

INVAP S.E.

INVAP Informe integral

Calificaciones

ONs Clase II Serie I
por hasta \$ 20 MM A-(arg)

ONs Clase II Serie II
por hasta \$ 130 MM A-(arg)

Perspectiva
Estable

Resumen Financiero

	30/06/14	30/06/13
	NIIF ¹	NIIF ¹
	12m	12m
Total Activos (\$ miles)	1.662.409	1.252.875
Total Deuda Financiera (\$ miles)	280.481	212.782
Ingresos (\$ miles)	1.468.833	1.424.317
EBITDA (\$ miles)	227.038	224.150
EBITDA (%)	15.5%	15.7%
Deuda/EBITDA	1.2	0.9
EBITDA/intereses	5.2	7.8

¹ NIIF: Normas internacionales de información Financiera

Informes relacionados

Metodología de calificación de empresas registrado ante la CNV

Analista Principal

Cecilia Minguillón
 Director Senior
 5235 8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Analista Secundario

Gabriela Catri
 Director
 5235 8129
gabriela.catri@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Trayectoria y conocimiento del negocio: La calificación contempla la trayectoria y conocimiento de INVAP para el desarrollo de sistemas tecnológicos complejos en las áreas nuclear, aeroespacial, sistemas médicos, comunicaciones, industrial y energías alternativas, tanto en el ámbito nacional como internacional. En Argentina, se destaca su estrecho vínculo con la CNEA, la CONAE y AR-SAT, en donde funciona como el brazo ejecutor de los proyectos que surjan en materia de tecnología nuclear, espacial, y de televisión digital. También son factores relevantes para la calificación la estabilidad de un importante monto de proyectos en cartera, con una participación creciente de proyectos en el exterior, lo cual diversifica en parte la exposición al riesgo local.

Alta concentración de su cartera de proyectos: A sep'14 los principales cuatro proyectos representaban aproximadamente el 54% del backlog. La concentración de proyectos continúa siendo alta, a pesar de que el portafolio evidencia una leve desconcentración respecto a un año atrás, cuando el 60% del portafolio estaba representado por los principales cuatro proyectos. El porcentaje de proyectos en el exterior mostró una trayectoria positiva durante el año móvil a sep'14, pasando a representar más del 27% de la cartera, frente a 22% a sep'13. Si bien la diversificación geográfica ayuda a mitigar el riesgo local de su flujo de fondos, algunos de los países con que opera la compañía cuentan con un alto perfil de riesgo.

Volatilidad del flujo de fondos: A pesar del ciclo positivo que está atravesando la compañía en los últimos años, la calificación contempla que tanto el flujo de fondos como los ratios crediticios de INVAP se mantengan con una alta volatilidad. En el mercado local, está sujeta a la política futura de inversión en tecnología, la cual podría verse afectada debido a limitaciones en la capacidad de financiación del gobierno. Al operar con organismos del gobierno como contraparte, INVAP está expuesta a posibles atrasos en las cobranzas y a negociaciones por redeterminación de precios.

Sólidos ratios crediticios: El aumento en el EBITDA que ha experimentado la compañía le permite registrar sólidos indicadores crediticios (deuda/EBITDA de 1.2x a jun'14 y coberturas de intereses de 5.2x). La deuda financiera ascendió a \$280 MM a jun'14. Parte de la deuda se conforma por la emisión de las ON Serie II por US\$ 20 MM, amortizable, con vencimiento final en 2019 (US\$ 13.75 MM en circulación). El aumento de deuda a jun'14 se originó en el aumento neto de préstamos bancarios por \$ 43 MM sumado a la depreciación del tipo de cambio. La compañía toma préstamos bancarios para cubrir necesidades de capital de trabajo en función de algún retraso puntual en las cobranzas. FIX espera que los indicadores crediticios no sean tan holgados una vez que el margen de EBITDA se normalice y debido al incremento del costo financiero.

Sensibilidad de la calificación

Disminución significativa en el volumen de proyectos: Una baja en la calificación podría producirse ante una importante reducción en el back-log, ante la concentración de los proyectos en Argentina y ante importantes demoras en las cobranzas que deriven en una suba significativa del apalancamiento.

Mayor diversificación de contratos: La calificación de INVAP podría subir ante una mayor diversificación de su cartera de contratos, con un aumento del porcentaje de contratos de exportación en países de una adecuada calidad crediticia. La compañía debiera mostrar un flujo de fondos libre positivo sostenido en el tiempo.

