

CARSA S.A. (CARSA)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de Corto Plazo.	B(Arg)
Emisor de Largo Plazo	BB(Arg)
ON Serie VIII Reestructurada VN\$119.809.953	BB(Arg)
ON Serie IX Clase B VN\$362.080.721	BB(Arg)

Resumen Financiero

Consolidado	28/2/21	31/8/20
\$ miles constantes a nov-20	Año móvil	12 Meses
Total Activos	7,685,536	8,589,870
Deuda Financiera	3,177,125	4,260,285
Ingresos	5,206,524	5,562,298
EBITDA	189,602	-412,413
EBITDA (%)	3.6	-7.4
Deuda Total / EBITDA	16.8	-10.3
Deuda Neta Total / EBITDA	16.5	-10.2
EBITDA / Intereses	-10.0	-3.5

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

Criterios relacionados

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

Analistas

Analista Principal:
Juan Javier Camarero
Analista
(+54 351) 532 – 8463
javier.camarero@fixscr.com

Analista Secundario:
Gabriela Curutchet
Director Asociado
(+54 11) 5235 - 8121
gabriela.curutchet@fixscr.com

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

Factores Relevantes de la Calificación

Suba de calificación: CARSA ha logrado recuperar sus ventas y su generación de fondos que a Feb'21 (Año Móvil) fue de \$5.207 millones con un EBITDA de \$189 millones en comparación con \$5.562 millones y un EBITDA negativo en Ago'20. Esto ha permitido mejorar sus ratios de cobertura y apalancamiento. La reestructuración del negocio junto con la reestructuración financiera ha dejado a la compañía en una mejor posición frente a 2021-2022. Los factores limitantes de la calificación se relacionan con el acotado acceso al financiamiento por parte de la compañía en un escenario de restricciones por la continuidad de la pandemia. FIX anticipa una generación de fondos operativos similares para 2021 con un flujo de fondos libre negativo, aunque la refinanciación de sus pasivos le otorgara cierto margen liquidez.

Reestructuración de deuda: A Ago'20, la deuda total de la compañía ascendía a \$3.577 millones teniendo en cuenta la deuda sujeta a reestructuración, de los cuales el 62% eran préstamos bancarios y el 25% Obligaciones Negociables. CARSA continuó emitiendo fideicomisos financieros que no fueron afectados en sus compromisos de pago. Entre Sep'20 y Jun'21, la compañía emitió 6 series. FIX estima que la compañía debe afrontar \$ 97 millones de intereses en 2021 y un servicio de deuda de \$ 1.700 millones (incluye \$ 471 millones aproximadamente de servicios de deuda con accionistas, 28% del total mencionado) entre 2022 y 2023 aproximadamente. FIX asume que la compañía podrá servir los intereses en 2021 con un riesgo de refinanciación creciente hacia 2023, de acuerdo con los supuestos macro y sectoriales utilizados.

Reestructuración del negocio: A May'21, CARSA posee 43 sucursales concentradas en el Noreste de Argentina. Para ello ha llevado a cabo sendas acciones orientadas a reducir la escala de operaciones y regularizar la situación comercial con proveedores, racionalizando el portafolio de sucursales, plan que a la fecha se encuentra finalizado. El resultado ha sido una reducción de sucursales desde 120 a 43 a Jun-20, un aprovisionamiento que se ha normalizado y la completa erogación de gastos relacionados con dicha reestructuración alcanzó a \$1.2 MM a Ago-20. A Ago'20, en el contexto nacional del plan sanitario, la caída en el PBI e ingreso disponible, la generación de fondos de la compañía fue negativa. FIX anticipa que el nuevo tamaño y posicionamiento de CARSA, dejó a la compañía bien posicionada ante la recuperación del nivel de actividad esperado para 2021-2022.

Mejora operativa: Durante el periodo 2020-2021, la reestructuración del negocio ha tenido efectos sobre el negocio de la compañía. Entre Sep'20-May'21 (9 meses), la compañía logro incrementar sus cantidades vendidas un 86% en comparación al mismo periodo del año anterior. A Feb'21(año móvil), la compañía presento un EBITDA positivo por primera vez en tres años. El Flujo de Caja Operativo (FCO) alcanzó los \$634 millones explicado por una variación positiva del capital de trabajo en 2020. En el periodo de Ago'20-Feb'21, la compañía presento un flujo operación positivo con un capital de trabajo creciente. Hacia adelante FIX espera que la compañía presente una generación de flujo operacional positiva con elevadas necesidades de capital de trabajo, que impactarán en el Flujo de Fondos Libres (FFL) en un contexto de limitada flexibilidad financiera

Débil flexibilidad financiera: FIX considera que la compañía presenta una limitada flexibilidad financiera luego de la presentación en concurso preventivo en junio 2018 y desistimiento del mismo en septiembre del mismo año; y el incumplimiento de los pagos en tiempo y forma de los servicios de deuda bancaria y de las Obligaciones Negociables vigentes. Hacia adelante FIX estima que la capacidad financiera de CARSA se mantendrá limitada con escaso acceso al financiamiento, incluso luego de un acuerdo con sus principales acreedores.

