

Carsa S.A. (CARSA)

Informe Integral

Calificaciones

ON Serie VI por hasta \$90 MM	A2(arg)
ON Serie VII por hasta \$100 MM (ampliables hasta \$250 MM)	A2(arg)
ON Serie VIII por hasta \$100 MM (ampliables hasta \$150 MM)	A2(arg)

Perspectiva

N/A

Resumen Financiero

(\$ miles)	31/05/17 9 Meses	31/08/16 12 Meses
Total Activos	5.228.999	4.437.262
Deuda Total	3.068.887	2.323.246
Ventas Netas	4.954.698	5.641.215
EBITDA Operativo	647.821	817.398
Margen EBITDA (%)	13,1	14,5
Deuda / EBITDA	3,6	2,8
EBITDA / Intereses	1,1	1,1

Informes Relacionados

Metodología de Calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

Analistas

Analista Principal
 Juan Javier Camarero
 Analista
 +54 11 5235-8139
javier.camarero@fixscr.com

Analista Secundario
 Patricio Bayona
 Director Asociado
 +54 11 5235-8124
patricio.bayona@fixscr.com

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

Factores Relevantes de la Calificación

Consistente generación de EBITDA en un entorno competitivo: CARSA ha aumentado su presencia en distintas provincias y posee una buena capacidad de generación de EBITDA derivada de la venta de bienes durables y de la financiación otorgada a sus clientes, la cual a mayo 2017 representó alrededor del 40% de las ventas agregadas sin un aumento significativo en el nivel de mora asociado producto de la política de crédito. En el año móvil al 31 de mayo de 2017, el EBITDA y la rentabilidad alcanzaron \$ 861 millones y 13,4% respectivamente, en línea con los registros al cierre del ejercicio anterior (31 de agosto de 2016).

Sólido posicionamiento y diversificación geográfica: La empresa se beneficia de una creciente presencia en distintas provincias que derivó en un aumento de su participación de mercado y de las ventas por metro cuadrado. Actualmente, la compañía cuenta con 128 sucursales distribuidas en 11 provincias y CABA. Para el período 2017-2018, la empresa planea una estrategia de expansión menos agresiva que la de años anteriores a la espera de la recuperación de los niveles de consumo.

Altas necesidades de capital de trabajo presionan la generación de fondos: CARSA presenta un flujo de fondos libre históricamente negativo como consecuencia de las significativas necesidades de capital de trabajo para operar en un entorno de elevada inflación. La compañía accede a condiciones de compra competitivas dado su fuerte posicionamiento de mercado, lo cual implica importantes necesidades de financiación que ha podido manejar accediendo a los mercados de crédito bancario y de capitales, y mediante securitizaciones. En el contexto inflacionario actual, y en la medida que se mantenga el nivel de competencia, FIX espera un crecimiento de la deuda nominal y que los ratios de endeudamiento permanezcan relativamente estables. Además, la empresa planea una disminución de los inventarios con baja rotación, lo que reduciría el impacto del capital de trabajo sobre el flujo de caja operativo.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación actual incorpora fundamentalmente nuestra expectativa de una recuperación gradual de la demanda de bienes de consumo durables en un contexto esperado de inflación y tasas decrecientes. Una baja en la calificación podría darse en un escenario adverso en donde se observe una fuerte caída de la demanda y un aumento en la mora, o bien ante mayores necesidades de capital de trabajo que resulten en niveles de deuda más agresivos que los previstos. Por otro lado, no visualizamos una mejora en la calidad crediticia en el mediano plazo dado el perfil financiero de CARSA, que incluye elevados niveles de deuda con coberturas estrechas y una liquidez ajustada.

Liquidez y Estructura de Capital

Elevado apalancamiento de la estructura de capital: A mayo de 2017, la deuda financiera de CARSA era de unos \$3.068 millones (alrededor del 53% correspondía a valores de deuda fiduciaria). A dicha fecha la relación entre endeudamiento y EBITDA alcanzó 3,6x y las coberturas de intereses se encontraban en torno a 1,1x, evidenciando un leve deterioro con respecto al trimestre anterior. Hacia adelante, estimamos que el endeudamiento estará cercano a 3,5x la generación de EBITDA.

