

# INVAP S.E.

## Factores Relevantes de la Calificación

**Confirmación de calificación:** 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. 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 de poseer subsidiarias como, ICHOS B.V. Holding e Invap Nederland entre otras, que le permiten afianzarse en el mercado europeo de bienes de capital, posee ventajas impositivas que le brinda la Ley de Economía del Conocimiento, lo que refuerzan las perspectivas de crecimiento favorables en el mediano/largo plazo.

**Sólido posicionamiento competitivo:** A abril 2023, la compañía contaba con más de 29 proyectos, de los cuales 7 son desarrollados en el exterior, los que representan un 47% del total del backlog, cuyas principales contrapartes se encuentran adecuadamente diversificadas entre organismos estatales de distintos países. El proyecto de mayor contribución a la cartera de proyectos representa el 24% del plan de obras y corresponde a la construcción de un reactor de producción de radioisótopos para medicina nuclear en Petten, Países Bajos. De acuerdo a información de gestión de la empresa, a abril 2023 INVAP detentaba un backlog de USD 610 millones, con una relación a ventas en torno a 2,7x, lo 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, aeroespacial y radares. 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 42% a marzo 2023 (año móvil). 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 alta exposición a demoras en los procesos de actualización de precios, y retrasos en las cobranzas, en un contexto de elevado déficit fiscal y restricción al crédito externo.

**Sólida posición financiera:** A marzo 2023 (año móvil), presentaba una relación deuda/EBITDA de 1,2x, algo superior al 0,8x registrado en junio 2022, pero muy inferior a los 2,0x de junio 2021, con un EBITDA de \$ 4.450 millones (año móvil). En tanto, la deuda financiera fue de \$5.231 millones, correspondiendo el 66% de la deuda al corto plazo. La deuda se incrementó respecto a junio 2022 (\$ 3.336 millones), habiendo emitido las Obligaciones Negociables (ON) Clase V, Series I y II en julio 2022 por \$ 1.207 millones, sumado a la emisión de pagarés bursátiles por USD 5 millones en marzo 2023. Este mayor endeudamiento se corresponde con el estiramiento de los plazos de pago por parte de algunos organismos del Estado desde finales de 2022, situación que comenzó a regularizarse con posterioridad al cierre trimestral, con lo

## Informe Integral Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	A-(arg)
ON Clase IV Serie II	A-(arg)
ON Clase IV Serie III	A-(arg)
ON Clase V Serie I	A-(arg)
ON Clase V Serie II	A-(arg)
Perspectiva	Estable

## Resumen Financiero

INVAP S.E.			
Consolidado	31/3/2023	30/06/2022	
(\$ miles constantes a marzo'23)	Año Móvil	12 Meses	
Total Activos	62.996.522	57.668.524	
Deuda Financiera	5.231.453	3.335.837	
Ingresos	47.237.292	38.123.351	
EBITDA	4.450.981	4.402.034	
EBITDA (%)	9,4	11,5	
Deuda Total / EBITDA (x)	1,2	0,8	
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	-0,3	-1,2	
EBITDA / Intereses (x)	1,9	3,7	

## Criterios Relacionados

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

## Informes Relacionados

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

## Analistas

Analista Principal  
 Elena Laspiur  
 Analista  
[elena.laspiur@fixscr.com](mailto:elena.laspiur@fixscr.com)  
 +54 11 5235-8139

Analista Secundario  
 Lisandro Sabarino  
 Director Asociado  
[lisandro.sabarino@fixscr.com](mailto:lisandro.sabarino@fixscr.com)  
 +54 11 5235-8171

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

cual FIX estima que la deuda financiera se irá reduciendo para volver al endeudamiento habitual de ejercicios anteriores (menor a 1,0x). La posición de caja e inversiones a marzo 2023 se ubicó en \$ 6.376 millones (incluyendo \$ 1.750 millones de uso específico/restringido para el proyecto en Bolivia), con la cual FIX entiende que podrá hacer frente a los vencimientos de las ON, a las prefinanciaci3nes de exportaci3n, pagar3s burs3tiles e inversiones en activos no corrientes sin dificultad, considerando adem3s que cuenta con ingresos provenientes de exportaciones.