Sensibilidad de la Calificación

Una baja en la calificación podría darse en un escenario adverso, con una mayor caída en la demanda y un aumento en la mora. FIX considera que ante un escenario de limitado acceso al mercado de crédito local, el manejo de la liquidez será fundamental para la calificación. En nuestras estimaciones, la generación de fondos libres y la posición de caja serán claves para mitigar la falta de acceso a fuentes de liquidez externa en los próximos años. La calificación de la compañía podría subir en caso que la compañía sostenga la mejora económica que le permite abarcar el crecimiento de la demanda y lograr además una mayor flexibilidad financiera demostrada a través de un renovado acceso al mercado de crédito local.

Liquidez y Estructura de Capital

Potencial mejora en la estructura de capital: FIX espera que luego del acuerdo con los acreedores, CARSA detente una menor presión sobre su Flujo de Fondos Libres y una mejora en el perfil de vencimientos de deuda financiera. Hacia adelante, FIX espera una gradual caída en los niveles de endeudamiento hacia 2.5x EBITDA Ajustado (Considera Intereses financieros ganados por fideicomisos, gastos por operaciones financieras y cancelaciones anticipadas) en 2024 aunque con coberturas de intereses en torno a 1.0-1.2x EBITDA Ajustado en los próximos dos años. La liquidez de la compañía se mantendrá ajustada frente a los vencimientos de deuda, un capital de trabajo creciente y limitado acceso al mercado financiero.

Perfil del Negocio

CARSA se dedica principalmente a la comercialización de bienes de consumo durables hace más de 30 años. 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.

A lo largo de los últimos 12 meses, CARSA ha llevado a cabo sendas acciones orientadas a reducir la escala de operaciones y regularizar la situación comercial con proveedores, racionalizando el portafolio de sucursales, plan que a la fecha se encuentra finalizado. El resultado ha sido una reducción de sucursales desde 120 a 43 a Jun-20, un aprovisionamiento que se ha normalizado y la completa erogación de gastos relacionados con dicha reestructuración alcanzó a \$1.2 MM a ago-20. A Mar-21, CARSA posee 43 sucursales concentradas en el Noreste Argentino, en Chaco, Misiones, Corrientes y Formosa. A su vez, mantiene un canal de ventas online con alcance en las provincias donde opera y provincia de Buenos Aires. A ago-20, en el contexto nacional del plan sanitario y aislamiento preventivo, la caída en el PBI e ingreso disponible esperado conjuntamente con un nivel de inflación elevada, la generación de fondos de la compañía fue negativa. Hacia 2021, la reestructuración del negocio de CARSA, dejó a la compañía en una buena posición frente al mercado y sus competidores.

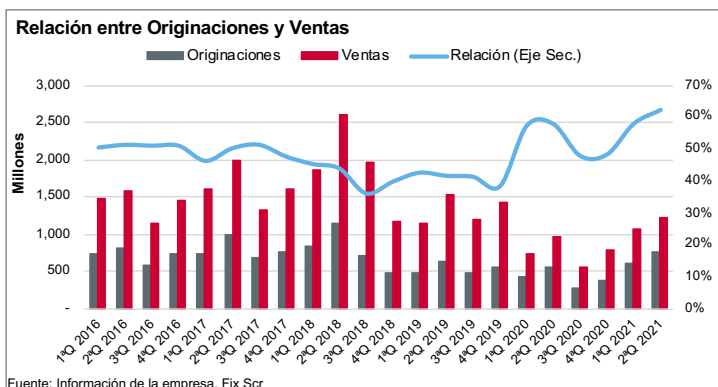
En junio 2018, la compañía anunció la presentación en concurso preventivo de acreedores, aunque en septiembre de ese mismo año, CARSA decidió desistir frente al juzgado correspondiente y prefirió negociar con sus acreedores de manera privada. Esta situación complicó a la compañía frente a sus proveedores que, en muchos casos, cortaron sus líneas de crédito exigiendo pago de contado. Actualmente, CARSA está trabajando en mejorar sus líneas de crédito con proveedores siendo el límite global de unidades es de 1.200 M frente a 400 M unidades a 2020. Sin embargo, todos sus proveedores le exigen el pago de sus acreencias como máximo a 60 días; mientras que, en periodos anteriores, la compañía llegó a contar con líneas de 120 días de financiamiento.

Asimismo, proveedores como Newsan, BGH y Radio Victoria le exigen a la compañía que otorguen garantías (CPs) para entregarles la mercadería.

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 estos. En Feb' 2021 (6 meses), la compañía logró generar EBTDA operativo positivo luego de la restructuración del negocio. Actualmente, los ingresos financieros representan el 10% de las ventas agregadas sin un aumento significativo comprobado en el nivel de mora.

La compañía realiza sus principales ventas a plazo, siendo la financiación por propia la principal fuente (45%), seguido por la financiación con tarjeta de crédito (25%). Los restantes medios de pago son contado, tarjetas de debito y otros. Los préstamos de consumo originados en la financiación otorgada a clientes son cedidos bajo la figura de fideicomisos, donde CARSA mantiene los certificados de participación en su poder.

