383</b>	<b>8.814</b>	<b>6.874</b>	<b>7.415</b>	<b>8.147</b>
<b>Pasivo Total + Patrimonio Neto</b>	<b>33.376</b>	<b>32.131</b>	<b>42.880</b>	<b>35.416</b>	<b>30.670</b>	<b>28.244</b>	<b>28.428</b>	<b>27.670</b>
Ventas	8.769	12.650	11.152	678	2.639	10.464	8.404	17.090
Costos	6.227	8.644	8.090	299	1.733	8.470	4.778	10.804
<b>Ganancias Brutas</b>	<b>2.542</b>	<b>4.006</b>	<b>3.062</b>	<b>379</b>	<b>913</b>	<b>1.994</b>	<b>3.626</b>	<b>6.286</b>
Gastos Totales	3.071	2.901	707	733	223	1.473	2.150	3.216
Utilidad antes de Gastos Financieros	(800)	1.284	2.355	(355)	690	1.011	1.476	2.023
Gastos Financieros	681	666	13	578	23	129	1.312	1.489
<b>Utilidad Neta</b>	<b>(1.481)</b>	<b>617</b>	<b>2.342</b>	<b>(932)</b>	<b>667</b>	<b>817</b>	<b>147</b>	<b>480</b>

FIDEICOMISO LA SUSANA								
EVOLUCIÓN DE LOS ESTADOS CONTABLES - FIDUCIARIO								
(Expresado en millones de guaraníes)								
CUENTAS	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	mar-15	mar-16	mar-17	
Activo del Fideicomiso	87.920	95.288	84.910	76.207	93.238	66.217	76.745	
Activo del Fideicomiso	36.383	41.595	29.567	20.944	39.257	20.180	21.732	
Patrimonio Neto del Fideicomiso	51.537	53.693	55.343	55.263	53.981	46.037	55.012	
Pasivo + PN del Fideicomiso	87.920	95.288	84.910	76.207	93.238	66.217	76.745	
<b>CUENTAS</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>mar-15</b>	<b>mar-16</b>	<b>mar-17</b>	
Total Ingresos del Fideicomiso	8.765	11.107	0	1.661	1.780	651	2.054	
Total Egresos del Fideicomiso	7.650	4.894	0	1.730	1.491	610	2.373	

Fuente: Informes anuales periodo dic-13 a dic-16 y comparativo trimestrales de marzo 15/16/17  
 Fiduciario anterior Bco. Familiar S.A.E.C.A. y Fiduciario actual Finlatina S.A. de Finanzas

FINLATINA S.A. DE FINANZAS	
FIDUCIARIO	
Calificación de Solvencia	BBB-py
Tendencia	Fuerte
Operaciones Fiduciarias	Fideicomisos de Administración, Garantía y Titularización.

Fuente: Informe de Calificación de Riskmétrica a Abril/2017

Al cierre de marzo de 2017, de acuerdo a la última tasación realizada en el mes junio de 2016, los bienes inmuebles fideicomitidos dentro del patrimonio autónomo han alcanzado un valor de mercado de G. 143.319 millones, o su equivalente de USD. 25,6 millones, siendo el valor de venta rápida de G. 98.673 millones o USD. 17,6 millones (al tipo de cambio de G. 5.597, correspondiente al cierre de mayo/2017).

Este importe de la garantía excede suficientemente la relación de cobertura mínima requerida de 200% sobre el saldo de títulos emitidos. Por otro lado, si bien la Adenda N° 2 del contrato de aparecería contempla el flujo futuro total de ingresos previstos hasta el vencimiento del contrato de aparecería, a la fecha, el saldo de las emisiones vigentes es de USD 3.700.000, de los cuales se encuentran próximos a vencer USD 600.000 (agosto/2017), correspondiente a la última serie del PEG USD1, más intereses.

Ahora bien, en relación a la proyección del flujo futuro de caja de Agronadera La Susana para el período mayo/2017-2024, se han reflejado ajustes a partir de la última emisión de bonos PEG USD2 por la reestructuración de pasivos de corto plazo y por las nuevas proyecciones de rendimiento de sus cultivos con la habilitación de nuevas tierras, así como la reorientación de sus políticas de cultivo, evidenciada principalmente en la decisión de cultivar en mayores proporciones soja, soja zafriña y maíz zafriña, a través de un sistema de producción conocido como siembra directa, sustituyendo la siembra de chí a en la que habían incurrido. Además, se aprecia la incorporación de flujos por la comercialización de ganado de manera continua desde el año 2017, lo cual generaría ingresos adicionales al fideicomitente.

Los fideicomitentes, a través de las Agroganaderas 43 S.A. y La Susana, mantienen un esquema de comercialización de oleaginosas principalmente de soja. Además, han invertido en un sistema de regadío, el cual se encuentra pendiente de ampliación, y cuentan también con un silo ampliado para el almacenamiento de los granos, en caso de que no se produzca la salida de la totalidad de la cosecha.

Por último, cabe mencionar que el Fiduciario Finlatina S.A. de Finanzas, encargado de la administración de garantía del Fideicomiso, se encuentra autorizado y habilitado a operar desde el año 2003, con una calificación actualizada "BBB-py" con tendencia "Fuerte". La misma tiene plena capacidad jurídica para adquirir derechos y contraer obligaciones con cargo al patrimonio autónomo del Fideicomiso La Susana. Su Unidad de Negocios Fiduciarios que, si bien se encuentra dentro de la estructura organizacional de la Financiera, cuenta con una contabilidad independiente y reporta directamente al Directorio. Además, dispone de una asesoría jurídica externa de reconocida trayectoria, y se beneficia de la tecnología de la Entidad. Actualmente, cuenta con una dotación de personal que administra una importante cantidad de fideicomisos de garantía, y en menor medida de titularizaciones.

