

INVAP S.E. (INVAP)

Informe Integral

Calificaciones

Calificación al Emisor	A-(arg)
ONs Clase II Serie II por hasta \$ 130 MM	A-(arg)
ONs Clase III por hasta \$ 200 MM	A-(arg)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

	30/06/17	30/06/16
	NIIF ¹	NIIF ¹
	12m	12m
Total Activos (\$ miles)	5.330.904	4.790.898
Total Deuda Financiera (\$ miles)	391.794	437.801
Ingresos (\$ miles)	3.260.920	3.393.136
EBITDA (\$ miles)	180.503	333.708
EBITDA (%)	5,5%	9,8%
Deuda/EBITDA	2,2	1,3
EBITDA/intereses	2,2	3,4

¹ NIIF: Normas internacionales de información Financiera

Informes relacionados

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

Analista Principal:

Mariano De Sousa
Analista
+5411 5235 8141
mariano.desousa@fixscr.com

Analista Secundario

Pablo Artusso
Director Asociado
+5411 5235 8121
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable del sector

Cecilia Minguillon
Director Senior
+5411 5235 8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Fuerte crecimiento del Backlog y sólido posicionamiento competitivo: Los ingresos por ventas a junio de 2017 evidenciaron un leve declino del 3,9% interanual, demostrando una volatilidad normal en el volumen de ventas de la empresa. A May'17 Invap detentaba proyectos en cartera (backlog) por USD974 MM, un importante aumento respecto a los USD454 MM a Jun'14. El crecimiento, observable en todos los segmentos de negocio, se relaciona con un aumento de la demanda, en especial con el sector público nacional, motivada por el desarrollo tecnológico alcanzado por la empresa y su probado conocimiento en diversas áreas. Asimismo, en el contexto actual de la Argentina, se esperan incrementos en el Backlog por proyectos provenientes del sector energético. Invap ha demostrado una alta flexibilidad operativa para ingresar a nuevos segmentos de forma eficiente y lograr un rápido posicionamiento de liderazgo.

Consolidación a nivel internacional como principal desafío de Invap: A nivel internacional, la empresa ha conseguido un fuerte posicionamiento de mercado en el segmento nuclear, y tras su probada trayectoria localmente en el área aeroespacial y en tecnologías de la información y comunicación (Tic), enfrenta el desafío de consolidar su liderazgo a nivel regional y en el exterior. En los últimos años, Invap ha demostrado su compromiso respecto a este objetivo, aumentando la participación de proyectos en el exterior sobre el total, del 5% y USD26 MM en monto en 2012, a 19% y USD189 MM respectivamente a May'17. Fix entiende que el desarrollo en el exterior será necesario en el mediano plazo para continuar potenciando tanto la escala operativa de Invap como la envergadura y complejidad de sus proyectos.

Volatilidad del flujo de fondos incorporada en la calificación: A pesar del ciclo positivo que está atravesando la compañía en los últimos años, la calificación contempla que el nivel de ventas y de los flujos de fondos presentan una alta volatilidad por la naturaleza y complejidad de los proyectos desarrollados. Asimismo, debido a la alta concentración de ventas con el Estado nacional, INVAP presenta una sensible exposición a demoras en los procesos de actualización de precios y retrasos en la cobranza en un contexto de déficit fiscal creciente.

Bajo nivel de endeudamiento con métricas crediticias volátiles: Invap presenta bajos niveles de endeudamiento que mitigan la elevada exposición al gobierno nacional. A Jun'17, la compañía reportó un total de deuda financiera por \$391 MM, 76% corriente y marcadamente inferior a los \$438 MM observados a Jun'16. No obstante, la volatilidad en las ventas a la que la empresa se encuentra expuesta dada la magnitud de sus proyectos, se tradujo en un deterioro de los ratios de apalancamiento y cobertura de intereses, que a Jun'17 se ubicaban en 2.2x y 2.2x respectivamente. Fix entiende que en el transcurso del ejercicio fiscal 2018, la compañía volverá a presentar ratios crediticios similares al promedio histórico, con una relación Deuda/EBITDA en torno a 1.4x y un EBITDA/Intereses de 3.4x.

