

## INVAP S.E.

### (INVAP) Informe Integral

#### Calificaciones

|   |         |
|---|---------|
| Calificación al Emisor                    | A-(arg) |
| ONs Clase I Serie II por hasta US\$ 20 MM | A-(arg) |
| ONs Clase II Serie I por hasta \$ 20 MM   | 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

|                                   | 30/06/15                 | 30/06/14                 |
|-----------------------------------|--------------------------|--------------------------|
|                                   | NIIF <sup>1</sup><br>12m | NIIF <sup>1</sup><br>12m |
| Total Activos (\$ miles)          | 2.966.418                | 1.622.409                |
| Total Deuda Financiera (\$ miles) | 409.308                  | 280.481                  |
| Ingresos (\$ miles)               | 1.815.549                | 1.468.833                |
| EBITDA (\$ miles)                 | 231.455                  | 215.448                  |
| EBITDA (%)                        | 12,7%                    | 14,7%                    |
| Deuda/EBITDA                      | 1,8                      | 1,3                      |
| EBITDA/intereses                  | 2,8                      | 4,9                      |

<sup>1</sup> NIIF: Normas internacionales de información Financiera

#### Informes relacionados

Metodología de calificación de empresas registrado ante la CNV

#### Analista Principal:

Alejandro Kalogiannidis  
Analista  
+5411 5235 8139  
alejandro.kalogiannidis@fixscr.com

#### Analista Secundario:

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

#### Factores relevantes de la calificación

**Fuerte crecimiento del Backlog y posible aumento del capital de trabajo:** A Ago'15 INVAP detentaba proyectos en cartera por USD1.274MM, que representaban 6,05x las ventas del ejercicio 2015, logrando de esta forma un importante aumento respecto a los USD454MM 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. Fix monitoreará el nivel de apalancamiento de la empresa, ya que el significativo crecimiento de ventas podría redundar en mayores necesidades de capital de trabajo, y, eventualmente, incrementos del endeudamiento en caso de reducirse el nivel de adelantos. De todas formas, la sólida posición de liquidez, junto con un importante nivel de adelantos a proveedores, limitan las necesidades de fondos.

**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 USD26MM en monto, en 2012, a 17% y USD215MM respectivamente a Ago'15. 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. Si bien la empresa ha acumulado un fuerte backlog que provee cierta previsibilidad a los ingresos en el mediano plazo, una reducción en la política futura de inversión del gobierno o la cancelación de importantes contratos con otras contrapartes, retornando a los niveles de ventas del periodo 2005-2010, podrían afectar negativamente a la empresa. Asimismo, debido a la alta concentración de ventas en 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, que estimamos, podrían repercutir en mayor variación del EBITDA, e incrementos en las necesidades de capital de trabajo.

**Sólidos ratios crediticios:** El aumento en el EBITDA que ha experimentado la compañía le permite registrar sólidos indicadores crediticios. El ratio deuda neta/EBITDA alcanzó 0,7x, levemente superior a 0,5x en 2014, mientras que la cobertura de intereses con EBITDA se posicionó en 2,8x. FIX incorpora en la calificación la estimación de que el nivel de apalancamiento se mantenga en niveles acotados, no obstante podrían deteriorarse dada la fuerte volatilidad a la que la empresa se encuentra expuesta.

#### Sensibilidad de la calificación

La calificación de INVAP está limitada por tener al sector público como principal contraparte, lo que la hace vulnerable a la situación crediticia actual de Argentina. Sin embargo, a diferencia de otros emisores en similar situación, no cuenta con perspectiva negativa, al tratarse de un proveedor estratégico para el Estado Nacional. Una baja en la calificación podría darse ante importantes demoras en las cobranzas que deriven en una suba significativa del apalancamiento. Similarmente, la calificación de INVAP podría subir ante un aumento del porcentaje de contratos de exportación en países de sólida calidad crediticia, o ante un fortalecimiento de la calidad crediticia actual del Estado Nacional junto a una política de continuidad de inversión en tecnología.

#### Liquidez y estructura de capital

A Jun'15 la caja e inversiones de la compañía alcanzaban \$ 244 MM y le permitía cubrir el 95% de la deuda de corto plazo. Asimismo, la deuda totalizaba \$ 409 MM, respecto de \$ 280 MM a jun'14, producto de una mayor actividad.

