

Electronic System S.A. (ESSA)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A-(arg)
ON Clase I (en pesos) por hasta USD 50 MM	A-(arg)
ON Clase II (en dólares) por hasta USD 50 MM	A-(arg)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(\$ miles)	31/12/16 12 Meses	31/12/15 12 Meses
Total Activos	5.807.224	5.085.010
Deuda Total	1.969.501	121.957
Ventas Netas	8.192.001	7.218.772
EBITDA Operativo	2.294.691	1.566.185
Margen EBITDA (%)	28,0	21,7
Deuda Total / EBITDA	0,9	0,1
Deuda Neta / EBITDA	0,8	Neg.
EBITDA / Intereses	13,2	14,7

Informes Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas registrada ante la Comisión Nacional de Valores](#)

[FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO](#)

Analistas

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

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

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

Factores Relevantes de la Calificación

Sólido posicionamiento de mercado: Ya sea utilizando marcas propias o a través de licencias y acuerdos con marcas globales, ESSA fabrica, comercializa y distribuye pequeños electrodomésticos y teléfonos celulares, siendo este último segmento en el que detenta una posición de liderazgo en *Argentina*. La compañía utiliza la cadena de distribución desarrollada a nivel nacional por el *Grupo Newsan* para ofrecer sus productos. La misma se presenta como una ventaja competitiva frente a otros fabricantes, varios de los cuales acceden al mercado local mediante alianzas estratégicas con las empresas del Grupo.

Flexibilidad operativa para adaptarse a distintos escenarios: Los productos que fabrica ESSA en *Tierra del Fuego* están sujetos al régimen de promoción industrial de la isla establecido por la *Ley 19.640* con vigencia hasta 2023. Aproximadamente el 90% de los artículos comercializados por la empresa son de producción propia, siendo el resto de origen importado. El equilibrio entre producción local e importación depende del régimen arancelario y los estímulos productivos vigentes. En un entorno de mayor apertura comercial, tal como el que prevemos, ESSA podría adaptar su modelo de negocios incrementando la participación de los productos importados en el mix de ventas. Sin embargo, consideramos que ante un contexto de menor subvención estatal o mayor competencia la rentabilidad podría sufrir cierto grado de erosión.

Concentración de producto y clientes: El segmento de celulares representa más de la mitad de las ventas ESSA. Como consecuencia de esto la empresa tiene una alta exposición a las compañías de telefonía móvil, sus tres principales clientes (*Telecom Personal S.A.*, *Amx Argentina S.A.* y *Telefónica Móviles Argentina S.A.*), por lo cual cambios en las condiciones comerciales podrían impactar negativamente en su negocio y añadir volatilidad al flujo de fondos.

Industria expuesta a los ciclos económicos y cambios normativos: El consumo de los productos comercializados por ESSA se ve afectado por los cambios en las condiciones macroeconómicas domésticas. En un período recesivo como el atravesado durante 2016, se produjo una nueva caída en la producción de celulares que lleva cuatro años seguidos de contracción. Hacia delante FIX prevé que la industria se estabilice, aunque en un nivel inferior al de los últimos años. A su vez, la generación de fondos de la compañía está expuesta a cambios normativos que impliquen menores trabas arancelarias o una reducción de los beneficios de la promoción industrial.

Fortaleza del flujo de fondos operativo: ESSA goza de una buena capacidad para generar fondos operativos que se traduce en indicadores crediticios saludables. La empresa posee cierta flexibilidad para el manejo del capital de trabajo, principal factor del flujo de caja. No obstante, en 2016 se vio obligada a reducir los plazos de pago a proveedores y aumentar los inventarios como resultado de la crisis que atravesó el sector de consumo. Este incremento del capital circulante fue financiado por la compañía con deuda incremental, probando tener suficiente acceso al mercado de crédito para hacer frente al ciclo de su negocio.

Sensibilidad de la Calificación

La perspectiva *Estable* incorpora nuestra expectativa de una lenta recuperación de la demanda de bienes de consumo, acompañada de un crecimiento gradual de la producción de ESSA que le permita mantener una rentabilidad estable y un endeudamiento moderado.

Una baja en la calificación podría darse ante un escenario adverso para el consumo en donde se observe una fuerte retracción de la demanda que redunde en una caída de volúmenes de producción y venta y en la consiguiente compresión de los márgenes operativos de la compañía por debajo del 10%. Por otra parte, cambios en el régimen de promoción industrial o una mayor competencia que afecten la generación de fondos y lleven a la empresa a incrementar significativamente su endeudamiento, podrían implicar una acción de calificación negativa.

