

TPLAYCB 24
HR AA (E)
Perspectiva
Estable

TPLAYCB 24-2
HR AA (E)
Perspectiva
Estable

TPLAYCB 24U
HR AA (E)
Perspectiva
Estable

Corporativos
28 de agosto de 2024

2024
HR AA (E)
Perspectiva Estable



Jesús Pineda

Subdirector de Corporativos
Analista Responsable

jesus.pineda@hrratings.com



Heinz Cederborg

Director Ejecutivo Senior de
Corporativos / ABS

heinz.cederborg@hrratings.com

HR Ratings asignó la calificación de HR AA (E) con Perspectiva Estable para las emisiones TPLAYCB 24, TPLAYCB 24-2 y TPLAYCB 24U de Total Play

La asignación de la calificación para las emisiones TPLAYCB 24, TPLAYCB 24-2 y TPLAYCB 24U (las Emisiones) de Total Play (la Empresa) se basa en la estrategia de la Empresa de enfocarse en aumentar la penetración en las regiones donde actualmente tiene presencia, en lugar de expandirse a nuevas geografías como se observó años anteriores. Lo anterior le ha permitido alcanzar eficiencias operativas y economías de escala, así como reducir las necesidades de CAPEX para el crecimiento. Esto se puede ver reflejado en el margen EBITDA sin considerar el costo de adquisición de suscriptores (SAC, por sus siglas en inglés) observado en los últimos doce meses (UDM), el cual logró expandirse hasta 46.7%, en comparación con 44.5% observados el año anterior y 45.3% proyectado. Estas eficiencias operativas, sumadas a un mayor financiamiento con proveedores, producto del aumento en el número de usuarios, resultó en un flujo libre de efectivo (FLE) de P\$15,980 millones (m), un crecimiento anual de 20.7%.

Para los siguientes años contemplamos que la Empresa mantendrá la misma estrategia, lo que le permitiría alcanzar una penetración de 33.6%, así como una tarifa promedio con un crecimiento basado en la inflación. En línea con lo observado en los UDM, esta estrategia se traducirá en una expansión progresiva del margen EBITDA sin SAC, el cual estimamos que alcance 46.3% para 2026. Por otro lado, proyectamos que el capital de trabajo se mantenga en niveles positivos como resultado del financiamiento con proveedores, como se ha observado históricamente. Relacionado con el endeudamiento, los menores requerimientos de CAPEX resultarán en un ligero desapalancamiento de la Empresa, para alcanzar una deuda neta de P\$46,659m para 2026. Asimismo, esperamos la emisión de los Certificados Bursátiles Fiduciarios a vasos comunicantes TPLAYCB 24, TPLAYCB 24-2 y TPLAYCB 24U por un monto conjunto de P\$2,500m, cuyos recursos serán utilizados para capital de trabajo y sustitución de pasivos de la Empresa.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Por último, el cambio de Observación Negativa a Perspectiva Estable se basa en que la Empresa logró llegar a un acuerdo con sus tenedores para el intercambio de las Senior Notes con vencimiento en 2025 por nuevas Notas con vencimiento en 2028. El monto del intercambio representa aproximadamente el 90% de las notas originales, con lo que se logró incluir casi en su totalidad a los tenedores de los bonos. A continuación, se describen las principales características de las Emisiones:

Principales Características de las emisiones TPLAYCB 24, TPLAYCB 24-2 y TPLAYCB 24U

Clave de Pizarra	Emisiones		
	TPLAYCB 24	TPLAYCB 24-2	TPLAYCB 24U
Plazo de la Emisión	1.099 días equivalentes a tres años.	1.828 días equivalentes a cinco años.	2,560 días equivalente a siete años.
Denominación	Pesos	Pesos	UDIS
Tasa de la Emisión	TIEE 29 + una sobretasa por definir.	Tasa fija por definir.	Tasa fija por definir.
Periodicidad de Intereses	30 días naturales	90 días naturales	90 días naturales
Tipo de Valor		Certificados Bursátiles Fiduciarios.	
Monto del Programa		Hasta P\$5,000m.	
Monto de la Emisión		Hasta P\$2,500m en su conjunto.	
Amortización de Principal	Los Certificados Bursátiles deberán amortizarse en su totalidad al vencimiento. Sin embargo, el importe de principal podrá ser cubierto en diversas Amortizaciones Objetivo, sin que el pago de estas represente un Evento de Incumplimiento.		
Amortización Anticipada	El Fiduciario Emisor tendrá el derecho de amortizar de manera anticipada la totalidad de los Certificados Bursátiles en cualquier fecha antes de la fecha de vencimiento.		
Destino de los Recursos	Capital de trabajo, sustitución de pasivos con costo del Administrador y fines corporativos.		
Garantías	Los Certificados Bursátiles no contarán con garantía específica alguna.		
Fiduciario Emisor	CI Banco, S.A., Institución de Banca múltiple como Fiduciario del Fideicomiso Emisor CIB/3370.		
Fideicomitente	Banco Azteca, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria como Fiduciario del Fideicomiso Maestro No. 1136.		
Representante Común	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero.		
Administrador	Total Play Telecomunicaciones, S.A.P.I. de C.V.		
Administrador Maestro	Tecnología en Cuentas por Cobrar, S.A.P.I. de C.V.		