Liquidez y estructura de capital

Adecuada estructura de capital: La deuda financiera ascendió a \$280 MM a jun'14. Parte de la deuda se conforma de las ON Clase I Serie II amortizables, con vencimiento final en 2019 (US\$13.75 MM en circulación). La compañía prevé la emisión de las ONs Clase II por hasta \$ 150 MM, cuyos fondos serán usados para la financiación de capital de trabajo así como para inversiones relacionadas a oficinas, laboratorios y equipamiento.

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 38 años en el ámbito nacional e internacional, se constituye en una de las principales empresas del sistema científico tecnológico del país. Las operaciones de INVAP se focalizan en las áreas nuclear, aeroespacial y gobierno, sistemas médicos, comunicaciones, industrial y energías alternativas, entre otros. La compañía ha desarrollado entre sus principales productos reactores de investigación y plantas de producción de radioisótopos, satélites para usos científicos, satélites de observación terrestre, satélites de comunicaciones, radares primarios, secundarios y meteorológicos, centros de terapia radiante, equipamiento de medicina nuclear, estaciones repetidoras de televisión digital y diversos productos industriales.

Riesgo del sector

Entre los principales riesgos que enfrenta la compañía en los sectores donde opera se destaca su dependencia a la obtención de contratos de envergadura para sostener su generación de fondos. En el mercado local, está sujeta a la política futura de inversión en tecnología, la cual evidenció un importante crecimiento en los últimos años. La continuidad de esta tendencia positiva podría estar limitada por restricciones en la capacidad de financiación del gobierno. Una disminución en la cartera de contratos en el mercado local podría ser mitigada con la obtención de nuevos contratos de envergadura en el exterior.

La compañía también está expuesta a eventuales demoras en las cobranzas al tener al sector público como principal cliente. Si bien los contratos con el gobierno incluyen cláusulas de ajuste, conforme la evolución de un índice de costos, los reconocimientos pueden demorarse, generando mayores necesidades de capital de trabajo. La compañía financia mayormente sus necesidades de capital de trabajo a través de los anticipos recibidos de sus clientes y préstamos bancarios.

Posición competitiva

Entre las principales ventajas competitivas se destaca su personal altamente calificado y la reputación alcanzada en los mercados internacionales como proveedora de tecnología nuclear de última generación, siendo un referente en el desarrollo de reactores de investigación. Por su parte, en el área espacial y gobierno, se constituye en la única empresa de Latinoamérica con capacidad para desarrollar integralmente proyectos espaciales y de radarización. Recientemente fue puesto en órbita el primer satélite de comunicaciones diseñado y fabricado por la compañía para la Empresa Argentina de Soluciones Satelitales S.A., el AR-SAT 1, lo cual constituye un hito importante por su valor y complejidad científicos.

La estrategia de la compañía se basa en diversificar sus fuentes de generación de fondos y consolidar su posicionamiento como empresa de tecnología en el mercado nacional e internacional. Prevé participar en los nuevos proyectos de reactores experimentales en el mundo, así como continuar expandiendo su negocio aeroespacial en Argentina y extenderlo a los mercados internacionales, además del desarrollo de nuevos negocios. Para ello en 2010, incorporó una gerencia de "Proyectos industriales y energías alternativas", la cual obtuvo los primeros contratos en el área industrial vinculados al segmento aeroespacial, a la vez que viene realizando acciones para ingresar en el negocio de energía eólica.

Históricamente, el segmento de negocios donde la compañía había acumulado una mayor trayectoria y experiencia técnica fue el de energía nuclear. Sin embargo, en los últimos años INVAP ha logrado crecer dentro de segmentos donde no contaba con una amplia trayectoria, diversificando su cartera de negocios. El segmento aeroespacial le permite obtener un aumento en su contribución marginal, ya que cuenta con un mayor aporte de mano de obra en el desarrollo y ejecución de los proyectos. El segmento de TV Digital le permitió un aumento fuerte de ingresos y EBITDA a partir de la gran escala de los proyectos en un lapso corto de tiempo.