## TENDENCIA

La tendencia asignada a la calificación es "Estable", atendiendo a la performance del desarrollo del fideicomiso, reflejado en el aporte de los cánones a partir de la explotación agrícola, según contrato de aparecería y la correspondiente amortización de los capitales e intereses de los títulos emitidos. No obstante, se consideran las últimas reestructuraciones registradas de pasivos y la necesidad de financiamiento permanente por parte de Agroganadera La Susana para calzar sus obligaciones en el corto plazo, además que la explotación de tierras agrícolas se expone a la volatilidad de precios internacionales de granos y a factores climáticos, minimizado gradualmente por el sistema de regadío implementado.

Igualmente, Solventa espera que las proyecciones de producción e ingresos de las empresas de los Fideicomitentes sean alcanzadas, a partir de los supuestos y escenarios establecidos, los cuales seguirá monitoreando periódicamente. Asimismo, continuará realizando el seguimiento correspondiente en cuanto a la reorganización administrativa-contable de la Agroganadera que, de no observarse mejoras en dicha área en cuanto a la provisión de las informaciones en tiempo y forma, podrían incidir nuevamente en la revisión de la calificación de los programas emitidos.

## FORTALEZAS

- Amplia experiencia y trayectoria de los fideicomitentes en el sector agrícola, que apunta a la diversificación con producción ganadera.
- Importante respaldo patrimonial de los fideicomitentes en activos fijos.
- Elevada cobertura de los bienes fideicomitidos con relación a los títulos de deuda emitidos.
- La siembra y cosecha de soja, que constituye el principal "commodity" en el país, permite un volumen de ingresos importantes para las empresas de los fideicomitentes.
- Sistema de producción de siembra directa concentrado actualmente en cultivos de renta.
- Implementación de un sistema de regadío que permite atenuar parcialmente factores climáticos.
- Habilitación de nuevas tierras para mayores hectáreas de producción agrícola.

## RIESGOS

- La explotación de la tierra y el rendimiento de la producción de granos se encuentran expuestas a las variaciones adversas de precios internacionales de grano, así como factores climáticos.
- La fuente de repago de las obligaciones se halla supeditada a una producción agrícola variable considerando los factores internos y externos en el referido sector.
- Utilización de agroquímicos y fertilizantes podrían generar contratiempos con personas físicas o jurídicas.
- Acotada generación de informaciones contables financieras, que limitan la oportuna toma de decisiones y análisis de las obligaciones emergentes.

## 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 de USD 3.000.000.

Dicho contrato ha tenido modificaciones posteriores, específicamente para garantizar la segunda y tercera emisión de bonos en el año 2012 y 2016, por valor de USD 2.500.000 (PEG USD1) y de USD 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 Filantina 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 Guayaibí, 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 respaldar el cumplimiento de los compromisos por la emisión de títulos de deuda de oferta pública en la Bolsa de Valores de Paraguay, bajo el esquema de los Programas de Emisión Global USD1 y USD2, cuyos saldos ascienden a USD 600.000 (vto.30/08/2017) y USD 3.100.000, respectivamente, quedando pendiente de emisión un saldo de USD 1.900.000 del PEG USD2, monto que se estaría emitiendo dentro del presente año.

De acuerdo a la última valuación realizada por el tasador Ing. Blás Pessolani, en junio de 2016, el valor del patrimonio autónomo asciende a G. 143.319 millones, o su equivalente de USD. 25,6 millones, siendo el valor de venta rápida de G. 98.673 millones, equivalente a USD. 17,6 millones (tipo de cambio utilizado G. 5.597, correspondiente al cierre de mayo/2017), con lo cual se excede suficientemente la relación de cobertura de garantía mínima requerida de 200% sobre el saldo de títulos emitidos.

VALOR DE BIENES SEGÚN TASACIÓN	
DESCRIPCIÓN	VALOR G.
Finca N° 561 Padrón N° 19.831 Fracción B	28.687.674.934
Infraestructura de Obras y Mejoras	100.143.028
Finca N° 1.289 Padrón N° 1.628 Fracción A	111.886.276.708
Infraestructura de Obras y Mejoras	2.644.985.890
<b>TOTAL TASACIÓN*</b>	<b>143.319.080.560</b>

Fuente: Tasación practicada por el Ing. Blas Pessolani en junio de 2016.

\* Valor de tasación de venta rápida G. 98.673.200.000 s/ Rectificatoria de la cuarta modificación del Contrato de Fideicomiso La Susana de fecha 24/06/2016

Además, se encuentra conformado por el flujo de cánones por aparcería, que constituye la fuente de pago de los bonos emitidos. Según lo estipulado en el contrato de fideicomiso, el Fiduciario mantiene vigente un contrato de aparcería, por medio del cual cede a Agroganadera 43 S.A. (aparcerero) 2.000 (dos mil) hectáreas del inmueble individualizado como Finca N° 1.289 (actualmente N° 1.694, según último informe de tasación) Fracción "A", Departamento de San Pedro, Distrito Guayaibí. En este sentido, queda bajo responsabilidad del aparcerero la explotación agrícola de la misma, y por el cual se obliga a abonar a la fiduciaria cánones de explotación conforme a un calendario de pagos. Este contrato de aparcería ha sido modificado primeramente por la Adenda N° 1 en octubre de 2012 y por la Adenda N° 2, en fecha 07 de junio de 2016, estableciéndose en esta última nuevos plazos de duración (8 años), así como los nuevos precios de cánones anuales que Agroganadera 43 S.A. debe abonar al fideicomiso en las fechas coincidentes con las amortizaciones de intereses y capitales de los bonos. Cabe mencionar que se encuentra estipulado que los precios de los cánones del contrato pueden ser actualizados de forma anual.

