

Carsa S.A. (CARSA)

Informe de actualización

Calificaciones

Emisor de corto plazo	D(arg)
ON Serie VIII por hasta \$100 MM (ampliables hasta \$150 MM) (corto plazo)	D(arg)
ON Serie IX por hasta \$100 MM (ampliables hasta \$340 MM) (corto plazo)	D(arg)

Perspectiva

N/A

Resumen Financiero

Consolidado	31/05/2018	31/08/2017
(\$ miles)	LTM	12 Meses
Total Activos	6.639.560	5.408.099
Deuda Financiera	3.868.847	2.997.896
Ingresos	7.987.143	6.612.249
EBITDA	777.209	865.295
EBITDA (%)	9,7	13,1
Deuda Total / EBITDA	5,0	5,2
Deuda Neta Total / EBITDA	4,9	3,4
EBITDA / Intereses	0,8	1,1

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

Criterios relacionados

Metodología de Calificación de Entidades Financieras, registrado ante la Comisión Nacional de Valores.

Analistas

Analista Principal:

Natalia Burcez
Analista
(+54 11) 5235 - 8133
natalia.burcez@fixscr.com

Analista Secundario

Pablo Andrés Artusso
Director Asociado
+54 11 5235 - 8121
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable Sector

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

Factores Relevantes de la Calificación

Desistimiento del concurso preventivo: El 1 de junio de 2018, FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX - bajó las calificaciones de corto plazo de emisor y de las Obligaciones Negociables emitidas por Carsa S.A. (CARSA) a D(arg), tras el anuncio de la compañía de la presentación en concurso preventivo. El 7 de septiembre, CARSA expresó la decisión de desistir dicho concurso preventivo frente al juzgado correspondiente. La compañía se encuentra negociando un acuerdo con sus acreedores y FIX analizará los términos y condiciones de la deuda reestructurada vis a vis el plan económico – financiero del emisor.

Plan de reestructuración del negocio: Durante el primer semestre de 2018, CARSA achicó su estructura operativa con el cierre de 26 sucursales (21% del total) y realizó una importante reducción de personal en el centro de distribución de Resistencia. Actualmente, la compañía cuenta con 98 sucursales localizadas principalmente en Buenos Aires, Chaco, Misiones y Corrientes. Como consecuencia de ello, FIX espera que los ingresos reales normalizados de CARSA sean un 20% inferior en relación a los históricos con un menor apalancamiento operativo y una menor generación de fondos.

Flujo de Fondos Libres neutro con limitado acceso al mercado: FIX estima que, hacia adelante, CARSA presentará un Flujo de Fondos Libres (FFL) neutro debido a una menor generación de fondos producto de la reestructuración compensado con una menor carga financiera luego de concretarse el acuerdo con sus acreedores. En opinión de FIX, la compañía tendrá una limitada flexibilidad financiera en un contexto de elevadas tasas de interés y baja liquidez en el mercado. CARSA planea financiar su capital de trabajo con una combinación de flujo propio y fideicomisos financieros. .

Sensibilidad de la Calificación

La Categoría D(arg) se asigna a emisores o emisiones que actualmente hayan incurrido en incumplimiento. La calificación será revisada ante la aceptación del desistimiento del concurso preventivo y de la propuesta de reestructuración según el acuerdo con acreedores.

Liquidez y Estructura de Capital

Potencial mejora en la estructura de capital: FIX espera que luego del acuerdo con los acreedores concursales, CARSA detente una menor presión sobre su Flujo de Fondos Libres y una mejora en el perfil de vencimientos de deuda.

Anexo I - Resumen Financiero

Resumen Financiero - Carsa S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Agosto)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

Año Móvil
may-18
2017
2016
2015
2014

12 meses
9 meses
12 meses
12 meses
12 meses
12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	777.209	559.735	865.295	817.393	617.603	400.730
EBITDAR Operativo	1.042.883	769.457	1.074.441	990.347	744.629	507.921
Margen de EBITDA	9,7	8,8	13,1	14,5	13,3	13,0
Margen de EBITDAR	13,1	12,2	16,2	17,6	16,0	16,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	11,6	8,3	19,3	23,8	20,4	21,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	(9,5)	(13,0)	(9,4)	(12,3)	(12,7)	(10,7)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(26,8)	(33,3)	2,9	6,8	21,4	17,8

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	0,5	0,4	1,0	1,2	1,5	1,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	0,8	0,8	1,1	1,1	1,7	1,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	0,9	0,8	1,1	1,1	1,5	1,5
EBITDA / Servicio de Deuda	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
FGO / Cargos Fijos	0,5	0,4	1,0	1,2	1,5	1,8
FFL / Servicio de Deuda	0,0	(0,0)	0,0	0,0	(0,1)	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,0	(0,0)	0,1	0,0	(0,1)	(0,1)
FCO / Inversiones de Capital	(7,7)	(12,3)	(7,4)	(18,7)	(20,2)	(2,9)