No visualizamos una mejora de las calificaciones en el corto plazo dado el alto grado de concentración que exhibe el negocio de ESSA.

Liquidez y Estructura de Capital

Al cierre del ejercicio 2016, la compañía contaba con una limitada liquidez para atender sus compromisos financieros corrientes. No obstante, su sólida generación interna de fondos le permite mantener acotadas las necesidades de financiamiento. En ese sentido la estructura de capital presenta un bajo nivel de apalancamiento y holgadas coberturas de intereses, aunque la deuda se encuentra concentrada en el corto plazo. ESSA planea una emisión en el mercado de capitales por un monto de hasta USD 50 millones con el objeto de extender la vida promedio de sus pasivos financieros. Esperamos que en todo momento el indicador de deuda sobre EBITDA sea inferior a 2,5x y las coberturas superen las 4,0x.

Perfil del Negocio

ESSA inició sus operaciones en 1991 como representante oficial de la marca japonesa *Aiwa* en *Argentina*. En la actualidad, tiene como actividad principal la fabricación y distribución de celulares y pequeños electrodomésticos.

La compañía está vinculada al *Grupo Newsan*, líder en producción, comercialización y distribución de productos eléctricos y electrónicos para el hogar combinando marcas propias y licencias de marcas internacionales.

En diciembre de 2015, el *Grupo Newsan* encaró un proceso de reorganización de las actividades de sus empresas *Newsan S.A.*, *Noblex S.A.* y ESSA con el fin de optimizar sus estructuras administrativas y financieras. Cada compañía del Grupo quedó focalizada en distintas unidades de negocios. Además, en los últimos años el Grupo inició un proceso de diversificación incorporando nuevos negocios como la comercialización y exportación de productos pesqueros y otros productos alimenticios.

Operaciones

La actividad de fabricación de ESSA se desarrolla bajo marcas propias y licenciadas, así como también bajo marcas de terceros a partir de acuerdos industriales con empresas internacionales, siendo las principales *Motorola*, *LG*, *Huawei* y *Alcatel*, entre otras. En los últimos años, la compañía puso especial foco en el desarrollo de estas marcas en el mercado local, compitiendo en los segmentos medios y bajos de precios.

Con el traspaso del negocio de celulares bajo la órbita de ESSA a partir de 2015, este segmento ha incrementado su participación en los ingresos y la generación de EBITDA alcanzando algo más del 60% en 2016. Por otro lado, la contribución del segmento de pequeños electrodomésticos se ha reducido hasta alrededor del 20% y 30%, respectivamente, en comparación con una participación del orden del 55% registrada 2 años atrás.

Unidades de Negocios

- *Canal Minorista (22% de los ingresos de 2016).*

El canal tradicional de venta al por menor incluye la fabricación, importación, comercialización y distribución de pequeños electrodomésticos bajo las marcas *Atma*, *JVC*, *Pioneer*, *Microlab* y *Braun*. A su vez, dentro de este segmento se comercializan celulares marca *Noblex*, de propiedad del Grupo. Los principales clientes de este canal son *Garbarino*, *Frávega*, *Electrónica Megatone* y *Carsa*.

ESSA utiliza la red de distribución del *Grupo Newsan* que le permite tener una presencia nacional. La fortaleza de la cadena de distribución constituye una barrera de entrada para nuevos jugadores en la industria y favorece la asociación con empresas globales líderes para acceder al mercado argentino.

- *Alianzas Estratégicas - acuerdos corporativos (62% de los ingresos de 2016).*

Desde 2010, el *Grupo Newsan* desarrolla alianzas estratégicas con compañías multinacionales. El Grupo organizó la venta de celulares bajo ESSA, que actualmente comercializa las marcas *Motorola*, *LG*, *Huawei* y *Alcatel*.

En su planta de *Tierra del Fuego*, ESSA fabrica los productos de cada marca bajo acuerdos que establecen el cumplimiento de determinados parámetros de producción y poseen una duración aproximada de entre 1 y 3 años (con posibilidad de ser renovados). Los insumos llegan a la isla por avión y los productos terminados se envían por tierra al centro logístico ubicado en la *Provincia de Buenos Aires*. Desde allí se realiza la distribución a los clientes en base a las órdenes de pedido recibidas.