Históricamente las originaciones representaban en promedio el 50% de las ventas de la compañía. No obstante, tras la presentación en concurso preventivo en 2018 las originaciones de crédito bajaron en torno a 40%. Desde 2019, las originaciones volvieron a crecer para ubicarse sobre el 50% histórico. Actualmente, el promedio de 2021 es del 60%, lo cual es esperable considerando el limitado acceso al financiamiento que detenta la compañía.



Posición competitiva

La participación de mercado de la compañía se ha visto deteriorada en los últimos dos años con una caída cercana al 10% en 2017 que actualmente se encuentra en torno al 6%. Durante el ejercicio 2019-20, la compañía presentó una caída de las unidades vendidas del 58% interanual. Considerando el periodo sep20-may-21 (9 meses), CARSA logró aumentar sus cantidades vendidas un 86% en comparación con el mismo periodo del año anterior (teniendo en cuenta la cesión de 37 sucursales en octubre 2019). Las ventas en pesos en términos nominales, aumentaron un 53% para el mismo periodo aunque el ticket promedio se redujo a \$6.167 (-17,6%).

Asimismo, la compañía ha incrementado su posición de mercado en el Noreste Argentino, llegando a 20,8% en Abril 2021.

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%.

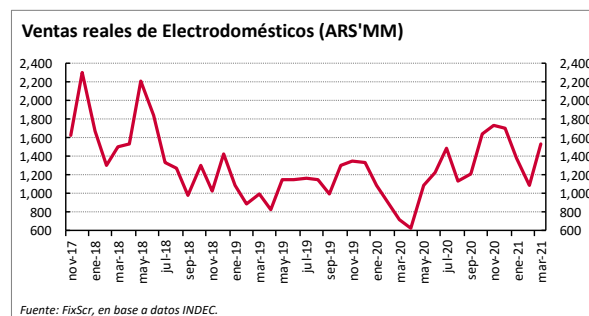
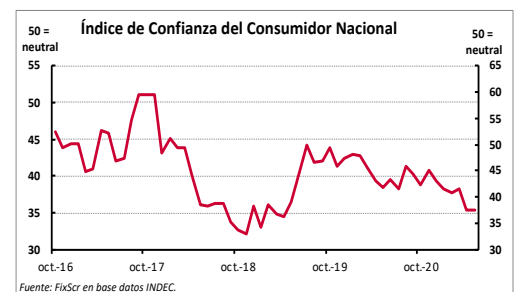
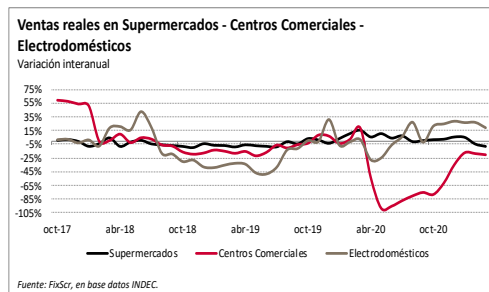
Riesgos del sector

Durante los últimos años, los márgenes del sector consumo masivo se mantuvieron presionados por una combinación de altas tasas de interés, depreciación del peso y un bajo nivel de actividad sectorial que presionó sobre la estructura de costos fijos de las compañías.

El sector de Consumo Masivo se vio impactado en gran medida por la cuarentena obligatoria desde el 20 de marzo de 2020 en respuesta al COVID-19, llevando las ventas reales del sector a tocar mínimos en abril 2020. Desde mediados de 2020, a pesar de la cuarentena, el segmento de electrodomésticos ha demostrado una recuperación, aunque sin llegar a los niveles de 2015. En comparación con las ventas de supermercados y centros comerciales, el sector de electrodomésticos presenta una variación interanual positiva. A su vez, el sector se beneficia del canal de ventas online que, según la Cámara Argentina de Comercio Electrónico, las ventas crecieron un 72% (medidas en unidades) en el año 2020.

La restructuración del negocio que llevo adelante CARSA, dejo a la compañía bien posicionada de cara a un sector en recuperación. La compañía cuenta con una estructura más pequeña, en un contexto que obligó a mantener locales cerrados debido a la cuarentena. A su vez, CARSA se beneficia del canal de ventas online, donde hay menores costos fijos.

FIX observa que el segmento de Retail se encuentra en recuperación con volúmenes de ventas en aumento. Sin embargo, los efectos de la pandemia se mantienen y podrían complicar la recuperación. En este caso, ante un escenario de estrés de liquidez, las compañías afectadas deberán incrementar su nivel de endeudamiento de corto plazo debido a las nuevas restricciones impuestas. El impacto directo sobre cada compañía dependerá en gran medida de la flexibilidad financiera de cada una, su nivel de acceso al mercado bancario y los fundamentos del negocio en el mediano plazo.