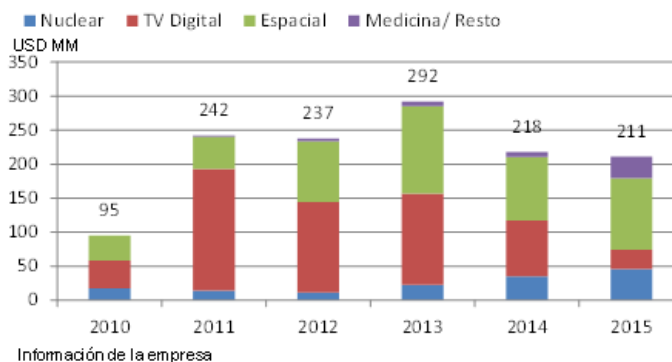
## Perfil del negocio

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 39 años en el ámbito nacional e internacional, se constituye en una de las principales empresas del sistema científico tecnológico del país. Las operaciones de INVAP se focalizan en las áreas nuclear, aeroespacial y gobierno, sistemas médicos, comunicaciones, industrial y energías alternativas, entre otros.

En cuanto a tendencias de ventas, se observa un constante incremento del nivel de ventas en USD del segmento nuclear, mientras que, luego de una fuerte participación de proyectos de televisión digital desde 2011, en 2015, ha demostrado bajos niveles, que explican, en gran parte, la caída del nivel de facturación. Luego de desarrollo de proyectos en el segmento medicina en Venezuela, durante 2013 y 2014, en 2015, se observa un fuerte crecimiento, en parte explicado por continua demanda de Venezuela, como también por proyectos en el mercado local.

La empresa ha logrado en los últimos años mantener un sostenimiento de las ventas en el área aeroespacial y Gobierno, y estimamos que estas no solo se mantendrán sino que también se potenciarán dado el fuerte nivel de proyectos en cartera, observamos una consolidación de estas operaciones

**Ventas por segmento 2010- 2015**



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. Los cuadros a continuación muestran la evolución de ventas y margen operativo por segmento de negocio para el periodo 2012- 2015. Del análisis, se observa un estrecho vínculo entre rentabilidad y nivel de ventas, y se explica la fuerte concentración de costos fijos que la empresa presenta. Poder lograr un elevado nivel de apalancamiento operativo es un factor determinante de la rentabilidad de la empresa, y en ese sentido, una caída en el nivel de inversión por parte del gobierno nacional, podría afectar negativamente a la empresa, conduciéndola a márgenes EBITDA en torno a 5,5%, similares a las cifras del periodo 2005- 2009, donde las ventas promediaron USD 50MM.

### Ingresos por venta

|      | Nuclear | TV Digital | Espacial | Medicina/ Resto | Total |
|------|---------|------------|----------|-----------------|-------|
| 2015 | 398     | 239        | 907      | 272             | 1.816 |
| 2014 | 238     | 559        | 635      | 52              | 1.484 |
| 2013 | 111     | 657        | 632      | 34              | 1.434 |
| 2012 | 50      | 571        | 385      | 15              | 1.021 |

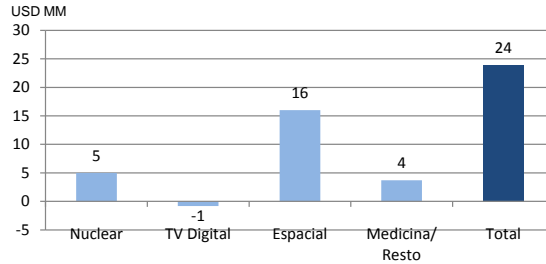
Información de la empresa

## Margen Operativo

|      | Nuclear | TV Digital | Espacial | Medicina/ Resto | Total |
|------|---------|------------|----------|-----------------|-------|
| 2015 | 11%     | -3%        | 15%      | 12%             | 11%   |
| 2014 | 3%      | 15%        | 18%      | 6%              | 14%   |
| 2013 | -5%     | 8%         | 27%      | -24%            | 15%   |
| 2012 | -68%    | 14%        | 13%      | -33%            | 9%    |