- *Exportación (16% de los ingresos de 2016).*

Como parte de los requerimientos de la *Administración* anterior para equilibrar su balanza comercial, en los últimos años el Grupo desarrolló el negocio de exportación de alimentos que, principalmente, abarca el procesamiento, comercialización y exportación de productos de pesca.

Al igual que en el segmento corporativo, el Grupo reorganizó esta línea de negocios para optimizar la productividad y alcanzar sinergias y economías de escala, por lo que parte de las exportaciones se canalizan a través de ESSA. Si bien este segmento presenta márgenes acotados y su contribución a la generación de EBITDA es poco significativa, le permite a la empresa acceder a moneda dura y mitigar parcialmente el descalce de monedas entre la compra de insumos denominados en dólares y las ventas en pesos en el mercado doméstico.

Producción

La producción de ESSA se concentra en 2 plantas ubicadas en *Campana (Buenos Aires)* y *Ushuaia (Tierra del Fuego)*. La compañía presenta una importante flexibilidad operativa. Alrededor del 90% de

los productos comercializados son fabricados localmente (en su mayoría en *Tierra del Fuego*), siendo el resto de origen importado. El equilibrio entre producción propia e importación depende de los aranceles y estímulos productivos determinados por el *Gobierno*. Ante un escenario de mayor apertura comercial con baja de aranceles como el que se prevé, ESSA podría adaptar el mix productivo hacia una relación de mayor importación y menor producción local.

La fabricación de teléfonos celulares se beneficia del régimen de promoción industrial establecido por la *Ley 19.640*, que expirará en 2023.

Régimen de Promoción de Tierra del Fuego

Mediante la *Ley N° 19.640* de 1972 se creó un régimen fiscal y aduanero especial en *Tierra del Fuego*, el cual otorga importantes exenciones de impuestos nacionales a las empresas que desarrollan sus actividades bajo dicho régimen. El mismo se compone de una primera discriminación de tratamiento entre el territorio nacional y el territorio nacional continental y una segunda diferenciación dentro del territorio nacional donde se constituye en área aduanera especial (AAE) y zona franca a la *Isla Grande de Tierra del Fuego*. Un AAE goza de un sistema arancelario especial y presenta prohibiciones de carácter económico a las importaciones y exportaciones. Por otro lado, en un área franca las mercaderías no se encuentran sometidas a los controles aduaneros habituales y no están gravadas por tributos aduaneros.

Por su parte, el *Decreto 1234/2007* extendió los derechos y obligaciones acordados bajo el régimen de promoción hasta fines del 2023. Futuros cambios en este régimen deberán ser acordados en el *Congreso*. Sin embargo, modificaciones en el esquema de aranceles a la importación de productos electrónicos (como la reciente flexibilización del proceso de importación de computadoras portátiles) podrían afectar significativamente el nivel de producción de las compañías que operan en *Tierra del Fuego*.

Estructura de Costos

Los costos de producción de ESSA están fundamentalmente dolarizados, ya que casi la totalidad de las piezas utilizadas en la producción local son de origen importado. La empresa presenta un nivel de apalancamiento operativo muy bajo con un alto componente de costos variables asociados al proceso productivo, siendo los insumos los de mayor incidencia sobre el total. A diferencia de los productos que comercializa *Newsan*, que tienen una fuerte demanda estacional, la demanda de celulares es más estable a lo largo del año. Sin embargo, con relación a la mano de obra existen convenios especiales en las plantas que operan bajo el régimen promocional de *Tierra del Fuego* que permiten la contratación de personal temporario para ciertos proyectos dependiendo de la magnitud y duración de los mismos. Esto le otorga una importante flexibilidad a la estructura de costos, especialmente en períodos de baja del mercado.

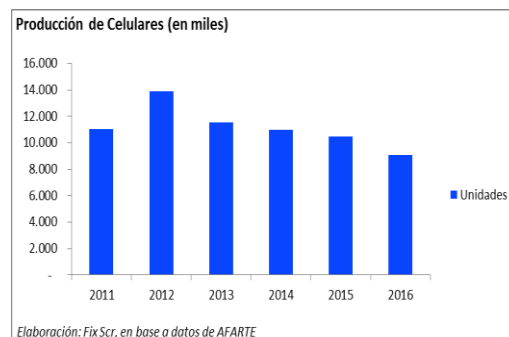
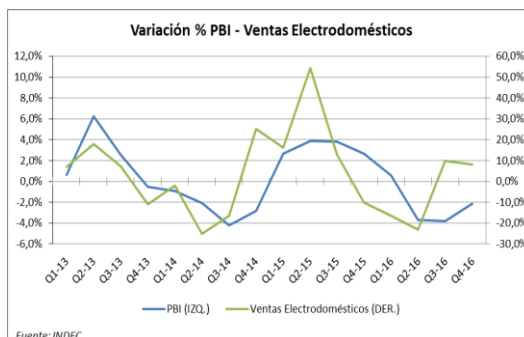
Riesgo del Sector