Factores de Riesgo

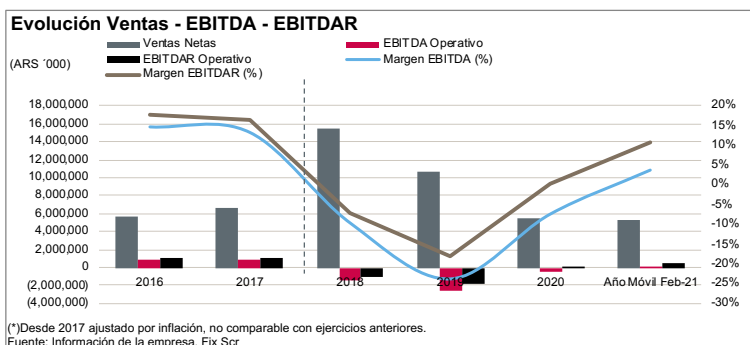
- **Limitado acceso al financiamiento:** Producto de la presentación en concurso preventivo en 2018 y tras el incumplimiento de pago de las ON Clase VIII y IX, FIX estima que la compañía tendrá limitado acceso al mercado financiero y bancario.

- **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

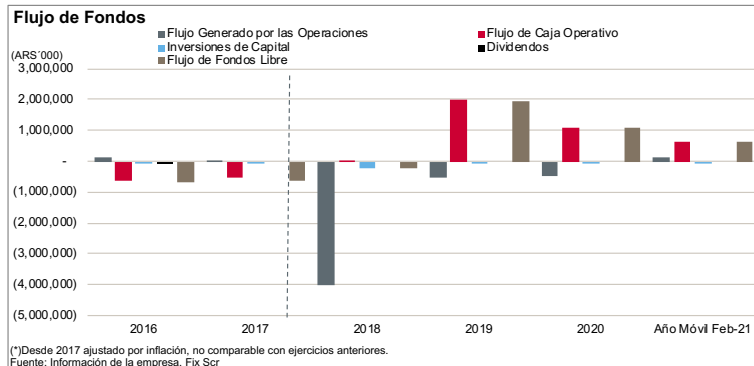
Rentabilidad

Las ventas de CARSA se ha reducido a partir de 2019 luego de que finalizada el proceso de reestructuración que redujo la cantidad de sucursales de 120 a 43. En 2020, la reducción de ventas se mantuvo, aunque debido al proceso de reorganización, el margen de EBITDA paso de -24% a -7%. Asimismo, en el mismo periodo el margen de EBITDAR (EBITDA incluyendo alquileres) fue levemente positivo, después de 2 años. A feb-21 (año móvil), la compañía tenía ventas por \$5,207 MM con un EBITDA positivo de \$189 MM, con un margen del 4%. El EBITDAR fue de \$562, con márgenes de 11%.



Flujo de fondos

En 2018, debido a los problemas financieros y la posterior presentación en concurso preventivo, la compañía presentó un FGO negativo. Luego de la finalización de la reestructuración y reducción de sucursales, el FGO se mantuvo en valores negativos hasta Ago-20 inclusive. A Feb-21 (año móvil), el FGO mostró por primera vez en tres años una recuperación llegando a \$143 millones. Asimismo, la compañía ha logrado durante los últimos años tener una eficiente administración de su capital de trabajo, en parte por el acotado acceso al mercado de créditos que posee. La compañía no ha distribuido dividendos desde 2016. Esto ha resultado en un flujo de fondos libre positivo en los últimos dos años y a Feb-21 asciende a \$624 MM. Debido a la recuperación del sector y el aumento de ventas por parte de la compañía, FIX espera que el capital de trabajo presione la generación de flujos de fondos libres de la compañía.



Estructura de capital

A May'21 la compañía ha logrado realizar una importante reducción de su deuda, junto con un cambio en el mix de corto plazo y largo plazo luego de la reestructuración con tenedores y entidades bancarias. Durante los últimos años el apalancamiento ha estado en terreno negativo debido a una mala performance operativa que han comenzado a revertir a partir del segundo semestre del 2020. Sin embargo, a feb-21 (año móvil) la compañía aún se encuentra con niveles de apalancamiento elevados medidos como Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR de 6.9x.