Sensibilidad de la calificación

El nivel de actividad de la empresa presenta una fuerte exposición al gobierno nacional. En un entorno operacional donde la empresa continúe mostrando los sólidos niveles de ventas actuales y se mantenga la demanda por parte del Estado Nacional o de los clientes del exterior, la calificación podría subir. Una baja en la calificación podría darse ante niveles de apalancamiento mayores a los esperados.

Liquidez y estructura de capital

Adecuada liquidez: Fix considera que INVAP mantiene un nivel de liquidez adecuado. A Jun'17, la compañía presentaba una posición de liquidez de \$119 MM y una deuda de corriente por \$298 MM. Fix estima que la actual posición de liquidez le otorga a la compañía flexibilidad financiera suficiente para sostener temporalmente bajos niveles de endeudamiento y participar en proyectos de gran envergadura.

Perfil del negocio

Invap es una sociedad del Estado de la Provincia de Río Negro dedicada al diseño y construcción de sistemas tecnológicos complejos. A partir de su trayectoria de 40 años en el ámbito nacional e internacional, se constituye en una de las principales empresas del sistema científico tecnológico del país. Entre las principales ventajas competitivas se destaca su personal altamente calificado y la reputación alcanzada tanto en lo referido a reactores nucleares de investigación como en el resto de los segmentos en que opera.

Las operaciones de Invap se focalizan en las áreas nuclear, espacial, sistemas médicos, comunicaciones, industrial y energías alternativas, entre otros. La empresa ha demostrado una alta flexibilidad operativa para ingresar a nuevos segmentos de forma eficiente y lograr un rápido posicionamiento de liderazgo. En este sentido, esperamos que en los próximos años la compañía incursione en nuevos productos.

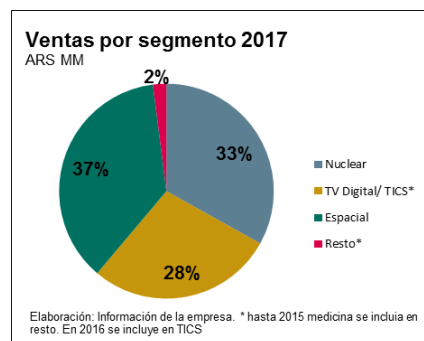
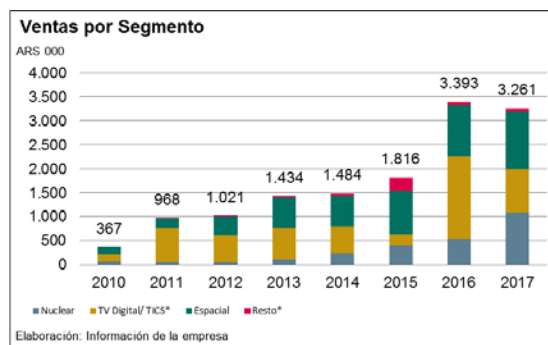
Debido a las características propias de los segmentos en que opera, los clientes de Invap son principalmente organismos estatales, ya sea en el país como en el exterior. En el país se destaca su estrecho vínculo con la CNEA, la CONAE y AR-SAT, en donde la misma funciona como el brazo ejecutor de los proyectos que surjan en materia de tecnología nuclear, espacial, y de comunicaciones. A su vez, realiza proyectos para los Ministerios de Defensa y Planificación Federal, la Administración Nacional de Aviación Civil (ANAC), Fabricaciones Militares y la sociedad Nucleoeléctrica Argentina S.A.

