

# INVAP S.E.

## Factores Relevantes de la Calificación

**Asignación ON Clase V Serie I y II:** FIX (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX - confirmó la calificación de emisor de largo plazo de INVAP S.E. (INVAP) en A-(arg) con Perspectiva Estable y de los instrumentos emitidos previamente por la compañía. Asimismo, se asignó en A-(arg) con Perspectiva Estable a las ON Clase V Serie I y Serie II a ser emitidas. INVAP es una de las principales firmas en lo referente a proyectos tecnológicos tanto a nivel nacional como regional, desarrollando proyectos de avanzada en diversos países del mundo, tales como reactores nucleares para usos pacíficos, medicina nuclear, sistemas de radares y energías alternativas; buscando diversificar aún más su oferta de servicios en el mediano plazo. Además, la adquisición de ICHOS B.V. Holding, el cual le permitiría afianzarse en el mercado europeo de bienes de capital y las ventajas impositivas brindadas por la Ley de Economía del Conocimiento le brindan perspectivas de crecimiento favorables en el mediano/largo plazo.

**Sólido posicionamiento competitivo:** A abril 2022, la compañía contaba con más de 27 proyectos (9 en el exterior) cuyas principales contrapartes se encuentran adecuadamente diversificadas entre organismos estatales de distintos países; llegando a alcanzar un backlog consolidado de USD 787 millones. El proyecto de mayor contribución a la cartera de proyectos representa el 19.8% y corresponde a la construcción de un reactor de producción de radioisótopos para medicina nuclear en Petten, Países Bajos. A junio 2021 (año fiscal) INVAP detentaba proyectos en cartera (backlog) por USD 769,7 millones, con una relación a ventas en torno a 6.5x que mitiga en parte la volatilidad intrínseca del negocio.

**Consolidación a nivel internacional como prioridad para 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, defensa y en sistemas de información tecnológica (SIT), enfrenta el desafío de consolidar su liderazgo a nivel internacional, donde ha logrado recientemente nuevos contratos de exportación, principalmente en el área nuclear, SIT y aeroespacial. 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% en 2012, a 45% a abril 2022. En los últimos cuatro años el peso de las exportaciones sobre la facturación total se ubicó en torno al 40%, mostrando un claro crecimiento en el tiempo. 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 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 al flujo de ventas dependientes del 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 elevado déficit fiscal y restricción al crédito externo.

## Sensibilidad de la calificación

El nivel de actividad de la empresa presenta una moderada exposición al gobierno nacional. La calificación podría subir en un entorno operacional positivo con una menor volatilidad en la obtención de nuevos proyectos que le permitan extender su backlog más allá del 2027 y una mayor demanda por parte de los clientes, tanto en el exterior como locales. Una baja en la calificación podría darse ante niveles de apalancamiento mayores a los esperados, una cobertura de intereses con EBITDA menor a 3.0x, una reducción importante del backlog o cancelación de proyectos existentes.

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	A-(arg)
ON Clase IV Serie I por hasta \$400 millones	A-(arg)
ON Clase IV Serie II por hasta USD 3 millones	A-(arg)
ON Clase IV Serie III por hasta USD 3 millones	A-(arg)
ON Clase V Serie I por hasta \$ 910 millones, ampliable por hasta el monto maximo de emisión*	A-(arg)
ON Clase V Serie II por hasta \$ 390 millones, ampliable por hasta el monto maximo de emisión*	A-(arg)

(\*)Ampliable en conjunto por hasta \$ 1.300 millones.

Perspectiva **Estable**

### Resumen Financiero

INVAP S.E.		
Consolidado	31/3/2022	30/06/2021
(\$ miles constantes a marzo'22)	Año Movil	12 Meses
Total	30.035.662	28.891.035
Activos		
Deuda Financiera	1.690.927	2.724.120
Ingresos	17.037.754	13.865.653
EBITDA	2.157.415	1.380.394
EBITDA (%)	12,7	10,0
Deuda Total / EBITDA (x)	0,8	2,0
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	-1,3	-1,1
EBITDA / Intereses (x)	34,6	5,7

### Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, Junio 2014](#)

### Informes Relacionados

[Empresas Argentinas: Estadísticas Comparativas, Junio 2022](#)

### Analistas

Analista Principal  
 Candido Perez  
 Director Asociado  
[candido.perez@fixscr.com](mailto:candido.perez@fixscr.com)  
 +54 11 5235-8119

Analista Secundario  
 Gustavo Avila  
 Senior Director  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)  
 +54 11 5235-8142