El consumo de bienes durables se caracteriza por su discrecionalidad, por lo que se encuentra determinado por el entorno macroeconómico y el ingreso disponible de los consumidores. En este sentido, la percepción del consumidor con respecto al ambiente económico en general y a su economía familiar en particular delimitan las decisiones de consumo. En entornos de incertidumbre con relación a los prospectos futuros de la economía o ante expectativas deprimidas, el consumo masivo tiende a retraerse al igual que el PBI. En 2016 la disminución del ingreso disponible, sumada a una aceleración de la tasa inflacionaria, afectó la venta de bienes durables, añadiendo presión al sector de consumo que sufrió una caída significativa en comparación con períodos anteriores.

Para 2017, se espera una leve recuperación del sector ya que se prevé una mejora en las condiciones macroeconómicas, especialmente un aumento de la demanda interna y un descenso de la inflación. Desde febrero del presente año rige el nuevo régimen de "*transparencia de precios*" que distingue entre el precio de contado y aquel financiado para la adquisición de bienes y la contratación de servicios, con la respectiva diferencia de precios que implica la financiación en cuotas. Esto podría ralentizar la recuperación del consumo, sobre todo de bienes durables, ya que implicaría un mayor esfuerzo de compra por parte de los consumidores. En línea con lo anterior, si bien se confirmó la continuidad de los planes de estímulo "*Ahora 12*" y "*Ahora 18*", estos pasarán a tener un costo financiero que podría desincentivar las compras en cuotas. Por otro lado, las empresas del sector podrían verse beneficiadas por un descenso en las tasas de interés que reduzca el costo de financiar sus operaciones y permita otorgar financiación más flexible a sus clientes.

Mercado de Celulares

El nivel de producción de celulares exhibe 4 años de descenso consecutivo (contracción del 35% desde 2012), evidenciando cierto grado de madurez de la industria. Considerando el primer trimestre de 2017, observamos una caída del 40% con respecto al mismo trimestre del año anterior. Las principales razones de la merma en la producción se encuentran en la desaceleración del grado de innovación de la industria y, a partir de 2016, en el impacto de la recesión económica sobre el consumo de este tipo de bienes. Además, los precios promedio de los celulares en *Argentina* superan ampliamente el que presentan equipos similares en otros países de la región y del mundo, lo que incentiva el contrabando de equipos. Para lo que resta de 2017 preveemos una recuperación gradual de la demanda acompañando nuestra expectativa de una lenta reactivación económica.



Posición Competitiva

ESSA es una empresa vinculada al *Grupo Newsan*. Este último se constituye como uno de los mayores fabricantes locales de la industria electrónica de consumo, la cual presenta un elevado nivel de competencia tanto de jugadores nacionales como del exterior. La compañía posee una cartera de productos diversificada aunque evidencia una concentración de ingresos derivada de la venta de teléfonos celulares, segmento en el que ostenta una posición de liderazgo. Su fuerte posicionamiento en el mercado se explica por la fortaleza de la cadena de distribución, que favorece la suscripción de alianzas estratégicas para incrementar la producción y abarcar diferentes segmentos de consumo.

Por otro lado, las operaciones se circunscriben al mercado argentino y, por lo tanto, están altamente expuestas a los ciclos económicos del país. Además, existe una significativa concentración de la cartera de clientes que podría afectar el volumen del negocio en el caso de que alguno decidiera discontinuar la relación comercial.

Administración y Calidad de los Accionistas

ESSA es controlada por la familia *Cherñajovsky*. El Sr. *Rubén Cherñajovsky* posee el derecho de usufructo vitalicio y los derechos políticos respecto de las acciones de sus hijos, manteniendo el control indirecto de un 98% del capital y los votos de la sociedad.