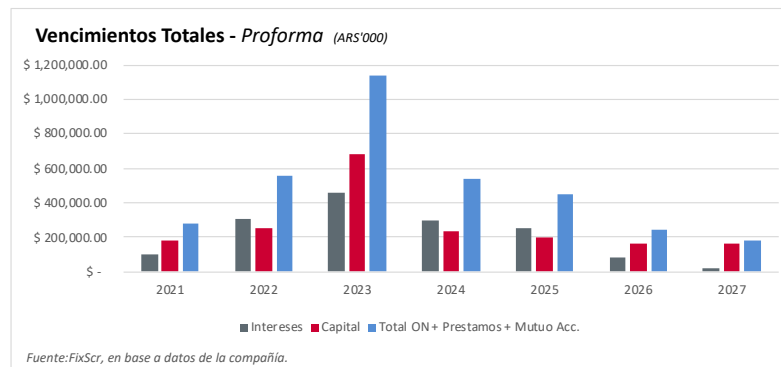
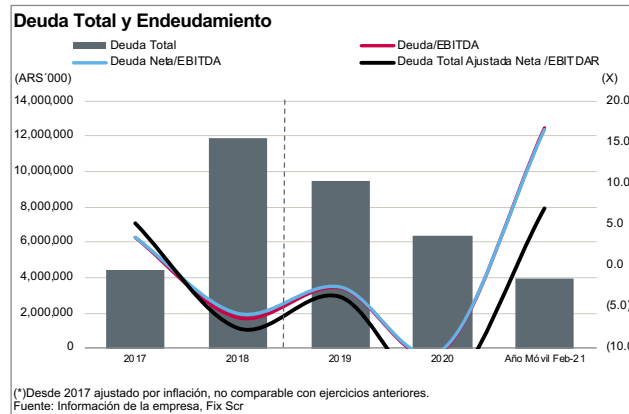
En Ene'21, el directorio aprobó un préstamo de sus accionistas por USD 2,8 millones (aproximadamente \$400 millones a valor dólar MEP), que será devuelto en el plazo de dos años y devengará una tasa de interés del 4% anual. Los intereses se pagarán al mismo momento que el pago del capital. Los fondos se aplicaron a la normalización de la deuda financiera con bancos acreedores. Desde la compañía, se manifestó que existe la posibilidad de capitalizar la deuda con el accionista. La deuda relevante ascendía a \$1.140 millones y se canceló el 35% aproximadamente. En Mar'21, la sociedad recibe la aceptación por parte de los bancos del acuerdo de refinanciación de deudas. FIX considera que la deuda con accionistas le otorga flexibilidad a la compañía ya que puede renegociar los términos y condiciones a las necesidades financieras de la compañía.

CARSA ha logrado llegar a un acuerdo con sus acreedores bancarios, refinanciando \$796 millones a pagarse en 28 cuotas trimestrales a partir de mayo 2022, con una TNA del 20% hasta agosto 2022 y tasa BADLAR para los periodos sucesivos. Además, se acordó un periodo de gracia para el pago de intereses de seis meses. Aquellos bancos que reestructuraron podrán suscribir fideicomisos financieros a tasa competitiva del mercado y computar a cambio un porcentaje de lo suscripto como pago a cuenta de sus acreencias. A su vez, se estableció una garantía hipotecaria sobre un inmueble de la compañía

En Mar'21, el directorio de la compañía acordó los términos de reestructuración de las ON Serie VIII y IX, con un capital de \$115 millones y \$310 millones respectivamente, ambas con amortización trimestral a partir de enero 2023. La tasa de interés a devengar desde la fecha de conversión de ambas será de BADLAR con un margen creciente de 100 pb desde 2021 hasta 2026 inclusive. El primer pago de intereses será en enero 2022, lo cual se fija un periodo de gracia de intereses desde la fecha de conversión. Al fin de garantizar el cobro, CARSA cede en fideicomiso las ventas realizadas que fueron pagadas con tarjeta American Express (Amex) hasta cumplir con el 100% del monto de los Servicios a vencer en la próxima Fecha de Pago de Servicios. Asimismo, se fijaron una serie de compromisos a cumplir por la compañía.

Hacia adelante, teniendo en cuenta la reestructuración de sus pasivos, FIX espera que la relación Deuda/EBITDA Ajustado (Considera Intereses financieros ganados por fideicomisos, gastos por

operaciones financieras y cancelaciones anticipadas) no superé 4.0x y vaya reduciéndose hasta 2.5x. En el caso de las coberturas de intereses (EBITDA Ajustado), se espera una relación ajustada que se mantendrá entre 1.0x – 1.2x (aunque creciente), teniendo en cuenta los intereses que obtienen la compañía por la securitización de sus créditos. Es de suma importancia por parte de la compañía lograr la apertura de créditos para hacer frente a la operación del negocio y los compromisos asumidos.



Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que luego de la presentación en concurso preventivo en 2018, el incumplimiento con sus préstamos bancarios y el incumplimiento del pago de las ON Serie VIII y IX, la compañía tendrá limitado acceso al mercado financiero y bancario. Sin embargo, la compañía mantiene como fuente de financiación la securitización de sus créditos. FIX considera que la compañía mantiene una baja liquidez ya que la posición de caja e inversiones cubre solamente el 3% de su deuda de corto plazo. Considerando los vencimientos de la deuda reestructurada y la mejora operativa, hacia adelante FIX espera que la liquidez de la compañía en 2021-2022 mejore, aunque se mantendrá ajustada. Será clave por parte de CARSA el manejo la liquidez, para hacer frente a los nuevos servicios de deuda mientras hace frente a un capital de trabajo creciente.