Responsable del Sector  
 Cecilia Minguiñón  
 Senior Director  
[cecilia.minguiñon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguiñon@fixscr.com)  
 +54 11 5235-8123

## Liquidez y Estructura de Capital

**Holgada liquidez:** FIX considera que INVAP detenta un holgado nivel de liquidez. A marzo 2022, la compañía presentaba una posición de caja e inversiones corrientes de \$4.557 millones que cubría 5.1x la deuda corriente por \$894 millones. FIX estima que la actual posición de caja sumado a las líneas bancarias disponibles y a la emisión a largo plazo de las ON Clase V, otorgan a INVAP flexibilidad financiera suficiente para sostener los actuales niveles de endeudamiento y participar en proyectos de gran envergadura. Hacia adelante, FIX estima que la liquidez continúe siendo holgada; pudiendo cubrir a la deuda corriente con su caja.

## 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 más de 45 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 los que opera.

Las operaciones de INVAP se focalizan en las siguientes áreas: nuclear, espacial, sistemas médicos, proyectos de Gobiernos, comunicaciones e industrial 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.

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 el Ministerio de Defensa, Fuerza Aérea Argentina, Armada Argentina, EANA, Secretaría de Infraestructura y Política Hídrica, entre otras.

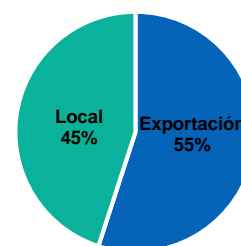
A nivel internacional, se destaca su relación con la NASA de Estados Unidos, con la cual ha participado en el proyecto SAC-D Aquarius, el Organismo Internacional de Energía Atómica, y las organizaciones de energía nuclear de Australia, Egipto y Países Bajos, entre otros países donde INVAP ha desarrollado proyectos de reactores de investigación. Asimismo, se destaca la relación con la Agencia Boliviana de Energía Nuclear (ABEN).

Desde 2011 se observa una tendencia de mayor participación de exportaciones en el total de ventas de la empresa, que alcanzaron 53% durante junio 2021, ligeramente inferior al máximo histórico alcanzado en 2020 cuando se ubicó en el 65%, frente al 8% en el de 2011, explicado por la mejora en la amplia reputación internacional ganada por la compañía y las distorsiones generadas por la diferencia de cambio. Actualmente, el peso de las exportaciones sobre el total de las ventas fue del 45%, explicado por una creciente demanda del sector público argentino por mayores productos diseñados por INVAP entre los que se puede nombrar como los nuevos radares primarios RPA-200, aeronaves no tripuladas RUAS, el satélite Small Geo para Arsat y el nuevo satélite SAOCOM. FIX espera que la empresa incremente su nivel de actividad en el exterior, aunque con una mayor dominancia en la cartera de proyectos en el mercado local.

## Proyectos en cartera

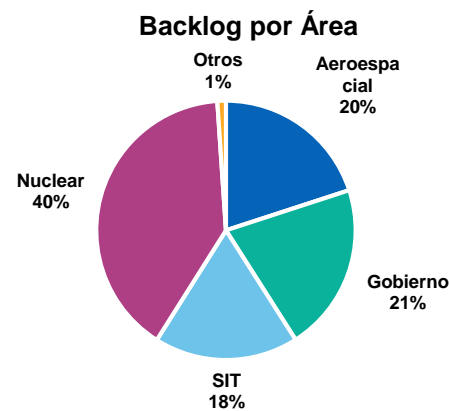
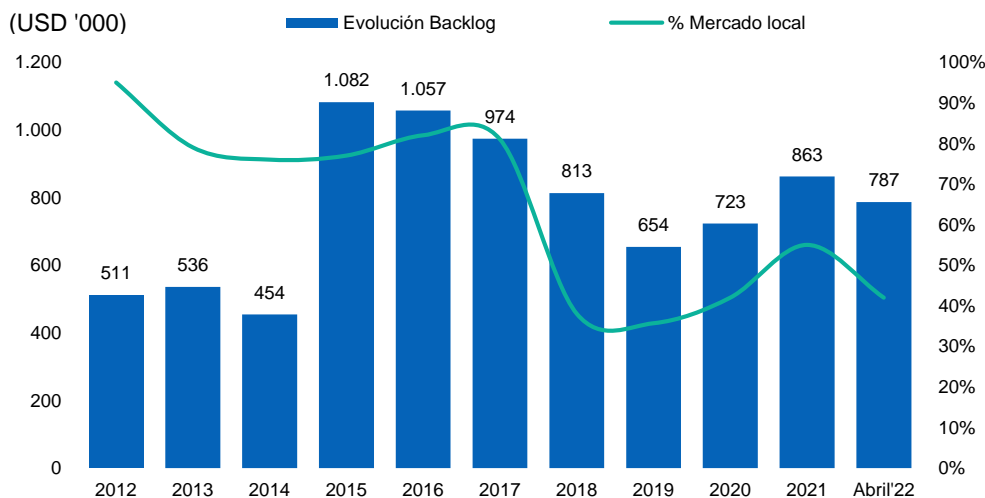
Los proyectos en cartera de INVAP a Abril 2022 fueron de USD 787 millones, mostrando una leve caída de 8.7% con respecto a los números de 2021, aunque aún así se mantiene por encima de los números de 2020, los cuales estaban mayormente focalizados en el mercado interno. Ambos efectos son explicados en parte por la devaluación del peso, que reduce el monto de los proyectos locales que son facturados. Asimismo, la compañía tiene como estrategia incrementar la participación de las exportaciones y en los últimos años se han logrado contratos importantes donde se destacan el diseño y construcción de un reactor de investigación en Países Bajos y el diseño, construcción y puesta en marcha de centros de medicina nuclear en Bolivia.