Cliente	Ventas U\$S	Participación
Cnea	310.364	32%
Centre de Recherche Nuclearaire de Draric	115.507	12%
Ministerio de Defensa	115.354	12%
Fuerza Aérea Argentina	114.907	12%
Resto	318.352	33%

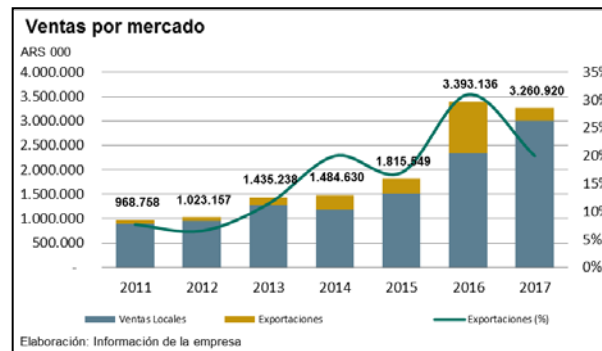
Elaboración: Información de la empresa

A nivel internacional, se destaca su relación con la NASA de Estados Unidos, con la cual ha participado en el proyecto SAC-D Aquarius, el Organismo Internacional de Energía Atómica, y las organizaciones de energía nuclear de Australia y Egipto, países en los cuales desarrolló dos de sus principales proyectos de reactores de investigación.

Históricamente, el segmento donde la compañía había acumulado una mayor experiencia técnica fue en lo referido al área nuclear. Sin embargo, en los últimos años Invap ha logrado crecer dentro de otros segmentos, diversificando su cartera de negocios. En el ejercicio 2017 el 70% de las ventas se basan en los segmentos Espacial y Nuclear. Dentro de estos segmentos se destacan la construcción de radares y satélites, mientras que en el área Nuclear se comenzó a trabajar en reactores de potencia.



Desde 2011 se observa una tendencia de mayor participación de exportaciones en el total de ventas de la empresa, que alcanzaron 31% en 2016 frente a 8% en 2011. A nivel backlog los proyectos en el exterior representan el 18%, y se destacan el mantenimiento de centros de radioterapia en Venezuela, y construcción de plantas de radioisótopos en India y Argelia. Fix espera que en un contexto de mayor certidumbre cambiaría en el país y apertura comercial, la empresa incremente su nivel de actividad en el exterior.



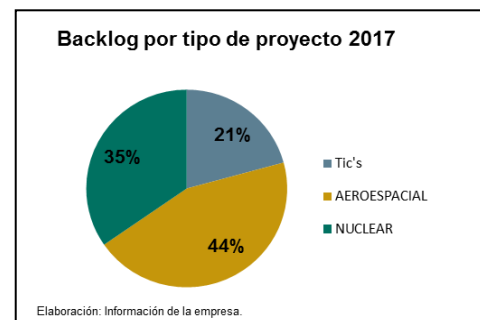
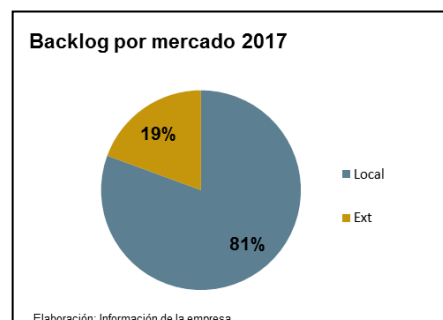
Proyectos en cartera:

Los proyectos en cartera han presentado un importante crecimiento en los últimos años, mientras que la caída registrada a Jun'14 es explicada por el efecto de la devaluación debido a que la mayoría de los contratos en el mercado local son denominados en pesos, y son ajustables por variación de costos. A May'17, el Backlog de Invap totalizaba USD 974MM lo que representa 5x las ventas de 2017.

Evolución Backlog		
Año	Monto- U\$MM	% Mercado local
2017	974	81%
2016	1.057	82%
2015	1.082	77%
2014	454	76%
2013	536	79%
2012	511	95%

Elaboración: Información de la empresa

Los cuadros a continuación presentan las principales características del backlog de Invap a May'17. Fix reclasifica los proyectos relacionado a equipos médicos como proyecto industrial, mientras que la empresa los mantiene en la gerencia de TICS (Tecnología de la Información y Comunicación).