Fuente: HR Ratings con base en el suplemento de las Emisiones.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- Evolución de los Ingresos.** Durante los UDM al 2T24, la Empresa alcanzó ingresos totales por P\$43,047m en comparación con P\$38,732m en el periodo anterior y P\$42,680m proyectado en nuestro escenario base. Este resultado fue apoyado por el crecimiento del ingreso promedio por usuario, a partir de su estrategia de expansión de capacidad.
- Generación de FLE.** La Empresa generó un FLE de P\$15,980m durante los UDM al 2T24, lo cual fue superior al resultado del periodo anterior (P\$13,237m) y nuestro escenario base (P\$10,022m). Este resultado fue apoyado por el crecimiento del EBITDA, así como menores pagos de arrendamiento.
- Endeudamiento.** Al cierre del 2T24, la Empresa mostró una deuda total de P\$52,919m (vs. P\$48,042m en el periodo anterior y vs. P\$52,327m en nuestro escenario base). El crecimiento anterior se explica principalmente por la disposición de recursos para financiar la inversión en activos e infraestructura.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Expectativas para Periodos Futuros

- **Incremento de los Ingresos.** Dentro de nuestro escenario base, proyectamos que la Empresa alcanzaría ingresos de P\$51,787m en 2026 (vs. P\$40,503m en 2023). Lo anterior toma en consideración la estrategia de la Empresa que consiste en incrementar su penetración de mercado a partir de las recientes inversiones en infraestructura y capacidad.
- **Evolución del FLE.** Proyectamos que la Empresa sea capaz de incrementar su generación de FLE, alcanzando P\$18,252m en 2026 (vs. P\$14,456m en 2023). Este crecimiento toma en consideración la expansión del EBITDA a partir de un mayor aprovechamiento de la infraestructura actual, sumado a un desempeño positivo apoyado por el uso del financiamiento con proveedores.
- **Endeudamiento.** Con relación a los niveles de endeudamiento, consideramos que la Empresa alcanzaría una deuda total P\$50,497m en 2026 (vs. P\$52,515m en 2023). Durante 2024 incorporamos la colocación de una nueva emisión por P\$2,500m cuyos recursos serían utilizados para capital de trabajo y refinanciar deuda existente. Asimismo, consideramos que la Empresa mantendrá sus niveles de endeudamiento a partir de la renovación de las líneas de crédito que amortizarán en el periodo proyectado.

Factores Adicionales Considerados

- **Deuda Estructurada.** El diseño de la deuda estructurada permite que la cartera de cobranza asignada logre cubrir los intereses, amortizaciones y gastos relacionados de la deuda. Sin embargo, en caso de presiones o incumplimientos Total Play podría realizar aportaciones de efectivo adicionales para cubrir el servicio de la deuda. En febrero 2023, Total Play realizó una aportación de efectivo adicional por P\$62m para asegurar que exista suficiente flujo para hacer frente al servicio de la deuda de la estructura en caso de atrasos operativos por parte del Administrador Primario. Por lo anterior, consideramos que la deuda estructurada cuenta con una garantía de facto por parte de Total Play. Derivado de lo anterior, la calificación de la estructura mantiene un ajuste cualitativo negativo.
- **Incremento en Presiones del Servicio de la Deuda.** Asimismo, la calificación quirografaria y de la estructura incorporan un ajuste cualitativo negativo, como parte de la presión esperada en el servicio de la deuda a medida que las amortizaciones de 2027 y 2028 se aproximen hacia el periodo de calificación.
- **Análisis Legal.** Las nuevas Emisiones de Certificados Bursátiles Fiduciarios cuentan con un Análisis Legal Satisfactorio otorgado por un tercero.

Factores que podrían subir la calificación

- **Incremento en FLE.** En el caso de que incremente su tasa de penetración, llevando a una mayor generación de FLE por arriba de nuestro escenario base y resultando en una métrica de DSCR promedio de 1.9x de 2024 a 2026 (vs. 1.6x en nuestro escenario base para el mismo periodo), esto podría tener un impacto positivo en la calificación.
- **Una mejora en la calificación soberana de México podría resultar en una modificación al alza de la calificación global de Total Play.**



Factores que podrían bajar la calificación

- **Incremento en la deuda.** Si la Empresa no es capaz de alcanzar los niveles de rentabilidad proyectados, y esto resulta en una mayor disposición de deuda en comparación con nuestro escenario base. Lo anterior podría llevar la métrica de años de pago a un promedio de 6.8 años de 2024 a 2026 (vs. 2.9 años en el escenario base para el mismo periodo) y podría resultar en un impacto negativo a la calificación.
- **Un deterioro en la calificación soberana de México podría resultar en una modificación a la baja de la calificación global de Total Play.**



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Balance General (Cifras en Millones de Pesos)