### Backlog por mercado



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Evolución Backlog



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Las obras de mayor aporte al backlog de la compañía son las del área nuclear, las cuales reportan un 40% del total de proyectos de la cartera, luego se distribuye entre Gobierno con un 21%, SIT con 18% y Espacial con 20% del backlog de INVAP.

### Riesgo del Sector

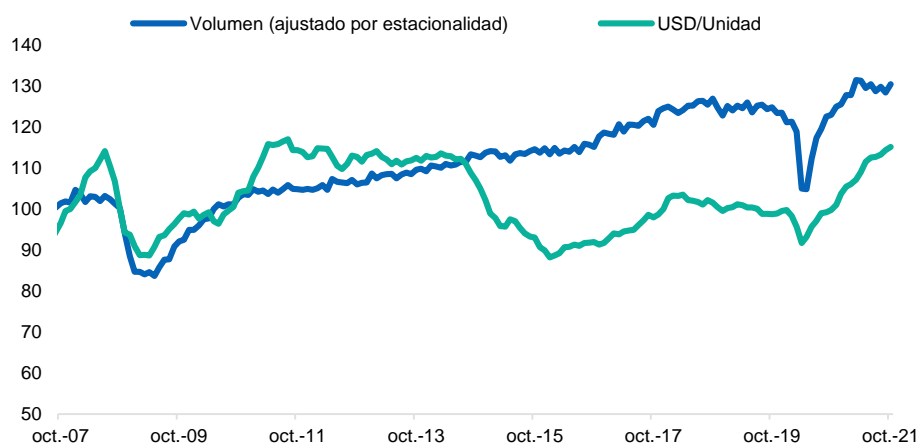
FIX mantiene la perspectiva estable del sector de bienes de capital dado el bajo impacto relativo generado por el COVID-19, en comparación a las otras industrias. A principios del 2020, el sector se había visto perjudicado por las restricciones de movilidad realizadas por los distintos gobiernos, impactando de manera negativa sobre la producción industrial a nivel global, generando un mayor nivel de apalancamiento en las empresas. Si observamos la evolución de los volúmenes comerciados en el mundo durante ese año, podemos notar una notable caída del volumen comercial durante este año, con un notable impacto en los precios.

Durante 2021, ya con medidas de relajación y el avance de la vacunación, las empresas de esta industria empezaron a mostrar mejoras en sus márgenes de venta y de recuperación de la rentabilidad, dando lugar además a un proceso continuo de fusiones y adquisiciones de empresas, en búsqueda de mayor eficiencia en línea con las nuevas tendencias digitales.

Hacia adelante, FIX espera una progresiva reducción en los niveles de apalancamiento de las empresas de esta industria, de la mano de la recuperación de las variables macroeconómicas a nivel mundial, aunque con ligeras presiones por parte de los proveedores de los insumos básicos, como producto del incremento en el precio de los fletes y los transportes en el mundo. Por otro lado, las cada vez más generalizadas preocupaciones con respecto al calentamiento global están creando una nueva demanda de tecnologías en pos de la reducción de emisiones de carbono. Como ejemplo se puede nombrar la reciente categorización de la energía nuclear como "verde" en Europa, el cual permitirá toda una nueva gama de negocios para las compañías que se encuentren en este sector.

FIX considera que 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 uno de los principales clientes. 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, que en parte es explicado por la situación crediticia de la mayoría de los Estados Nacionales debido al contexto internacional afectado por la Pandemia, donde se le dio prioridad presupuestaria a gastos sanitarios.