CANON DE EXPLOTACIÓN		
AÑO	MONEDA	VALOR
2016	USD	1.744.161
2017	USD	1.064.088
2018	USD	458.250
2019	USD	1.084.809
2020	USD	1.033.683
2021	USD	975.534
2022	USD	917.978
2023	USD	1.386.214
2024	USD	1.243.068

Fuente: Contrato de Aparcería.

En dicho contrato, se ha establecido que el aparcerero cultive las siguientes especies de acuerdo a la época del año: soja, girasol, maíz, maíz zafriña, sorgo o cualquier otro cultivo rentable sin que esto afecte al cultivo y cosecha del producto principal que es la soja. En ese sentido, la proyección del flujo futuro de recursos prevista para los próximos años ha reflejado ajustes con respecto a los escenarios previstos inicialmente, debido a la reorientación de sus políticas de cultivo, evidenciada en la decisión de cultivar principalmente soja, soja zafriña y maíz zafriña.

## CARACTERÍSTICAS DE LA ESTRUCTURA

### INFORMACIÓN DEL FIDEICOMITENTE Y BENEFICIARIO

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.". El origen de las operaciones se remonta al año 1968, cuando el Sr. Ricardo Sosa Gautier adquiere 7.000 há. de tierra de La Industrial Paraguaya S.A. (LIPSA), en el Departamento de San Pedro, así como otras fracciones más, donde comienza a incursionar en las actividades de producción ganadera.

A partir del año 1989, luego de importantes inversiones en la zona, inicia el desarrollo agrícola con el cultivo del algodón, y más tarde comienza a incursionar en el cultivo de soja y maíz, mejorando de esta manera los márgenes y la rentabilidad.

Conforme a las características de un negocio familiar, 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. Se encuentran posicionados como uno de los más antiguos e influyentes de la zona y en el sector donde opera, 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 secaderos y prelimpiadoras, además de contar con maquinarias de tecnología avanzada, dando esto un adecuado respaldo para la cosecha de granos, así como para aumentar áreas mecanizadas. Anteriormente, además de la soja, plantaban también maíz, chíá y feijao, pero a partir del año 2014, se han dedicado a plantar exclusivamente 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 ricos, como los suelos rojos 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.

En tal sentido, cabe mencionar que han migrado a un sistema de producción 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, con parte de los fondos percibidos por los bonos del PEG USD1 y también del PEG USD2, han instalado un sistema de riego pivot, el cual se encuentra en proceso de ampliación. Con esto, se espera atenuar eventuales cambios climáticos y aumentar el rendimiento de las cosechas por hectáreas. 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 Agroganadera La Susana.

Con relación a la chíá, que anteriormente era cosechada por la empresa, han dejado de cultivarla debido a las dificultades existentes en su mercado, conservando a la fecha un stock de 280 toneladas, disminuyendo con relación al año pasado, por la venta de 220 toneladas, siendo su valor a mayo/2017 de USD 238.000.

Por otra parte, con respecto a las obligaciones contraídas por la Agroganadera, se encuentran principalmente las emisiones de bonos vigentes, que a la fecha ascienden a USD 3.700.000, de las cuales corresponden USD. 600.000 a la última serie del PEG USD1, cuyo vencimiento se tiene previsto para agosto/2017 y USD 3.100.000 a las series del PEG USD2 emitidas durante el año 2016. Cabe señalar, que ambos programas han sido destinados en gran proporción a la reestructuración de pasivos de corto plazo.

Con respecto a las informaciones recogidas del sector agrícola con relación a la soja, aún con una producción récord en comparación a años anteriores, en materia de cantidad y calidad, el precio en el mercado internacional continúa por debajo de lo esperado, lo que sumado a las pérdidas reportadas en el cultivo de soja zafriña a causa de las abundantes lluvias caídas, podrían afectar los ingresos esperados por los productores. Al respecto, de acuerdo al informe sobre comercio exterior elaborado por el Banco Central del Paraguay, se ha reportado ingresos para el sector sojero por USD 3.128 millones para el año 2016, representando un incremento de USD 184 millones, en comparación al registrado un año antes (2015), que ha sido de USD 2.944 millones.

Con lo expuesto precedentemente, resulta importante mencionar que aún con las condiciones evidenciadas en el sector agrícola, el respaldo patrimonial con el que cuenta Agroganadera La Susana, le ha permitido recurrir continuamente a préstamos bancarios, de manera a afrontar los compromisos asumidos.



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 el directorio de la 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.