Riesgo del sector

Elevada exposición el sector público: El nivel de actividad de INVAP se subordina a la política en inversiones en tecnología por parte del Estado Nacional, la cual ha evidenciado elevada variabilidad dependiendo de cada administración y de la coyuntura fiscal. Fix entiende que la administración actual continuará con dicha política.

Riesgo de descalce de moneda en exportaciones: La rentabilidad de la empresa se encuentra expuesta al riesgo de descalce de moneda y podría verse deteriorada ante un persistente retraso cambiario, dado que los precios de sus activos están denominados en dólares mientras que los costos se encuentran indexados en pesos.

Posición competitiva

La principal ventaja competitiva de Invap la constituye su personal altamente calificado. En este sentido, durante su trayectoria la empresa ha conseguido una reputación en los mercados internacionales como proveedora de tecnología nuclear de última generación, siendo un referente en el desarrollo de reactores de investigación. Por su parte, en el área espacial y gobierno, se constituye en la única empresa de Latinoamérica con capacidad para desarrollar integralmente proyectos espaciales y de radarización.

La estrategia de la compañía se basa en diversificar sus fuentes de generación de fondos y consolidar su posicionamiento como empresa de tecnología en el mercado nacional e internacional. En este sentido, con el objetivo estratégico de fortalecer el mercado de exportación, recientemente se creó el área de Desarrollo de Negocios Internacionales. Asimismo, durante su trayectoria, Invap ha demostrado una elevada flexibilidad operativa para explorar nuevos segmentos, y ocupar una posición de liderazgo tecnológico en los mismos.

Administración y calidad de los accionistas

El 100% de las acciones pertenecen al Gobierno de la Provincia de Río Negro. La compañía surge de un acuerdo entre la Provincia de Río Negro y la Comisión Nacional de Energía Atómica (CNEA). No obstante, desde su constitución existe un convenio mediante el cual la provincia de Río Negro cede a la CNEA el 51% de los votos de la sociedad y por el cual tiene participación en el Directorio. El plantel gerencial se destaca por su conocimiento y trayectoria de los mercados en los que opera la compañía, y por su capacidad innovadora.

Factores de riesgo

La compañía se encuentra expuesta a eventuales demoras en las cobranzas y retrasos en los procesos de redeterminación de precios, debido a tener al sector público como principal cliente. Si bien los contratos con el gobierno incluyen cláusulas de ajuste, conforme la evolución de un índice de costos, los reconocimientos pueden demorarse, generando mayores necesidades de capital de trabajo. Asimismo, en los últimos dos ejercicios se observa un fuerte incremento de los días de cuentas a cobrar, explicados por la actual débil situación crediticia del Gobierno Nacional.

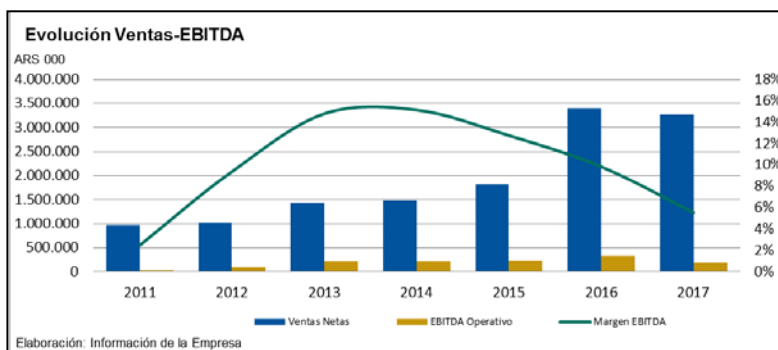
Perfil Financiero

Rentabilidad

En el ejercicio finalizado a Jun'17 los ingresos fueron de \$ 3.260 MM (-3.9% interanual) y el EBITDA de \$ 180 MM, el más bajo desde 2011. El margen EBITDA cerró en 5,5% en el último ejercicio fiscal versus 9,8% del periodo anterior. El deterioro se explica, principalmente, por el segmento Nuclear donde el descalce de monedas entre los ingresos en dólares (fijados por contrato) y un incremento de los costos en pesos sumado a algunos retrasos y sobrecostos dieron este resultado, que se estima se revierta en el próximo ejercicio. FIX estima que en un

contexto de mayor certidumbre cambiaria y menor inflación el margen retome los valores normales.