Información de la empresa

## Resultado Operativo por segmento 2015

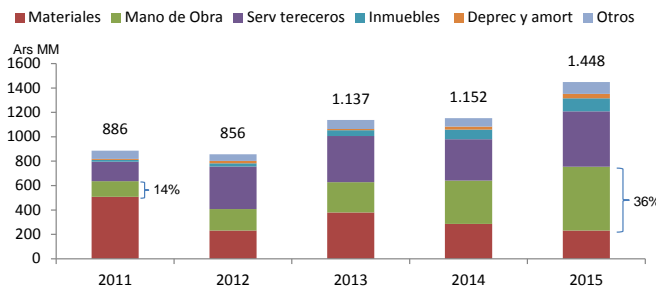


Información de la empresa

## Estructura de costos e Inversiones:

Dentro de los costos de ejecución, se destaca la participación del gasto en mano de obra, con una participación del 36% en 2015. Cabe destacar que en 2011 estos representaban el 14%, y la tendencia muestra mayor proporción de mando de obra, en detrimento de costos de materiales y servicios de terceros. Estos cambios, en parte, explican el incremento en los niveles de rentabilidad, y la mayor complejidad de los desarrollos llevados a cabo.

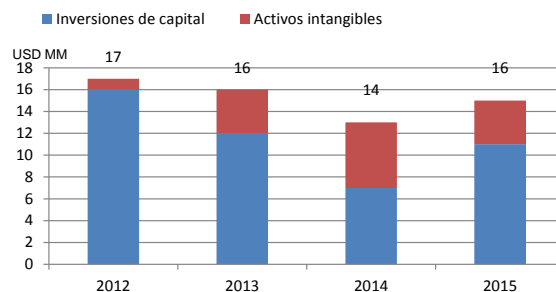
## Costos de Ejecución 2011- 2015



Información de la empresa

Las inversiones de capital y en activos intangibles han demostrado baja variabilidad en los últimos 4 ejercicios, habiendo fluctuado en el rango de USD14MM- USD17MM. Durante 2012 y 2013, se observa una alta proporción de inversiones de capital explicadas por la construcción de la nueva sede de la empresa, mientras que en los últimos años, se ha llevado a cabo un elevado nivel de inversiones en activos intangibles como consecuencia del proceso de mayor desarrollo tecnológico.

## Inversiones de capital y en activos intangibles 2012- 2015



Información de la empresa

Proyectos en cartera:

Los proyectos en cartera muestran un fuerte crecimiento a Jun'15, mientras que la caída registrada a Jun'14 es explicada por el efecto de la devaluación, ya que la mayoría de los contratos en el mercado local son denominados en pesos, y son ajustables por variación de costos. El cuadro a continuación muestra la evolución del backlog a fecha de cierre contable para el periodo 2012-2015.

**Backlog**

|      | Monto (USD MM) | Mercado Local |
|------|----------------|---------------|
| 2015 | 1082           | 77%           |
| 2014 | 454            | 76%           |
| 2013 | 536            | 79%           |
| 2012 | 511            | 95%           |

**Riesgo del sector**

Entre los principales riesgos que enfrenta la compañía en los sectores donde opera se destaca su dependencia a la obtención de contratos de envergadura para sostener su generación de fondos. En el mercado local, está sujeta a la política futura de inversión en tecnología, la cual evidenció un importante crecimiento en los últimos años. La continuidad de esta tendencia positiva dependerá, entre otros factores, de la capacidad de financiación del gobierno.

La compañía también está 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 incremento de los días de cuentas a cobrar, explicados por las condiciones crediticias actuales del gobierno nacional.

En el exterior la compañía cuenta con limitaciones para obtener las garantías necesarias para nuevos contratos, producto de que algunos clientes no toman en cuenta las garantías de Argentina. Por lo tanto, la compañía debe obtener garantías de desempeño a través de bancos en el exterior, a cambio de un mayor costo financiero.

**Posición competitiva**

Entre las principales ventajas competitivas se destaca su personal altamente calificado y la reputación alcanzada 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.