## Sensibilidad de la calificaci3n

El nivel de actividad de la empresa presenta una moderada/alta exposici3n al Gobierno Nacional. La calificaci3n podr3a subir con un entorno macroecon3mico y operacional m3s constructivo con una menor volatilidad en la obtenci3n de nuevos proyectos que le permitan extender su backlog m3s all3 de 4,0x de backlog/ventas y una mayor demanda por parte de los clientes de proyectos existentes, tanto en el exterior como locales. Una baja en la calificaci3n podr3a darse ante niveles de apalancamiento mayores a los esperados, una cobertura de intereses con EBITDA sostenidamente menor a 3,0x, una reducci3n importante del backlog por debajo de 1,5x de backlog/ventas o cancelaci3n de proyectos existentes.

## Liquidez y Estructura de Capital

**Holgada liquidez:** FIX considera que INVAP detenta un nivel de liquidez acorde a las condiciones fluctuantes inherentes al negocio. A marzo 2023 (año m3vil), la compa3a presentaba una posici3n de caja e inversiones corrientes de \$ 6.376 millones con la cual cubr3a en 1,84x la deuda corriente de \$3.462 millones. FIX estima que la actual posici3n de caja sumado a las l3neas bancarias disponibles y a la emisi3n a largo plazo de las ON Clase V, sumado a la emisi3n de pagar3s burs3tiles, otorgan a INVAP flexibilidad financiera suficiente para sostener los actuales niveles de endeudamiento y participar en proyectos de gran envergadura. Hacia adelante, FIX prev3 que la liquidez continuar3 siendo holgada, pudiendo cubrir a la deuda corriente con fondos de caja.

## Perfil del Negocio

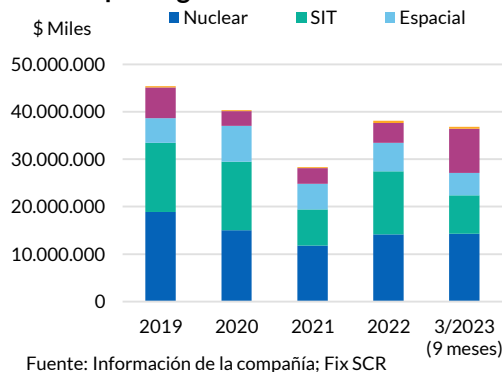
INVAP es una sociedad del Estado de la Provincia de R3o Negro dedicada al dise3o y construcci3n de sistemas tecnol3gicos complejos. A partir de su trayectoria de m3s de 47 a3os en el 3mbito nacional e internacional, se constituye en una de las principales empresas del sistema cient3fico tecnol3gico del pa3s. Entre las principales ventajas competitivas se destaca su personal altamente calificado y la reputaci3n alcanzada tanto en lo referido a reactores nucleares de investigaci3n como en el resto de los segmentos en los que opera.

Las operaciones de INVAP se focalizan en las siguientes 3reas: nuclear, espacial, sistemas m3dicos, proyectos de radarizaci3n, comunicaciones e industrial entre otros. La empresa ha demostrado una alta flexibilidad operativa para ingresar a nuevos segmentos de forma eficiente y lograr un r3pido posicionamiento de liderazgo.