	2021*	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
ACTIVOS TOTALES	68,107	83,380	87,388	82,692	78,758	74,457	83,885	86,575
Activo Circulante	15,612	16,990	18,326	17,904	18,833	19,942	16,264	17,940
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	4,166	1,890	2,377	1,881	1,488	1,210	1,290	2,728
Inversiones Temporales	887	1,988	3,377	2,497	2,497	2,497	2,959	2,497
Cuentas por Cobrar a Clientes	3,749	5,506	4,426	4,687	5,261	5,980	4,563	4,869
Otras Cuentas por Cobrar Neto	4,235	4,357	4,691	4,637	4,864	5,081	4,369	4,537
Inventarios	1,880	2,342	2,926	3,466	3,973	4,438	2,489	2,581
Otros Activos Circulantes	694	908	529	736	751	736	595	729
Activos No Circulantes	52,495	66,390	69,063	64,788	59,925	54,516	67,620	68,634
Planta, Propiedad y Equipo	45,851	58,165	61,946	57,944	53,077	47,663	59,912	61,775
Activos Intangibles	1,449	1,367	2,099	2,473	2,473	2,473	1,423	2,473
Partes Relacionadas	198	154	237	242	246	250	222	257
Activos por Derecho de Uso	4,997	6,703	4,780	4,129	4,129	4,129	6,064	4,129
PASIVOS TOTALES	59,080	77,524	84,154	89,391	91,781	92,412	79,431	86,377
Pasivo Circulante	16,007	26,831	26,431	31,527	36,360	45,546	27,420	28,713
Pasivo con Costo	2,995	7,358	4,888	6,844	9,685	16,786	6,353	4,212
Proveedores	8,767	13,442	15,607	18,092	20,009	21,979	15,209	17,854
Impuestos por Pagar	-	126	114	122	120	124	44	100
Provisiones	2,003	2,021	1,080	1,513	1,543	1,606	1,687	1,604
Pasivo por Arrendamiento	1,651	2,108	2,338	2,604	2,604	2,604	2,319	2,604
Otros Pasivos a CP	590	1,778	2,403	2,352	2,400	2,448	1,808	2,339
Pasivos no Circulantes	43,074	50,693	57,722	57,864	55,421	46,866	52,011	57,663
Pasivo con Costo	38,881	42,560	47,626	47,315	43,408	33,712	41,689	48,707
Impuestos Diferidos	381	2,355	5,253	7,850	9,310	10,448	3,557	6,259
Pasivo por Arrendamiento	3,758	4,965	3,327	2,606	2,606	2,606	4,549	2,606
Beneficios a Empleados	50	49	74	94	97	101	46	92
Instrumentos Financieros Derivados	4	764	1,442	-	-	-	-	-
CAPITAL CONTABLE	9,027	5,856	3,235	(6,699)	(13,023)	(17,955)	4,454	198
Capital Contribuido	7,389	7,501	7,501	8,201	8,201	8,201	7,501	8,201
Prima de Emisión de Acciones	1,539	1,539	1,539	-	-	-	1,539	-
Utilidades Acumuladas y Otros	1,593	(933)	(2,658)	(3,106)	(14,900)	(21,224)	(4,593)	(3,106)
Utilidad del Ejercicio	(1,494)	(2,251)	(3,147)	(11,794)	(6,325)	(4,932)	6	(4,897)
Deuda Total	41,876	49,918	52,515	54,159	53,093	50,497	48,042	52,919
Deuda Neta	36,823	46,040	46,761	49,781	49,108	46,791	43,794	47,695
Días Cuentas por Cobrar	40	50	40	38	39	39	46	37
Días Inventario	91	69	70	72	79	77	69	67
Días Proveedores	239	191	218	221	230	237	211	225

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Mazars Auditores.



Escenario Base: Estado de Resultados (Cifras en Millones de Pesos)