FINLATINA S.A. DE FINANZAS	
PLANA DIRECTIVA Y GERENCIA DE FIDEICOMISO	
Plana Directiva	Cargo
Marcelo Martínez Vargas	Presidente
Enrique Bendaña Palumbo	Vicepresidente-Gte. Gral.
María Cristina Martínez de Cáceres	Director Titular
Andrés Bendaña Palumbo	Director Titular
Blanca Rivarola de Cabañas	Director Titular
Plana Ejecutiva Fiduciaria	
Noelia Martínez Sánchez	Gerente de Fideicomisos

## DESARROLLO DEL FIDEICOMISO

El fideicomiso La Susana ha sido constituido 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. En ese sentido, la fiduciaria recibirá los bienes fideicomitidos, conservará su titularidad, y los administrará, quedando el patrimonio autónomo especialmente afectado al pago de las obligaciones con los tenedores de títulos en el mercado de valores. Asimismo, el Fiduciario ha firmado un contrato de aparcería con Agroganadera 43 S.A., propiedad de uno de los fideicomitentes, a través de los cuales 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.

Al respecto, la primera emisión instrumentada del fideicomiso ha sido de USD 3.000.000 bajo el sistema tradicional (ST), que data de setiembre de 2009. Luego, en agosto de 2012, los fideicomitentes han recurrido a una segunda emisión de títulos de deuda bajo el Programa de Emisión Global USD1, 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 pautadas, hasta la suma de USD 2.500.000, de las cuales han sido emitidas y colocadas USD 2.000.000, a un plazo máximo de 5 (cinco) años, con 2 (dos) años de gracia para el vencimiento del capital.

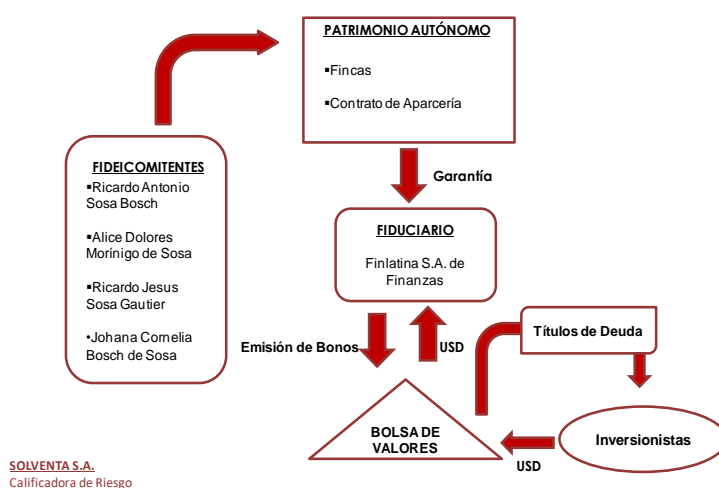
Posteriormente, a inicios del año 2016, los fideicomitentes han decidido recurrir nuevamente al mercado de valores, a través de una tercera emisión de títulos de deuda bajo el Programa de Emisión Global USD2, por un valor máximo de USD 5.000.000, a 8 (ocho) años de plazo, respaldado por el mismo patrimonio autónomo, con la condición de que se dé prioridad en la prelación del cobro, a las emisiones de bonos vigentes, en caso de liquidación del patrimonio autónomo. Hasta la fecha fueron emitidas y colocadas cinco series por un valor total de USD 3.100.000. Los fondos obtenidos por la emisión de bonos han sido destinados a la reestructuración de pasivos de corto plazo, la implementación de un sistema de producción sostenible a través de recuperación de tierras por rotación de cultivos y cultivos de especies no intensivas, así como para incrementar el área productiva y soporte de maquinarias.

Es así, que el saldo de las emisiones vigentes, a la fecha del presente informe, es de USD 3.700.000, quedando próximo a vencer (agosto/2017) la última serie del PEG USD1 por valor de USD 600.000.

Con relación al patrimonio autónomo, este 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 sean colocados en el mercado primario, la fiduciaria recibirá los recursos provenientes de cada colocación y los entregará 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.

En ese sentido, es importante mencionar, que los recursos financieros obtenidos por las emisiones de bonos del PEG USD1, han sido destinados a inversiones para mejorar la capacidad productiva, a través de la implementación de un sistema de regadío artificial por pivot, mediante el cual se ha comenzado a trabajar en 680 hectáreas de un total de aproximadamente 3.000 hectáreas, distribuidos en 8 (ocho) círculos de 85 hectáreas, con 3 (tres) brazos de pivot. Lo cual ha contribuido a

ESQUEMA GRÁFICO DE FUNCIONAMIENTO DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL FIDEICOMISO ADMINISTRACIÓN Y GARANTÍA LA SUSANA



obtener mejores rendimientos en dichas hectáreas, en periodos de sequías no muy prolongados, además de contar con un equipo especializado en riego y manejo de los pivots.

Además, cabe resaltar que con la emisión del PEG USD2, si bien se ha previsto aumentar la cantidad de brazos de pivots, con una inversión de aproximadamente de USD 650.000, evitando de esta manera el traslado de los brazos pivots de un círculo a otro, a la fecha aún no se ha realizado dicha inversión.

## **MECANISMOS DE SEGURIDAD Y APOYO CREDITICIO**

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).

## **FLUJO DE CAJA PROYECTADO MAYO-2017/2024**

La proyección del flujo de ingresos y egresos para el periodo mayo-2017/2024, ha sido actualizada a partir de la última emisión de bonos en el mercado de valores (PEG USD2), cuyo valor total asciende a USD 5.000.000, a 8 (ocho) años de plazo, de los cuales han sido colocados USD 3.100.000 en el año 2016, con respaldo del mismo patrimonio autónomo. En la misma se ha previsto la liquidación del stock de chíá para el presente año, los ingresos por venta de animales, la reestructuración de pasivos de corto plazo, además de tomar en cuenta la evolución de los ingresos, que constituyen la fuente de repago de las obligaciones.