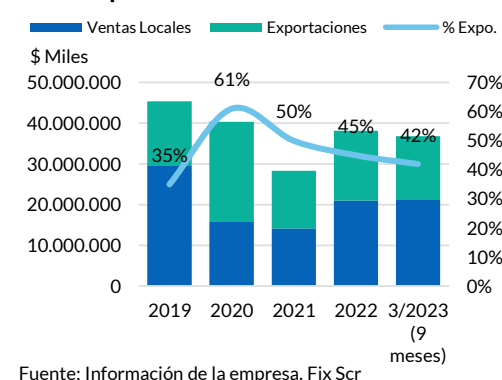
Debido a las caracter3sticas propias de los segmentos en que opera, los clientes de INVAP son principalmente organismos estatales, ya sea en el pa3s como en el exterior. En el pa3s se destaca su estrecho v3nculo con la CNEA (Comisi3n Nacional de Energ3a At3mica), la CONAE (Comisi3n Nacional de Actividades Espaciales) y ARSAT (empresa de telecomunicaciones creada por el Estado Argentino), en donde la INVAP funciona como el brazo ejecutor de los proyectos que surjan en materia de tecnolog3a nuclear, sistemas m3dicos, espacial, y de comunicaciones. A su vez, realiza proyectos para el Ministerio de Defensa, Fuerza A3rea Argentina, Armada Argentina, Ej3rcito Argentino, EANA (Empresa Argentina de Navegaci3n A3rea), Secretar3a de Infraestructura y Pol3tica H3drica, entre otras.

A nivel internacional, se destaca su relaci3n con la NASA de Estados Unidos, con la cual ha participado en el proyecto SAC-D Aquarius, el Organismo Internacional de Energ3a At3mica, y las organizaciones de energ3a nuclear de Australia, Egipto y Pa3ses Bajos, entre otros pa3ses donde INVAP ha desarrollado proyectos de reactores de investigaci3n. Asimismo, se destaca la relaci3n con la Agencia Boliviana de Energ3a Nuclear (ABEN).

### Ventas por segmento



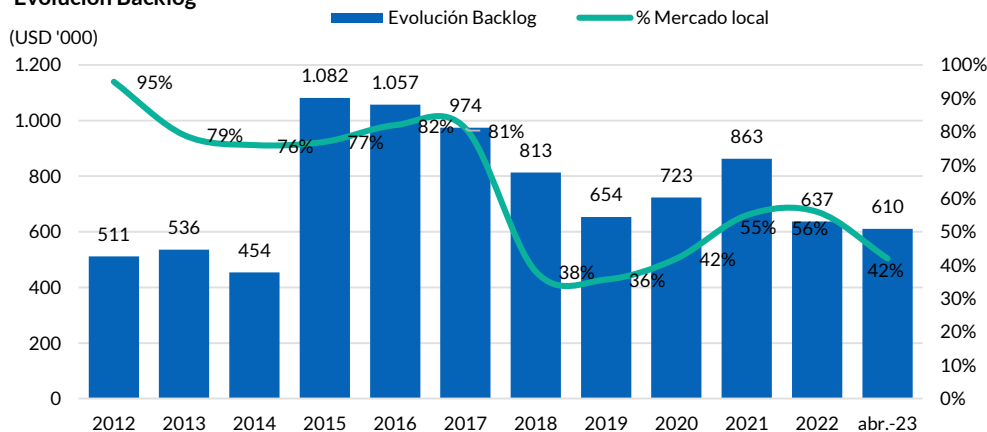
### Ventas por destino



### Proyectos en cartera

Los proyectos en cartera de INVAP a abril 2023 fueron de USD 610 millones, mostrando una leve caída de 4% con respecto a los números de 2022, por debajo del 2021 cuando alcanzó los USD 863 millones, los cuales estaban mayormente focalizados en el mercado interno. Ambos efectos son explicados en parte por la fuerte ejecución de proyectos en curso, así como también 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.

### Evolución Backlog



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 43% del total de proyectos de la cartera, luego se distribuye entre Gobierno con un 30%, aeroespacial con 20% y SIT con 7% del backlog de INVAP.

### Riesgo del Sector

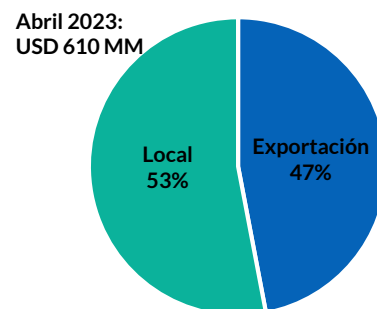
A principios del 2020, el sector se había visto perjudicado por las restricciones de movilidad realizadas por los distintos gobiernos, impactando de manera negativa sobre la producción industrial a nivel global, generando un mayor nivel de apalancamiento en las empresas. Si observamos la evolución de 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.