Anexo I - Resumen Financiero

Resumen Financiero - Carsa S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en agosto)

Cifras Consolidadas

	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	feb-21	2020	2019	2018	2017
Período	Últ. 12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Coefficiente de fecha de cierre		415.86	337.06	239.61	239.61	
Coefficiente de actualización		415.86	415.86	415.86	415.86	
Ratio de ajuste		1.00	1.23	1.74	1.74	

Rentabilidad

EBITDA Operativo	189,602	145,408	(412,413)	(2,504,470)	(1,491,028)	865,295
EBITDAR Operativo	562,046	239,581	11,535	(1,914,487)	(1,128,038)	1,074,441
Margen de EBITDA	3.6	5.0	(7.4)	(23.7)	(9.6)	13.1
Margen de EBITDAR	10.8	8.3	0.2	(18.1)	(7.3)	16.2
Margen del Flujo de Fondos Libre	12.0	(20.9)	19.3	18.6	(1.3)	(9.4)

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	(6.5)	2.4	(3.2)	(2.0)	N/A	1.0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(10.0)	(2.0)	(3.5)	(14.2)	N/A	1.1
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1.6	12.0	0.0	(2.5)	(3.1)	1.1
EBITDA / Servicio de Deuda	0.1	0.2	(0.1)	(0.6)	(0.3)	0.2
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0.3	0.1	0.0	(0.5)	(0.2)	0.3
FGO / Cargos Fijos	(6.5)	2.4	(3.2)	(2.0)		1.0
FFL / Servicio de Deuda	0.3	(0.8)	0.4	0.5	(0.0)	0.0

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	7.9	(23.7)	138.2	40.1	(3.3)	4.4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	16.8	10.9	(10.3)	(2.6)	(6.3)	3.5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	16.5	10.7	(10.2)	(2.6)	(5.8)	3.4
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	7.0	13.5	(15.3)	(3.8)	(8.0)	5.2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	6.9	13.3	(15.2)	(3.7)	(7.5)	5.1
Costo de Financiamiento Implícito (%)	(0.5)	(4.0)	2.3	2.2	0.0	29.1
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	56.7	56.7	63.6	59.1	60.6	93.0

Balance

	57%					
Total Activos	7,685,536	7,685,536	8,589,870	11,700,981	16,539,488	5,408,099
Caja e Inversiones Corrientes	57,450	57,450	36,664	56,030	666,520	53,203
Deuda Corto Plazo	1,800,495	1,800,495	2,709,623	3,897,168	5,652,513	2,786,752
Deuda Largo Plazo	1,376,630	1,376,630	1,550,661	2,691,893	3,674,036	211,144
Deuda Total	3,177,126	3,177,126	4,260,285	6,589,061	9,326,549	2,997,896
Deuda asimilable al Patrimonio	0	(1)	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3,177,125	3,177,125	4,260,285	6,589,061	9,326,549	2,997,896
Deuda Fuera de Balance	753,385	753,385	2,061,713	2,854,853	2,540,932	1,464,020
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3,930,510	3,930,510	6,321,998	9,443,915	11,867,481	4,461,916
Total Patrimonio	1,205,779	1,205,779	207,130	867,756	993,276	807,983
Total Capital Ajustado	5,136,289	5,136,289	6,529,127	10,311,670	12,860,757	5,269,899

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	143,210	(102,870)	(495,164)	(530,456)	(3,988,381)	37,373
Variación del Capital de Trabajo	491,284	(488,850)	1,570,376	2,513,674	4,000,987	(586,617)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	634,494	(591,720)	1,075,212	1,983,219	12,605	(549,243)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(4)	(3)	(1)	0	0	0
Inversiones de Capital	(10,502)	(10,250)	(316)	(16,404)	(214,297)	(74,391)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	623,992	(601,969)	1,074,896	1,966,815	(201,691)	(623,634)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	388,891	438,833	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	20,286	144,476	(153,390)	(2,150,124)	(475,807)	(23,404)
Variación Neta de Deuda	(741,113)	364,458	(941,153)	(642,534)	726,598	674,650
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(377,689)	(325,012)	(1,308)	0	0	0
Variación de Caja	(85,632)	20,785	(20,955)	(825,843)	49,100	27,612

Estado de Resultados

Ventas Netas	5,206,524	2,882,612	5,562,298	10,573,681	15,501,895	6,612,249
Variación de Ventas (%)	N/A	(11.0)	(47.4)	(31.8)	134.4	17.2
EBIT Operativo	(44,431)	32,687	(676,792)	(2,882,779)	(1,761,052)	809,573
Intereses Financieros Brutos	(19,030)	(74,237)	116,957	175,884	0	773,102
Alquileres	372,443	94,174	423,948	589,983	362,990	209,146
Resultado Neto	1,171,578	998,649	(545,912)	(750,998)	(1,607,271)	22,817