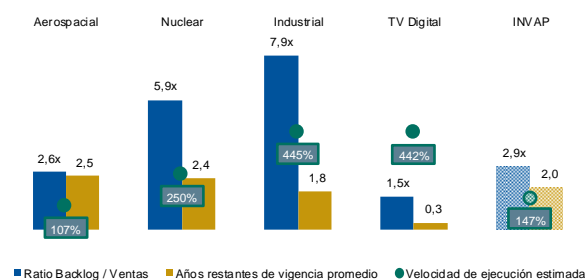
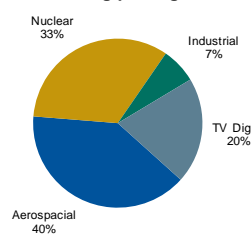
Administración y calidad de los accionistas

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

Operaciones

El ejercicio 2013/2014 se caracterizó por mantener altos ingresos y EBITDA, en función de que se sostuvieron en niveles elevados las ventas generadas por TV Digital y el área Aeroespacial y Gobierno, sumado a un importante incremento del segmento nuclear. A sep'14 el backlog de la compañía superaba los US\$ 505 MM, por lo que se estima que la compañía continuará mostrando altos niveles de facturación, sosteniendo importantes incrementos dentro del área nuclear.

Detalles del backlog por segmento



Fuente: Información de la empresa

Si bien el backlog disminuyó con respecto a un año atrás, influenciado por el incremento del tipo de cambio, el portafolio a sep'14 representa casi tres años de facturación a niveles actuales. Asimismo, la compañía mantiene un importante nivel de proyectos en negociación, los que ajustados por su probabilidad de ocurrencia alcanzan aproximadamente US\$ 600 MM.

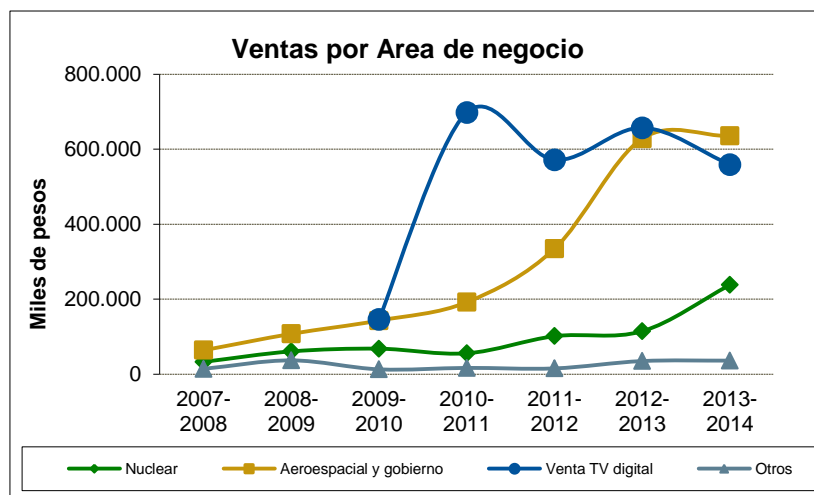
Se observa una mejor diversificación de la cartera tanto por unidad de negocio como por exposición a Argentina. Un 27% del backlog corresponde a proyectos de exportación. Si bien esto ayuda a diversificar su flujo de fondos, algunos de los países con los que opera cuentan con un alto perfil de riesgo. De los seis proyectos más importantes, los cuales representan un 68% de la cartera total, casi un 35% son exportaciones.

En el último ejercicio las ventas en el mercado local representaron un 80% del total. Los contratos en el mercado local son denominados en pesos y contemplan ajustes por redeterminaciones de precios. Las exportaciones crecieron aproximadamente un 83% y representaron una parte más importante de la facturación respecto del ejercicio anterior.

El ejercicio a jun'14 fue especialmente positivo en lo que respecta al segmento nuclear. Dentro de este segmento se registró el mayor crecimiento de las ventas, las cuales tuvieron un aumento del 108% respecto al ejercicio anterior. Asimismo, la mayoría de los nuevos contratos del área constituyen exportaciones y están relacionados con proyectos de ingeniería, los cuales generan mayores márgenes. Como resultado, el EBITDA del segmento fue positivo en \$ 11,5 MM, una mejora con respecto a los dos últimos ejercicios durante los cuales se había mantenido negativo. El backlog del segmento cuenta con la mayor contribución de proyectos de exportación, los cuales representan un 77% de la cartera nuclear.

El segmento aeroespacial registró estabilidad en las ventas, pero continuó siendo el mayor contribuyente al EBITDA consolidado de la compañía (aproximadamente un 57%) dado que la mayoría de los proyectos se encuentran en su fase de ingeniería, lo cual favorece fuertemente los márgenes.