Recientemente fue puesto en órbita el segundo satélite de comunicaciones diseñado y fabricado por la compañía para la Empresa Argentina de Soluciones Satelitales S.A., el AR-SAT 2, lo cual constituye un hito importante por su valor y complejidad científicos.

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 funciona como el brazo ejecutor de los proyectos que surjan en materia de tecnología nuclear, espacial, y de TV Digital. 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.

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. En los últimos dos ejercicios obtuvo diversos contratos en el área nuclear en Arabia Saudita, Argelia, India y Brasil.

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. Prevé participar en los nuevos proyectos de reactores experimentales en el mundo, así como continuar expandiendo su negocio aeroespacial en Argentina y extenderlo a los mercados internacionales, además del desarrollo de nuevos negocios. Para ello en 2010, incorporó una gerencia de “Proyectos industriales y energías alternativas”, la cual obtuvo los primeros contratos en el área industrial vinculados al segmento aeroespacial, a la vez que viene realizando acciones para ingresar en el negocio de energía eólica.

### **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, 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**

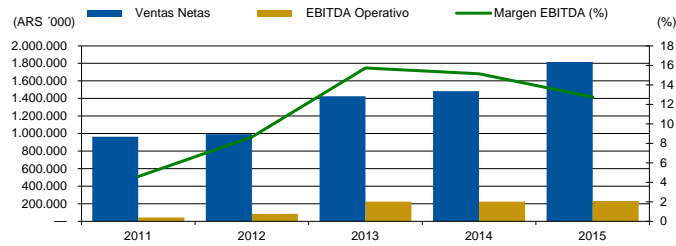
- Característica cíclica del negocio. Dependencia a la política futura de inversión en tecnología, la cual podría ser mitigada con la obtención de nuevos contratos en el exterior.
- Exposición a la inflación. Si bien cada contrato cuenta con un mecanismo de ajuste definido, los reconocimientos de ajustes de precios podrían demorarse.
- Riesgo de cobranza al tener al Estado Argentino y otros países de baja calidad crediticia como contraparte.

### **Perfil Financiero**

#### **Rentabilidad**

Los ingresos y generación de fondos de INVAP varían en función de los contratos en cartera y el avance de los mismos. En el ejercicio finalizado a Jun'15 los ingresos aumentaron a \$ 1.816 MM y el EBITDA a \$ 231 MM, manteniendo los niveles altos de EBITDA del ejercicio anterior. De todas formas, el margen de EBITDA se redujo a 12,7% de 15,1% en 2014 debido a retrasos en las redeterminaciones de precios. En los últimos 4 años, el margen de rentabilidad promedió 13% 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 una fuerte política del estado nacional en continuar con inversiones en tecnología.

## Evolución Ventas - EBITDA

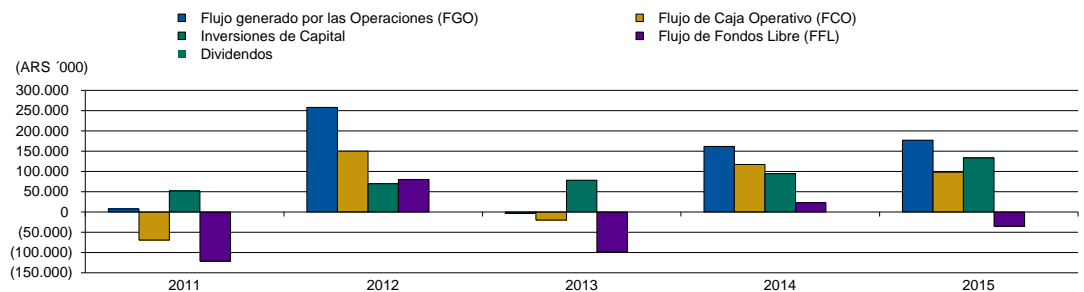


Fuente: Información de la empresa

## Flujo de fondos

En el ejercicio finalizado a Jun'15 el flujo de caja operativo fue positivo en \$98 MM, y ante inversiones de capital y compra de activos intangibles por \$133MM, el flujo de fondos libre fue de \$35MM negativos. Para el corto plazo, se esperan mayores necesidades de capital de trabajo, aunque, también, un aumento en la generación interna de fondos explicado por el mayor volumen de proyectos a ser desarrollados. Asimismo, esperamos un aumento en inversiones de capital dado el proceso de crecimiento que atravesará INVAP.