En tal sentido, los ingresos de la Agroganadera provienen principalmente de la comercialización de granos como la soja, soja zafríña y maíz zafríña, ajustándose con respecto a los escenarios anteriormente previstos, debido a la reorientación de sus políticas de cultivo, evidenciada principalmente en la decisión de cultivar las tres especies mencionadas, sustituyendo el proyecto productivo de siembra de chíá en la que habían incursionado, debido al alto rendimiento y rentabilidad principalmente de la soja. Cabe resaltar, que a la fecha cuentan con un saldo de chíá de aproximadamente de USD 350.000 (280 toneladas), por la importante acumulación de granos mantenidos en stock, debido a los bajos precios registrados en años anteriores, pero el cual ha disminuido con respecto al stock del año anterior, por la venta de 220 toneladas.

En cuanto a la evolución de los ingresos operativos, se prevé para el resto del año 2017 (May./Dic. 2017), un valor aproximado de USD 1.729.600, el cual incluye el saldo pendiente del stock de chíá de zafras anteriores, además de la comercialización de ganado, propiedad de los fideicomitentes, actividad que se extendería durante los próximos años. Luego, a partir del 2018 se ha previsto un crecimiento en promedio de 7% anual, con picos más elevados para los años 2019 y 2020, con tasas del 12% y 11%, respectivamente, para luego ir disminuyendo en los siguientes años, hasta llegar a un crecimiento de solo 2% para el final del periodo analizado (año 2024).

Por su parte, se ha previsto egresos operativos por USD 1.248.735, para el año 2017 (de mayo a dic/2017), cuya mayor preponderancia se observa en los gastos variables (gastos correspondientes a la preparación y cuidado de cultivos, así como del ganado). Además, se tiene previsto realizar una inversión edilicia por USD 100 mil, dentro del presente año y habilitación de tierras hasta el año 2021 por un valor USD 140.400 cada año. Para los siguientes años, se ha previsto un crecimiento promedio del 5%, cuyo pico más elevado se ha observado en el año 2019, donde el mayor incremento se da en los gastos variables (cultivo de maíz zafríña), pero disminuyendo para los siguientes años, hasta alcanzar un crecimiento de solo 1% para los tres últimos años (2022, 2023 y 2024).

Con relación al costo de los cultivos, se han realizado las proyecciones en base a los costos asumidos por la empresa en las últimas zafras, además de compararlos con la media del sector. También se ha tenido en cuenta la habilitación de tierras a realizarse en los próximos años para aumentar la producción de los cultivos, hecho que demandará mayores costos de producción. En el caso de la soja, los costos representan el 42,4% en promedio sobre los ingresos, mientras que para el cultivo de maíz zafríña, los costos representan el 76,8% en promedio sobre los ingresos, demostrando de esta forma márgenes más atractivos para el cultivo de la soja.

Es así, que para el flujo de caja proyectado se han expuesto calces operativos positivos hasta el año 2024, por encima de los reportados en el flujo de caja anterior, debido al mayor saldo disponible estimado al final del presente ejercicio.

En cuanto a las series vigentes, el último capital pendiente del PEG USD1 será amortizado en su totalidad en agosto/2017, mientras que el primer pago de la última emisión (PEG USD2) vence en el año 2019 por USD 650.000, manteniéndose dicho importe para el año 2020, disminuyendo a USD 600.000, para los años 2021, 2022 y 2023, quedando pendiente de emisión un saldo de USD 1.900.000, el cual estiman emitir entre julio y agosto/2017, de los cuales estaría venciendo USD 700.000 en el año 2023 y USD 1.200.000 para el año 2024. Con relación a los intereses de la última emisión, se ha iniciado el pago a partir de setiembre de 2016.

Además, dentro de la estructura de ingresos financieros se ha proyectado la obtención de préstamos bancarios por USD 1.490.000 para el presente ejercicio, aumentando a USD 1.700.000 para los siguientes tres años, y luego disminuyendo a USD 500.000 en los años 2022 y 2023. Con respecto a los egresos financieros, se ha considerado la reestructuración de deudas, siendo el importe más elevado para el año 2017, por un valor de USD 2.676.719, para luego ir disminuyendo gradualmente en los siguientes años hasta alcanzar USD 545.000 al final del periodo (año 2024), siendo utilizado para el efecto aproximadamente el 76% de la última emisión de bonos.

Cabe resaltar que, para dichas proyecciones de flujo futuro, se han tomado en cuenta el aumento de la producción debido a la habilitación de nuevas tierras, sumado al mejor manejo de suelos a partir de la siembra directa, la implantación de nuevas variedades de semillas mejor adaptadas al suelo de San Pedro, así como la incorporación de técnicos de vasta experiencia en el sector, factores que permitirían aumentar los rendimientos por hectáreas.

Finalmente, las condiciones existentes en el sector agrícola como los precios internacionales de granos, así como factores climáticos y de suelo, han puesto a la Agroganadera en la necesidad de financiamiento permanente para acompañar el crecimiento de los negocios y cumplir con sus obligaciones operativas y financieras, lo cual se ha visto reflejado en los flujos netos anuales proyectados.