### Monitor de Comercio Global



Fuente: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, FIX SCR

### Administración y Calidad de Accionistas

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.

Desde un punto de vista consolidado, INVAP dispone de varias subsidiarias repartidas alrededor de la Argentina y alrededor del mundo, las cuales le permiten llevar sus procesos productivos hacia otros países debido a la complejidad de los proyectos. En la Argentina, Invap posee el 80% de INVAP Ingeniería S.A., el 60% de Eólica Rionegrina S. A. y una pequeña participación de VENG S.A.(0,2%) y CEAT S.A. (10,35%). A nivel internacional, INVAP dispone del 100% de las acciones de INVAP Nederland y de Ichos B.V. y de Ichos B.V., ambas localizadas en Países Bajos, Black River Technology Inc. en Estados Unidos, y de INVAP Sydney P.T.Y en Australia. Por último, INVAP dispone del 50% de las acciones de GSATCOM U.T.A.S. de Turquía.

### Factores de Riesgo

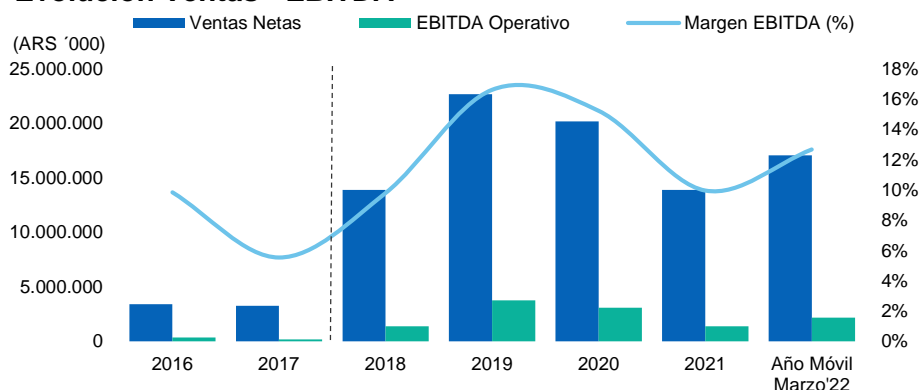
- **Riesgo de contraparte:** El nivel de actividad local de INVAP se subordina a la política en inversiones en tecnología por parte de los estados nacionales, los cuales han evidenciado elevada variabilidad dependiendo de cada administración y de la coyuntura fiscal, fuertemente golpeados por el avance de la Pandemia. FIX entiende que, a pesar de estos efectos adversos, los gobiernos que componen la cartera de proyectos de la compañía continúan con los proyectos y contratos firmados, dados que se tratan de compromisos de largo plazo.
- **Flujo de Fondos volátiles:** 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 mayormente establecidos en pesos.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

En el ejercicio finalizado a marzo'2022 (año móvil), los ingresos fueron de \$ 17.037 millones y el EBITDA fue de \$ 2.157 millones. El margen EBITDA cerró en 12.7% en el último ejercicio fiscal, por arriba de su promedio histórico (11% durante los últimos 5 años), versus 10% del periodo anterior. La rentabilidad de la compañía está sujeta al mix de contratos de las distintas áreas y a la etapa en la que se encuentra cada proyecto (ingeniería básica, ingeniería conceptual, ingeniería de detalle, construcción o fabricación, pruebas o ensayos, montaje y puesta en marcha, garantía y mantenimiento). Asimismo, la empresa presenta una estructura de costos con un fuerte componente de costos fijos laborales, asociado al alto componente de capital humano de la compañía, por lo que la rentabilidad es sensible al nivel de actividad y a la evolución del tipo de cambio real en los contratos denominados en moneda extranjera. En los últimos 5 años, el margen de rentabilidad promedio fue de 11% y las ventas anuales fueron de casi USD 200 millones, mientras que en el periodo 2005-2010 fue inferior al 6%, y las ventas promediaron USD 50 millones.

### Evolución Ventas - EBITDA



(\*)Desde 2018 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.  
 Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

FIX considera a la escala operativa como un factor determinante de la rentabilidad y capacidad de generación de fondos de la compañía. Una mayor consolidación 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. FIX estima que en un contexto de mayor certidumbre cambiaria y menor inflación el margen se encuentre en torno al 10 - 16% a través del ciclo.