Liquidez ajustada, mitigada por el acceso al mercado: El perfil de liquidez de CARSA se encuentra presionado por un calendario de amortización de deudas fuertemente concentrado en el corto plazo (cerca del 90% de la deuda total al 31 de mayo de 2017). No obstante, al considerar los créditos comerciales corrientes y la posición de caja y equivalentes a la misma fecha, la cobertura excede un 1% la deuda corriente. Las cuentas por cobrar derivadas de la financiación otorgada por la compañía proveen un colchón de liquidez frente a la caída del nivel de actividad durante períodos recesivos. Para el futuro, la estrategia financiera de CARSA involucra la refinanciación de pasivos con el objeto de extender los vencimientos de la deuda y reducir su costo financiero. En julio de 2017, la compañía planea una nueva emisión de corto plazo por la suma de \$150 millones que aplicará principalmente a financiar el giro habitual de su negocio.

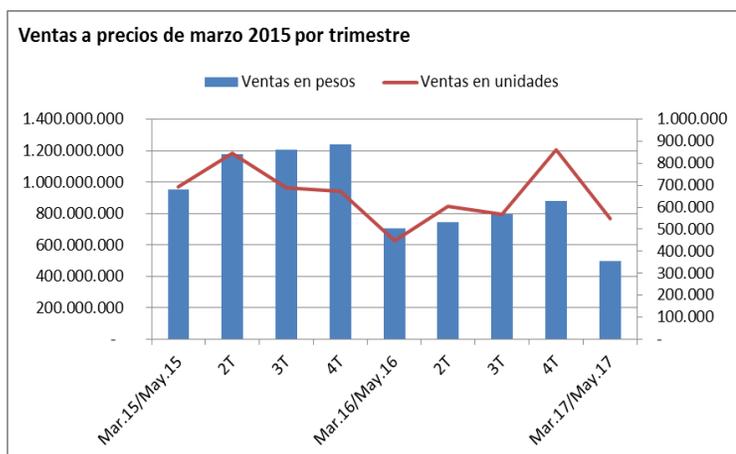
Perfil del Negocio

CARSA se dedica principalmente a la comercialización de bienes de consumo durables hace más de 30 años. En total, posee 128 sucursales localizadas en distintas provincias (con algo más del 90% de las mismas bajo contratos de arrendamiento) y ostenta una fuerte presencia en el norte del país. Además, cuenta con depósitos en Resistencia, Salta, Tucumán y en la Provincia de Buenos Aires para abastecer su red de sucursales, y con un centro logístico cuya construcción finalizó en el año 2015.

En marzo de 2011, CARSA firmó un contrato con Entertainment Depot S.A. (EDSA) por el uso de la marca "Musimundo". La compañía ha adquirido el carácter de licenciataria de dicha marca, cuyo uso le ha sido conferido por el plazo de 5 años prorrogables, bajo las mismas condiciones, hasta alcanzar el plazo de 20 años. Este contrato le ha permitido a CARSA ingresar al mercado de Buenos Aires, que actualmente representa algo más del 33% de las ventas. La empresa posee el 50% del capital de EDSA de manera indirecta, lo cual disminuye el riesgo de finalización del mencionado contrato.

La compañía posee una capacidad de generación de EBITDA que proviene de la venta de bienes durables y de la financiación otorgada para la adquisición de los mismos. En el transcurso del ejercicio 2017, la financiación representó alrededor del 40% sin un aumento significativo en el nivel de mora.

Los ingresos de CARSA incorporan la venta de productos cuya demanda correlaciona con el nivel de actividad económica. A mayo de 2017, las ventas crecieron en términos nominales un 18% respecto al mismo periodo del año anterior. Considerando las ventas en unidades, las mismas crecieron sólo un 9%. La inflación acumulada desde septiembre a mayo 2017 fue de 18% (según los datos relevados por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires), mientras que la inflación acumulada del mismo periodo del año anterior fue del 32%. Esta información deja en evidencia la situación macroeconómica que atraviesa el país, en donde la variación en ventas se explica en mayor medida por el efecto inflacionario que por el aumento de unidades.