Factores de Riesgo

- **Exposición a los ciclos económicos:** El consumo de bienes durables se ve fuertemente impactado por los vaivenes de la economía. En períodos recesivos como el atravesado durante el año anterior, se observa una retracción de la demanda de electrodomésticos y equipos electrónicos.
- **Riesgo regulatorio:** Cambios en los incentivos a la producción industrial o una mayor apertura comercial podrían incrementar el nivel de competencia en el sector y erosionar la rentabilidad de la compañía.
- **Riesgo de concentración:** Alta dependencia de fabricantes de celulares con una cartera de clientes poca diversificada.
- Negocio intensivo de capital de trabajo que requiere un amplio acceso al mercado de crédito para financiar el ciclo de caja
- **Liquidez presionada:** La estructura de capital exhibe una alta concentración de vencimientos en el corto plazo morigerada por el bajo nivel de apalancamiento y una fuerte generación de fondos operativos.

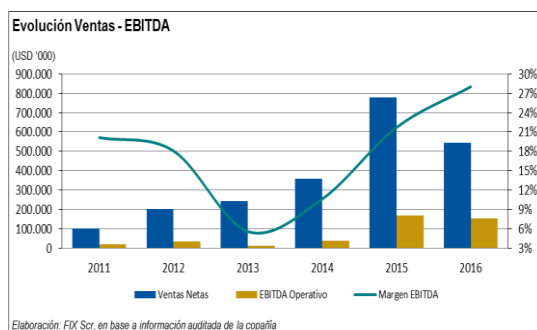
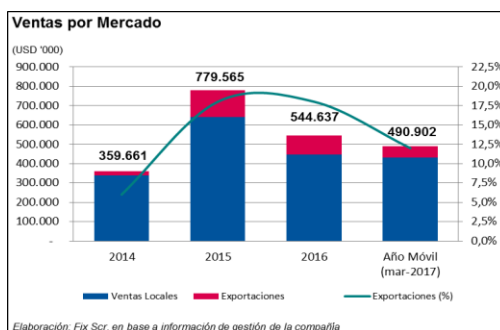
Perfil Financiero

El perfil financiero de ESSA refleja la fortaleza de su generación interna de fondos que le ha permitido financiar el capital de trabajo y las inversiones, a la vez que sostener una política activa de reparto de utilidades, todo lo anterior manteniendo acotado el nivel de endeudamiento. En este sentido, la compañía presenta una estructura de capital con bajo grado de apalancamiento y holgadas coberturas de intereses, aunque la deuda exhibe una fuerte concentración el corto plazo que la empresa maneja a través de la buena relación establecida con bancos.

En 2016, el fuerte incremento del capital circulante erosionó la liquidez corriente. Sin embargo, consideramos que la empresa cuenta con buena flexibilidad financiera derivada de las bajas necesidades de inversión y una política de dividendos discrecional que podría ser recortada ante un escenario donde el flujo de fondos se encuentre presionado.

Rentabilidad

La estructura de costos de ESSA, con un alto componente variable, sumada a su capacidad para trasladar a precios de venta buena parte del efecto devaluatorio del peso sobre el costo de los insumos importados, favorece la estabilidad de los márgenes operativos. No obstante, en los últimos 2 ejercicios la rentabilidad se incrementó fuertemente por varios factores puntuales entre los que se destacan: (i) un significativo incremento de la escala del negocio de celulares a partir del 2015 tras la reorganización de actividades llevada a cabo por el Grupo; (ii) mayores descuentos otorgados por los principales proveedores en 2016 con el objetivo de sostener la presencia de las marcas en el mercado en un año de recesión económica y fuerte contracción del consumo; y (iii) el recupero de costos en la compra de materias primas como resultado de la política de cobertura de bienes de cambio aplicada a la producción de *Tierra del Fuego*.