### Flujo de fondos

La compañía ha logrado estabilizar su generación interna de fondos como consecuencia márgenes de rentabilidad sobre EBITDA en torno a 10%-15%. Asimismo, la compañía ha demostrado niveles estables de inversiones en capital que promediaron 11% sobre los ingresos por ventas durante el periodo 2015-2020 debido a su cada vez más desafiante cartera de proyectos, mientras que el Flujo de Fondos Libres (FFL) ha sido volátil debido a elevadas necesidades de capital de trabajo, mitigadas en parte por adelantos de clientes, aunque siempre siendo positivo como lo fue durante el año móvil a marzo 2022 por \$1.820 millones de pesos. Como consecuencia de su sólido y creciente backlog, FIX estima que la compañía continuará con una fuerte generación de FGO y con un Flujo de Fondos Libres positivo y creciente.

### Flujo de Fondos

ARS '000	2017	2018	2019	2020	2021	Año Móvil Marzo'22
Ventas	3.260.920	13.873.311	22.642.128	20.144.843	13.865.653	17.037.754
Flujo Generado por las Operaciones	406.220	(32.698.482)	991.421	791.719	3.846.015	3.477.645
Variación del Capital de Trabajo	(432.332)	1.294.063	1.200.308	4.196.270	(3.107.064)	(960.123)
Flujo de Caja Operativo	(26.112)	(31.404.419)	2.191.729	4.987.990	738.951	2.517.522
Inversiones de Capital	(107.320)	(6.559.392)	(47.505)	(594.168)	(174.706)	(697.248)
Dividendos	-	(3.847.324)	-	-	-	-
Flujo de Fondos Libre	(133.432)	(41.811.135)	2.144.224	4.393.822	564.245	1.820.274

Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

### Liquidez y estructura de capital

A marzo 2022 (año móvil), INVAP SE presentaba una relación Deuda a EBITDA de 0,8x, con un total de deuda financiera por \$1.690 millones. La posición de caja en el mismo periodo era de \$4.557 millones, con la cual FIX entiende que la compañía podrá hacer frente a los préstamos con entidades bancarias y obligaciones negociables a ser emitidas por la compañía, ya que le permite cubrir en casi 2,7x a la totalidad de la deuda de INVAP. FIX estima que en el presente ejercicio INVAP incrementará su flujo, principalmente por los ingresos provenientes del exterior y con ello mantendrá ratios crediticios a través del ciclo similares al promedio histórico, con una relación Deuda/EBITDA menor a 2,0x y una cobertura de intereses con EBITDA en torno a 3.0x.

### Fondeo y flexibilidad financiera

La empresa ha exhibido un importante acceso al crédito bancario 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, desarrollo tecnológico y el potencial de exportación. Actualmente la compañía dispone de no solo financiamiento bancario, sino también de financiamiento vía mercado de capitales con la emisión de Obligaciones Negociables.

## 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

(miles de ARS, año fiscal finalizado en junio)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	mar-22	2021	2020	2019	2018	2017
Período	Últ. 12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo	2.157.415	1.688.081	1.380.394	3.064.986	3.758.564	1.358.042	180.503
EBITDAR Operativo	2.157.415	1.688.081	1.380.394	3.064.986	3.758.564	1.358.042	180.503
Margen de EBITDA	12,7	12,5	10,0	15,2	16,6	9,8	5,5
Margen de EBITDAR	12,7	12,5	10,0	15,2	16,6	9,8	5,5
Margen del Flujo de Fondos Libre	10,7	18,3	4,1	21,8	9,5	(301,4)	(4,1)
<b>Coberturas</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos	56,7	8,9	16,8	1,9	7,1	(89,7)	6,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	34,6	7,6	5,7	3,6	23,2	3,8	2,3
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	34,6	7,6	5,7	3,6	23,2	3,8	2,3
EBITDA / Servicio de Deuda	2,3	1,9	0,7	0,8	0,9	0,3	0,5
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	2,3	1,5	0,7	0,8	0,9	0,3	0,5
FGO / Cargos Fijos	56,7	8,9	16,8	1,9	7,1	(89,7)	6,2
FFL / Servicio de Deuda	2,0	3,0	0,4	1,4	0,5	(10,1)	(0,1)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO	0,5	0,6	0,7	1,8	3,6	(0,1)	0,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	0,8	2,0	1,0	1,1	2,9	2,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,3)	(1,3)	(1,1)	(0,7)	(0,0)	0,2	1,5
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,8	0,8	2,0	1,0	1,1	2,9	2,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(1,3)	(1,3)	(1,1)	(0,7)	(0,0)	0,2	1,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,8	15,3	10,2	23,7	4,0	16,6	20,5
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	52,9	52,9	63,5	99,5	98,4	95,0	76,1
<b>Balance</b>							
Total Activos	30.035.662	30.035.662	28.891.035	27.835.893	30.556.863	33.174.194	5.330.904
Caja e Inversiones Corrientes	4.557.543	4.557.543	4.226.371	5.208.373	4.111.289	3.641.826	118.611
Deuda Corto Plazo	894.152	894.152	1.730.682	2.972.152	4.038.461	3.750.600	298.164
Deuda Largo Plazo	796.775	796.775	993.438	15.748	67.445	197.127	93.630
Deuda Total	1.690.927	1.690.927	2.724.120	2.987.900	4.105.905	3.947.727	391.794
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.690.927	1.690.927	2.724.120	2.987.900	4.105.905	3.947.727	391.794
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.690.927	1.690.927	2.724.120	2.987.900	4.105.905	3.947.727	391.794
Total Patrimonio	8.794.704	8.794.704	8.493.314	8.087.913	7.538.533	5.495.760	954.641
Total Capital Ajustado	10.485.631	10.485.631	11.217.435	11.075.813	11.644.439	9.443.487	1.346.435