En el ejercicio cerrado en mayo de 2017 las ventas de la compañía se realizaron principalmente a plazo, siendo la financiación propia (39%) la principal fuente de compra del consumidor junto con las tarjetas de crédito (40%). Los restantes medios de pago fueron el dinero en efectivo (15%), las tarjetas de débito (5%) y otros (1%). Los préstamos de consumo originados en la financiación otorgada a clientes son cedidos bajo la figura de fideicomisos, donde CARSA mantiene la mayoría de los certificados de participación en su poder. La entrada en vigencia del nuevo régimen de "transparencia de precios" produjo el efecto esperado, generando una disfunción de ventas con tarjeta de crédito del 7% (promedio febrero-mayo de 2017 fue de 35%) mientras que aumentaron las compras con tarjeta de débito y los préstamos de consumo. Sin embargo, en el mes de mayo, se incrementaron las ventas mediante tarjetas de crédito alcanzando niveles similares a los existentes antes de la vigencia del régimen.

Posición Competitiva

CARSA es una empresa líder en la comercialización de artículos para el hogar, electrónicos y de entretenimiento, alcanzando una participación de mercado a nivel nacional cercana al 10%. Si bien en los últimos años no se ha observado un fuerte ritmo de apertura de locales, se verifica un incremento sostenido de las ventas por metro cuadrado, sobre todo tras la firma del contrato para

el uso de la marca "Musimundo" que le permitió a la compañía llegar con sus productos a una amplia masa de consumidores de mediano y alto poder adquisitivo en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y en la Provincia de Buenos Aires.

Estrategia

Debido a la ralentización de la recuperación del nivel de actividad, CARSA se enfocará en mejorar la eficiencia mediante una mejora en la política de manejo de inventarios con el objetivo de mejorar la rotación, mejorar el lay-out de los locales reduciendo el tamaño, y mantener la rentabilidad del canal online. Para el ejercicio siguiente, la compañía está evaluando las opciones de abrir nuevas sucursales a medida que la demanda muestre signos de mejora. Además, planea la emisión de una nueva obligación negociable en el mercado local con el objetivo de refinanciar sus pasivos como lo ha realizado en el pasado.

Administración y Calidad de los Accionistas

CARSA es una empresa familiar de capitales argentinos. La familia participa en el capital de la compañía desde el inicio de sus operaciones, siendo el Sr. José María Franchino su principal accionista con una tenencia del 56%.

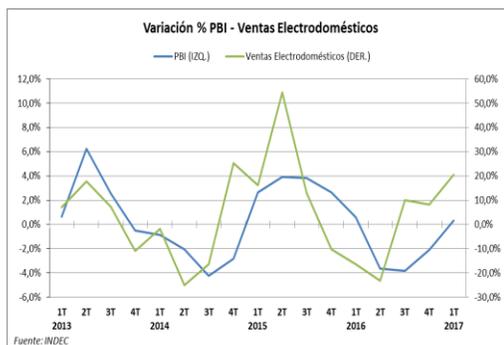
Acciones	%	Accionistas
280.000	56,00%	Jose María Franchino
209.500	41,90%	Ginés Roberto Sáez
5.250	1,05%	Hilda Beatriz Moreno Sáez
5.250	1,05%	Maria Teresa Moreno Sáez

Riesgo del Sector

El consumo de bienes durables se caracteriza por su discrecionalidad, por lo que se encuentra determinado por el entorno macroeconómico y el ingreso disponible de los consumidores. De este modo, la actividad de fabricación y venta de electrodomésticos presenta una alta sensibilidad a cambios en el contexto económico, ya que los consumidores efectúan las decisiones de compras basándose en la disponibilidad de ingreso destinado al consumo no esencial, perspectivas futuras acerca del entorno económico y existencia de alternativas de financiación.