(*) Moneda constante a Feb 2021

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 Reestructurada

Monto Autorizado:	\$119.809.053
Monto Emisión:	\$119.809.053
Moneda de Emisión:	Pesos
Monto Modificado:	\$140.000.138
Fecha de Emisión:	oct-18
Fecha de Conversión:	1ero de Julio 2021
Fecha de Vencimiento:	oct-26
Pago de Capital a la Fecha de Conversión:	\$5.768.436
Amortización de Capital:	A partir del 15 enero 2023 cuotas trimestrales hasta su vencimiento.
Intereses:	Tasa de referencia mas un margen creciente: 2021 100pb - 2022 200pb - 2023 300pb - 2024 400pb - 2025 500 pb - 2026 600pb. Se conviene que cuando la Tasa de Interés exceda el 40% nominal anual, el excedente sobre la resultante de aplicar la tasa de 40% nominal anual sobre el capital adeudado, será diferido y no será abonado en la Fecha de Pago de Intereses correspondiente (estos montos los "Montos Diferidos"). A los fines de determinar el límite de tasa del 40%, se considerará la Tasa de Referencia adicionándole el margen. Si la Tasa de Referencia estuviera en 40% nominal anual en el 2021, el límite estará excedido en un 1% (40% nominal anual más 100 puntos básicos igual a 41%; ese punto porcentual extra se diferirá). Los Montos Diferidos serán capitalizados en la Fecha de Pago de Intereses correspondiente, para ser abonados en dos cuotas trimestrales consecutivas, la primera del 50% de los Montos Diferidos, en enero 2027 y la segunda por el saldo de los Montos
Cronograma de Pago de Intereses:	Los intereses serán cancelados trimestralmente partir del 15 de enero de 2022. Se pacta que los intereses devengados desde la Fecha de Conversión (exclusive) hasta el 15 de octubre 2021, no se abonarán en la fecha correspondiente y se capitalizarán el 15 de octubre 2021 conformando junto con el Valor Nominal de las ON VIII Modificadas, el nuevo saldo de capital adeudado.
Garantías:	Fideicomiso de garantía, integrado por todos los derechos de cobro emergentes de ventas realizadas y pagadas con una tarjeta American Express.
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	
Ratio de Endeudamiento Máximo:	4.0x.
Cobertura de Intereses Mínima:	Durante el primer semestre de cada año calendario y hasta su total cancelación 3.0x. Durante el segundo semestre de cada año y hasta su total cancelación 2.0x.
Activo Corto Plazo/Pasivo Corto Plazo	No menor a 1.0x.
Cambio de Auditores:	No podrá cambiar sin previo aviso de auditores, sin el consentimiento de una mayoría de obligacionistas, salvo por algunas firmas mencionadas en el prospecto.
Adquisiciones y Ventas:	Requerirá la conformidad de la mayoría de los obligacionistas para realizar actos de fusión, transformación, absorción, escisión o cualquier otro modo de reorganización societaria; sin el consentimiento de una mayoría de obligacionistas
Disposicion de Activos:	La compañía no podrá disponer de activos fuera del giro ordinario de sus negocios o en forma inconsistente con las prácticas pasadas de la compañía; sin el consentimiento de una mayoría de obligacionistas.
Limitación de Promociones:	Mantener la proporción de las ventas Amex sobre el total de ventas como mínimo al 1,6% de ese total y no podrá incentivar con promociones la utilización de otras tarjetas
Otros:	
Aceleración de Cancelación / Pago:	Nuevas emisiones de obligaciones negociables y otros valores negociables de deuda: Si la retribución para los inversores es superior a la de las ON reestructuradas, deberá afectar la mitad del producido neto de la nueva emisión a pre cancelar a prorrata el capital de las ONs Serie VIII dentro de los 30 días de percibidos los fondos. Si la compañía incumple con Compromisos y Obligaciones asumidos, tiene 15 días para remediarlo desde que fuera intimada a su remedio por uno cualquiera de los Obligacionistas; la suspensión o retiro de la autorización de oferta pública otorgada a las ON Modificadas o de cualquier Fideicomiso Financiero constituido por la compañía; mora en el cumplimiento de cualquier obligación financiera las ON VIII Modificadas; la cesación de pagos o un pedido de quiebra no fuese levantado dentro de los quince 15 días contados desde su interposición, la petición de la propia quiebra o su presentación en concurso preventivo de acreedores o la convocatoria por parte de la emisora; la liquidación o intervención judicial de la emisora o, el cambio de control accionario de la emisora.
Restricciones CAPEX:	2,5% sobre ventas.

Obligación Negociable Serie IX Clase B

Monto Autorizado:	\$362.080.721
Monto Emisión:	\$362.080.721
Moneda de Emisión:	Pesos
Monto Modificado:	\$376.765.035
Fecha de Emisión:	oct-18
Fecha de Conversión:	1ero de Julio 2021
Fecha de Vencimiento:	oct-26
Pago de Capital a la Fecha de Conversión:	\$15.523.877
Amortización de Capital:	A partir del 15 enero 2023 cuotas trimestrales hasta su vencimiento. Tasa de referencia mas un margen creciente: 2021 100pb - 2022 200pb - 2023 300pb - 2024 400pb - 2025 500 pb - 2026 600pb. Se conviene que cuando la Tasa de Interés exceda el 40% nominal anual, el excedente sobre la resultante de aplicar la tasa de 40% nominal anual sobre el capital adeudado, será diferido y no será abonado en la Fecha de Pago de Intereses correspondiente (estos montos los "Montos Diferidos"). A los fines de determinar el límite de tasa del 40%, se considerará la Tasa de Referencia adicionándole el margen. Si la Tasa de Referencia estuviera en 40% nominal anual en el 2021, el límite estará excedido en un 1% (40% nominal anual más 100 puntos básicos igual a 41%; ese punto porcentual extra se diferirá). Los Montos Diferidos serán capitalizados en la Fecha de Pago de Intereses correspondiente, para ser abonados en dos cuotas trimestrales consecutivas, la primera del 50% de los Montos Diferidos, en enero 2027 y la segunda por el saldo de los Montos Diferidos, en abril de 2027.
Intereses:	Los intereses serán cancelados trimestralmente partir del 15 de enero de 2022. Se pacta que los intereses devengados desde la Fecha de Conversión (exclusive) hasta el 15 de octubre 2021, no se abonarán en la fecha correspondiente y se capitalizarán el 15 de octubre 2021 conformando junto con el Valor Nominal de las ON IX Modificadas, el nuevo saldo de capital adeudado.
Cronograma de Pago de Intereses:	Fideicomiso de garantía, integrado por todos los derechos de cobro emergentes de ventas realizadas y pagadas con una tarjeta American Express.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	Condiciones de Hacer y no Hacer:
Ratio de Endeudamiento Máximo:	4.0x.
Cobertura de Intereses Mínima:	Durante el primer semestre de cada año calendario y hasta su total cancelación 3.0x. Durante el segundo semestre de cada año y hasta su total cancelación 2.0x.
Activo Corto Plazo/Pasivo Corto Plazo	No menor a 1.0x.
Cambio de Auditores:	No podrá cambiar sin previo aviso de auditores, sin el consentimiento de una mayoría de obligacionistas, salvo por algunas firmas mencionadas en el prospecto.
Adquisiciones y Ventas:	Requerirá la conformidad de la mayoría de los obligacionistas para realizar actos de fusión, transformación, absorción, escisión o cualquier otro modo de reorganización societaria; sin el consentimiento de una mayoría de obligacionistas
Disposicion de Activos:	La compañía no podrá disponer de activos fuera del giro ordinario de sus negocios o en forma inconsistente con las prácticas pasadas de la compañía; sin el consentimiento de una mayoría de obligacionistas.
Limitación de Promociones:	Mantener la proporción de las ventas Amex sobre el total de ventas como mínimo al 1,6% de ese total y no podrá incentivar con promociones la utilización de otras tarjetas
Otros:	Nuevas emisiones de obligaciones negociables y otros valores negociables de deuda: Si la retribución para los inversores es superior a la de las ON restructuradas, deberá afectar la mitad del producido neto de la nueva emisión a pre cancelar a prorrata el capital de las ONs Serie VIII dentro de los 30 días de percibidos los fondos. Si la compañía incumple con Compromisos y Obligaciones asumidos, tiene 15 días para remediarlo desde que fuera intimada a su remedio por uno cualquiera de los Obligacionistas; la suspensión o retiro de la autorización de oferta pública otorgada a las ON Modificadas o de cualquier Fideicomiso Financiero constituido por la compañía; mora en el cumplimiento de cualquier obligación financiera las ON VIII Modificadas; la cesación de pagos o un pedido de quiebra no fuese levantado dentro de los quince 15 días contados desde su interposición, la petición de la propia quiebra o su presentación en concurso preventivo de acreedores o la convocatoria por parte de la emisora; la liquidación o intervención judicial de la emisora o, el cambio de control accionario de la emisora.
Aceleración de Cancelación / Pago:	
Restricciones CAPEX:	2,5% sobre ventas.

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 **25 de junio de 2021**, subió a '**BB(arg)**' desde **D(arg)** la calificación de emisor de largo plazo de Carsa S.A. (Carsa) y de los siguientes títulos:

- Obligaciones Negociables Serie VIII Modificada VN\$ 119.809.953.-
- Obligaciones Negociables Serie IX Clase B Modificada VN\$ 2.616.667 (Ex Serie IX VN\$ 340.000.000)

El mismo consejo subió a '**B(arg)**' desde **D(arg)** la calificación de emisor de corto plazo de la compañía.

Adicionalmente, se asignó la **Perspectiva Estable**.

Categoría BB(arg): Implica riesgo crediticio relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago en tiempo y forma es más vulnerable al desarrollo de cambios económicos adversos

Categoría B(arg): Indica una capacidad incierta de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Dicha capacidad es altamente susceptible a cambios adversos en el corto plazo de las condiciones económicas y financieras.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 20 de diciembre de 2019 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.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

Fuente de información

Para la determinación de las presentes calificaciones se consideró, entre otros, información de carácter privado y público disponible en www.cnv.gob.ar.

- Estados financieros anuales hasta el 31-08-2020 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: LISICKI, LITVIN & ASOC.).
- Estados financieros intermedios hasta 28/02/2021.
- 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.
- Nuevas condiciones de Emisión de las Obligaciones Negociables Serie VIII y IX.
- Acta de directorio n°633 y 638.

as 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 e Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificador–, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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

ITTP://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. 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 FILIADAS, 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.

a 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 las 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. lleva a cabo la investigación fáctica 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 el 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, abogados y 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 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.

a 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.

as 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 disseminación 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.