La empresa presenta una estructura de costos con un fuerte componente de costos fijos laborales, por lo que la rentabilidad es sensible al nivel de actividad. En los últimos 4 años, el margen de rentabilidad promedio fue de 11% y las ventas anuales superaron los USD200MM, mientras que en el periodo 2005-2010 fue inferior al 6%, y las ventas promediaron USD50MM.



En este sentido, destacamos a la escala operativa como un factor determinante de la rentabilidad y capacidad de generación de fondos de la compañía, y poder consolidarse en el exterior o la existencia de un fuerte compromiso por parte del Estado nacional en continuar la política de inversión en tecnología, son variables que podrían impactar positivamente sobre la rentabilidad de INVAP.

Flujo de fondos

La compañía ha logrado estabilizar su generación interna de fondos como consecuencia de mantener márgenes de rentabilidad sobre EBITDA en promedio del 10%. Asimismo, ha demostrado niveles estables de inversiones en capital que promediaron 6% sobre los ingresos por ventas, el FFL ha sido volátil debido a elevadas necesidades de capital de trabajo, mitigadas en parte por adelantos de clientes. Como consecuencia de su sólido backlog, Fix estima que la compañía continuará con una fuerte generación de FGO.

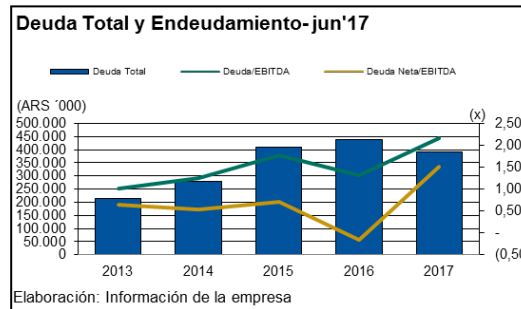
ARS 000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	41.739	90.816	203.778	149.605	174.016	1.499.677	406.220
Flujo de Caja Operativo (FCO)	-67.411	138.820	-17.233	105.069	95.112	426.130	-26.112
Inversiones de Capital	(54.334)	(74.115)	(80.791)	(94.388)	(133.745)	(153.882)	(107.320)
Dividendos	0	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libres (FFL)	(121.745)	64.705	(98.024)	10.681	(38.633)	272.248	(133.432)

Elaboración: Información de la empresa

INVAP ha alcanzado un significativo crecimiento en los últimos 5 años, mientras que las necesidades de capital de trabajo, tomando en cuenta anticipos de clientes, han sido, adecuadas. Cabe destacar que a jun'17 se observa un fuerte incremento en el nivel de inventarios y adelantos a proveedores explicados por retrasos en algunos proyectos del segmento nuclear, no obstante su impacto fue mitigado por un incremento en anticipos recibidos de clientes. A corto plazo estimamos una normalización de los proyectos y la reducción de los inventarios.

Liquidez y estructura de capital

Invap ha registrado indicadores crediticios conservadores en los últimos ejercicios, y a jun'17 mantenía un ratio de Deuda neta/EBITDA de 1.5x y cobertura de Intereses de 2,2x.