En este sentido, la percepción de los consumidores con respecto al ambiente económico en general y a su economía familiar en particular delimitan las decisiones de consumo. En entornos de incertidumbre con respecto a los prospectos futuros de la economía y ante expectativas deprimidas, el consumo masivo tiende a retraerse al igual que el PBI. En 2016 la disminución del ingreso disponible, sumada a una aceleración de la tasa inflacionaria, afectó las decisiones de compra de bienes durables, añadiendo presión al sector de consumo que tuvo una baja significativa con respecto a períodos anteriores.

Para 2017, se espera que el sector continúe presionado ya que las condiciones macroeconómicas no alcanzan las expectativas que se esperaban a finales de 2016. La combinación de altas tasas de interés y un bajo nivel de actividad continuará presionando los márgenes a la baja sumado a costos en ascenso por un contexto inflacionario que no cede. Por otro lado, desde febrero del presente año, rige el nuevo régimen de "transparencia de precios" que distingue entre el precio de contado y aquel financiado para la adquisición de bienes y la contratación de servicios, con la respectiva diferencia de precios que implica la financiación en cuotas. Esto ralentizó la recuperación del consumo, sobre todo de bienes durables, ya que implica un mayor esfuerzo de compra por parte de los consumidores. En línea con lo anterior, si bien se confirmó la continuidad de los planes de estímulo "Ahora 12" y "Ahora 18", estos pasaron a tener un costo financiero que podría desincentivar las compras en cuotas. Hacia 2018, y de comprobarse efectiva la actual política económica, se espera una recuperación gradual de EBITDA en términos reales.



Factores de Riesgo

- Estructura de capital con un alto componente de deuda de corto plazo. Si bien CARSA cuenta con un adecuado acceso al mercado de crédito bancario, los vencimientos corrientes de su deuda añaden presión a un perfil de liquidez que podría deteriorarse ante un escenario dificultoso para la securitización de las ventas a crédito.
- La elasticidad en la demanda de bienes durables explica cierta volatilidad en los volúmenes de venta de la compañía. Además, existe el riesgo de un incremento en la mora de los clientes frente al deterioro del poder de compra en períodos recesivos de la economía.
- Significativas necesidades de capital de trabajo impactan en la generación de fondos de la empresa y requieren el acceso a diversas fuentes de financiamiento y una eficiente gestión de pasivos.

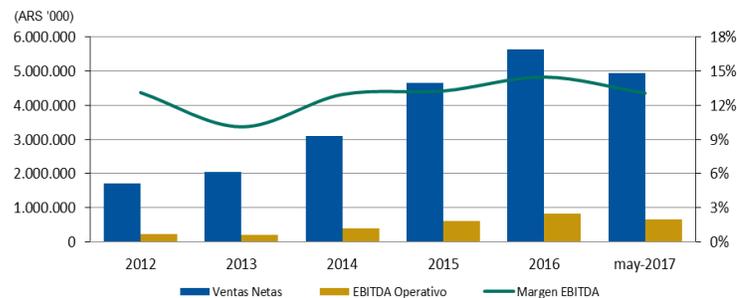
Perfil financiero

Rentabilidad

A mayo 2017, las ventas de CARSA totalizaron \$4.954 MM, lo cual comparado con mayo de 2016, representó un aumento del 18%. En el caso del EBITDA, el mismo fue de \$647 MM con un margen EBITDA de 13,1% que compara positivamente con \$ 603 MM y 14,4% observado en mayo de 2016. El margen operativo, experimentó una caída de aproximadamente de 4,8% debido a un crecimiento de costos y gastos superiores al incremento de las ventas. Esto deja en evidencia el crecimiento del margen financiero (habitual en CARSA) que sostuvo el EBITDA en niveles similares a periodos anteriores.

Hacia adelante la rentabilidad ajustada (derivada de resultados operativos y aquellos de carácter financiero vinculados al giro comercial habitual de la compañía) mostraría una tendencia estable a decreciente por la caída esperada en las tasas de interés, aunque el margen de EBITDA operativo registraría una evolución levemente favorable por los planes de racionalización de gastos que lleva adelante CARSA.