Durante 2022, a nivel internacional, las empresas han tratado de trasladar el incremento de los costos producto de la inflación. Sin embargo, muchas compañías que fabrican bienes de capital, y empresas de construcción tienen contratos de precio fijo, demorando aproximadamente 12 meses en revisar los precios que logran mejorar la rentabilidad de dichas empresas.

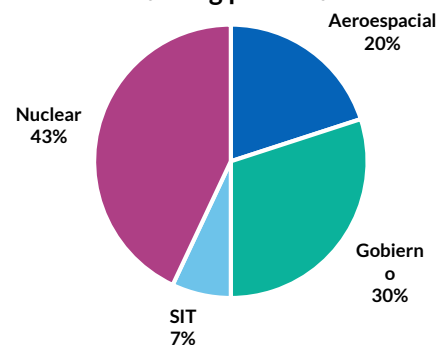
Hacia adelante, FIX espera una progresiva reducción en los niveles de apalancamiento de las empresas de esta industria, de la mano de la recuperación de las variables macroeconómicas a nivel mundial, aunque con ligeras presiones por parte de los proveedores de los insumos básicos para esta industria, como producto del incremento en el precio de los fletes y los transportes en el mundo.

### Backlog por mercado

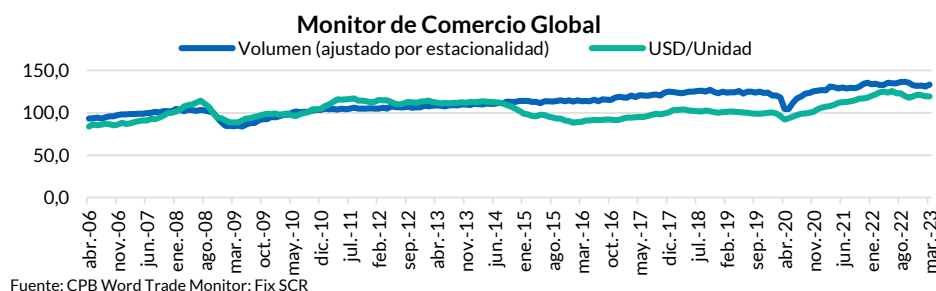


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Backlog por Área



Fuente: Información de la compañía; 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:** La compañía se encuentra expuesta a riesgo de contraparte, al tener una cartera de proyectos con alta concentración en los contratos locales con el gobierno nacional o empresas del Estado argentino (contribuyen con un 53% al total del backlog de INVAP) que se ejecutan con fondos presupuestarios. La empresa mitiga parte de este riesgo con financiación a través de anticipos.

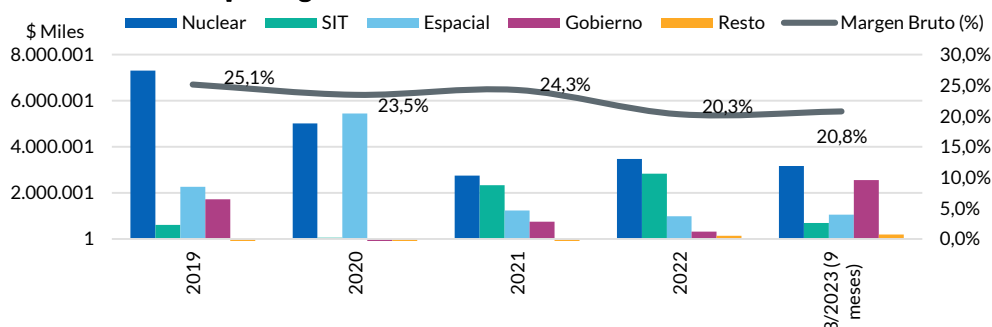
**Flujo de Fondos volátiles:** FIX considera que INVAP presenta una elevada volatilidad en sus flujos de fondos libres que depende de la variabilidad en la demanda de los sectores públicos local e internacional, el mix de proyectos en el backlog y el grado de avance de cada obra que afectan en mayor o menor medida en las necesidades de capital de trabajo y en los niveles de inversión.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

En año móvil a marzo 2023, los ingresos fueron de \$ 47.237 millones y el EBITDA fue de \$ 4.451 millones, representado un margen EBITDA del 9,4%. El margen EBITDA cerró en 9,5% en el último ejercicio fiscal cerrado en junio 2022, por debajo de su promedio histórico (11% durante los últimos 5 años), versus 11,5% del 2021. 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.