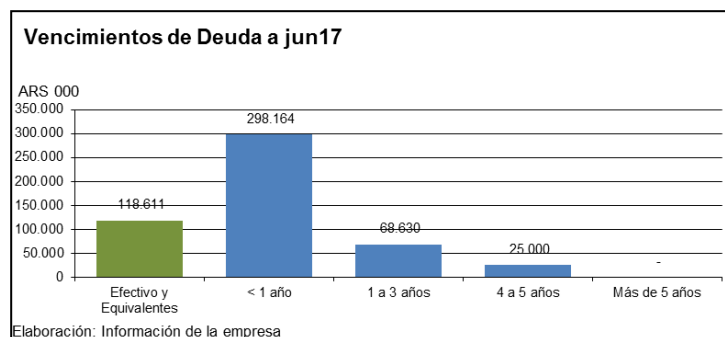


La empresa registraba a jun'17 deuda total por \$392MM, principalmente compuesta por Obligaciones negociables (60%), y en menor medida deuda bancaria. La compañía registra una reducida deuda en dólares, compuesta por dos préstamos con el BICE por U\$S 5MM (21% del total). Contablemente la deuda corriente corresponde al 76% del total.

Deuda Financiera						
ARS 000						
jun-17	Monto	Tasa	Moneda	< 1 año	1 a 3 años	4 a 5 años
On Clase II serie IV/ Clase III	257.260	Badlar +3,85%/ +0%	\$	103.895	68.630	25.000
Prestamos bancarios	98.927	\$ badlar + 2,75% / Fija 1,6 %	\$ / U\$S	98.927		
Varios	95.342		\$	95.342		
Total	391.794			298.164	68.630	25.000

Elaboración: Información de la empresa

La empresa presenta una adecuada posición de liquidez de \$ 119MM, y cubre el 40% de la deuda financiera corriente.



Fondeo y flexibilidad financiera

La empresa ha exhibido un importante acceso al mercado financiero como fuente principal de financiamiento. Asimismo, Fix considera elevada la flexibilidad financiera de la compañía como resultado de su reducido nivel de deuda y por la estabilidad de su generación interna de fondos en los últimos años, que se estima que continúe a futuro dado su nivel de backlog y la prioridad del gobierno nacional en el desarrollo tecnológico y el potencial de exportación.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de julio de 2012, INVAP ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIIF), en línea con la Resolución General N° 562/09. En el criterio NIIF para determinar lo corriente y no corriente (en el anexo descripto como “Deuda de corto y largo plazo”) en el Estado de Situación Patrimonial, no está asociado a un tiempo en meses/años, sino al ciclo operativo de la empresa.