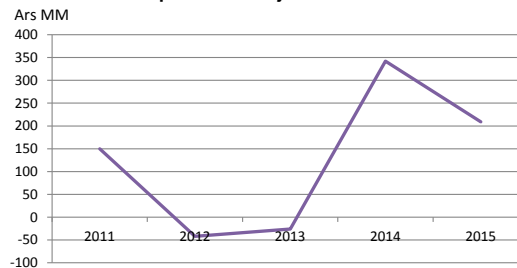
## Flujo de fondos



Fuente: Información de la empresa

La empresa presenta acotadas necesidades de capital de trabajo, principalmente debido a la política de anticipos de clientes, no obstante, excluyendo este componente, y focalizando solamente en cuentas a cobrar, inventarios y cuentas a pagar, en los últimos dos ejercicios, el capital de trabajo ha crecido significativamente. El aumento de créditos por ventas explica en gran parte esta tendencia, habiendo aumentado los días de cuentas a cobrar de 30 días en 2013 a 90 días en 2015, y alcanzado un máximo en 2014 de 100 días.

## Evolución del Capital de Trabajo- 2011- 2015



Información de la empresa- Capital de trabajo no incluye anticipos netos de clientes, ni de proveedores

## Liquidez y estructura de capital

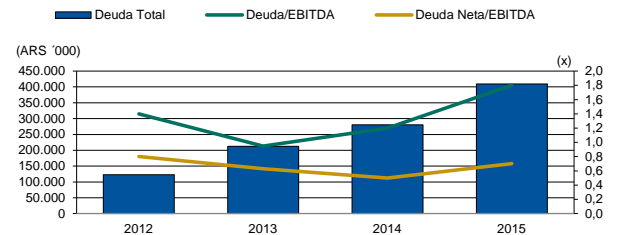
Los indicadores crediticios a Jun'15 continúan siendo conservadores al situarse el ratio de Deuda neta/EBITDA en 0,7x y la cobertura de Intereses en 2,8x.

### Capitalización

| '000 ARS               |           | % Total Capital |
|------------------------|-----------|-----------------|
| Deuda de Corto Plazo   | 256.962   | 25,0            |
| Deuda de Largo Plazo   | 152.346   | 14,8            |
| Otros                  | —         | —               |
| Deuda Total Ajustada   | 409.308   | 39,8            |
| Total Patrimonio       | 618.353   | 60,2            |
| Total Capital Ajustado | 1.027.661 | 100,0           |

Fuente: Información de la empresa

### Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa

La empresa presenta deuda total por \$409MM, principalmente compuesta por Obligaciones negociables, y en menor medida deuda bancaria. La deuda en moneda extranjera se ubica en \$102MM (compuesta en su totalidad por las Obligaciones Negociables Clase I), aproximadamente 24% de total, y el riesgo de descalce es mitigado por un backlog en el exterior superior a USD200MM. Si bien contablemente la deuda de corto plazo corresponde al 63% del total, tomando en cuenta únicamente exigibilidad, y no las intenciones de la empresa de cancelar anticipadamente compromisos, esta se reduce al 40%.

### Fondeo y flexibilidad financiera

La flexibilidad financiera de la compañía surge como consecuencia de que su deuda estructural cuenta con un esquema de vencimientos en el largo plazo, de la posibilidad de financiar la ejecución de los proyectos a través de anticipos de clientes, y de su fuerte posición de liquidez, que cubre el 95% de la deuda de corto plazo. De esta forma, la empresa mitiga parcialmente el riesgo de liquidez ante escenarios de sensibles aumento en necesidades de capital de trabajo, por retrasos en cobranzas y reducción de montos de anticipos de clientes.