El segmento de TV Digital, por su parte, está altamente concentrado en el contrato con la TV Pública Argentina, el cual concluye el año próximo. Como resultado, la vigencia promedio de los contratos del segmento es corta en comparación con el promedio de la compañía (dos años). Además, el proyecto con la TV Pública está entrando en la fase de mantenimiento, por lo que podría darse una baja en los márgenes. Sin embargo, la compañía continúa negociando nuevos proyectos tanto en el mercado local como en el exterior, para sumarlos a la primer exportación concretada en el área de TV Digital a Venezuela.



Fuente: Información de la empresa

Factores de riesgo

- Característica cíclica del negocio. Dependencia a la política futura de inversión en tecnología, la cual podría ser mitigada con la obtención de nuevos contratos en el exterior.
- Concentración del *backlog* en pocos proyectos de envergadura. Los principales cuatro proyectos representan el 54% del *backlog* actual. Los ingresos en el mediano plazo están sujetos a la obtención de nuevos contratos importantes.
- Exposición a la inflación. Si bien cada contrato cuenta con un mecanismo de ajuste definido, los reconocimientos de ajustes de precios podrían demorarse.
- Riesgo de cobranza al tener al Estado Argentino y otros países de baja calidad crediticia como contraparte.

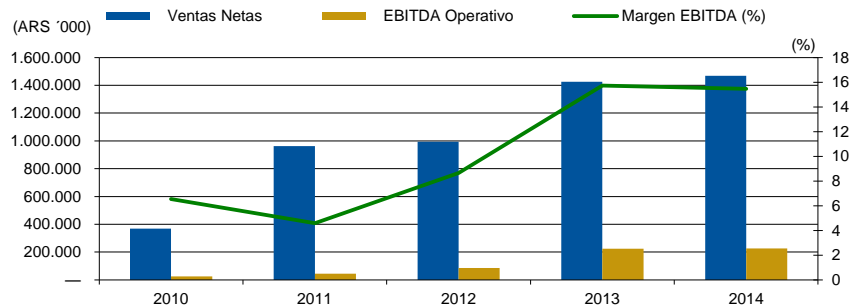
Perfil Financiero

Rentabilidad

Los ingresos y generación de fondos de INVAP varían en función de los contratos en cartera y el avance de los mismos. En el ejercicio finalizado a jun'14 los ingresos aumentaron un 3% a \$ 1.469 MM y el EBITDA alcanzó \$ 227 MM, aproximadamente en línea con el ejercicio anterior. El margen de EBITDA se mantuvo en niveles históricos, ubicándose en 15.5% y superando el 10% por segundo año consecutivo. Esto se explica porque la mayoría de los contratos en el área aeroespacial aún se encuentran en su fase de ingeniería donde la compañía aporta un mayor valor agregado y soporta un menor costo de insumos.

FIX estima que los márgenes podrían retornar a niveles más cercanos al 10%, con lo cual contempla un EBITDA más normalizado para los próximos dos años a pesar de que los ingresos podrían superar a los del último ejercicio.

Evolución Ventas - EBITDA

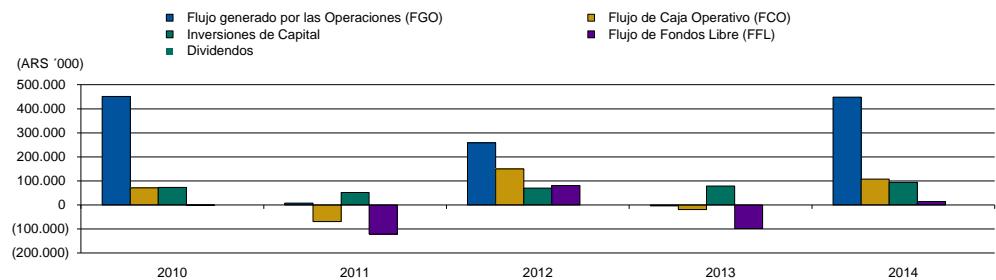


Fuente: Información de la empresa

Flujo de fondos

En el ejercicio finalizado a jun'14 el flujo de caja operativo positivo fue de \$ 107 MM producto de un fuerte flujo generado por las operaciones (FGO). A jun'14 las inversiones de capital fueron de \$ 94 MM. Estas inversiones comparan con \$ 78 MM del ejercicio anterior. El flujo de fondos de INVAP muestra una alta volatilidad y está sujeto a los anticipos recibidos, el avance en la ejecución del backlog, y el comportamiento de las cobranzas.