<b>FLUJO DE CAJA DEL FIDEICOMITENTE - PERIODO MAYO-2017/2024</b>								
<b>En Dólares Americanos</b>								
<b>CONCEPTOS</b>	<b>may/17-dic/17</b>	<b>2.018</b>	<b>2.019</b>	<b>2.020</b>	<b>2.021</b>	<b>2.022</b>	<b>2.023</b>	<b>2.024</b>
Saldo Inicial Disponible	300.000	672.058	653.570	533.319	740.122	748.473	816.492	1.300.790
<b>INGRESOS OPERATIVOS</b>	<b>1.729.600</b>	<b>3.679.138</b>	<b>4.123.741</b>	<b>4.567.993</b>	<b>4.839.749</b>	<b>5.225.320</b>	<b>5.425.104</b>	<b>5.553.603</b>
Soja	574.937	2.728.050	2.827.897	3.138.629	3.381.782	3.738.035	3.907.766	4.005.461
Maiz Zafriña	517.000	517.200	857.238	987.946	1.012.645	1.037.961	1.063.910	1.090.508
Soja Zafriña	145.063	148.689	153.406	156.217	160.122	164.125	168.228	172.434
Chia	350.000	0	0	0	0	0	0	0
Ganado	142.600	285.200	285.200	285.200	285.200	285.200	285.200	285.200
<b>EGRESOS OPERATIVOS</b>	<b>1.248.735</b>	<b>2.579.276</b>	<b>2.995.183</b>	<b>3.163.507</b>	<b>3.341.865</b>	<b>3.365.323</b>	<b>3.409.592</b>	<b>3.443.523</b>
Infraestructura	253.600	200.400	200.400	200.400	200.400	60.000	60.000	60.000
Gastos Fijos	206.153	320.182	340.070	373.110	410.764	449.747	430.243	430.243
Gastos Variables	788.982	2.058.694	2.454.713	2.589.996	2.730.700	2.855.576	2.919.349	2.953.279
<b>CALCE OPERATIVO NETO</b>	<b>480.865</b>	<b>1.099.863</b>	<b>1.128.558</b>	<b>1.404.486</b>	<b>1.497.885</b>	<b>1.859.997</b>	<b>2.015.512</b>	<b>2.110.080</b>
<b>INGRESOS FINANCIEROS Y OTROS</b>	<b>3.390.000</b>	<b>1.700.000</b>	<b>1.700.000</b>	<b>1.700.000</b>	<b>1.300.000</b>	<b>500.000</b>	<b>500.000</b>	<b>0</b>
Bonos Largo Plazo	1.900.000	0	0	0	0	0	0	0
Otros Préstamos	1.490.000	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.300.000	500.000	500.000	0
<b>EGRESOS FINANCIEROS</b>	<b>3.498.807</b>	<b>2.818.350</b>	<b>2.948.810</b>	<b>2.897.683</b>	<b>2.789.534</b>	<b>2.291.978</b>	<b>2.031.214</b>	<b>1.788.068</b>
Interes	222.088	458.250	434.810	383.683	325.534	267.978	186.214	43.068
Capital	600.000	0	650.000	650.000	600.000	600.000	1.300.000	1.200.000
Reestructuración de Deuda	2.676.719	2.360.100	1.864.000	1.864.000	1.864.000	1.424.000	545.000	545.000
<b>CALCE FINANCIERO NETO</b>	<b>-108.807</b>	<b>-1.118.350</b>	<b>-1.248.810</b>	<b>-1.197.683</b>	<b>-1.489.534</b>	<b>-1.791.978</b>	<b>-1.531.214</b>	<b>-1.788.068</b>
<b>FLUJO NETO DEL AÑO (1+2-3-4)</b>	<b>672.058</b>	<b>653.570</b>	<b>533.319</b>	<b>740.122</b>	<b>748.473</b>	<b>816.492</b>	<b>1.300.790</b>	<b>1.622.802</b>

Fuente: Agroganadera La Susana



## CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

### PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL USD2

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 USD2, por un valor máximo de USD 5.000.000, cuyo plazo de vencimiento va hasta 8 (ocho) años, 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, así como a la condición de que se dé prioridad en la prelación del cobro para las emisiones de bonos del PEG USD1, en caso de liquidación del patrimonio autónomo.

Dichos recursos financieros serán destinados a la reestructuración de pasivos de corto plazo (76% aprox.), a la inversión e implementación para el incremento del área de cobertura de regadío artificial de 500 hectáreas, con el objetivo de atenuar las contingencias emergentes de la exposición al riesgo climático en las áreas afectadas por esta tecnología (13% aprox.), el cual aún se encuentra pendiente de realización, a la 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.), al incremento del área productiva (2% aprox.), y soporte de maquinarias para el efecto (3,2% aprox.).

Al cierre de marzo de 2017, el patrimonio autónomo ha estado conformado principalmente por bienes inmuebles, cuyo valor asciende a G. 143.319 millones, de acuerdo a la última tasación realizada en el mes junio de 2016, o su equivalente de USD. 25,6 millones, siendo el valor de venta rápida de G. 98.673 millones, equivalente a USD. 17,6 millones (tipo de cambio utilizado G. 5.597, correspondiente al cierre de mayo/2017).

El presente 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.