## 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.

### Resumen Financiero - INVAP S.E.

(miles de ARS\$, año fiscal finalizado en Junio)

| Cifras no consolidadas   | <u>2015</u>      | <u>2014</u>      | <u>2013</u>      | <u>2012</u>    | <u>2011</u>      | <u>2010</u>    |
|--|------------------|------------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| <b>Rentabilidad</b>  |                  |                  |                  |                |                  |                |
| <b>EBITDA Operativo</b>  | <b>231.455</b>   | <b>224.645</b>   | <b>224.150</b>   | <b>85.829</b>  | <b>44.122</b>    | <b>24.168</b>  |
| <b>Margen de EBITDA</b>  | <b>12,7</b>      | <b>15,1</b>      | <b>15,7</b>      | <b>8,6</b>     | <b>4,6</b>       | <b>6,6</b>     |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)                  | 25,3             | 30,4             | 4,5              | 108,2          | 8,3              | 206,9          |
| Margen del Flujo de Fondos Libre                               | (1,9)            | 1,5              | (6,9)            | 8,1            | (12,6)           | (0,5)          |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio                           | 18,9             | 22,6             | 42,7             | 35,1           | 24,9             | 13,3           |
| <b>Coberturas</b>  |                  |                  |                  |                |                  |                |
| FGO / Intereses Financieros Brutos                             | 3,2              | 4,0              | 0,9              | 23,1           | 1,6              | 40,1           |
| EBITDA / Intereses Financieros Brutos                          | 2,8              | 4,2              | 7,8              | 7,3            | 3,3              | 2,1            |
| EBITDA / Servicio de Deuda                                     | 0,7              | 0,9              | 1,3              | 1,8            | 0,8              | 1,1            |
| FGO / Cargos Fijos   | 3,2              | 4,0              | 0,9              | 23,1           | 1,6              | 40,1           |
| FFL / Servicio de Deuda  | 0,1              | 0,3              | (0,4)            | 1,9            | (1,9)            | 0,40           |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda      | 0,9              | 0,9              | 0,0              | 3,1            | (1,4)            | 6,0            |
| FCO / Inversiones de Capital                                   | 0,7              | 1,2              | (0,3)            | 2,2            | (1,3)            | 1,0            |
| <b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>                   |                  |                  |                  |                |                  |                |
| Deuda Total Ajustada / FGO                                     | 1,6              | 1,3              | 8,6              | 0,5            | 7,7              | 0,3            |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA        | 1,8              | 1,2              | 0,9              | 1,4            | 3,6              | 6,3            |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA   | 0,7              | 0,5              | 0,6              | 0,8            | 3,0              | 1,1            |
| Costo de Financiamiento Implícito (%)                          | 23,8             | 21,9             | 17,2             | 8,3            | 8,6              | 9,7            |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total                                | 0,6              | 0,7              | 0,7              | 0,3            | 0,3              | 0,1            |
| <b>Balance</b>   |                  |                  |                  |                |                  |                |
| Total Activos  | 2.966.418        | 1.614.567        | 1.252.875        | 1.172.417      | 997.086          | 883.479        |
| Caja e Inversiones Corrientes                                  | 244.442          | 158.303          | 71.448           | 55.385         | 29.058           | 124.455        |
| Deuda Corto Plazo  | 256.962          | 195.845          | 146.509          | 35.846         | 44.742           | 10.651         |
| Deuda Largo Plazo  | 152.346          | 84.636           | 66.273           | 86.896         | 114.585          | 140.410        |