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	7,8	8,2	4,4	3,4	3,8	3,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,0	5,2	5,2	4,3	4,1	4,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,9	5,1	3,4	2,8	2,5	2,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	5,6	5,7	5,2	4,3	4,1	4,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	5,5	5,6	5,1	4,3	3,9	4,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	26,5	28,3	29,1	36,8	27,8	28,0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	94,2	94,2	93,0	91,5	93,4	95,0

Balance

Total Activos	6.639.560	6.639.560	5.408.099	4.437.262	3.550.944	2.309.460
Caja e Inversiones Corrientes	65.002	65.002	53.203	24.238	69.172	30.808
Deuda Corto Plazo	3.644.935	3.644.935	2.786.752	2.124.660	1.499.066	917.148
Deuda Largo Plazo	223.911	223.911	211.144	198.586	106.606	48.095
Deuda Total	3.868.847	3.868.847	2.997.896	2.323.246	1.605.672	965.243
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.868.847	3.868.847	2.997.896	2.323.246	1.605.672	965.243
Deuda Fuera de Balance	1.976.228	1.976.228	1.476.101	1.220.071	896.839	756.138
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	5.845.074	5.845.074	4.473.997	3.543.316	2.502.511	1.721.381
Total Patrimonio	628.735	628.735	807.983	785.166	737.929	605.861
Total Capital Ajustado	6.473.809	6.473.809	5.281.980	4.328.482	3.240.440	2.327.242

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(431.987)	(403.447)	37.373	136.053	177.992	168.717
Variación del Capital de Trabajo	(240.582)	(355.423)	(586.617)	(788.879)	(730.069)	(414.920)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(672.569)	(758.870)	(549.243)	(652.826)	(552.078)	(246.203)
Inversiones de Capital	(86.806)	(61.578)	(74.391)	(34.984)	(27.306)	(85.928)
Dividendos	0	0	0	(4.500)	(12.000)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(759.376)	(820.447)	(623.634)	(692.310)	(591.384)	(332.131)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	25	48	0
Otras Inversiones, Neto	(6.633)	(38.448)	(23.404)	(24.430)	(11.108)	(3.113)
Variación Neta de Deuda	784.423	855.415	674.650	717.574	640.428	348.684
Variación de Caja	18.415	(3.480)	27.612	859	37.984	13.440

Estado de Resultados

Ventas Netas	7.987.143	6.329.592	6.612.249	5.641.215	4.653.790	3.091.695
Variación de Ventas (%)	24,5	27,7	17,2	21,2	50,5	50,4
EBIT Operativo	679.540	476.070	809.573	779.836	587.574	370.904
Intereses Financieros Brutos	917.802	729.867	773.102	723.102	357.127	221.487
Alquileres	265.674	209.722	209.146	172.954	127.026	107.191
Resultado Neto	(168.769)	(179.248)	22.817	51.738	144.068	98.778

Anexo II - Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.

- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- 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.
- LTM: Últimos doce meses.
- FIX: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings)

Anexo III - Características de los Instrumentos

Obligación Negociable Serie VIII

Monto Autorizado:	De hasta \$100 millones ampliable hasta \$150 millones.
Monto Emisión:	\$116 millones
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
Destino de los fondos:	Los fondos netos provenientes de la colocación de las ONs Serie VIII serán destinados a la cancelación de pasivos y capital de trabajo .
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:	\$340 millones
Moneda de Emisión:	Pesos.
Fecha de Emisión:	16 de marzo 2018
Fecha de Vencimiento:	16 de marzo 2019
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:	TM20 más 5%
Cronograma de Pago de Intereses:	16/06/2018, 16/09/2018, 16/12/2018, 16/01/2019, 16/02/2019, 16/03/2019
Destino de los fondos:	Los fondos netos provenientes de la colocación de las ONs Serie IX serán destinados a la cancelación de pasivos y capital de trabajo .
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

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el 13 de septiembre de 2018, confirmó* en la Categoría D(arg) la calificación al emisor de Carsa S.A. (CARSA), y de los siguientes títulos:

- Obligaciones Negociables Serie VIII por hasta \$ 100 millones (ampliable por hasta \$150 millones).
- Obligaciones Negociables Serie IX por hasta \$ 100 millones (ampliable por hasta \$340 millones).

Categoría D(arg): Indica que el incumplimiento es inminente o ya ha ocurrido.

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 los factores cuantitativos y factores 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 Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **22 de febrero de 2018** disponible en www.fixscr.com, y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del periodo bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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

Fuente de información

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 31-08-2017 y desde el 31-08-2014 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *LISICKI, LITVIN & ASOC.*).
- Estados financieros intermedios hasta 31/05/2018.
- 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 VIII* de fecha de 21 de julio de 2017.
- Suplemento de precio de las *Obligaciones Negociables Serie IX* de fecha 7 de marzo de 2018.

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 LÍDER 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.