<b>Flujo de Caja</b>							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	3.477.645	1.737.584	3.846.015	791.719	991.421	(32.698.482)	406.220
Variación del Capital de Trabajo	(960.123)	1.348.548	(3.107.064)	4.196.270	1.200.308	1.294.063	(432.332)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.517.522	3.086.132	738.951	4.987.990	2.191.729	(31.404.419)	(26.112)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(697.248)	(606.272)	(174.706)	(594.168)	(47.505)	(6.559.392)	(107.320)
Dividendos	0	0	0	0	0	(3.847.324)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.820.274	2.479.860	564.245	4.393.822	2.144.224	(41.811.135)	(133.432)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(1.084.698)	(850.101)	(723.909)	(609.626)	(241.625)	(13.840.643)	(110.313)
Variación Neta de Deuda	(366.612)	(1.298.586)	(822.338)	(2.687.111)	(1.646.880)	17.037.186	(127.909)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	1.144.144	0
Variación de Caja	368.965	331.172	(982.002)	1.097.084	255.719	(37.470.449)	(371.654)
<b>Estado de Resultados</b>							
Ventas Netas	17.037.754	13.550.156	13.865.653	20.144.843	22.642.128	13.873.311	3.260.920
Variación de Ventas (%)	N/A	30,6	(31,2)	(11,0)	63,2	15,6	51,8
EBIT Operativo	1.501.665	1.194.423	751.414	2.506.607	3.346.601	1.004.257	104.293
Intereses Financieros Brutos	62.386	221.347	243.290	840.044	161.983	360.529	78.080
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.078.083	881.911	532.733	234.045	804.050	470.893	25.038
(*) Moneda constante a marzo 2022							



## Anexo II. Glosario

- 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.
- LTM (Last Twelve Months): últimos doce meses, por su sigla en inglés.
- Backlog: Cartera de proyectos firmados y adjudicados.
- USD: Dólares estadounidenses.
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.

## Anexo III. Características de los Instrumentos

### Obligación Negociable Clase IV Serie I

Monto Autorizado:	El monto máximo será de hasta \$400 millones, pudiendo ampliarse por hasta el monto máximo de la emisión
Monto Emisión:	\$269.000.000
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos.
Fecha de Emisión:	26 de mayo de 2021
Fecha de Vencimiento:	26 de mayo de 2023
Amortización de Capital:	El capital será amortizado en 4 pagos cada uno equivalente al 25% del valor nominal, siendo pagaderas: el 26 de agosto, el 26 de noviembre, el 26 de febrero y en la fecha de vencimiento de la ON Serie I.
Intereses:	Tasa Badlar + un margen de corte de 5%
Cronograma de Pago de Intereses:	26/08/2021, 26/11/2021, 26/02/2021, 26/05/2022, 26/08/2022, 26/11/2022, 26/02/2022, 26/05/2022
Destino de los fondos:	40% será destinado a pago de capital de trabajo y 60% a inversión en activos físicos.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	Se permitirá el rescate anticipado a opción del Emisor. Se define en el Prospecto del Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