Evolución Ventas - EBITDA



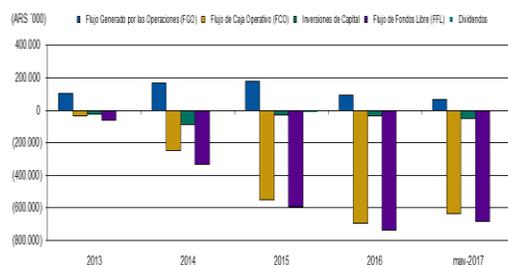
Elaboración: FIX Scr, en base a información auditada.
may-2017: Sólo 9 meses.

Flujo de Fondos

CARSA presenta flujo de fondos presionados debido a la implementación de una estrategia de crecimiento conservadora en un contexto inflacionario elevado, sumado a un consumo deprimido. Como consecuencia, la compañía tiene altas necesidades de financiación de capital de trabajo, relacionadas al eficiente manejo de niveles de stocks y ofrecimiento de créditos de consumo. Además, el flujo se ve afectado por inversiones en la apertura de nuevos locales y su mantenimiento. A mayo 2017, CARSA contaba con un flujo de caja libre negativo de \$684 MM que compara positivamente contra un flujo de caja libre negativo de \$822 MM de mayo de 2016. La diferencia se debe principalmente a que la compañía manejó el capital de trabajo de manera más eficiente.

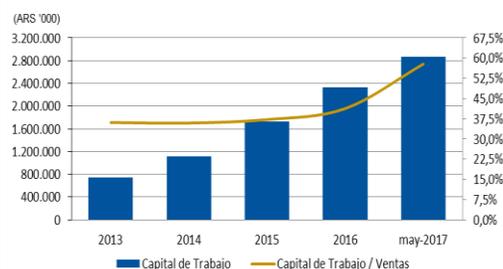
Fix espera que CARSA continúe reportando un flujo de caja operativo deficitario aunque, en el mediano plazo podría verse beneficiado si la compañía continua con sus planes de implementar tecnología para ser más eficiente en el manejo de stock estructural, aumentando su rotación al igual que la explotación eficiente del canal de venta online.

Flujo de Fondos



Elaboración: Fix Scr, en base a información auditada may-2017. Sólo 9 meses.

Capital de Trabajo



Elaboración: Fix Scr, en base a información auditada may-2017. Sólo 9 meses.

Estructura de Capital

Carsa registra una estructura de financiamiento concentrada en el corto plazo. El apalancamiento evoluciona de acuerdo al nivel de actividad, la compañía está expuesta a la emisión recurrente de fideicomisos para financiar sus ventas a crédito (securitiza más del 50% de su originación).

A mayo 2017, la deuda financiera de CARSA era de unos \$3.068 MM (aproximadamente el 53% correspondía a valores de deuda fiduciaria). A dicha fecha, la relación entre endeudamiento y EBITDA alcanzó 3,6x y las coberturas de intereses se acercaban a 1,1x.

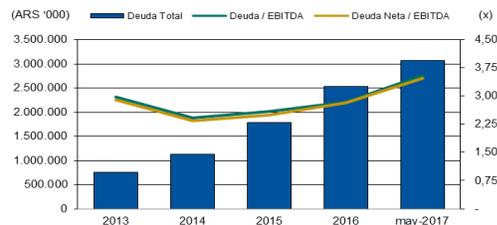
Capitalización

ARS 000

may-17		%
Deuda de Corto Plazo	2.840.822	73,26%
Deuda de Largo Plazo	228.065	5,88%
Deuda Fuera de Balance	11.464	0,30%
Deuda Total Ajustada	3.080.351	79,43%
Total Patrimonio	797.504	20,57%
Total Capital Ajustado	3.877.854	100,00%

Elaboración: Fix Scr, en base a información auditada.