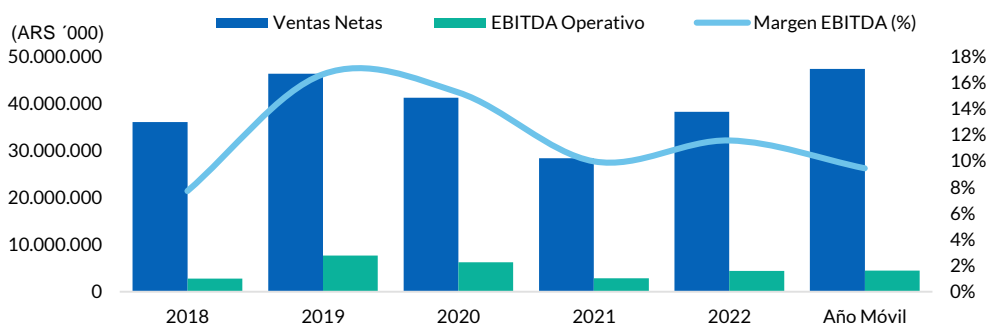
### Resultado bruto por segmento



Fuente: Información de la compañía: 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.

### Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Flujo de fondos

La compañía ha logrado estabilizar su generación interna de fondos como consecuencia márgenes de rentabilidad sobre EBITDA en torno al 11%. Asimismo, la compañía ha demostrado niveles estables de inversiones en capital que llegaron a \$ 1.029 millones a marzo 2023, dada 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, habiendo sido negativa en \$ 3.552 millones a marzo 2023, mitigadas en parte por adelantos de clientes. Como consecuencia de su sólido y creciente backlog, FIX estima que la compañía continuará con una fuerte generación de Flujo Generado por las Operaciones (FGO) y con un FFL positivo y creciente.

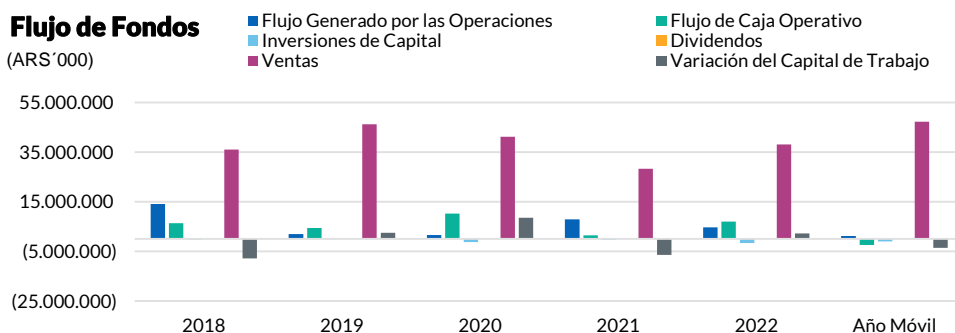
### Flujo de Fondos

ARS '000	2019	2020	2021	2022	Año Móvil Marzo 2023
Ventas	46.257.080	41.155.212	28.327.046	38.123.351	47.237.292
Flujo Generado por las Operaciones	2.025.438	1.617.454	7.857.274	4.716.500	1.141.269
Variación del Capital de Trabajo	2.452.188	8.572.835	(6.347.624)	2.254.022	(3.551.623)
Flujo de Caja Operativo	4.477.626	10.190.289	1.509.650	6.970.523	(2.410.354)
Inversiones de Capital	(97.051)	(1.213.864)	(356.917)	(1.662.503)	(1.029.257)
Dividendos	-	-	-	-	-
Flujo de Fondos Libre	4.380.575	8.976.425	1.152.733	5.308.020	(3.439.611)

Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

### Flujo de Fondos

(ARS'000)



Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

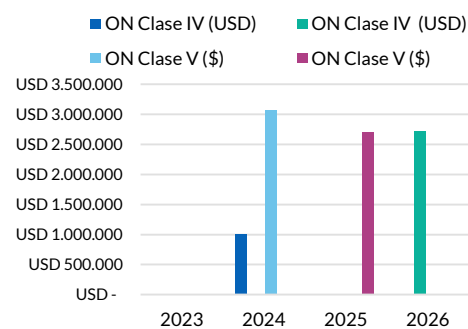
### Liquidez y estructura de capital

A marzo 2023 (año móvil), INVAP SE presentaba una relación Deuda a EBITDA de 1,2x, con un total de deuda financiera por \$5.231 millones. La posición de caja en el mismo periodo era de \$6.376 millones, con la cual FIX entiende que la compañía podrá hacer frente a los préstamos con entidades bancarias y obligaciones negociables vigentes, ya que le permite cubrir en casi 1,84x a la totalidad de la deuda corriente de \$ 3.462 millones. FIX estima que el FCO (Flujo de Caja Operativo) negativo se revertirá, a medida que las demoras en los pagos de clientes nacionales de marzo 2023 se vayan regularizando, situación que, de acuerdo a información de la empresa, comenzó a regularizarse con posterioridad al cierre trimestral, 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 dada la estabilidad de la generación de fondos de los últimos ejercicios, que le permitieron un reducido nivel de deuda. FIX estima que continúe generando fondos a futuro dado su nivel de backlog y la prioridad del Gobierno Nacional de continuar invirtiendo en desarrollo tecnológico, sumado al potencial de exportación que posee INVAP. Actualmente la compañía dispone de financiamiento bancario y mercado de capitales, y en marzo 2023 emitió Pagarés Bursátiles por USD 8 millones ante el estiramiento de los plazos de cobranza por parte del Estado Nacional, situación que se regularizó con posterioridad al cierre trimestral.

### Vencimiento de deuda ON



Fuente: Información de la compañía; Fix SCR  
 Las ON en \$ fueron convertidas a USD para su comparación

## 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-23	2022	2021	2020	2019	2018
Período	Últ. 12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo	4.450.981	3.497.637	4.402.034	2.820.096	6.261.660	7.678.615	2.764.166
EBITDAR Operativo	4.450.981	3.497.637	4.402.034	2.820.096	6.261.660	7.678.615	2.764.166
Margen de EBITDA	9,4	9,5	11,5	10,0	15,2	16,6	7,7
Margen de EBITDAR	9,4	9,5	11,5	10,0	15,2	16,6	7,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	(7,3)	(10,0)	13,9	4,1	21,8	9,5	17,0
<b>Coberturas</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,5	1,0	5,0	16,8	1,9	7,1	11,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,9	2,1	3,7	5,7	3,6	23,2	2,0
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1,9	2,1	3,7	5,7	3,6	23,2	2,0
EBITDA / Servicio de Deuda	0,8	0,8	1,5	0,7	0,8	0,9	0,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,8	0,7	1,5	0,7	0,8	0,9	0,3
FGO / Cargos Fijos	1,5	1,0	5,0	16,8	1,9	7,1	11,0
FFL / Servicio de Deuda	(0,2)	(0,5)	2,2	0,4	1,4	0,5	0,7
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO	1,5	2,4	0,6	0,7	1,8	3,6	0,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	1,1	0,8	2,0	1,0	1,1	3,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,3)	(0,2)	(1,2)	(1,1)	(0,7)	(0,0)	0,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,2	1,1	0,8	2,0	1,0	1,1	3,6
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(0,3)	(0,2)	(1,2)	(1,1)	(0,7)	(0,0)	0,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	55,3	42,4	33,1	10,2	23,7	3,6	27,6
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	66,2	66,2	54,1	63,5	99,5	98,4	95,0
<b>Balance</b>							
Total Activos	62.996.522	62.996.522	57.668.524	59.023.379	56.867.761	62.426.607	77.420.681
Caja e Inversiones Corrientes	6.376.198	6.376.198	8.440.987	8.634.329	10.640.525	8.399.220	9.107.063
Deuda Corto Plazo	3.462.117	3.462.117	1.805.502	3.535.723	6.072.003	8.250.435	9.373.795
Deuda Largo Plazo	1.769.336	1.769.336	1.530.335	2.029.560	32.172	137.787	492.955
Deuda Total	5.231.453	5.231.453	3.335.837	5.565.283	6.104.176	8.388.222	9.866.750
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	5.231.453	5.231.453	3.335.837	5.565.283	6.104.176	8.388.222	9.866.750
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	5.231.453	5.231.453	3.335.837	5.565.283	6.104.176	8.388.222	9.866.750
Total Patrimonio	19.733.589	19.733.589	17.993.607	17.351.545	16.523.324	15.400.961	13.315.107
Total Capital Ajustado	24.965.042	24.965.042	21.329.444	22.916.828	22.627.500	23.789.183	23.181.857