	2021*	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
Ingresos por Servicios	28,089	36,352	40,503	44,901	48,321	51,787	19,694	22,237
Residencial	22,762	30,551	34,587	37,348	40,140	42,825	16,795	18,274
Empresarial	5,327	5,801	5,916	7,553	8,181	8,963	2,899	3,963
Costos de Servicios	6,481	12,350	13,577	15,077	16,049	17,185	6,761	7,575
Utilidad Bruta	21,608	24,002	26,926	29,824	32,271	34,602	12,932	14,662
Gastos de Operación	15,280	16,710	19,841	23,232	24,165	26,295	9,804	10,339
SAC	5,741	8,821	11,476	14,064	14,173	15,673	5,608	5,948
Gastos de Administración	9,539	7,890	8,365	9,167	9,993	10,622	4,196	4,391
EBITDA	6,329	7,292	7,085	6,592	8,106	8,307	3,128	4,324
Depreciación y Amortización	3,162	4,051	4,570	5,439	5,747	5,413	2,311	2,411
Depreciación	2,285	3,174	3,693	3,975	3,697	3,363	1,873	1,973
Amortización de Arrendamientos	877	877	877	1,463	2,050	2,050	438	438
Utilidad Operativa antes de Otros	3,167	3,241	2,516	1,154	2,359	2,894	817	1,912
Otros Ingresos y Gastos Netos	(49)	(144)	(200)	(465)	(470)	(475)	75	(188)
Utilidad Operativa después de Otros	3,118	3,097	2,316	688	1,889	2,419	892	1,724
Ingresos por Intereses	54	98	191	284	179	152	90	143
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	2,532	3,617	4,884	5,738	5,679	5,235	2,308	2,799
Intereses Pagados por Arrendamiento	480	611	645	528	570	570	373	243
Otros Gastos Financieros	230	612	968	955	-	-	545	955
Ingreso Financiero Neto	(3,188)	(4,742)	(6,306)	(6,937)	(6,070)	(5,653)	(2,592)	(2,899)
Resultado Cambiario	(578)	1,338	3,384	(3,250)	(685)	(560)	3,472	(2,063)
Resultado Integral de Financiamiento	(3,766.2)	(3,404.8)	(2,921.8)	(10,186.8)	(6,754.4)	(6,213.0)	880	(4,962)
Utilidad Después del RIF	(648.2)	(308.1)	(605.8)	(9,498.5)	(4,865.0)	(3,793.6)	1,772	(3,238)
Participación en Asociadas	-	(0.6)	(19.0)	-	-	-	(19)	-
Utilidad antes de Impuestos	(648.2)	(308.7)	(624.7)	(9,498.5)	(4,865.0)	(3,793.6)	1,208	(4,193)
Impuestos sobre la Utilidad	846	1,970	2,522	2,296	1,460	1,138	1,202	704
Impuestos Causados	27	-	0	0	-	-	0	0
Impuestos Diferidos	820	1,970	2,522	2,295	1,460	1,138	1,202	703
Utilidad Neta Consolidada	(1,494)	(2,279)	(3,147)	(11,794)	(6,325)	(4,932)	6	(4,897)
Participación minoritaria en la utilidad	-	(27)	-	-	-	-	-	-
Participación mayoritaria en la utilidad	(1,494)	(2,251)	(3,147)	(11,794)	(6,325)	(4,932)	6	(4,897)
<i>Últimos Doce Meses</i>								
Cambio en Ventas	43.6%	29.4%	11.4%	10.9%	7.6%	7.2%	20.3%	11.1%
Margen Bruto	76.9%	66.0%	66.5%	66.4%	66.8%	66.8%	66.7%	66.6%
Margen EBITDA	22.5%	20.1%	17.5%	14.7%	16.8%	16.0%	17.4%	19.2%
Margen EBITDA sin SAC	43.0%	44.3%	45.8%	46.0%	46.1%	46.3%	44.5%	46.7%
Tasa de Impuestos	-130.5%	-638.2%	-403.7%	-24.2%	-30.0%	-30.0%	786.5%	-33.6%
Ventas Netas a PP&E	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1	0.6	0.7
ROCE	9.0%	6.7%	4.8%	2.3%	5.2%	7.5%	4.5%	6.9%
Tasa Pasiva	7.5%	8.0%	9.8%	10.8%	10.6%	10.2%	9.1%	10.5%
Tasa Activa	0.8%	1.2%	2.0%	2.8%	1.9%	1.6%	1.7%	2.5%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Mazars Auditores.

** Proyecciones a partir del 3T24.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Flujo de Efectivo (Cifras en Millones de Pesos)