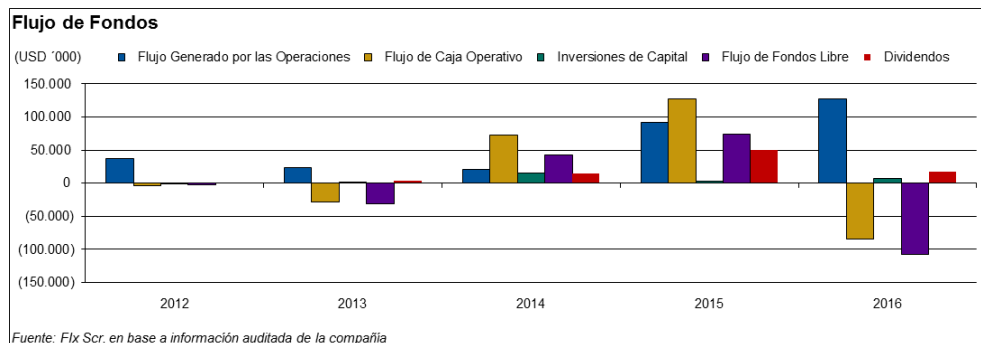


A partir de 2017 esperamos un creciente nivel de competencia con mayor apertura comercial para los productos electrónicos, situación que acortaría el crecimiento de volúmenes y precios. En consecuencia, proyectamos una evolución moderada de los ingresos medidos en dólares con tasas de crecimiento anual inferiores al 5%. En un escenario normalizado y sin considerar la aplicación de contratos de futuros a las compras de insumos productivos importados, estimamos que el margen de EBITDA se mantendrá estable en el rango de 10% a 15%.

Flujo de Fondos

El negocio de ESSA es intensivo en capital de trabajo y, por lo tanto, su flujo de fondos se encuentra presionado por el mismo y por el reparto de dividendos a los accionistas. Esta situación está mitigada por la fuerte generación interna de fondos que exhibe la empresa, aunque en 2016 no resultó suficiente para hacer frente a la crisis de consumo que atravesó el sector y que resultó en la acumulación de inventarios y una menor financiación con proveedores. En consecuencia el flujo de caja libre resultó negativo en más de USD 100 millones, debiendo recurrir a un mix de recursos propios y endeudamiento financiero para cubrir el déficit de fondos.

Esperamos que en los próximos años las operaciones de la compañía continúen generando un nivel razonable de flujo de caja para compensar las crecientes necesidades de capital circulante, las que creemos se irán normalizando a partir de 2017 en la medida que se recupere el nivel de actividad. Por otro lado, proyectamos inversiones de capital relacionadas con el mantenimiento de los activos productivos de alrededor de USD 5-10 millones anuales y distribuciones de utilidades flexibles que contribuirían a mantener una saludable generación orgánica de fondos. No obstante lo anterior, ESSA planea para 2017 un pago de dividendos extraordinario de unos USD 60 millones que implicaría postergar hasta el siguiente año la reversión del flujo de fondos libre negativo.



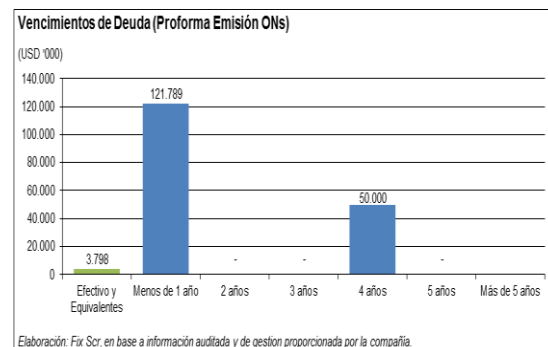
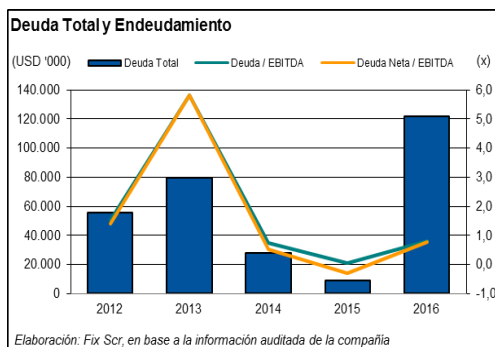
Liquidez y Estructura de Capital

La estructura de capital de ESSA presenta un bajo nivel de apalancamiento. Ante la contracción de la demanda y la necesidad de mantener estables los niveles de compra de insumos, en 2016 la empresa multiplicó alrededor de 13x su deuda financiera hasta alcanzar algo más de USD 120 millones (totalmente concentrados en el corto plazo al cierre del ejercicio), aunque el indicador de deuda neta sobre EBITDA se mantuvo por debajo de 1,0x. Asimismo, durante dicho período incrementó su exposición al endeudamiento en dólares con el objeto de reducir el costo del financiamiento. La deuda se compone en su mayoría de préstamos bancarios, prefinanciación de exportaciones y financiación de importaciones. Además, al cierre de 2016 la compañía mantenía deudas con accionistas por alrededor de USD 35 millones.