| <b>Deuda Total</b>   | <b>409.308</b>   | <b>280.481</b>   | <b>212.782</b>   | <b>122.742</b> | <b>159.327</b>   | <b>151.061</b> |
| Deuda asimilable al Patrimonio                                 |                  |                  |                  |                |                  |                |
| <b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>          | <b>409.308</b>   | <b>280.481</b>   | <b>212.782</b>   | <b>122.742</b> | <b>159.327</b>   | <b>151.061</b> |
| Deuda Fuera de Balance   |                  |                  |                  |                |                  |                |
| <b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b> | <b>409.308</b>   | <b>280.481</b>   | <b>212.782</b>   | <b>122.742</b> | <b>159.327</b>   | <b>151.061</b> |
| <b>Total Patrimonio</b>  | <b>618.353</b>   | <b>428.884</b>   | <b>340.019</b>   | <b>237.066</b> | <b>91.675</b>    | <b>72.791</b>  |
| <b>Total Capital Ajustado</b>                                  | <b>1.027.661</b> | <b>709.365</b>   | <b>552.802</b>   | <b>249.339</b> | <b>251.002</b>   | <b>223.852</b> |
| <b>Flujo de Caja</b>   |                  |                  |                  |                |                  |                |
| Flujo generado por las Operaciones (FGO)                       | 177.422          | 161.620          | (4.011)          | 258.177        | 7.396            | 451.505        |
| Variación del Capital de Trabajo                               | (78.904)         | (44.536)         | (15.930)         | (108.235)      | (76.624)         | (380.606)      |
| Flujo de Caja Operativo (FCO)                                  | 98.518           | 117.084          | (19.941)         | 149.942        | (69.228)         | 70.899         |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total               | 0                | 0                | 0                | 0              | 0                | 0              |
| Inversiones de Capital   | (133.745)        | (94.388)         | (78.408)         | (69.565)       | (51.938)         | (72.655)       |
| Dividendos   | 0                | 0                | 0                | 0              | 0                | 0              |
| <b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>                             | <b>(35.227)</b>  | <b>22.696</b>    | <b>(98.349)</b>  | <b>80.377</b>  | <b>(121.166)</b> | <b>(1.756)</b> |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto                  | 0                | 0                | 19.989           | 882            | 17.503           | 53.150         |
| Otras Inversiones, Neto  | (4.053)          | 1.536            | 1.035            | (47.817)       | 90.658           | (95.336)       |
| Variación Neta de Deuda  | 125.421          | 55.611           | 90.041           | (36.585)       | 8.265            | 63.985         |
| Variación Neta del Capital                                     | 0                | 0                | 0                | 0              | 0                | 0              |
| Otros (Inversión y Financiación)                               | 0                | 0                | 0                | 0              | 0                | 0              |
| <b>Variación de Caja</b>                                       | <b>86.141</b>    | <b>79.843</b>    | <b>12.716</b>    | <b>(3.143)</b> | <b>(4.740)</b>   | <b>20.043</b>  |
| <b>Estado de Resultados</b>                                    |                  |                  |                  |                |                  |                |
| <b>Ventas Netas</b>  | <b>1.815.549</b> | <b>1.484.630</b> | <b>1.424.317</b> | <b>992.775</b> | <b>962.852</b>   | <b>368.905</b> |
| Variación de Ventas (%)  | 22,3             | 4,2              | 43,5             | 3,1            | 161,0            | 85,3           |
| <b>EBIT Operativo</b>  | <b>188.058</b>   | <b>192.652</b>   | <b>203.403</b>   | <b>64.376</b>  | <b>34.047</b>    | <b>18.842</b>  |
| Intereses Financieros Brutos                                   | 82.246           | 53.907           | 28.855           | 11.708         | 13.336           | 11.552         |
| <b>Resultado Neto</b>  | <b>98.942</b>    | <b>86.742</b>    | <b>99.605</b>    | <b>38.253</b>  | <b>20.499</b>    | <b>9.097</b>   |



## 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 1 con un monto de hasta US\$ 25 MM emitidas en dos series:

Las Obligaciones Negociables Clase I se emitieron bajo el Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un valor nominal de hasta US\$ 30 millones o su equivalente en otras monedas. La creación del Programa y la oferta pública de las obligaciones negociables han sido autorizadas mediante Resolución N° 16.216 de fecha 21/10/2009 de la CNV. La creación del Programa y de los principales términos y condiciones del mismo y de las Obligaciones Negociables fueron aprobadas por la Asamblea de Accionistas de INVAP del 19/08/09. El Programa no cuenta con calificación de riesgo. La fecha de emisión de las ON fue el 13-11-2009.

Las Obligaciones Negociables Clase I son obligaciones negociables simples, no convertibles en acciones. Tendrán en todo momento igual prioridad de pago entre sí y preferencia sobre el producido de las garantías, respecto a todas las demás obligaciones no subordinadas y con garantía común del Emisor. Las Obligaciones Negociables Clase I están denominadas en dólares estadounidenses, mientras que los pagos serán efectuados por el emisor en pesos, mediante la conversión de los dólares a pesos al tipo de cambio aplicable a cada fecha de cálculo.

Las ON se encuentran garantizadas mediante un contrato de prenda firmado con el Banco de Galicia en calidad de Agente de la Garantía, el cual actúa en beneficio de los tenedores. La garantía se conforma de un derecho real de prenda en primer grado sobre los derechos de recibir sumas de dinero y cualquier otro derecho creditorio bajo ciertos contratos de INVAP. La compañía deberá mantener prendados a favor del Agente de la Garantía, en todo momento, derechos creditorios que representen en dinero una suma igual o mayor al 120% del monto total del capital de las Obligaciones Negociables Clase I pendientes de pago, y cuyo flujo de fondos estimado pueda cubrir razonablemente los servicios a abonarse en las fechas de pagos establecidas. El Agente de la Garantía retendrá los fondos depositados en la Cuenta Prendada necesarios para constituir y mantener en todo momento el Fondo de Cobertura (un servicio de intereses); y en la medida que no hubiere ocurrido un Evento de Incumplimiento, liberará a favor de INVAP, cualquier suma que exceda las sumas que deben ser mantenidas en el Fondo de Cobertura.

FIX considera que esta garantía no otorga una fortaleza adicional a la calificación, ya que depende de INVAP el cumplimiento y generación de nuevos contratos, y requiere la ejecución de la prenda en caso de incumplimiento.

### Serie I por hasta US\$ 5 millones:

Las ONs serie I por US\$ 5 MM fueron canceladas a su vencimiento el 13-11-11.

### Serie II por hasta US\$ 20 millones

Las ONs serie II cuentan con un plazo de vencimiento a los diez años desde la fecha de emisión (13-11-2019), con amortizaciones de capital en 16 cuotas semestrales consecutivas e iguales comenzando en el mes 30 contado desde la fecha de emisión (13-05-2012). Las mismas devengan intereses a una tasa de interés variable equivalente a la tasa LIBOR más 6 puntos básicos, los cuales se abonan semestralmente. La tasa de interés en ningún caso podrá ser inferior al 7,5% anual.

A la fecha el monto en circulación es de US\$ 11,2 MM.

### 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 I por hasta \$ 20 millones - emitidos \$ 8,2 MM:**

Con fecha 5/12/2014 se emitieron las ON Clase II Serie I por un monto de \$ 8,2 MM, con vencimiento a 12 meses desde la fecha de emisión con una sola amortización de capital pagadera a la fecha del vencimiento (5/12/2015). Las mismas devengarán una tasa anual fija del 25% pagadera de forma trimestral.

### **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.**

Las ON contarán 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 será BADLAR, y se licitará precio, mientras que su pago será semestral. Los fondos provenientes de la colocación de ambas ONs 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 **09 de Octubre de 2015**, confirmó\* en categoría **A-(arg)** la calificación del emisor de INVAP SE, y de las ON Clase I Serie II por hasta US\$ 20 MM, de las ON Clase II Serie I por hasta \$ 20 MM y de las ON Clase II Serie II por hasta \$ 130 MM emitidas por INVAP SE (Investigación Aplicada Sociedad del Estado).

Asimismo, asignó la categoría **A-(arg)** a las ON Clase III por hasta \$ 200MM a ser emitidas por la empresa.

La Perspectiva es 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 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

La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado:

➤ Prospecto y suplemento de Precios, versiones preliminares de las ON Clase III provistos por el emisor el 05/10/2015.

Y adicionalmente la siguiente información pública:

- Balances auditados hasta el 30-06-15 (anual) disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.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.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Prospecto del Programa Global de Obligaciones Negociables de fecha 11-11-2014 disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Suplemento de precio de las ONs Clase I de fecha 02-11-09 disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Suplemento de precio de las ONs Clase II de fecha 13-11-14 disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)

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

**Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (antes denominada Fitch Argentina Calificadora de Riesgo S.A., cuyo cambio de denominación se encuentra en trámite de inscripción ante la Inspección General de Justicia) –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:// FITCHRATINGS.COM / UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM / UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.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 calificación.

Derechos de autor © 2014 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial 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 factual 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 factual 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 independiente 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. En última instancia, 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 futuros 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 afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" 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. 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 contactos. 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 cualquier tipo. Las calificaciones 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 70.000 (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 150.000 (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 mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. 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.