	2021*	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	(648)	(309)	(625)	(9,498)	(4,865)	(3,794)	1,208	(4,193)
Costo de Adquisición de Usuarios (SAC)	5,741	8,821	11,476	14,064	14,173	15,673	5,608	5,948
Provisiones del Periodo	19	27	16	18	-	-	(3)	18
Partidas sin Impacto en el Efectivo	5,759	8,848	11,492	14,082	14,173	15,673	5,606	5,965
Depreciación	2,285	3,174	3,693	3,975	3,697	3,363	1,873	1,973
Amortización de Arrendamientos	877	877	877	1,463	2,050	2,050	438	438
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-	27	19	-	-	-	19	-
Intereses a Favor	(54)	(98)	-	(141)	(179)	(152)	-	-
Fluctuación Cambiaria	534	(1,299)	(3,420)	3,454	685	560	(3,540)	2,268
Otras Partidas de Inversión	(205)	45	-	-	-	-	-	-
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	3,437	2,726	1,168	8,752	6,252	5,821	(1,210)	4,679
Intereses Devengados	2,762	4,229	5,661	6,667	5,679	5,235	2,763	3,728
Intereses por Arrendamiento y Otros	480	611	645	528	570	570	373	243
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	3,242	4,840	6,306	7,195	6,249	5,805	3,136	3,972
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	11,790	16,105	18,341	20,531	21,809	23,505	8,740	10,423
Decremento (Incremento) en Clientes	(1,373)	(1,756)	1,080	(262)	(573)	(719)	943	(444)
Decremento (Incremento) en Inventarios	(259)	(462)	(584)	(539)	(507)	(465)	(147)	345
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(1,019)	243	511	(295)	(246)	(207)	232	(203)
Incremento (Decremento) en Proveedores	431	4,674	2,166	2,485	1,917	1,970	1,768	2,247
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	1,133	(984)	(715)	253	80	118	(399)	307
Capital de trabajo	(1,086)	1,715	2,458	1,641	671	697	2,396	2,253
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(1,086)	1,715	2,458	1,641	671	697	2,396	2,253
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	10,704	17,820	20,799	22,172	22,479	24,203	11,137	12,676
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(17,959)	(22,461)	(15,626)	(12,249)	(13,002)	(13,623)	(8,076)	(5,961)
Inversión en Activos Intangibles	(132)	-	-	-	-	-	-	-
Intereses Cobrados	54	98	191	284	179	152	90	143
Otros Activos	-	82	(53)	(390)	-	-	(74)	(390)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(18,037)	(22,281)	(15,488)	(12,355)	(12,823)	(13,471)	(8,061)	(6,208)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	(7,333)	(4,460)	5,311	9,817	9,657	10,732	3,076	6,468
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios	21,466	12,770	12,918	2,500	5,093	6,530	3,786	-
Amortización de Financiamientos Bancarios	(6,928)	(4,044)	(6,884)	(3,714)	(6,844)	(9,685)	(2,311)	(1,267)
Amortización de Arrendamientos	(1,192)	(2,464)	(2,005)	(1,999)	(2,050)	(2,050)	(929)	(974)
Intereses Pagados	(2,760)	(3,910)	(5,349)	(5,896)	(5,679)	(5,235)	(2,534)	(2,957)
Intereses Pagados por Arrendamientos	(480)	(611)	(645)	(528)	(570)	(570)	(373)	(243)
Instrumentos Financieros, Factoraje y Otros.	(447)	321	(2,858)	(1,376)	-	-	(1,314)	(1,376)
Financiamiento "Ajeno"	9,660	2,061	(4,823)	(11,013)	(10,050)	(11,010)	(3,676)	(6,817)
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	(5,000)	-	-	700	-	-	-	700
Prima en Venta de Acciones	5,052	122	-	-	-	-	-	-
Financiamiento "Propio"	52	122	-	700	-	-	-	700
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	9,712	2,184	(4,823)	(10,313)	(10,050)	(11,010)	(3,676)	(6,117)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	2,379	(2,276)	487	(496)	(393)	(278)	(600)	351
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	1,787	4,166	1,890	2,377	1,881	1,488	1,890	2,377
Efectivo y equiv. al final del Periodo	4,166	1,890	2,377	1,881	1,488	1,210	1,290	2,728
CAPEX de Mantenimiento	(2,285)	(3,174)	(3,693)	(3,975)	(3,697)	(3,363)	(3,583)	(3,793)
Flujo Libre de Efectivo	6,748	11,571	14,456	15,669	16,162	18,220	13,237	15,980
Amortización de Deuda	6,928	4,044	6,884	3,714	6,844	9,685	5,373	6,353
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	(6,151)	(1,048)	-	(2,500)	-	-	(382)	-
Amortización Neta	776	2,995	6,884	1,214	6,844	9,685	4,991	6,353
Intereses Netos Pagados	2,706	3,812	5,158	5,612	5,500	5,083	4,348	5,528
Servicio de la Deuda	3,482	6,808	12,042	6,825	12,344	14,768	9,339	11,881
DSCR	1.9	1.7	1.2	2.3	1.3	1.2	1.4	1.3
Caja Inicial Disponible	3,059	5,053	3,877	5,754	4,378	3,985	3,517	4,248
DSCR con Caja	2.8	2.4	1.5	3.1	1.7	1.5	1.8	1.7
Deuda Neta a FLE	5.5	4.0	3.2	3.2	3.0	2.6	3.3	3.0
Deuda Neta a EBITDA	5.8	6.3	6.6	7.6	6.1	5.6	6.5	5.8

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Mazars Auditores.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Estrés: Balance General (Cifras en Millones de Pesos)

	2021*	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
ACTIVOS TOTALES	68,107	83,380	87,388	82,307	76,480	73,403	83,885	86,575
Activo Circulante	15,612	16,990	18,326	17,519	17,012	19,193	16,264	17,940
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	4,166	1,890	2,377	1,501	469	1,072	1,290	2,728
Inversiones Temporales	887	1,988	3,377	2,497	2,497	2,497	2,959	2,497
Cuentas por Cobrar a Clientes	3,749	5,506	4,426	5,064	5,401	6,408	4,563	4,869
Otras Cuentas por Cobrar Neto	4,235	4,357	4,691	4,637	4,864	5,081	4,369	4,537
Inventarios	1,880	2,342	2,926	3,084	3,029	3,399	2,489	2,581
Otros Activos Circulantes	694	908	529	736	751	736	595	729
Activos No Circulantes	52,495	66,390	69,063	64,788	59,468	54,210	67,620	68,634
Planta, Propiedad y Equipo	45,851	58,165	61,946	57,944	52,620	47,357	59,912	61,775
Activos Intangibles	1,449	1,367	2,099	2,473	2,473	2,473	1,423	2,473
Partes Relacionadas	198	154	237	242	246	250	222	257
Activos por Derecho de Uso	4,997	6,703	4,780	4,129	4,129	4,129	6,064	4,129
PASIVOS TOTALES	59,080	77,524	84,154	90,093	94,698	104,201	79,431	86,377
Pasivo Circulante	16,007	26,831	26,431	32,165	34,016	53,058	27,420	28,713
Pasivo con Costo	2,995	7,358	4,888	8,031	13,435	31,436	6,353	4,212
Proveedores	8,767	13,442	15,607	17,543	13,914	14,841	15,209	17,854
Impuestos por Pagar	-	126	114	122	120	124	44	100
Provisiones	2,003	2,021	1,080	1,513	1,543	1,606	1,687	1,604
Pasivo por Arrendamiento	1,651	2,108	2,338	2,604	2,604	2,604	2,319	2,604
Otros Pasivos a CP	590	1,778	2,403	2,352	2,400	2,448	1,808	2,339
Pasivos no Circulantes	43,074	50,693	57,722	57,928	60,682	51,143	52,011	57,663
Pasivo con Costo	38,881	42,560	47,626	47,127	47,471	35,024	41,689	48,707
Impuestos Diferidos	381	2,355	5,253	8,101	10,509	13,412	3,557	6,259
Pasivo por Arrendamiento	3,758	4,965	3,327	2,606	2,606	2,606	4,549	2,606
Beneficios a Empleados	50	49	74	94	97	101	46	92
Instrumentos Financieros Derivados	4	764	1,442	-	-	-	-	-
CAPITAL CONTABLE	9,027	5,856	3,235	(7,786)	(18,218)	(30,798)	4,454	198
Capital Contribuido	7,389	7,501	7,501	8,201	8,201	8,201	7,501	8,201
Prima de Emisión de Acciones	1,539	1,539	1,539	-	-	-	1,539	-
Utilidades Acumuladas y Otros	1,593	(933)	(2,658)	(3,106)	(15,987)	(26,419)	(4,593)	(3,106)
Utilidad del Ejercicio	(1,494)	(2,251)	(3,147)	(12,881)	(10,432)	(12,579)	6	(4,897)
Deuda Total	41,876	49,918	52,515	55,159	60,905	66,460	48,042	52,919
Deuda Neta	36,823	46,040	46,761	51,161	57,939	62,891	43,794	47,695
Días Cuentas por Cobrar	40	50	40	40	46	53	46	37
Días Inventario	91	69	70	70	76	80	69	67
Días Proveedores	239	191	218	222	217	212	211	225