Flujo de fondos

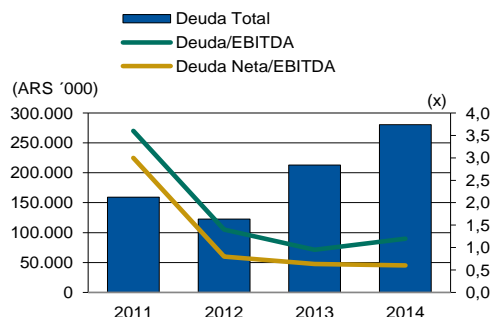


Fuente: Información de la empresa

Liquidez y estructura de capital

A jun'14 la deuda de INVAP era de \$ 280 MM, respecto de \$ 212 MM del ejercicio a jun'13. La deuda se conforma principalmente por las ON Clase I Serie II, un préstamo hipotecario con el Banco Nación/BICE y un préstamo en pesos con el Banco BICE. La relación deuda/EBITDA aumentó a 1.2x, mientras que las coberturas de intereses cayeron a 5.2x. Si bien el apalancamiento aumentó levemente, los niveles de deuda e intereses se mantienen bajos en relación a la capacidad de generación de fondos de la compañía.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa

La posición de liquidez a jun'14 ascendía a \$ 150 MM y le permitía cubrir en un 77% la deuda de corto plazo. La deuda denominada en dólares representaba el 42% de la deuda total. El aumento de proyectos en el exterior redujo el descalce de moneda entre su flujo de fondos y los compromisos de la deuda. Alrededor de un 45% de la deuda se encuentra garantizada mediante prenda sobre contratos o hipoteca de un inmueble de INVAP.

Las ONs Clase I Serie II cuentan con vencimiento final en nov'2019 y con amortizaciones semestrales de capital. Están garantizadas mediante garantías prendarias sobre los flujos futuros de ciertos contratos de INVAP. El porcentaje del backlog afectado a la garantía es de alrededor del 7%, con lo cual la mayor parte del backlog se encuentra libre de gravámenes. FIX no otorga una fortaleza adicional a la calificación de dichas ONs por la garantía.

Fondeo y flexibilidad financiera

La flexibilidad financiera de la compañía contempla que la deuda estructural cuenta con un esquema de vencimientos en el largo plazo. A su vez, la compañía puede financiar la ejecución de los proyectos a través de anticipos de clientes, que a Junio 2014 representaban el 42% del pasivo. La estrategia actual de la compañía es financiarse mayormente en pesos. La compañía financia con préstamos bancarios de corto plazo necesidades puntuales de capital de trabajo que tengan los proyectos.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de julio de 2012, INVAP ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIIF), en línea con la Resolución General N° 562/09.

Resumen Financiero - INVAP S.E.

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

Tipo de Cambio ARS/USD a final del Período	8,15	5,39	4,52	4,11	3,93
Cifras no consolidadas	2014	2013	2012	2011	2010
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	227.038	224.150	85.829	44.122	24.168
Margen de EBITDA	15,5	15,7	8,6	4,6	6,6
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	69,5	4,5	108,2	8,3	206,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	0,9	(6,9)	8,1	(12,6)	(0,5)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	22,5	42,7	35,1	24,9	13,3
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	11,3	0,9	23,1	1,6	40,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	5,2	7,8	7,3	3,3	2,1
EBITDA / Servicio de Deuda	0,9	1,3	1,8	0,8	1,1
FGO / Cargos Fijos	11,3	0,9	23,1	1,6	40,1
FFL / Servicio de Deuda	0,2	(0,4)	1,9	(1,9)	0,40
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,9	0,0	3,1	(1,4)	6,0
FCO / Inversiones de Capital	1,1	(0,3)	2,2	(1,3)	1,0
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,6	8,6	0,5	7,7	0,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	0,9	1,4	3,6	6,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,6	0,6	0,8	3,0	1,1
Costo de Financiamiento Implícito (%)	17,7	17,2	8,3	8,6	9,7
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,7	0,7	0,3	0,3	0,1
Balance					
Total Activos	1.622.409	1.252.875	1.172.417	997.086	883.479
Caja e Inversiones Corrientes	150.478	71.448	55.385	29.058	124.455
Deuda Corto Plazo	195.845	146.509	35.846	44.742	10.651
Deuda Largo Plazo	84.636	66.273	86.896	114.585	140.410
Deuda Total	280.481	212.782	122.742	159.327	151.061
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	280.481	212.782	122.742	159.327	151.061
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	280.481	212.782	122.742	159.327	151.061
Total Patrimonio	428.884	340.020	126.597	91.675	72.791
Total Capital Ajustado	709.365	552.802	249.339	251.002	223.852
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	449.022	(4.011)	258.177	7.396	451.505
Variación del Capital de Trabajo	(341.666)	(15.930)	(108.235)	(76.624)	(380.606)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	107.356	(19.941)	149.942	(69.228)	70.899
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(93.680)	(78.408)	(69.565)	(51.938)	(72.655)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	13.676	(98.349)	80.377	(121.166)	(1.756)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.946	19.989	882	17.503	53.150
Otras Inversiones, Neto	(6.475)	1.035	(47.817)	90.658	(95.336)
Variación Neta de Deuda	67.699	90.041	(36.585)	8.265	63.985
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	76.846	12.716	(3.143)	(4.740)	20.043
Estado de Resultados					
Ventas Netas	1.468.833	1.424.317	992.775	962.852	368.905
Variación de Ventas (%)	3,1	43,5	3,1	161,0	85,3
EBIT Operativo	195.252	203.403	64.376	34.047	18.842
Intereses Financieros Brutos	43.651	28.855	11.708	13.336	11.552
Resultado Neto	86.683	99.605	38.253	20.499	9.097

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- Backlog: Cartera de proyectos firmados y adjudicados

Anexo III. Características de los instrumentos

- Actualmente, la compañía prevé la emisión de las ONs Clase II Serie I y Serie II por un monto nominal máximo de hasta \$ 150 millones, en el marco del programa global de emisión de ONs por un valor nominal de hasta US\$ 50 millones (o su equivalente en otras monedas):

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

Serie I por hasta \$ 20 millones:

Las ONs Serie I contarán con un plazo de vencimiento de 12 meses desde la fecha de emisión con una sola amortización de capital pagadera a la fecha del vencimiento. Las mismas devengarán una tasa anual fija del 25% pagadera de forma trimestral.

Serie II por hasta \$ 130 millones (ampliable hasta 150 millones):

Las ONs Serie II contarán con un plazo de vencimiento de 48 meses desde la fecha de emisión. El capital será amortizado en 12 cuotas trimestrales, crecientes en forma anual y consecutivas a partir del mes 15 contado desde la fecha de emisión. La tasa de interés será variable basada en la tasa BADLAR más un margen de corte determinado por condiciones de mercado. La tasa de interés aplicable en cada período no podrá superar el 35%.

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

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

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

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

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

Asimismo, las ONs Clase II Serie II serán ampliables hasta un monto de \$ 150 MM, dependiendo del monto de suscripción de la Serie I.

La sumatoria del monto de emisión de las ONs Clase II Serie I y de las ONs Clase II Serie II, no puede superar el monto nominal global total de \$150.000.000 sin perjuicio de que la Serie II podrá ser emitida por un monto nominal mayor al Valor Nominal de Referencia de la Serie II.

Anexo IV. Dictamen de calificación

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

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, reunido el 27 de octubre de 2014, confirmó* en categoría **A-(arg)** a las ON Clase II Serie I por hasta \$ 20 MM y las ONs Clase II Serie II por hasta \$ 130 MM a ser emitidas por INVAP SE (Investigación Aplicada Sociedad del Estado).

Nota: La suma del valor nominal emitido de las ON Clase II Serie I y las ON Clase II Serie II no podrá superar el monto nominal global total de \$ 150.000.000.

La Perspectiva es Estable.

Categoría A(arg): "A" 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 altera la definición de la categoría correspondiente 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 los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del artículo 38 de las Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado.

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

Fuentes

- Balances auditados hasta el 30-06-14 disponibles en www.cnv.gov.ar.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Cánepa, Kopec y Asociados S.R.L. (miembro de Crowe Horwath International)
- Prospecto del Programa Global de Obligaciones Negociables de fecha 30-10-2009 disponible en www.cnv.gov.ar
- Suplemento de precio de las ONs Clase I de fecha 02-11-09 disponible en www.cnv.gov.ar

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A.. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 70.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 150.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.