Resumen Financiero- INVAP SE

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras consolidadas

Normas Contables

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	2017	2016	2015	2014	2013
Meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	180.503	333.708	231.455	224.645	212.191
EBITDAR Operativo	180.503	333.708	231.455	224.645	212.191
Margen de EBITDA	5,5	9,8	12,7	15,1	14,8
Margen de EBITDAR	5,5	9,8	12,7	15,1	14,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	36,3	116,3	24,9	28,6	41,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	(4,1)	8,0	(2,1)	0,7	(6,8)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	2,7	13,5	18,9	22,5	34,4
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	6,0	16,5	3,1	3,8	9,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,2	3,4	2,8	4,2	9,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,2	3,4	2,8	4,2	9,2
EBITDA / Servicio de Deuda	0,5	0,8	0,7	0,9	1,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,5	0,8	0,7	0,9	1,3
FGO / Cargos Fijos	6,0	16,5	3,1	3,8	9,8
FFL / Servicio de Deuda	(0,1)	0,9	0,1	0,3	(0,4)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,2	2,1	0,8	0,9	0,0
FCO / Inversiones de Capital	(0,2)	2,8	0,7	1,1	(0,2)
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,0	0,3	2,4	1,9	1,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,2	1,3	1,8	1,2	1,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	(0,2)	0,7	0,5	0,6
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,2	1,3	1,8	1,2	1,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,5	(0,2)	0,7	0,5	0,6
Costo de Financiamiento Implícito (%)	21,5	21,0	23,8	21,9	13,8
Deuda Garantizada / Deuda Total	0	0	0	0	0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7
Balance					
Total Activos	5.330.904	4.790.898	2.966.418	1.614.567	1.251.786
Caja e Inversiones Corrientes	118.611	490.265	244.442	158.303	78.457
Deuda Corto Plazo	298.164	315.397	256.962	195.845	146.580
Deuda Largo Plazo	93.630	122.404	152.346	84.636	66.273
Deuda Total	391.794	437.801	409.308	280.481	212.853
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	391.794	437.801	409.308	280.481	212.853
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	391.794	437.801	409.308	280.481	212.853
Total Patrimonio	954.641	934.902	619.414	430.013	341.089
Total Capital	1.346.435	1.372.703	1.028.722	710.494	553.942
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	406.220	1.499.677	174.016	149.605	203.778
Variación del Capital de Trabajo	(432.332)	(1.073.547)	(78.904)	(44.536)	(221.011)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(26.112)	426.130	95.112	105.069	(17.233)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(107.320)	(153.882)	(133.745)	(94.388)	(80.791)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(133.432)	272.248	(38.633)	10.681	(98.024)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	149	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(110.313)	(7.443)	(4.053)	1.536	21.024
Variación Neta de Deuda	(127.909)	(19.131)	128.827	67.627	90.112
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(371.654)	245.823	86.141	79.844	13.112
Estado de Resultados					
Ventas Netas	3.260.920	3.393.136	1.815.549	1.484.630	1.435.238
Variación de Ventas (%)	(3,9)	86,9	22,3	3,4	40,3
EBIT Operativo	104.293	276.022	188.058	192.652	191.244
Intereses Financieros Brutos	81.901	96.907	82.246	53.907	23.147
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	25.038	111.692	98.942	86.742	99.646

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
- Backlog: Cartera de proyectos firmados y adjudicados
- USD: Dólares estadounidense.

Anexo III. Características de los instrumentos

Obligaciones Negociables Clase 2 con un monto de hasta \$ 150 MM emitidas en dos series:

La Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 22 de septiembre de 2014 aprobó la prórroga del plazo de vigencia del Programa Global de Obligaciones Negociables simples no convertibles en acciones, a corto, mediano y/o largo plazo y la ampliación del monto máximo en circulación del Programa por U\$S 20.000.000, para elevarlo desde la suma de U\$S 30.000.000 a la suma de U\$S 50.000.000.

Asimismo se delegó en el Directorio de la Sociedad las facultades necesarias para establecer los restantes términos y condiciones del Programa y hacer efectiva la emisión y colocación de las obligaciones negociables Clase II a emitirse en el marco del mismo y dentro del monto máximo fijado por la Asamblea, incluyendo la oportunidad en que se efectuará la presentación ante los organismos correspondientes, de los trámites de prórroga de vigencia, aumento del monto y actualización del programa. El Programa fue aprobado por el Directorio de la CNV el 04 de noviembre de 2014 bajo la resolución Nro. 17.546 y por la Gerencia de Emisoras de CNV el 11 de noviembre de 2014.

Serie II por hasta \$ 130 millones (ampliable hasta 150 millones) – emitidos \$ 141,8 MM:

Con fecha 5/12/2014 se emitieron las ON Clase II Serie II por un monto de \$141,8 MM. Las ON cuentan con un plazo de vencimiento de 48 meses desde la fecha de emisión (5/12/2018). El capital será amortizado en 12 cuotas trimestrales, crecientes en forma anual y consecutivas a partir del mes 15 contado desde la fecha de emisión. La tasa de interés será variable basada en la tasa BADLAR más un margen de 3,85%. La tasa de interés aplicable en cada período no podrá superar el 35%.

De los meses 15 a 24 contados desde la fecha de emisión, se pagarán las cuotas 1 a 4, correspondientes al 6% cada una del valor nominal de las Obligaciones Negociables Serie II.

De los meses 27 a 36 contados desde la fecha de emisión, se pagarán las cuotas 5 a 8, correspondientes al 9% cada una del valor nominal de las Obligaciones Negociables Serie II.