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Mazars Auditores.



Escenario Estrés: Estado de Resultados (Cifras en Millones de Pesos)

	2021*	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
Ingresos por Servicios	28,089	36,352	40,503	43,614	40,375	40,684	19,694	22,237
Residencial	22,762	30,551	34,587	35,888	33,401	34,386	16,795	18,274
Empresarial	5,327	5,801	5,916	7,726	6,974	6,298	2,899	3,963
Costos de Servicios	6,481	12,350	13,577	14,747	13,642	13,875	6,761	7,575
Utilidad Bruta	21,608	24,002	26,926	28,867	26,733	26,810	12,932	14,662
Gastos de Operación	15,280	16,710	19,841	23,095	21,377	23,117	9,804	10,339
SAC	5,741	8,821	11,476	14,064	11,398	12,140	5,608	5,948
Gastos de Administración	9,539	7,890	8,365	9,030	9,979	10,977	4,196	4,391
EBITDA	6,329	7,292	7,085	5,772	5,355	3,693	3,128	4,324
Depreciación y Amortización	3,162	4,051	4,570	5,439	5,728	5,389	2,311	2,411
Depreciación	2,285	3,174	3,693	3,975	3,678	3,339	1,873	1,973
Amortización de Arrendamientos	877	877	877	1,463	2,050	2,050	438	438
Utilidad Operativa antes de Otros	3,167	3,241	2,516	333	(372)	(1,696)	817	1,912
Otros Ingresos y Gastos Netos	(49)	(144)	(200)	(465)	(470)	(475)	75	(188)
Utilidad Operativa después de Otros	3,118	3,097	2,316	(132)	(842)	(2,171)	892	1,724
Ingresos por Intereses	54	98	191	283	160	140	90	143
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	2,532	3,617	4,884	5,753	6,088	6,516	2,308	2,799
Intereses Pagados por Arrendamiento	480	611	645	528	570	570	373	243
Otros Gastos Financieros	230	612	968	955	-	-	545	955
Ingreso Financiero Neto	(3,188)	(4,742)	(6,306)	(6,953)	(6,498)	(6,946)	(2,592)	(2,899)
Resultado Cambiario	(578)	1,338	3,384	(3,250)	(685)	(560)	3,472	(2,063)
Resultado Integral de Financiamiento	(3,766.2)	(3,404.8)	(2,921.8)	(10,202.6)	(7,183.0)	(7,505.7)	880	(4,962)
Utilidad Después del RIF	(648.2)	(308.1)	(605.8)	(10,334.6)	(8,025.0)	(9,676.4)	1,772	(3,238)
Participación en Asociadas	-	(0.6)	(19.0)	-	-	-	(19)	-
Utilidad antes de Impuestos	(648.2)	(308.7)	(624.7)	(10,334.6)	(8,025.0)	(9,676.4)	1,208	(4,193)
Impuestos sobre la Utilidad	846	1,970	2,522	2,546	2,407	2,903	1,202	704
Impuestos Causados	27	-	0	0	-	-	0	0
Impuestos Diferidos	820	1,970	2,522	2,546	2,407	2,903	1,202	703
Utilidad Neta Consolidada	(1,494)	(2,279)	(3,147)	(12,881)	(10,432)	(12,579)	6	(4,897)
Participación minoritaria en la utilidad	-	(27)	-	-	-	-	-	-
Participación mayoritaria en la utilidad	(1,494)	(2,251)	(3,147)	(12,881)	(10,432)	(12,579)	6	(4,897)
<i>Últimos Doce Meses</i>								
Cambio en Ventas	43.6%	29.4%	11.4%	7.7%	-7.4%	0.8%	20.3%	11.1%
Margen Bruto	76.9%	66.0%	66.5%	66.2%	66.2%	65.9%	66.7%	66.6%
Margen EBITDA	22.5%	20.1%	17.5%	13.2%	13.3%	9.1%	17.4%	19.2%
Margen EBITDA sin SAC	43.0%	44.3%	45.8%	45.5%	41.5%	38.9%	44.5%	46.7%
Tasa de Impuestos	-130.5%	-638.2%	-403.7%	-24.6%	-30.0%	-30.0%	786.5%	-33.6%
Ventas Netas a PP&E	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.6	0.7
ROCE	9.0%	6.7%	4.8%	0.7%	-0.8%	-3.9%	4.5%	6.9%
Tasa Pasiva	7.5%	8.0%	9.8%	10.8%	10.7%	10.4%	9.1%	10.5%
Tasa Activa	0.8%	1.2%	2.0%	2.8%	1.9%	1.5%	1.7%	2.5%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Mazars Auditores.