FIDEICOMISO LA SUSANA				
RESUMEN DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL USD2				
CARACTERÍSTICAS	DETALLES			
EMISOR-FIDUCIARIO	Finlatina S.A. de Finanzas			
FIDEICOMITENTES	Ricardo Jesús Sosa Gautier - Johana Cornelia Bosch de Sosa - Ricardo Antonio Sosa Bosch - Alice Dolores Morinigo de Sosa.			
ACTA DE APROBACIÓN DE EMISIÓN	Asamblea de Tenedores de Bonos de fecha 09/07/2015			
DENOMINACIÓN DEL PROGRAMA	USD2			
RESOLUCIÓN DE APROBACIÓN	CNV N° 42E/16 de fecha 21/07/2016			
MONTO DEL PROGRAMA	USD 5.000.000			
MONTO COLOCADO	USD 3.100.000			
	Emitidos	Monto	Tasa de Interés	Vencimiento
	SERIE I	USD 650.000	8,25%	22-04-19
	SERIE II	USD 650.000	8,50%	21-04-20
	SERIE III	USD 600.000	8,75%	21-04-21
	SERIE IV	USD 600.000	9,00%	21-04-22
	SERIE V	USD 600.000	10,00%	21-04-23
PLAZOS	8 años			
DESTINO DE 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.).			
GARANTÍA	Garantía fiduciaria de fincas agrícolas por un monto no inferior al 200% del capital.			
RESCATE ANTICIPADO	Se contará con la posibilidad de Rescate Anticipado, de acuerdo a lo establecido en la Res. N° 1013/11 de la BVPASA.			
AGENTE ORGANIZADOR Y COLOCADOR	Capital Markets S.A.			
REPRESENTANTE DE OBLIGACIONISTAS	Capital Markets S.A.			

Fuente: Prospecto del Programa de Emisión Global USD2 Fideicomiso La Susana

### DETALLE DE EMISIONES ANTERIORES Y VIGENTES

El fideicomiso La Susana, ha sido constituido por Escritura Pública N° 589 de fecha 19 de agosto de 2009, que fuera modificado por Escritura Pública N° 702 del 9 de octubre de 2009, luego se ha realizado la segunda modificación según Escritura Pública N° 955 del 22 de octubre del 2012, una tercera modificación según Escritura Pública N° 1.219 del 23 de noviembre de 2015, y la cuarta y última modificación según Escritura Pública N° 315 en fecha 7 de marzo de 2016, con su respectiva rectificatoria de fecha 24 de Junio de 2016.

Dicho fideicomiso ha sido constituido como garantía para la emisión de Títulos de Deuda bajo el Sistema Tradicional de Negociación (ST) por un total de USD 3.000.000 millones, de conformidad con la autorización expresa contenida en Acta N° 600 de fecha 30 de junio de 2009. Igualmente, respalda la emisión del PEG USD1, a través del Sistema Electrónico de

Negociación (SEN), por un monto máximo de USD 2.500.000 millones, según Acta N° 818 del 29 de agosto de 2012, del cual ha sido emitido y colocado un total de USD 2 millones. Y por último, respalda la emisión del PEG USD2, también a través del SEN, por un valor máximo de USD 5.000.000, según Acta N° 1002 de 22 de julio de 2016, del cual ha sido emitido y colocado USD 3.100.000.

Es así que, al corte de marzo de 2017, el fideicomiso mantiene emisiones vigentes por USD 3.700.000 millones bajo las emisiones mencionadas en el párrafo precedente, manteniendo similares características de garantía y funcionamiento, y encontrándose próxima a vencer la última serie del PEG USD1 de USD 600.000, en el mes de agosto del presente año, además de los intereses previstos de ambos programas.

FIDEICOMISO LA SUSANA							
Resumen de la Emisión de Bonos Vigentes							
Resolución	Programa de Emisión Global	Series	Moneda	Monto Colocado (USD)	Saldo Vigente	Vencimiento de Capitales	Destino de Fondos
CNV N° 66E/12	USD1	I	USD	300.000	0	29-08-14	Mejorar la capacidad productiva a través de la implantación de un sistema de riego artificial, y reestructuración financiera.
CNV N° 66E/12	USD1	II	USD	500.000	0	31-08-15	
CNV N° 66E/12	USD1	III	USD	600.000	0	31-08-16	
CNV N° 66E/12	USD1	IV	USD	600.000	600.000	30-08-17	
<b>Sub Total</b>				<b>2.000.000</b>	<b>600.000</b>		
CNV N° 42E/16	USD2	I	USD	650.000	650.000	22-04-19	Reestructuración de pasivos, inversión e implementación para el incremento del área de cobertura de riego artificial, implementación de un sistema de producción sostenible, incremento del área productiva y soporte de maquinarias
CNV N° 42E/16	USD2	II	USD	650.000	650.000	21-04-20	
CNV N° 42E/16	USD2	III	USD	600.000	600.000	21-04-21	
CNV N° 42E/16	USD2	IV	USD	600.000	600.000	21-04-22	
CNV N° 42E/16	USD2	V	USD	600.000	600.000	21-04-23	
<b>Sub Total</b>				<b>3.100.000</b>	<b>3.100.000</b>		
<b>Totales</b>				<b>5.100.000</b>	<b>3.700.000</b>		

Fuente: Resumen de emisiones vigentes al corte de marzo de 2017.