Deuda Total y Endeudamiento



Elaboración: Fix Scr, en base a información auditada may-2017. Sólo 9 meses.

Para julio de 2017, la compañía planea la emisión de una nueva Obligación Negociable de corto plazo Serie VIII por hasta \$150 MM con el objetivo de refinanciar pasivos y reemplazar la ON Serie VI que vence el 29 de julio de este año.

Deuda Financiera Proforma Emision ON Serie VIII

ARS 000

	Monto	Tasa	Moneda	2017	2018	2019	2020	2021
Prestamos Bancarios	949.412	26%	ARS	854.471	94.941	-	-	-
Obligaciones Negociables Serie VII	250.000	Badlar +4,20%	ARS	250.000	-	-	-	-
Obligaciones Negociables Serie VIII	150.000	Badlar +márgen a licitar	ARS	-	150.000	-	-	-
Valores de Deuda Fiduciaria	1630.127		ARS	1600.722	29.406	-	-	-
Total	2.979.539			2.705.192	274.347	-	-	-

Elaboración: Información de la empresa

Fix estima que la composición de la estructura de capital se mantenga similar en los periodos siguientes, con la mayoría de la deuda concentrada a corto plazo, manteniéndose el ratio deuda total sobre EBITDA alrededor de 3,6x.

Liquidez: Fuentes y Usos

A mayo 2017, la deuda financiera de corto plazo alcanzaba el 93% del total, situación que se encontraba en parte mitigada por la existencia de créditos comerciales corrientes cercanos a \$2.792 millones. Las cuentas por cobrar derivadas de la financiación otorgada por la compañía, proveen un colchón de liquidez frente a la caída del nivel de actividad durante periodos recesivos. La actividad de financiación representó alrededor del 41% de las ventas agregadas, sin un aumento comprobado en el nivel de mora asociado producto de la política de crédito para el mismo periodo. Fix espera que la liquidez de la empresa se mantenga en niveles similares pudiendo mejorar a mediano plazo en el caso de que la situación macroeconómica mejore.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de septiembre de 2012, Carsa ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIIF), en línea con la Resolución General N° 562/09. Para el cálculo de los ratios a mayo de 2017 se han anualizado los resultados del trimestre.

Resumen Financiero - Carsa S.A

(miles de ARS, año fiscal finalizado en agosto)

Cifras Consolidadas

Norma Contable Período	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	may-17 9 Meses	2016 12 Meses	2015 12 Meses	2014 12 Meses	2013 12 Meses	2012 12 Meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	647.821	817.398	617.603	400.730	207.940	223.748
EBITDAR Operativo	801.015	990.352	744.629	507.921	286.854	286.831
Margen de EBITDA	13,1	14,5	13,3	13,0	10,1	13,1
Margen de EBITDAR	16,2	17,6	16,0	16,4	14,0	16,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	27,7	29,9	26,2	28,6	24,1	26,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	(13,8)	(13,0)	(12,7)	(10,7)	(3,0)	(10,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	2,1	6,8	21,4	17,8	7,2	11,6
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,1	1,1	1,5	1,8	1,8	2,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,1	1,1	1,7	1,8	1,7	2,0
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	1,1	1,1	1,5	1,5	1,4	1,6
EBITDA / Servicio de Deuda	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
FGO / Cargos Fijos	1,1	1,1	1,4	1,5	1,5	1,8
FFL / Servicio de Deuda	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	0,1	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,0)	0,0	(0,1)	(0,1)	0,1	(0,1)
FCO / Inversiones de Capital	(12,9)	(19,9)	(20,2)	(2,9)	(1,6)	(2,0)
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	35,0	26,9	10,0	6,7	7,3	5,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,6	2,8	2,6	2,4	3,0	2,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,5	2,8	2,5	2,3	2,9	2,4
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,9	2,6	2,4	2,2	2,6	2,3
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	2,8	2,5	2,3	2,2	2,6	2,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	28,9	36,8	27,8	28,0	20,7	33,2
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9
Balance						
Total Activos	5.228.999	4.437.262	3.550.944	2.309.460	1.717.739	1.478.013
Caja e Inversiones Corrientes	65.351	24.238	69.172	30.808	14.057	23.156
Deuda Corto Plazo	2.840.822	2.124.660	1.499.066	917.148	596.966	509.299
Deuda Largo Plazo	228.065	198.586	106.606	48.095	19.594	55.937
Deuda Total	3.068.887	2.323.246	1.605.672	965.243	616.560	565.236
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.068.887	2.323.246	1.605.672	965.243	616.560	565.236
Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda	11.464	207.647	180.796	165.725	138.307	106.124
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.080.351	2.530.892	1.786.468	1.130.968	754.867	671.360
Total Patrimonio	797.504	785.166	737.929	605.861	507.082	475.817
Total Capital Ajustado	3.877.854	3.316.058	2.524.397	1.736.829	1.261.949	1.147.177
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	65.914	94.138	177.992	168.717	102.893	132.625
Variación del Capital de Trabajo	(701.458)	(788.879)	(730.069)	(414.920)	(137.876)	(231.478)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(635.543)	(694.741)	(552.078)	(246.203)	(34.983)	(98.853)
Inversiones de Capital	(49.162)	(34.984)	(27.306)	(85.928)	(22.061)	(48.263)
Dividendos	0	(4.500)	(12.000)	0	(4.000)	(33.000)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(684.706)	(734.225)	(591.384)	(332.131)	(61.044)	(180.116)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos (Neto)	0	25	48	0	0	0
Otras Inversiones (Neto)	(55.219)	(24.430)	(11.108)	(3.113)	10.674	(7.391)
Variación Neta de Deuda	745.641	717.574	640.428	348.684	51.322	193.115
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	5.717	(41.056)	37.984	13.440	952	5.608
Estado de Resultados						
Ventas Netas	4.954.698	5.641.215	4.653.790	3.091.695	2.055.142	1.703.930
Variación de Ventas (%)	18,5	21,2	50,5	50,4	20,6	49,2
EBIT Operativo	606.104	779.842	587.574	370.904	181.363	201.043
Intereses Financieros Brutos	585.166	723.102	357.127	221.487	122.183	112.155
Alquileres	153.194	172.954	127.026	107.191	78.914	63.083
Resultado Neto	12.338	51.737	144.068	98.778	35.266	52.223

Anexo II. Glosario

- **BADLAR** (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*): Se trata de la tasa de interés que paga el promedio de entidades financieras por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos.
- **Cargos Fijos**: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Alquileres Devengados.
- **Costo de Financiamiento Implícito**: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- **Deuda Ajustada**: Deuda Total + Deuda Asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- **EBITDA**: Resultado Operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- **EBITDAR**: EBITDA + Alquileres Devengados.
- **MM**: Millones.
- **Servicio de Deuda**: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligaciones Negociables Serie VI por un valor nominal de hasta \$90 millones.

Fecha de colocación: 29 de julio de 2016.

Monto colocado: \$89,91 millones.

Amortización: El capital de las *Obligaciones Negociables Serie VI* será amortizado en tres cuotas mensuales y consecutivas, la primera y la segunda equivalentes al 33% de su valor nominal y la tercera equivalente al 34% de su valor nominal. Los pagos de capital serán realizados el 29 de mayo de 2017, el 29 de junio de 2017 y el 29 de julio de 2017.

Intereses (devengamiento y pago): El capital no amortizado de las *Obligaciones Negociables Serie VI* devenga intereses a una tasa variable equivalente a la *Tasa BADLAR Privada* más un margen de corte del 5,49%. Los intereses se pagan trimestralmente en forma vencida.

Fecha de vencimiento: 29 de julio de 2017.

Destino de los fondos: Capital de trabajo.

Obligaciones Negociables Serie VII por un valor nominal de hasta \$100 millones (ampliable hasta \$250 millones).

Fecha de colocación: 30 de marzo de 2017.

Monto colocado: \$ 250 millones.

Amortización: El capital de las *Obligaciones Negociables Serie VII* será amortizado en tres cuotas mensuales y consecutivas, la primera será equivalente al 20% de su valor nominal y la segunda y tercera equivalente al 40% de su valor nominal. Los pagos de capital serán realizados a los 10 meses contados de la fecha de emisión, a los 11 meses de la fecha de emisión y a los 12 meses de la anterior mencionada.

Intereses (devengamiento y pago): El capital no amortizado de las *Obligaciones Negociables Serie VII* devenga intereses a una tasa variable equivalente a la *Tasa BADLAR Privada* más 4,22%. Los servicios de intereses se pagan a los 3, 6, 9, 10, 11 y 12 meses, contados desde la fecha de emisión y junto con las fechas de pago de capital.

Fecha de vencimiento: 30 de marzo de 2018.

Destino de los fondos: Capital de trabajo.

Obligaciones Negociables Serie VIII por un valor nominal de hasta \$100 millones (ampliable hasta \$150 millones) a ser emitida.

Fecha de colocación: -.

Monto colocado: \$ 100 millones ampliable por hasta \$ 150 millones

Amortización: El capital de las *Obligaciones Negociables Serie VIII* será amortizado en tres cuotas mensuales y consecutivas, la primera será equivalente al 20% de su valor nominal y la segunda y tercera equivalente al 40% de su valor nominal. Los pagos de capital serán realizados a los 10 meses contados de la fecha de emisión, a los 11 meses de la fecha de emisión y a los 12 meses de la anterior mencionada.

Intereses (devengamiento y pago): El capital no amortizado de las *Obligaciones Negociables Serie VIII* devenga intereses a una tasa variable equivalente a la *Tasa BADLAR Privada* más margen a licitar. Los servicios de intereses se pagan a los 3, 6, 9, 10, 11 y 12 meses, contados desde la fecha de emisión y junto con las fechas de pago de capital.

Fecha de vencimiento: 12 meses contados desde la Fecha de Colocación.

Destino de los fondos: Capital de trabajo.

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de *Fitch Ratings*) - Reg. CNV N°9

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de *Fitch Ratings*), en adelante FIX, realizado el **10 de julio de 2017**, asignó en **A2(arg)** la calificación de corto plazo de las Obligaciones Negociables Serie VIII por un valor nominal de hasta \$100 millones (ampliables hasta \$150 millones) a ser emitidas por *Carsa S.A.* bajo el *Programa Global de emisión de Obligaciones Negociables Simples por hasta un valor nominal de \$200 millones (o su equivalente en otras monedas)*

Asimismo, el citado Consejo de Calificación confirmó (*) en **A2(arg)** la calificación de corto plazo de las Obligaciones Negociables Serie VI por un valor nominal de hasta \$90 millones y Obligaciones Negociables Serie VII por un valor nominal de hasta \$100 millones (ampliables hasta \$250 millones) ya emitidas por la compañía

Categoría A2(arg): Indica una satisfactoria capacidad de pago en tiempo y forma de compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan elevado como en la categoría superior.

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

La calificación asignada se desprende del análisis de Factores Cuantitativos y Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo y Flexibilidad Financiera de la compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y Calidad de los Accionistas. La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del *artículo 38* de las *Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado*.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público y privado (disponible en www.cnv.gob.ar):

- Estados financieros anuales hasta el 31-08-2016 y desde el 31-08-2012 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *LISICKI, LITVIN & ASOC.*).
- Estados financieros intermedios hasta el 31-05-2017.
- Prospecto del *Programa Global de emisión de Obligaciones Negociables Simples por hasta un valor nominal de \$200 millones (o su equivalente en otras monedas)* de fecha 3 de diciembre de 2015.
- Suplemento de precio de las *Obligaciones Negociables Serie VI* de fecha 21 de julio de 2016.
- Suplemento de precio de las *Obligaciones Negociables Serie VII* de fecha 17 de marzo de 2017.
- Suplemento preliminar de precio de las *Obligaciones Negociables Serie VIII*.

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

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

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

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

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

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