<b>Flujo de Caja</b>							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.141.269	(25.408)	4.716.500	7.857.274	1.617.454	2.025.438	14.153.750
Variación del Capital de Trabajo	(3.551.623)	(3.050.609)	2.254.022	(6.347.624)	8.572.835	2.452.188	(7.807.946)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(2.410.354)	(3.076.017)	6.970.523	1.509.650	10.190.289	4.477.626	6.345.804
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.029.257)	(605.347)	(1.662.503)	(356.917)	(1.213.864)	(97.051)	(231.813)
Dividendos	0	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(3.439.611)	(3.681.364)	5.308.020	1.152.733	8.976.425	4.380.575	6.113.991
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(1.317.966)	(894.698)	(423.269)	0	0	0	2.575
Otras Inversiones, Neto	415.426	571.085	(1.892.386)	(1.478.920)	(1.245.445)	(493.632)	(789.623)
Variación Neta de Deuda	1.407.448	1.940.188	(3.185.706)	(1.680.008)	(5.489.674)	(3.364.518)	2.648.801
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(2.934.703)	(2.064.789)	(193.341)	(2.006.196)	2.241.305	522.425	7.975.744
<b>Estado de Resultados</b>							
Ventas Netas	47.237.292	36.796.439	38.123.351	28.327.046	41.155.212	46.257.080	35.966.573
Variación de Ventas (%)	N/A	32,9	34,6	(31,2)	(11,0)	28,6	15,6
EBIT Operativo	4.069.221	3.497.637	3.011.749	1.535.113	5.120.911	6.836.988	2.003.057
Intereses Financieros Brutos	2.368.294	1.633.123	1.187.376	497.032	1.716.180	330.925	1.416.095
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	2.391.769	1.863.250	2.330.233	1.088.355	478.145	1.642.646	365.903

(\*) Moneda constante a marzo 2023.

## 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.
- SIT: Servicios de Integración Tecnológica.

## Anexo III. Características de los Instrumentos

### 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:	\$642.857.142
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos.
Fecha de Emisión:	29/7/2022
Fecha de Vencimiento:	29/7/2024
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 + 0%.
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:	\$569.444.444
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos.
Fecha de Emisión:	29/7/2022
Fecha de Vencimiento:	29/7/2025
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 + 2%
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

## 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 5 de julio de 2023, confirmó\* en "A-(arg)" 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 II por hasta USD 3 millones.
- Obligaciones Negociables Clase IV Serie III por hasta USD 3 millones.
- Obligaciones Negociables Clase V Serie I por hasta \$ 910 millones.
- Obligaciones Negociables Clase V Serie II por hasta \$ 390 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 31-03-2023 (9 meses).
- Estados contables consolidados anuales hasta el 30-06-2022 (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 mayo 2023.
- 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 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, de fecha 13-05-2021 disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).

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 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.