De los meses 39 a 48 contados desde la fecha de emisión, se pagarán las cuotas 9 a 12, correspondientes al 10% cada una del valor nominal de las Obligaciones Negociables Serie II.

Los fondos provenientes de la colocación de ambas ONs serán utilizados para:

- (i) Capital de trabajo (50% aproximadamente): Para determinados proyectos de construcción de satélites e inversiones requeridas por los proyectos tecnológicos en cartera de cualquiera de las áreas productivas, a fin de efectuar los pagos a proveedores por adquisición de materiales, materias primas, insumos, equipos, componentes y accesorios de equipamiento, software y por la provisión de infraestructura, fabricaciones, montaje y puesta en marcha y asesoramiento profesional y técnico.
- (ii) Inversión en activos físicos en el país (50% aproximadamente): A utilizarse en la realización de obras civiles correspondientes a nuevas oficinas y relacionadas a inversiones en laboratorios y equipamiento.

Obligaciones Negociables Clase 3 por hasta \$ 200 MM.

Emitidas el 21 de Octubre 2015 por \$200MM a un precio de corte de \$107,30 por cada \$100 de valor nominal. Las ON cuentan con un plazo de vencimiento de 60 meses desde la fecha de emisión. El capital será amortizado en 8 cuotas semestrales, consecutivas y por igual monto, a partir del mes 12 contando desde la fecha de emisión, efectuándose el primer pago en el mes 18. La tasa de interés es BADLAR, mientras que el pago de intereses será de forma semestral. Los fondos provenientes de la colocación serán utilizados para:

- (i) Capital de trabajo (70% aproximadamente): Para determinados proyectos de construcción de satélites, radares e inversiones requeridas por los proyectos tecnológicos en cartera de cualquiera de las áreas productivas, a fin de efectuar los pagos a proveedores por adquisición de materiales, materias primas, insumos, equipos, componentes y accesorios de equipamiento, software y por la provisión de infraestructura, fabricaciones, montaje y puesta en marcha y asesoramiento profesional y técnico.
- (ii) Inversión en activos físicos en el país (30% aproximadamente): Se encuentran comprendidos inversiones requeridas por la expansión de los proyectos tecnológicos en cartera de cualquiera de las áreas productivas, destinadas a obras civiles para nuevas oficinas o laboratorios, a inversiones en equipos, herramientas, maquinarias, instalaciones, instrumental de laboratorio, a la renovación de hardware y de equipamiento de comunicaciones, las cuales se encuentran dentro del curso ordinario de los negocios de la Sociedad.

Anexo IV. Dictamen de calificación

FIX SCR Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch) - Reg.CNV N°9

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, reunido el **12 de octubre de 2017**, confirmó* en categoría **A-(arg)** la calificación del emisor de Invap SE, de las ON Clase II Serie II por hasta \$ 130 MM y de las ON Clase III por hasta \$ 200MM emitidas por Invap SE.

Perspectiva Estable.

Categoría A(arg): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de 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 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 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 información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

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 Fondo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas.

Fuentes

- Balances auditados hasta el 30-06-17 disponibles en www.cnv.gov.ar.

Auditor externo a la fecha del último balance: Cánepa, Kopec y Asociados S.R.L. (miembro de Crowe Horwath International)

- Prospecto del Programa Global de Obligaciones Negociables de fecha 30-10-2009 disponible en www.cnv.gov.ar
- Prospecto del Programa Global de Obligaciones Negociables de fecha 11-11-2014 disponible en www.cnv.gov.ar
- Suplemento de precio de las ONs Clase I de fecha 02-11-09 disponible en www.cnv.gov.ar
- Suplemento de precio de las ONs Clase II de fecha 13-11-14 disponible en www.cnv.gov.ar
- Prospecto y suplemento de Precios de las ON Clase III de fecha 09-10-15 disponible en www.cnv.gov.ar

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

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 calificador-, 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.