## ANEXO I

NOTA: El Informe ha sido preparado en base a los Estados Financieros Anuales Auditados del Fideicomiso La Susana al cierre de junio de 2016 y Estados Financieros Preliminares al cierre de diciembre de 2016, y de los Informes de Gestión Trimestral proveídos por el Fiduciario al corte de marzo de 2017, informaciones que permitieron realizar un análisis de la calidad y mantenimiento del valor del Patrimonio Autónomo, así como de los antecedentes e informaciones complementarias relacionadas a la gestión del Fideicomitente y del Fiduciario, siendo representativas y suficientes para la evaluación de la emisión.

La emisión de títulos de deudas bajo el Programa de Emisión Global USD2 del Fideicomiso La Susana, ha sido sometido al proceso de calificación cumpliendo con todos los requisitos del marco normativo, y en virtud a lo que establece la Ley N° 3899/09 y la Resolución CNV N° 1241/09 de la Comisión Nacional de Valores, así como de los procedimientos normales de calificación de Solventa.

INFORMACIÓN RESUMIDA EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN:

1. Informaciones sobre el Fideicomiso
  - Contrato de Fideicomiso La Susana, de fecha 19/08/2009.
  - Adenda de fecha 10/09/2012.
  - Adenda de fecha 23/11/2015.
  - Adenda de fecha 19/04/2016.
  - Prospecto del Programa de Emisión Global USD2.
  - Contrato de Aparecería y las Adendas N° 1 y 2.
  - Detalle de los pagos registrados por el Aparcerero al Fiduciario.
  - Informes de Tasación de los inmuebles fideicomitados de fechas 18/06/2015 y 09/06/2016.
2. Informaciones sobre el Fiduciario
  - Plana Directiva y Ejecutiva de la Entidad.
  - Estructura y nómina de responsables de la Unidad, con una breve indicación de su trayectoria y experiencia.
  - Breve reseña de la gestión del Departamento Fiduciario.
  - Informe Anual de Auditoría Externa del Fideicomiso La Susana.
  - Informe de Gestión Trimestral del Fiduciario.
  - Informe Anual de Valoración del Patrimonio Autónomo.
3. Informaciones sobre los Fideicomitentes
  - Identificación de los Fideicomitentes.
  - Estados Contables Anuales de Agroganadera La Susana.
  - Informe Anual de Auditoría Externa de Agroganadera La Susana.
  - Flujo de caja proyectado período mayo-2017/2024.
  - Libro de Compras (Costos e Insumos).
  - Libro de Ventas.
  - Proyecto Productivo Zafra 2016/2017.
  - Detalle de las cuentas a cobrar y a pagar.

LOS PROCEDIMIENTOS SE REFIEREN AL ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE:

1. La estructura legal y operativa del Fideicomiso, así como los mecanismos de resguardo.
2. Estructura de la emisión, según lo expuesto en el Prospecto de Emisión de Bonos del P.E.G. USD2.
3. Los resguardos y garantías constituidas como respaldo de las inversiones de los tenedores de títulos.
4. La solvencia y aval de los Fideicomitentes, así como su situación financiera y capacidad de pago.
5. Entorno económico y del segmento de mercado.
6. Estructura del contrato de aparcería y del flujo de caja previsto, como fuente de pago de los compromisos.
7. Flujo de caja proyectado coincidente con el tiempo de emisión, a fin de evaluar la calidad de los supuestos y el escenario previsto para los próximos años.

Publicación de la Calificación de Riesgos correspondiente al Programa de Emisión Global USD2 del **Fideicomiso La Susana**, conforme a lo dispuesto en la Ley N° 3899/09 y Resolución CNV N° 1241/09.

CALIFICACIÓN	FECHA DE 1° CALIFICACIÓN	FECHA DE 1° ACTUALIZACIÓN
	JUNIO/2016	JUNIO/2017
P.E.G. USD 2	pyBBB	pyE
TENDENCIA	ESTABLE	---

**Fecha de 2ª actualización:** 10 de julio de 2017.

**Fecha de publicación:** 10 de julio de 2017.

**Corte de calificación:** 31 de marzo de 2017.

**Resolución de aprobación:** CNV N° 42E/16 de fecha 21/07/2016.

**Calificadora:** **Solventa S.A. Calificadora de Riesgo**

**Edificio San Bernardo 2° Piso | Charles de Gaulle esq. Quesada |**

**Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209 | E-mail: [info@solventa.com.py](mailto:info@solventa.com.py)**

FIDEICOMISO LA SUSANA	CALIFICACIÓN LOCAL	
	EMISIÓN	TENDENCIA
PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL 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.**

Solventa incorpora en sus procedimientos el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. El fundamento para la asignación del signo a la calificación final de la Solvencia, está incorporado en el análisis global del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud a su exposición a los distintos factores y de conformidad con metodologías de calificación de riesgo.

**NOTA:** *“La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, un aval o garantía de una emisión o su emisor, sino un factor complementario para la toma de decisiones”.*

**El informe de calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la entidad por lo que Solventa no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la entidad de manera voluntaria.**

La metodología y los procedimientos de calificación de riesgo se encuentran establecidos en los manuales de Solventa Calificadora de Riesgo, las mismas se encuentran disponibles en nuestra página en internet.

Las categorías y sus significados se encuentran en concordancia con lo establecido en la Resolución N° 1241/09 de la Comisión Nacional de Valores, las mismas se encuentran disponibles en nuestra página en internet.

**Mayor información sobre esta calificación en:**

[www.solventa.com.py](http://www.solventa.com.py)

**Elaborado por:**

María Sol Duarte

Analista de Riesgos