ESSA mitiga su exposición a las fluctuaciones del tipo de cambio con relación a la importación de insumos productivos y equipos mediante la suscripción de contratos de futuros para ser utilizados como instrumentos de cobertura.

En nuestra opinión, la estructura patrimonial actual caracterizada por una relativamente baja proporción de pasivos financieros (42%) posiciona favorablemente a la empresa de cara al crecimiento futuro. Para los próximos años, esperamos que mantenga un nivel de endeudamiento moderado con coberturas de intereses superiores a 4,5x y un calendario de amortizaciones manejable. En relación con esto último, ESSA planea extender la vida promedio de su deuda mediante una emisión de obligaciones negociables de largo plazo por hasta un monto equivalente a USD 50 millones.

Al cierre de 2016, la compañía contaba con una débil posición de liquidez para hacer frente a sus compromisos financieros de corto plazo. Sin embargo, consideramos que su sólida generación de fondos operativos le permitirá mantener acotadas sus necesidades de financiamiento.



Fondeo y Flexibilidad Financiera

ESSA posee un probado acceso a diversas fuentes de financiamiento en el ámbito local. En el mercado bancario dispone de crédito otorgado por entidades de primera línea, el cual supera las necesidades habituales de capital de trabajo. Además, pretende incursionar en el mercado de capitales mediante la emisión paulatina de una serie de instrumentos de deuda. Asimismo la empresa cuenta con financiamiento otorgado por sus proveedores que dota de cierta flexibilidad al ciclo de conversión de caja, aunque, según lo evidenciado en 2016, dicho financiamiento podría no estar disponible en entornos económicos deprimidos o de mayor incertidumbre.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el primero de enero de 2016, y en forma comparativa con el ejercicio anterior, ESSA ha adoptado las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

La deuda total ajustada incorpora los pasivos financieros de la entidad y otros conceptos como provisiones para contingencias y deuda garantizada de empresas vinculadas.

Resumen Financiero - Electronic System S.A. (ESSA)

(miles de ARS; año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Tipo de Cambio ARS / USD (Cierre)

Norma Contable	2016		2015		2014	
	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
Período						
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	2.294.691	1.566.185	310.475	74.981	164.750	85.941
Margen de EBITDA (%)	28,0	21,7	10,6	5,6	18,1	20,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	42,9	53,7	26,5	22,7	33,9	66,6
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(19,8)	9,5	11,7	(12,9)	(1,5)	(13,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	99,8	103,1	71,4	30,7	51,7	N/A
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	12,0	9,0	3,5	2,7	6,6	27,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	13,2	14,7	4,7	1,0	5,4	10,8
EBITDA / Servicio de Deuda	1,1	6,9	1,1	0,1	0,5	0,7
FGO / Cargos Fijos	11,8	8,8	3,4	2,6	6,3	27,9
FFL / Servicio de Deuda	(0,7)	3,5	1,4	(0,2)	0,1	(0,4)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,6)	7,0	1,6	(0,2)	0,1	(0,3)
FCO / Inversiones de Capital	(12,6)	46,2	4,5	(58,1)	10,7	(2.483,8)
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,0	0,1	1,0	2,5	1,5	0,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,9	0,1	0,8	6,9	1,7	1,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	(0,4)	0,5	6,9	1,5	1,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	16,7	58,5	17,3	18,9	15,4	N/A
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0
Balance						
Total Activos	5.807.224	5.085.010	1.790.684	1.269.704	861.143	583.357
Caja e Inversiones Corrientes	61.409	797.688	74.228	56	24.990	16.351
Deuda Corto Plazo	1.969.501	119.780	229.746	491.148	274.676	119.672
Deuda Largo Plazo	0	2.176	11.933	26.567	0	3.333
Deuda Total	1.969.501	121.957	241.679	517.715	274.676	123.006
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.969.501	121.957	241.679	517.715	274.676	123.006
Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda	163.412	363	1.623	1.508	20.952	32.714
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.132.914	122.320	243.302	519.223	295.627	155.720
Total Patrimonio	2.737.619	1.676.655	640.852	390.298	302.079	177.931
Total Capital Ajustado	4.870.533	1.798.975	884.154	909.521	597.707	333.650
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.911.226	855.325	165.495	127.359	170.433	214.107
Variación del Capital de Trabajo	(3.173.832)	322.923	424.229	(280.316)	(185.384)	(270.304)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(1.262.606)	1.178.248	589.723	(152.956)	(14.951)	(56.197)
Inversiones de Capital	(100.463)	(25.516)	(129.686)	(2.632)	1.401	(23)
Dividendos	(260.843)	(470.000)	(117.572)	(18.200)	0	(1.988)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(1.623.912)	682.732	342.466	(173.789)	(13.550)	(58.207)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos (Neto)	0	0	(52.402)	(24.072)	(61.177)	(3.053)
Otras Inversiones (Neto)	(241.840)	19.061	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	1.129.472	21.667	(215.893)	173.781	82.512	55.858
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(736.279)	723.460	74.171	(24.079)	7.785	(5.403)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	8.192.001	7.218.772	2.925.480	1.343.189	911.961	426.890
Variación de Ventas (%)	13,5	146,8	117,8	47,3	113,6	N/A
EBIT Operativo	2.261.132	1.546.715	298.691	67.362	162.176	85.415
Intereses Financieros Brutos	174.454	106.452	65.556	74.963	30.590	7.952
Resultado Neto	2.203.423	1.195.004	368.126	106.419	124.149	82.704

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.
- **PBI**: Sigla para producto bruto interno.
- **Servicio de Deuda**: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.

Anexo III. Características de los Instrumentos

ESSA emite sus títulos de deuda bajo el *Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un valor nominal de USD 250 millones (o su equivalente en otras monedas)*. La creación del programa y la emisión de obligaciones negociables bajo el mismo fue resuelta por la *Asamblea de Accionistas* celebrada el 29 de diciembre de 2016 y por el *Directorio* de la compañía en su reunión del 17 de enero de 2017. Por otra parte, la creación del programa y los instrumentos que se emitan bajo el mismo han sido autorizados por la *Comisión Nacional de Valores (CNV)* mediante su *Resolución N° 18.558* de fecha 10 de marzo de 2017.

Obligaciones Negociables Clases I y II a ser emitidas en conjunto o en forma individual por un monto máximo de hasta USD 50 millones (o su equivalente en otras monedas).

Denominación: Pesos (*Clase I*); dólares estadounidenses (*Clase II*).

Moneda suscripción, integración y pagos: Pesos (*Clase I*); dólares estadounidenses (*Clase II*).

Fecha de vencimiento: Para ambas clases el vencimiento operará el día en que se cumplan 36 meses desde la fecha de emisión y liquidación.

Amortización: Para ambas clases de obligaciones negociables el capital se amortizará totalmente en su respectiva fecha de vencimiento.

Pago de intereses: Los intereses se pagarán trimestralmente por período vencido a partir de la fecha de emisión y liquidación. Las *Obligaciones Negociables Clase I* devengarán intereses a una tasa variable anual equivalente a la *Tasa BADLAR Privada* más un margen a ser licitado. Por otro lado, el capital no amortizado de las *Obligaciones Negociables Clase II* devengará intereses a una tasa fija que también será licitada.

Destino de los fondos: El producido neto proveniente de la emisión será aplicado para (i) inversiones en activos físicos situados en la *Argentina*; (ii) integración de capital de trabajo en el país; (iii) integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la compañía cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados; y/o (iv) el repago de deuda de corto plazo más sus intereses.

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*) realizado el **26 de abril de 2017**, asignó **A-(arg)** a la calificación de *Electronic System S.A.* y de los siguientes instrumentos a ser emitidos por la compañía en el marco del *Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un valor nominal de USD 250 millones (o su equivalente en otras monedas)*:

- *Obligaciones Negociables Clase I* (en pesos) por hasta USD 50 millones; y
- *Obligaciones Negociables Clase II* (en dólares) por hasta USD 50 millones.

Las calificaciones cuentan con perspectiva **Estable**.

Categoría A(arg): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia con respecto a otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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 en escala nacional 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 perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La perspectiva 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 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 la Estructura de Capital, y el Fondeo y la 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*.

Fuentes

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

- Estados financieros consolidados hasta el 31-12-2016 y desde el 31-12-2011 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *Deloitte S.C.*).

A su vez, para el presente proceso de calificación se utilizó la siguiente información de carácter privado suministrada por el emisor:

- Prospecto preliminar del *Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un valor nominal de hasta USD 250 millones (o su equivalente en otras monedas)*.
- Suplemento de precio de las *Obligaciones Negociables Clases I y II*.
- Información de gestión.

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.