** Proyecciones a partir del 3T24.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Estrés: Flujo de Efectivo (Cifras en Millones de Pesos)

	2021*	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	(648)	(309)	(625)	(10,335)	(8,025)	(9,676)	1,208	(4,193)
Costo de Adquisición de Usuarios (SAC)	5,741	8,821	11,476	14,064	11,398	12,140	5,608	5,948
Provisiones del Periodo	19	27	16	18	-	-	(3)	18
Partidas sin Impacto en el Efectivo	5,759	8,848	11,492	14,082	11,398	12,140	5,606	5,965
Depreciación	2,285	3,174	3,693	3,975	3,678	3,339	1,873	1,973
Amortización de Arrendamientos	877	877	877	1,463	2,050	2,050	438	438
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-	27	19	-	-	-	19	-
Intereses a Favor	(54)	(98)	-	(140)	(160)	(140)	-	-
Fluctuación Cambiaria	534	(1,299)	(3,420)	3,454	685	560	(3,540)	2,268
Otras Partidas de Inversión	(205)	45	-	-	-	-	-	-
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	3,437	2,726	1,168	8,753	6,252	5,809	(1,210)	4,679
Intereses Devengados	2,762	4,229	5,661	6,682	6,088	6,516	2,763	3,728
Intereses por Arrendamiento y Otros	480	611	645	528	570	570	373	243
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	3,242	4,840	6,306	7,210	6,658	7,086	3,136	3,972
Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.	11,790	16,105	18,341	19,711	16,284	15,358	8,740	10,423
Decremento (Incremento) en Clientes	(1,373)	(1,756)	1,080	(639)	(337)	(1,006)	943	(444)
Decremento (Incremento) en Inventarios	(259)	(462)	(584)	(157)	54	(370)	(147)	345
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(1,019)	243	511	(295)	(246)	(207)	232	(203)
Incremento (Decremento) en Proveedores	431	4,674	2,166	1,935	(3,629)	927	1,768	2,247
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	1,133	(984)	(715)	253	80	118	(399)	307
Capital de trabajo	(1,086)	1,715	2,458	1,097	(4,078)	(538)	2,396	2,253
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(1,086)	1,715	2,458	1,097	(4,078)	(538)	2,396	2,253
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	10,704	17,820	20,799	20,808	12,206	14,820	11,137	12,676
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(17,959)	(22,461)	(15,626)	(12,249)	(9,752)	(10,217)	(8,076)	(5,961)
Inversión en Activos Intangibles	(132)	-	-	-	-	-	-	-
Intereses Cobrados	54	98	191	283	160	140	90	143
Otros Activos	-	82	(53)	(390)	-	-	(74)	(390)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(18,037)	(22,281)	(15,488)	(12,356)	(9,592)	(10,077)	(8,061)	(6,208)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	(7,333)	(4,460)	5,311	8,452	2,614	4,743	3,076	6,468
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios	21,466	12,770	12,918	3,500	13,093	18,430	3,786	-
Amortización de Financiamientos Bancarios	(6,928)	(4,044)	(6,884)	(3,714)	(8,031)	(13,435)	(2,311)	(1,267)
Amortización de Arrendamientos	(1,192)	(2,464)	(2,005)	(1,999)	(2,050)	(2,050)	(929)	(974)
Intereses Pagados	(2,760)	(3,910)	(5,349)	(5,911)	(6,088)	(6,516)	(2,534)	(2,957)
Intereses Pagados por Arrendamientos	(480)	(611)	(645)	(528)	(570)	(570)	(373)	(243)
Instrumentos Financieros, Factoraje y Otros.	(447)	321	(2,858)	(1,376)	-	-	(1,314)	(1,376)
Financiamiento "Ajeno"	9,660	2,061	(4,823)	(10,028)	(3,646)	(4,141)	(3,676)	(6,817)
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	(5,000)	-	-	700	-	-	-	700
Prima en Venta de Acciones	5,052	122	-	-	-	-	-	-
Financiamiento "Propio"	52	122	-	700	-	-	-	700
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	9,712	2,184	(4,823)	(9,328)	(3,646)	(4,141)	(3,676)	(6,117)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	2,379	(2,276)	487	(876)	(1,032)	602	(600)	351
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	1,787	4,166	1,890	2,377	1,501	469	1,890	2,377
Efectivo y equiv. al final del Periodo	4,166	1,890	2,377	1,501	469	1,072	1,290	2,728
CAPEX de Mantenimiento	(2,285)	(3,174)	(3,693)	(3,975)	(3,678)	(3,339)	(3,583)	(3,793)
Flujo Libre de Efectivo	6,748	11,571	14,456	14,305	5,909	8,861	13,237	15,980
Amortización de Deuda	6,928	4,044	6,884	3,714	8,031	13,435	5,373	6,353
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	(6,151)	(1,048)	-	(2,500)	-	-	(382)	-
Amortización Neta	776	2,995	6,884	1,214	8,031	13,435	4,991	6,353
Intereses Netos Pagados	2,706	3,812	5,158	5,627	5,928	6,376	4,348	5,528
Servicio de la Deuda	3,482	6,808	12,042	6,841	13,960	19,811	9,339	11,881
DSCR	1.9	1.7	1.2	2.1	0.4	0.4	1.4	1.3
Caja Inicial Disponible	3,059	5,053	3,877	5,754	3,998	2,966	3,517	4,248
DSCR con Caja	2.8	2.4	1.5	2.9	0.7	0.6	1.8	1.7
Deuda Neta a FLE	5.5	4.0	3.2	3.6	9.8	7.1	3.3	3.0
Deuda Neta a EBITDA	5.8	6.3	6.6	8.9	10.8	17.0	6.5	5.8

