

### Carsa S.A. (CARSA)

#### Informe Integral

#### Calificaciones

Emisor de corto plazo	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)
ON Serie IX por hasta \$100 MM (ampliables hasta \$340 MM)	A2(arg)

#### Perspectiva

N/A

#### Resumen Financiero

(\$ miles)	30/11/17 3 Meses	31/08/17 12 Meses
Total Activos	6.680.710	5.408.099
Deuda Total	3.140.335	2.997.896
Ventas Netas	1.871.926	6.612.249
EBITDA Operativo	237.811	865.295
Margen EBITDA (%)	12,7	13,1
Deuda / EBITDA	3,3	3,5
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**  
Pablo Cianni  
Analista  
+54 11 5235-8146  
[pablo.cianni@fixscr.com](mailto:pablo.cianni@fixscr.com)

**Analista Secundario**  
Pablo Andrés Artusso  
Director Asociado  
+54 11 5235-8121  
[pablo.artusso@fixscr.com](mailto:pablo.artusso@fixscr.com)

**Responsable Sector**  
Cecilia Minguillón  
Director Senior  
+54 11 5235-8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto: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 agosto 2017 representó alrededor del 38% de las ventas agregadas. En el cierre de ejercicio de 2017, el EBITDA y la rentabilidad alcanzaron \$ 865 millones y 13,1% respectivamente, en línea con los registros al cierre del ejercicio anterior (31 de agosto de 2016). Hacia adelante Fix espera un margen de EBITDA ajustado estable o levemente inferior al actual, producto de márgenes operativos estables o levemente crecientes y márgenes financieros decrecientes por una disminución en las tasas de interés esperadas.

**Sólido posicionamiento y diversificación geográfica:** A febrero 2018, la compañía contaba con 128 sucursales distribuidas en 12 provincias. Durante el primer semestre del ejercicio fiscal 2018, la empresa abrió 4 sucursales en Catriel, Allen, Saladillo y Aristóbulo del Valle. En el corto plazo, Fix no espera elevadas necesidades de inversión. 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, aunque planea continuar con el plan de remodelación de sucursales.

**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, Fix no visualiza 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 noviembre de 2017, la deuda financiera de CARSA era de \$3.140 millones (alrededor del 50% correspondía a valores de deuda fiduciaria). A dicha fecha la relación entre endeudamiento y EBITDA alcanzó 3.3x, mientras que la cobertura de intereses se encontraba en torno a 1.1x. Hacia adelante, Fix estima que el endeudamiento no excederá de 3.8x la generación de EBITDA y que las coberturas se mantendrán por encima 1.0x.

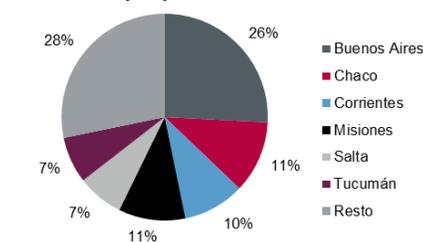
**Liquidez ajustada:** CARSA presenta una liquidez ajustada y fuertemente estacional que varía con la evolución del capital de trabajo. A noviembre de 2017, la posición de caja y equivalentes era de \$86,4 MM y las obligaciones de corto plazo ascendían a \$2.852 MM (alrededor del 90% del total de la deuda), situación que se encontraba en parte mitigada por la existencia de créditos comerciales corrientes cercanos a los \$2.900 millones. Teniendo en cuenta la caja, los créditos y deudas comerciales corrientes la compañía cubre, en promedio, un 50% de la deuda financiera de corto plazo.

## Perfil del Negocio

CARSA se dedica principalmente a la comercialización de bienes de consumo durables hace más de 30 años. En el ejercicio fiscal 2017 la compañía abrió 4 sucursales (2 en Río Negro, una en Misiones y otra en Buenos Aires) de esta forma terminó el ejercicio con 124 sucursales localizadas en distintas provincias, principalmente en el norte del país. En los meses transcurridos del ejercicio actual, la compañía abrió 4 sucursales más. Además, cuenta con dos centros logísticos en Resistencia y en la Provincia de Buenos Aires para abastecer su red de sucursales.

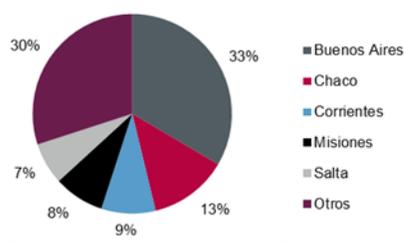
Desde 2011 CARSA hace uso de la marca "Musimundo", por el contrato que firmó con Entertainment Depot S.A. (EDSA). La compañía ha adquirido el carácter de licenciataria de dicha marca, cuyo uso le ha sido conferido por el plazo de 5 años prorrogables, bajo las mismas condiciones, hasta alcanzar el plazo de 20 años. Este contrato le ha permitido a CARSA ingresar al mercado de Buenos Aires, que actualmente representa más del 30% 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.

**Sucursales por provincia**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

**Ingresos por provincia**

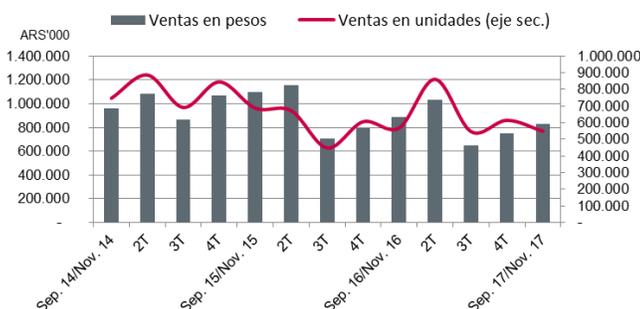


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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, la cual en el ejercicio fiscal 2017 representó alrededor del 38% de las ventas agregadas sin un aumento significativo en el nivel de mora.

En el año fiscal 2017 las ventas crecieron un 17% en términos nominales, mientras que la inflación interanual para agosto 2017 (medidos por el IPCBA) alcanzó alrededor del 25,9%. No obstante, al comparar con la inflación interanual sin tener en cuenta el impacto de los servicios regulados, la misma se reduce a 19%. La caída de las ventas son producto de un efecto precio, ya que las unidades vendidas crecieron un 7% con respecto al año anterior. Fix espera que este crecimiento continúe mejorando lentamente en el 2018.

**Ventas a precios constantes (septiembre 2014)**



La compañía realiza sus principales ventas a plazo, siendo la financiación a través de la tarjeta musimundo la principal fuente (38%), seguido por las tarjetas de crédito (33%). Los restantes medios de pago son contado (24%), tarjetas de débito (4%) y otros (menos del 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.

## Posición Competitiva

CARSA es una empresa líder en la comercialización de artículos para el hogar, electrónicos y de entretenimiento, alcanzando una participación de mercado en promedio en las provincias en las que opera cercana al 10%. No obstante, las ventas reales por sucursales se encuentran disminuyendo desde hace dos años.

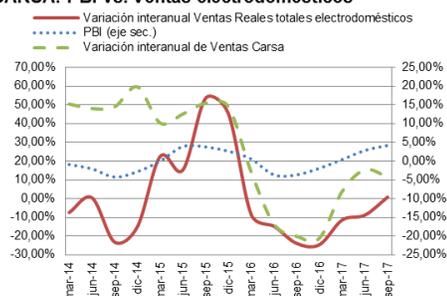
## Administración y Calidad de los Accionistas

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%.

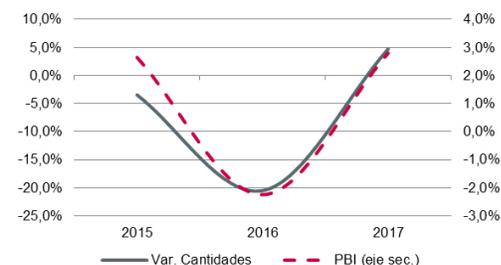
## Riesgo del Sector

El consumo de bienes durables se caracteriza por su discrecionalidad, se encuentra determinado por el entorno macroeconómico y el ingreso de los consumidores, reflejado en un elevado nivel de correlación (95%) con el PBI. La generación de fondos de las compañías del sector es estacional, volátil y se encuentra expuesta a los ciclos económicos.

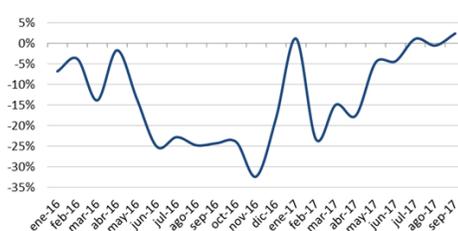
**CARSA: PBI vs. Ventas electrodomésticos**



**Evolución Cantidades Vendidas vs. PBI**  
 Correlación: 0,95



**Ventas reales de Electrodomésticos**  
 Variación interanual



**Índice de Confianza del Consumidor Nacional**  
 Bienes Durables



## 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.
- **Volatilidad en la demanda y riesgo de mora:** La elasticidad en la demanda de bienes durables explica cierta volatilidad en los volúmenes de venta de la compañía. Debido a que está expuesto a los ciclos económicos, existe el riesgo de un incremento en la mora de los clientes, en caso de que haya un ciclo recesivo en la economía.
- **Elevadas necesidades de capital de trabajo:** 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 activos y pasivos corrientes.

## Perfil financiero

### Rentabilidad

En el año fiscal 2017 el margen consolidado fue de 13,1% mostrando una caída del 900 puntos básicos en relación al 2016, esto se debe a una disminución en el margen operativo, (caída del 12% de las ventas reales y un aumento en los costos de ventas y gastos de administración y comercialización), parcialmente compensado por un aumento en los márgenes financieros, producto de un incremento en las tasas de interés.

Hacia adelante Fix espera un margen de EBITDA ajustado estable o menor al actual, producto de márgenes operativos estables o levemente crecientes, por un incremento en las ventas debido a una mejora gradual en el consumo, y márgenes financieros decrecientes por una disminución en las tasas de interés esperadas.

### Evolución Ventas - EBITDA



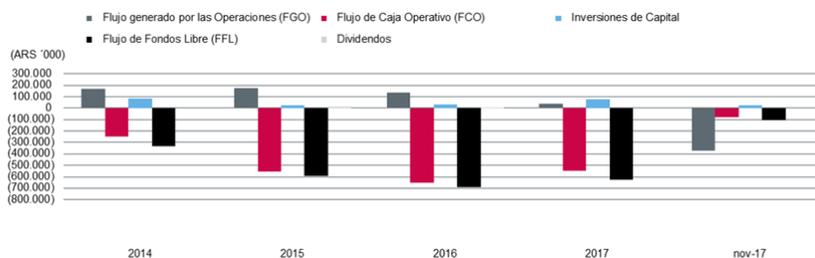
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Flujo de Fondos

La generación de fondos de la compañía se encuentra presionada por la implementación de una estrategia de crecimiento orgánico en un contexto inflacionario elevado. Esto implica altas necesidades de financiación capital de trabajo, fundamentalmente vinculadas con el manejo de inventarios y el otorgamiento de créditos de consumo, e inversiones en la apertura y mejora de la red de sucursales. En consecuencia, CARSA presenta un flujo de caja libre negativo que en el ejercicio 2017 alcanzó los \$623 millones, no obstante mejoró un 10% con respecto al ejercicio anterior.

Si bien esperamos que la empresa continúe reportando un flujo de fondos operativo (después de variaciones de capital de trabajo) deficitario, el mismo podría verse fortalecido en el mediano plazo si CARSA logra incrementar los volúmenes vendidos a la vez que mejora la gestión de stocks de productos aumentando su rotación

### Flujo de fondos



Fuente: Información de la empresa

### Capital de Trabajo



Elaboración: FIX Scr. en base a información auditada

## Liquidez y estructura de Capital

CARSA posee una estructura de capital con un significativo nivel de apalancamiento (81% de deuda financiera sobre total de capital ajustado a noviembre de 2017 con una concentración del 90% de vencimientos en el corto plazo). A dicha fecha, el endeudamiento alcanzó los \$3.140 millones (alrededor del 51% corresponde a deuda fiduciaria derivada de la securitización de préstamos de consumo otorgados a los clientes) y las coberturas de intereses se mantuvieron ajustadas en torno a 1.1x EBITDA.

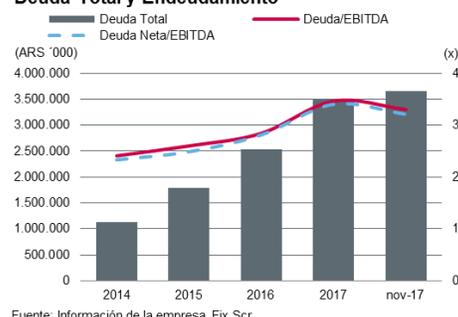
FIX estima que la estructura de capital no presentará grandes cambios hacia adelante, al menos en el mediano plazo. La relación entre endeudamiento y EBITDA se mantendría por debajo de 3,8x en todo momento y los ratios de cobertura mejorarían gradualmente conforme se reduzca el costo de financiamiento de la compañía. Fix entiende que la evolución del negocio de CARSA continuará dependiendo de su acceso al crédito y, especialmente, de la emisión recurrente de fideicomisos financieros para financiar las ventas a crédito.

## Capitalización (Nov-2017)

'000 ARS		% Total Capital
Deuda de Corto Plazo	2.852.489	63,9
Deuda de Largo Plazo	287.846	6,4
Otros	508.136	11,4
Deuda Total Ajustada	3.648.471	81,7
Total Patrimonio	815.789	18,3
Total Capital Ajustado	4.464.260	100,0

Fuente: Información de la empresa

## Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Liquidez: Fuentes y Usos

CARSA presenta una posición de liquidez fuertemente estacional que varía con la evolución del capital de trabajo. A noviembre de 2017, las obligaciones de corto plazo representaban alrededor de 90% del total, situación que se encontraba en parte mitigada por la existencia de créditos comerciales corrientes cercanos a los \$2.900 millones (equivalentes a 1.0x los pasivos financieros con igual plazo de vencimiento). Teniendo en cuenta la caja, los créditos comerciales y deudas comerciales corrientes se logra cubrir, en promedio, un 50% de la deuda financiera de corto plazo.

La empresa planea la emisión de un instrumento de corto plazo por hasta \$340 millones que serían destinados mayormente a la financiación de capital de trabajo.

### Liquidez - Carsa S.A.

(miles de ARS; cifras consolidadas)	FY 2017	FY 2016	FY 2015	FY 2014	FY 2013	FY 2012	FY 2011
EBITDA Operativo (LTM)	865.295	817.393	617.603	400.730	207.940	223.748	131.234
Caja e Inversiones Corrientes	53.203	24.238	69.172	30.808	14.057	23.156	136.109
Deuda Corto Plazo	2.786.752	2.124.660	1.499.066	917.148	596.966	509.299	107.078
Deuda Largo Plazo	211.144	198.586	106.606	48.095	19.594	55.937	2.427
<b>Indicadores Crediticios</b>							
LTM EBITDA / Deuda CP	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	1,2
LTM EBITDA + Disponibilidades + AR / Deuda CP	1,2	1,5	1,7	1,8	1,7	1,8	3,8
Deuda Total / LTM EBITDA	3,5	2,8	2,6	2,4	3,0	2,5	0,8

## Fondeo y flexibilidad financiera

Fix considera que CARSA posee una adecuada flexibilidad financiera. La compañía posee diversas fuentes de financiamiento, entre las que se encuentra el sistema bancario, el mercado de capitales y las securitizaciones, que le permiten mitigar las caídas en el nivel de actividad y ventas durante periodos recesivos.

## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen financiero - Carsa S.A.

(miles de AR\$\$, año fiscal finalizado en agosto)

Cifras consolidadas

Normas contables

<b>Rentabilidad</b>	NIF nov - 17	NIF 2017	NIF 2016	NIF 2015	NIF 2014
EBITDA Operativo	237.811	865.295	817.393	617.603	400.730
EBITDA R Operativo	302.525	1074.441	990.347	744.629	507.921
M argen de EBITDA	12,7	13,1	14,5	13,3	13,0
M argen de EBITDA R	16,2	16,2	17,6	16,0	16,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(10,0)	23,7	31,1	26,2	28,6
M argen del Flujo de Fondos Libre	(5,6)	(9,4)	(12,3)	(12,7)	(10,7)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	3,8	2,9	6,8	21,4	17,8

### Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	(0,8)	10	12	15	18
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	11	11	11	17	18
EBITDA R Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	11	11	11	15	15
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4
EBITDA R Operativo / Servicio de Deuda	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
FGO / Cargos Fijos	(0,4)	10	12	14	15
FFL / Servicio de Deuda	0,1	0,0	0,0	(0,1)	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,1	0,1	0,0	(0,1)	(0,1)
FCO / Inversiones de Capital	(2,7)	(7,4)	(18,7)	(20,2)	(2,9)

### Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	(2,1)	93,4	13,6	10,0	6,7
Deuda Total con Deuda A similar al Patrimonio / EBITDA	3,3	3,5	2,8	2,6	2,4
Deuda Neta Total con Deuda A similar al Patrimonio / EBITDA	3,2	3,4	2,8	2,5	2,3
Deuda Total Ajustada / EBITDA R Operativo	2,6	3,2	2,6	2,4	2,2
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDA R Operativo	2,5	3,2	2,5	2,3	2,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	27,0	29,1	36,8	27,8	28,0
Deuda Garantizada / Deuda Total	—	—	—	—	—
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,9	0,9	0,9	0,9	10

### Balance

Total Activos	6.680.710	5.408.099	4.437.262	3.550.944	2.309.460
Caja e Inversiones Corrientes	86.428	53.203	24.238	69.172	30.808
Deuda Corto Plazo	2.852.489	2.786.752	2.244.660	1.499.066	917.148
Deuda Largo Plazo	287.846	211.144	188.586	106.606	48.095
Deuda Total	3.140.335	2.997.896	2.323.246	1.605.672	965.243
Deuda asimilable al Patrimonio	—	—	—	—	—
Deuda Total con Deuda A similar al Patrimonio	3.140.335	2.997.896	2.323.246	1.605.672	965.243
Deuda Fuera de Balance	116.38	490.981	207.647	180.796	165.725
Deuda Total Ajustada con Deuda A similar al Patrimonio	3.161.973	3.488.877	2.530.892	1.786.468	1.130.968
Total Patrimonio	815.789	807.983	785.166	737.929	605.861
Total Capital Ajustado	3.967.762	4.296.860	3.316.058	2.524.397	1.736.829

### Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(37.1688)	37.373	186.053	177.992	188.717
Variación del Capital de Trabajo	295.327	(586.617)	(788.879)	(730.069)	(414.920)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(76.360)	(549.243)	(652.826)	(552.078)	(246.203)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(28.054)	(74.391)	(34.984)	(27.306)	(85.928)
Dividendos	—	—	(4.500)	(12.000)	—
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(104.415)	(623.634)	(692.310)	(591.384)	(332.131)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	—	—	25	48	—
Otras Inversiones, Neto	(27.955)	(23.404)	(24.430)	(11.018)	(3.118)
Variación Neta de Deuda	112.439	674.830	717.574	640.428	348.684
Variación Neta del Capital	—	—	—	—	—
Otros (Inversión y Financiación)	—	—	—	—	—
Variación de Caja	10.069	27.792	859	37.984	13.440

### Estado de Resultados

	0	0			
Ventas Netas	187.1926	6.612.249	5.641.215	4.653.790	3.091.695
Variación de Ventas (%)	15,6	17,2	21,2	50,5	50,4
EBIT Operativo	217.853	809.573	779.836	587.574	370.904
Intereses Financieros Brutos	207.482	773.102	723.102	357.127	221.487
Alquileres	64.714	209.145,8	172.954,2	127.026,1	107.1910
Resultado Neto	7.806	22.817	5.1738	144.068	98.778

## 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

### Obligación Negociable Serie VII

Monto Autorizado:	De hasta \$100 millones ampliable hasta \$250 millones.
Monto Emisión:	<b>\$250 millones</b>
Moneda de Emisión:	Pesos.
Fecha de Emisión:	30 de marzo 2017
Fecha de Vencimiento:	30 de marzo 2018
Amortización de Capital:	El capital será amortizado en tres cuotas mensuales y consecutivas, la primera será equivalente al 20% de su valor nominal el día 30 de enero de 2018, la segunda por el 40% de su valor nominal el día 28 de febrero de 2018 y la tercera por el 40% de su valor nominal el día 30 de marzo de 2018.
Intereses:	Tasa variable BADLAR más 4,22%
Cronograma de Pago de Intereses:	30/06/2017, 30/09/2017, 30/12/2017, 30/01/2018, 28/02/2018, 30/03/2018
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	Solo y únicamente se permitirá el rescate anticipado por razones impositivas, conforme se menciona bajo el título "Reembolso Anticipado por Razones Impositivas" del Capítulo "Condiciones Generales del Programa" del Prospecto.
Covenants:	N/A
Otros:	N/A

### Obligación Negociable Serie VIII

Monto Autorizado:	De hasta \$100 millones ampliable hasta \$150 millones.
Monto Emisión:	<b>\$116 millones</b>
Moneda de Emisión:	Pesos.
Fecha de Emisión:	4 de agosto 2017
Fecha de Vencimiento:	4 de agosto 2018
Amortización de Capital:	El capital será amortizado en tres cuotas mensuales y consecutivas, la primera será equivalente al 20% de su valor nominal el día 4 de junio de 2018, la segunda por el 40% de su valor nominal el día 4 de julio de 2018 y la tercera por el 40% de su valor nominal el día 4 de agosto de 2018.
Intereses:	Tasa variable BADLAR más 6,5%
Cronograma de Pago de Intereses:	04/11/2017, 04/02/2018, 04/05/2018, 04/06/2018, 04/07/2018, 04/08/2018
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	Solo y únicamente se permitirá el rescate anticipado por razones impositivas, conforme se menciona bajo el título "Reembolso Anticipado por Razones Impositivas" del Capítulo "Condiciones Generales del Programa" del Prospecto.
Covenants:	N/A
Otros:	N/A

## Obligación Negociable Serie IX

Monto Autorizado:	De hasta \$100 millones ampliable hasta \$340 millones.
Monto Emisión:	<b>A emitir.</b>
Moneda de Emisión:	Pesos.
Fecha de Emisión:	N/A
Fecha de Vencimiento:	12 meses contados desde la Fecha de Colocación.
Amortización de Capital:	El capital será amortizado en tres cuotas mensuales y consecutivas, la primera será equivalente al 20% de su valor nominal, la segunda y la tercera por el 40% de su valor nominal. Los pagos de capital serán eralizados a los 10, 11 y 12 meses de la fecha de emisión.
Intereses:	Tasa variable TM20 más margen a licitar
Cronograma de Pago de Intereses:	3, 6, 9, 10, 11, 12 meses
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	Solo y únicamente se permitirá el rescate anticipado por razones impositivas, conforme se menciona bajo el título "Reembolso Anticipado por Razones Impositivas" del Capítulo "Condiciones Generales del Programa" del Prospecto.
Covenants:	N/A
Otros:	N/A

## 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 **22 de febrero 2018**, asignó en **A2(arg)** la calificación de corto plazo de emisor y de las Obligaciones Negociables Serie IX por un valor nominal de hasta \$100 millones (ampliables hasta \$340 millones) a ser emitidas por *Carsa S.A.*.

Asimismo, el citado Consejo de Calificación confirmó (\*) en **A2(arg)** la calificación de corto plazo de las Obligaciones Negociables Serie VII por un valor nominal de hasta \$100 millones (ampliables hasta \$250 millones) y Serie VIII 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 Fondeo 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](http://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 30-11-2017.
- Suplemento de precio de las *Obligaciones Negociables Serie VII* de fecha 17 de marzo de 2017 (disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).
- Suplemento de precio de las *Obligaciones Negociables Serie VIII* de fecha 21 de julio de 2017 (disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).
- Suplemento preliminar de precio de las *Obligaciones Negociables Serie IX*, provisto por la compañía.

**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.