### Obligación Negociable Clase IV Serie II

Monto Autorizado:	El monto máximo será de hasta USD 3 millones, pudiendo ampliarse por hasta el monto máximo de la emisión.
Monto Emisión:	USD 4.060.560
Moneda de Emisión:	Dólares Estadounidenses.
Moneda de Suscripción e Integración	Las ON Serie II serán suscriptas e integradas en Pesos al Tipo de Cambio Inicial
Tipo de Cambio Inicial	Será el tipo de cambio determinado y publicado por el BCRA mediante la Comunicación "A" 3500 del Día Hábil inmediato anterior al Período de Subasta Pública, el cual será informado en el Aviso de Resultados.
Moneda de Pago	Los pagos bajo las mismas se realizarán en Pesos al tipo de cambio aplicable.
Tipo de Cambio Aplicable	\$94,21 por cada USD 1.
Fecha de Emisión:	26 de mayo de 2021
Fecha de Vencimiento:	26 de mayo de 2024
Amortización de Capital:	El capital será amortizado en 4 pagos, cada uno equivalente al 25% del Valor Nominal de las ON, siendo pagaderas: el 26 de agosto de 2021, el 26 de noviembre de 2022, el 26 de febrero de 2023; y el 26 de mayo de 2024.
Intereses:	4,25%
Cronograma de Pago de Intereses:	26/08/2021, 26/11/2021, 26/02/2022, 26/05/2022, 26/08/2022, 26/11/2022, 26/02/2023, 26/05/2023, 26/08/2023, 26/11/2023, 26/02/2024, 26/05/2024.
Destino de los fondos:	40% será destinado a pago de capital de trabajo y 60% a inversión en activos físicos.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	Se permitirá el rescate anticipado a opción del Emisor. Se define en el Prospecto del Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

### Obligación Negociable Clase IV Serie III

Monto Autorizado:	El monto máximo será de hasta USD 3 millones, pudiendo ampliarse por hasta el monto máximo de la emisión.
Monto Emisión:	USD 3.211.000
Moneda de Emisión:	Dólares Estadounidenses.
Moneda de Suscripción e Integración	Las ON Serie III serán suscriptas e integradas en Pesos al Tipo de Cambio Inicial
Tipo de Cambio Inicial	Será el tipo de cambio determinado y publicado por el BCRA mediante la Comunicación "A" 3500 del Día Hábil inmediato anterior al Período de Subasta Pública, el cual será informado en el Aviso de Resultados.
Moneda de Pago	Los pagos bajo las mismas se realizarán en Pesos al tipo de cambio aplicable.
Tipo de Cambio Aplicable	\$94,21 por cada USD 1.
Fecha de Emisión:	26 de mayo de 2021.
Fecha de Vencimiento:	26 de mayo de 2026
Amortización de Capital:	El capital será amortizado en 14 pagos trimestrales: 13 pagos equivalentes al 7,15% el último pago equivalente al 7,05% del valor nominal de las ON, siendo pagadera las cuotas en: 26/02/2023, 26/05/2023, 26/08/2023, 26/11/2023, 26/02/2024, 26/05/2024, 26/08/2024, 26/11/2024, 26/02/2025, 26/05/2025, 26/08/2025, 26/11/2025, 26/02/2026 y en la fecha de vencimiento.
Intereses:	Tasa Fija del 5%
Cronograma de Pago de Intereses:	26/08/2021, 26/11/2021, 26/02/2022, 26/05/2022, 26/08/2023, 26/11/2023, 26/02/2024, 26/05/2024, 26/08/2024, 26/11/2024, 26/02/2025, 26/05/2025, 26/08/2025, 26/11/2025, 26/02/2026
Destino de los fondos:	100% a inversión en activos físicos.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	Se permitirá el rescate anticipado a opción del Emisor. Se define en el Prospecto del Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

### Obligación Negociable Clase V Serie I

Monto Autorizado:	Por hasta \$ 910 millones, ampliable por hasta el monto máximo de emisión*.
Monto Emisión:	A definir.
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos.
Fecha de Emisión:	A definir
Fecha de Vencimiento:	A los 24 meses desde la fecha de emisión.
Amortización de Capital:	El capital será amortizado en 5 pagos, estructurados de la siguiente manera: (i) el primero equivalente al 10% pagadero a los 12 meses; (ii) el segundo equivalente al 10% a los 15 meses; (iii) el tercero equivalente al 20% a los 18 meses; (iv) el cuarto equivalente al 20% pagadero a los 21 meses desde la fecha de emisión; y (v) el quinto pago equivalente al 40%, pagadero en la fecha de vencimiento.
Intereses:	BADLAR + Margen de Corte a licitar.
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente.
Destino de los fondos:	(i) 60% a la inversión en activos físicos en el país, encontrándose comprendidos dentro de tal concepto las inversiones a realizar toda inversión requerida 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 y, (ii) 40% a capital de trabajo en la República Argentina lo que comprende: proyectos de construcción de radares, satélites, reactores nucleares de investigación, equipamiento de medicina nuclear y cualquier otro proyecto productivo en cartera, a fin de cumplir con los compromisos de pago asociados a obras civiles, fabricaciones, montajes y puesta en marcha, adquisición, tanto local como importación, de materiales, materias primas, insumos, equipos, componentes y accesorios de equipamiento, mantenimiento en operación de edificios productivos y servicios especializados de terceros.

Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	El Emisor tendrá la facultad de rescatar anticipadamente en forma total o parcial las ON, siempre respetando el trato igualitario entre los tenedores y el principio de transparencia. El rescate solo procederá una vez transcurridos 18 meses desde la fecha de emisión y deberá ser efectuado al valor residual de las ON rescatadas, más los intereses devengados y no abonados hasta la fecha de rescate.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

### Obligación Negociable Clase V Serie II

Monto Autorizado:	Por hasta \$ 390 millones, ampliable por hasta el monto máximo de emisión*.
Monto Emisión:	A definir.
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos.
Fecha de Emisión:	A definir
Fecha de Vencimiento:	A los 36 meses desde la fecha de emisión.
Amortización de Capital:	El capital será amortizado en 4 pagos, cada uno equivalente al 25%, siendo pagaderas: (i) a los 27 meses, (ii) a los 30 meses, (iii) a los 33 meses desde la fecha de emisión; y (iv) en la fecha de vencimiento.
Intereses:	BADLAR + Margen de Corte a licitar.
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente.
Destino de los fondos:	(i) un 75% de los mismos a capital de trabajo en la República Argentina lo que comprende: proyectos de construcción de radares, sensores radar, sistemas ópticos, sistemas de comando y control, sistemas aéreos no tripulados y cualquier otro proyecto productivo del área de Proyectos de Gobierno en cartera, a fin de cumplir con los compromisos de pago asociados a obras civiles, fabricaciones, montajes y puesta en marcha, adquisición, tanto local como importación, de materiales, materias primas, insumos, equipos, componentes y accesorios de equipamiento, mantenimiento en operación de edificios productivos y servicios especializados de terceros; y (ii) aproximadamente un 25% para la inversión en activos físicos en el país, encontrándose comprendidos dentro de tal concepto las inversiones a realizar toda inversión requerida por la expansión de los proyectos tecnológicos en cartera del área de Proyectos de Defensa, 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.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	El Emisor tendrá la facultad de rescatar anticipadamente en forma total o parcial las ON, siempre respetando el trato igualitario entre los tenedores y el principio de transparencia. El rescate solo procederá una vez transcurridos 30 meses desde la fecha de emisión y deberá ser efectuado al valor residual de las ON rescatadas, más los intereses devengados y no abonados hasta la fecha de rescate.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

(\*)Ampliable en conjunto por hasta \$ 1.300 millones.

## 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), en adelante FIX, realizado el **22 de julio de 2022**, confirmó\* en **"A-(arg)"** Perspectiva Estable a la calificación de Emisor de Largo Plazo de **INVAP S.E.** y de los siguientes instrumentos emitidos previamente por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase IV Serie I por hasta \$400 millones.
- Obligaciones Negociables Clase IV Serie II por hasta USD 3 millones.
- Obligaciones Negociables Clase IV Serie III por hasta USD 3 millones.

Asimismo, en el Consejo se asignó en categoría en **"A-(arg)"** con Perspectiva Estable a los siguientes instrumentos a ser emitidos por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase V Serie I por hasta \$910 millones\*.
- Obligaciones Negociables Clase V Serie II por hasta \$390 millones\*.

(\*)Ampliable por hasta \$ 1.300 millones.

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 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.

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

#### **Fuentes:**

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

- Estados contables consolidados intermedios hasta el 31-03-2022 (9 meses).
- Estados contables consolidados anuales hasta el 30-06-2021 (12 meses).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Cánepa, Kopec y Asociados S.R.L. (miembro de Crowe Horwath International)
- Información de gestión provista por la compañía a abril 2022.
  - 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)
  - Prospecto del Programa Global de Obligaciones Negociables de fecha 06-05-2021 disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
  - Prospecto del Programa Global de Obligaciones Negociables de fecha 01-07-2022 disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
  - Suplemento de precio de las Obligaciones Negociables Clase IV Serie I, II y III de fecha 13-05-2021 disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
  - Suplemento de precio provisorio de las Obligaciones Negociables Clase V Serie I y II, provisto de manera privada vía e-mail el 20-07-2022.

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 calificadoras, ha recibido 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: [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 S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A 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 S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA 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.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus 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 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. en el momento de realizar una calificación crediticia 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 confirmó 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 sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida 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 el mismo 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. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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. 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 en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su 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.