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Mazars Auditores.



Glosario

El Flujo de Libre de Efectivo (FLE) se define como el flujo de caja de las actividades de operación más las necesidades de capital circulante menos una provisión para CAPEX de mantenimiento más los dividendos recibidos, si los hubiera, menos los impuestos pagados y menos los gastos por contratos de arrendamiento financiero, incluidos tanto la amortización como los intereses. El cálculo puede incluir una consideración de Ajuste Especial si se considera que determinados componentes de las cuentas enumeradas no son apropiados para la medida (por ejemplo, no recurrentes, de naturaleza no operativa.). La medida se basa en años calendario.

El Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) se define como el FLE dividido por el servicio de la deuda. A efectos de este indicador, el servicio de la deuda se define como el gasto financiero neto (gastos financieros menos ingresos financieros) más la amortización obligatoria de la deuda. Se excluyen los pagos anticipados, así como los pagos derivados de Excess Cash Flow Sweep (ECFS por sus siglas en inglés). Algunas refinanciaciones de deuda también pueden excluirse del cálculo del servicio de la deuda. También se excluyen los intereses capitalizados de los contratos de crédito que originalmente contemplaban tales intereses. No se excluirán los intereses capitalizados procedentes de reestructuraciones forzosas de deuda. El servicio de la deuda se mide sobre una base anual.

DSCR con Caja. Se trata de la misma métrica que la anterior, con la excepción de que el efectivo al final del período anterior de cuatro trimestres se añade al FLE, al igual que cualquier efectivo reservado exclusivamente para la deuda que se está calificando.

Los Años de Pago se definen como la deuda neta dividida por el FLE.

Coefficiente entre Activos Comercializables y Pasivos (ACP). Mide la estimación de HR Ratings del valor de mercado de los activos de la entidad calificada con respecto al valor contable de sus pasivos.

Estas métricas tienen las siguientes ponderaciones en la determinación de nuestra calificación cuantitativa preliminar:

Ponderación de Métricas

DSCR	20%
DSCR con Caja	20%
Años de Pago	40%
ACP	20%

El periodo de calificación de este informe consta de cinco periodos calendario, que comprenden dos periodos históricos con información reportada y tres periodos proyectados. El periodo proyectado es el trimestre inmediatamente posterior al último periodo con información adecuadamente reportada. Los periodos se definen como sigue con sus respectivas ponderaciones.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Ponderación de Periodos

t-1	13%
t0	17%
t1	35%
t2	20%
t3	15%

HR Ratings crea dos escenarios de proyección: Base y Estrés. A efectos de calificación, cada escenario completo incluye los mismos dos periodos históricos, así como sus respectivos escenarios de proyección. El escenario Base tiene una ponderación del 65% y el Estrés del 35%.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores

Metodologías utilizadas para el análisis*	Evaluación de Riesgo Corporativo, febrero de 2024
Calificación anterior	Inicial
Fecha de última acción de calificación	Inicial
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T13-2T24
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información trimestral pública y estados financieros auditados por Mazars Auditores
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	n.a.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores (en su caso)	n.a.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	n.a.

*Para más información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/methodology/

HR Ratings de México, S.A. de C.V. ("HR Ratings"), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad, emisor o tercero distinto a la entidad o emisor y, por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings.

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información. Derivado de lo anterior, HR Ratings no es responsable de cualquier error u omisión en dicha información o, en caso de que esta sea incorrecta o inexacta, por los resultados obtenidos por el uso de la misma. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings de México, o un tercero, han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS