



Gama Servicios Financieros S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Patricio Del Basto A.
Paula Acuña L.
Aldo Reyes D.
patricio.delbasto@humphreys.cl
paula.acuna@humphreys.cl
aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA
Julio 2022

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos	A
Tendencia	Estable
EEFF base	31 marzo 2022

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Estado de resultados consolidado IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Ingresos de activ. ordinarias	30.560.329	39.789.214	50.062.550	64.133.813	69.420.130	22.574.517
Costo de ventas	-19.818.725	-27.441.893	-35.778.729	-46.138.793	-43.947.769	-13.359.104
Ganancia bruta	10.741.604	12.347.321	14.283.821	17.995.020	25.472.361	9.215.413
Gastos de administración	-4.664.847	-5.754.448	-6.525.887	-8.520.247	-9.448.900	-2.690.004
Resultado operacional ¹	6.076.757	6.592.873	7.314.121	8.353.368	15.239.122	6.218.413
Costos financieros	-1.908.171	-2.130.826	-2.847.160	-3.363.519	-3.028.675	-1.132.847
Utilidad del Ejercicio	1.633.457	3.441.731	3.142.859	2.836.779	8.690.841	3.157.402
EBITDA ²	12.623.797	15.155.811	17.918.607	20.119.291	30.087.376	10.702.703

Estado de situación financiera consolidado IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Activos corrientes	16.251.364	22.466.134	38.920.247	24.449.491	46.273.411	38.157.487
Activos no corrientes	53.933.734	71.109.643	79.628.752	84.045.583	110.129.552	120.902.072
Total activos	70.185.098	93.575.777	118.548.999	108.495.074	156.402.963	159.059.559
Pasivos corrientes	26.711.354	39.736.721	60.385.382	49.831.144	55.218.043	51.268.347
Pasivos no corrientes	25.217.482	34.073.582	35.165.624	32.737.334	69.174.736	72.854.272
Total de pasivos	51.928.836	73.810.303	95.551.006	82.568.478	124.392.779	124.122.619
Patrimonio total	18.256.262	19.765.474	22.997.993	25.926.596	32.010.184	34.936.940
Total patrimonio y pasivos	70.185.098	93.575.777	118.548.999	108.495.074	156.402.963	159.059.559
Deuda financiera	44.858.383	61.605.290	78.942.746	68.209.656	98.877.744	104.421.995

¹ Resultado operacional calculado como ganancia bruta - provisiones por riesgo de crédito - gastos de administración.

² EBITDA calculado como resultado operacional + depreciación y amortización.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Gama Servicios Financieros S.A. (en adelante **Gama**), fundada el año 2012, es una sociedad cuyo propósito es ofrecer servicios de movilidad a sus clientes, tanto empresas como personas naturales, por medio del arriendo de flotas de vehículos a lo largo de todo el territorio nacional. Las operaciones de la empresa se canalizan a través del *Leasing Operativo* a empresas (con un plazo a 12 o más meses), *Renting (leasing)* operativo a personas), *rent a car* y la venta de vehículos usados. La sociedad cuenta con dos entidades subsidiarias (Gama Leasing Operativo SpA y Comercial RAR SpA), cada una con propósito específico.

A diciembre de 2021, la sociedad presentaba activos por \$ 156.403 millones, donde los más importantes son Propiedad, Planta y Equipo que representa 65,9% (\$ 103.007 millones) del total, seguido por las cuentas por cobrar las cuales representan un 9,7% (\$ 15.162 millones). La deuda financiera de **Gama** asciende a \$ 98.878 millones, además cuenta con \$ 32.010 millones de patrimonio. La estructura del balance de la empresa le permitió generar, durante el 2021, un ingreso y una ganancia de \$ 69.420 millones y \$ 8.691 millones, respectivamente.

Durante el primer trimestre de 2022 la sociedad presentó activos por \$ 159.060 millones, de los que \$ 114.002 corresponde a Propiedades, Planta y Equipo, en tanto que las cuentas por cobrar ascienden a \$ 16.323 millones. La deuda financiera ascendía a \$ 104.422 millones, en tanto que el patrimonio totalizó \$ 34.937 millones. Durante el período los ingresos totalizaron \$ 22.575 millones, mientras que la ganancia ascendió a \$ 3.157 millones.

La clasificación de la línea de bonos de **Gama** en "Categoría A" se fundamenta, principalmente, en las características propias de la estructuración del negocio que, en los hechos, controla adecuadamente el riesgo de pérdidas operacionales. En efecto, los riesgos contractuales, incumplimiento por parte de la contraparte arrendadora, se atenúan significativamente por la posibilidad de recuperar los bienes arrendados, vehículos, que presentan un mercado secundario transparente y con adecuada cobertura a nivel nacional.

En forma relevante, también se incorpora como un elemento favorable la robusta estructura de auditoría interna que presenta la compañía, la cual reporta directamente al directorio; con ello, se tiene una herramienta eficaz para minimizar los riesgos operativos.

Desde una perspectiva comercial, asociados al potencial de crecimiento, se valora la existencia de una extensa red de oficinas y talleres para mantenimiento de los vehículos, principal activo de la compañía, tanto en montos de inversión como eje del negocio.

Complementariamente, la evaluación recoge como elemento positivo la experiencia en el negocio de *leasing* automotriz, tanto de la empresa como organización, como de sus ejecutivos en forma individual, en particular en lo relativo al negocio financiero lo cual conlleva a una gestión que controla adecuadamente

los riesgos de tipo financieros³ (básicamente crediticio y de calce de plazos y de moneda). También se reconoce el compromiso de los accionistas con la sociedad, materializado tanto en su función en calidad de directores como en el apoyo que brindan en la relación de la compañía con el sistema bancario.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo de **Gama** se ve restringida por los niveles de competencia que presenta la empresa. En los hechos, debe competir tanto con sociedades que presentan un mayor volumen de operaciones, lo que les favorece el acceso a economías de escala, como con marcas conocidas a nivel mundial (que favorece la gestión comercial, al menos en algunos nichos específicos). Cabe mencionar, que este riesgo está atenuado por la compañía, ya que dado su tamaño y reputación logra generar condiciones competitivas para con sus pares.

También la evaluación de riesgo recoge las elevadas necesidades de capital de trabajo que requiere el crecimiento de las operaciones y de la flota de vehículos. En este sentido, tiene importancia el acceso fluido y diversificado a las fuentes de financiamiento, en especial sobre la base de los sustentos del propio balance de la compañía (y con ello reducir el riesgo de reducciones en las líneas de financiamiento, sobre todo de los bancos).

Dado lo anterior, en opinión de la clasificadora, dentro de los desafíos de la entidad está en mejorar su posición de liquidez contable, considerando que el indicador de liquidez corriente ha sido inferior a uno en todo el período de evaluación. Asimismo, se reconoce como elemento restrictivo, los niveles de morosidad a los que se encuentra expuesta la sociedad (aunque se valora positivamente la baja que se ha generado últimamente en los niveles de mora), elemento que tiende a atenuarse por los adecuados niveles de provisiones, controles y capacidad de recuperar el activo.

Dentro de los elementos desfavorables, se agrega el riesgo propio de la industria por cuanto algunos segmentos tienden a ser más vulnerables a los ciclos económicos recesivos, problema que se agudiza por la reacción de la banca a términos abruptos de las líneas de créditos, lo que afectaría tanto la mora de la cartera crediticia como las oportunidades de nuevos negocios. Con todo, cabe mencionar que este riesgo está relativamente atenuado por la compañía por la correcta diversificación de clientes y sectores económicos que atiende, lo cual fue refrendado durante la recesión de 2020 en donde la compañía pudo mantener su crecimiento. En lo hechos, se puede decir que para el caso particular de **Gama** se observa un riesgo particularmente bajo en relación con la industria.

La tendencia de **Gama** se califica "*Estable*", por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

En términos de ESG⁴ la compañía se encuentra en etapas iniciales de planeación, considerando que no posee declaración formal al respecto. No obstante, de acuerdo a lo mencionado por la administración, la temática ha estado en conversaciones y se espera generar impacto a través de la electromovilidad. De esta manera, entre las actividades que se han estado organizando destaca el equipamiento de estacionamiento eléctrico en sucursales (instalación del primer cargador eléctrico en la casa matriz de Pudahuel) y complementariamente, se están evaluando otras iniciativas como la instalación de paneles solares para

³ Al menos en un grado tal que pueden ser soportados por el patrimonio de la compañía.

⁴ Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

abastecer energía a las operaciones. A futuro, el plan de la compañía dice relación con generar un circuito completo de sostenibilidad (financiamiento, proveedor, flota, disponibilidad y cliente).

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Pérdida esperada controlada.

Fortalezas complementarias

- Auditoría interna de nivel adecuado.
- Presencia a lo largo de todo el país con una amplia red de sucursales y talleres.
- Activos subyacentes.

Fortalezas de apoyo

- Experiencia y *know how*.

Riesgos considerados

- Bajo nivel de liquidez.
- Proporción de su cartera con algún grado de morosidad (atenuado por políticas de evaluación de clientes y control).
- Riesgos propios del sector.
- Necesidad constante de financiamiento.
- Fondeo poco atomizado.
- Alto nivel de competencia en la industria.

Hechos recientes

Resultados diciembre 2021

Durante 2021, la compañía obtuvo ingresos de actividades ordinarias por \$ 69.420 millones, lo que representó un crecimiento de 8,2% respecto a la cifra registrada en 2020 impulsado principalmente por *leasing* operativo y ventas de vehículos. En el mismo período, los costos de ventas ascendieron a \$ 43.948 millones, significando una disminución de 4,7% en relación con el mismo periodo del año anterior explicado principalmente por la baja en el costo de venta de los vehículos, en tanto los gastos de administración y ventas llegaron a \$ 9.449 millones, lo que representa el 13,6% de los ingresos del período (13,3% en 2020).

Con todo, el resultado del ejercicio 2021 registró una ganancia por \$ 8.691 millones, cifra que es un 206,4% superior a lo presentado en 2020 (\$ 2.837 millones).

A diciembre de 2021, **Gama** poseía activos por \$ 156.403 millones, con cuentas por cobrar netas por \$ 15.162 millones, vehículos para la operación valorizados en \$ 99.708 millones y para la venta en \$ 674 millones. La deuda financiera ascendía a aproximadamente \$ 98.878 millones, mientras que el patrimonio llegaba a \$ 32.010 millones.

Primer trimestre de 2022

Durante el primer trimestre de 2022 la compañía obtuvo ingresos de actividades ordinarias por \$ 22.575 millones, lo que representó un crecimiento de 53,4% respecto al mismo trimestre del año anterior, impulsado principalmente por *leasing* operativo. En el mismo período, los costos de ventas ascendieron a \$ 13.359 millones, significando un aumento de 38,4% en relación con el mismo periodo del año anterior esencialmente por un aumento en los costos de venta de vehículos y la depreciación de la flota, en tanto los gastos de administración y ventas llegaron a \$ 2.690 millones, lo que representa el 11,9% de los ingresos del período (14,3% en el primer trimestre de 2021).

Con todo, el resultado del primer trimestre de 2022 registró una ganancia por \$ 3.157 millones, cifra que se compara favorablemente con la exhibida en el primer trimestre de 2021 (\$ 1.832 millones).

A marzo de 2022, **Gama** poseía activos por \$ 159.060 millones, con cuentas por cobrar netas por \$ 16.323 millones, vehículos para la operación valorizados en \$ 110.570 millones y para la venta en \$ 2.411 millones. La deuda financiera ascendía a aproximadamente \$ 104.422 millones, mientras que el patrimonio llegaba a \$ 34.937 millones.

Definición de categoría de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Pérdida esperada controlada: La compañía presenta un correcto indicador de cobertura (provisiones) con respecto a la pérdida esperada estimada por **Humphreys**⁵. Al primer trimestre de 2022 este indicador

⁵ La pérdida esperada utilizada por **Humphreys** se determina en función del nivel de morosidad de la cartera, tipo de deudor y plazo de la deuda. Se trata de un mecanismo estándar de sensibilización, riguroso (homologable a mecanismos de exigencia para bonos securitzados

toma un valor de -2,12% (pérdida esperada calculada por **Humphreys** menos provisiones determinadas por la empresa sobre patrimonio), lo cual significa que las provisiones de la compañía superan a la pérdida esperada estimada. Cabe mencionar que la situación descrita ha sido consistente durante el período analizado.

Auditoría interna de nivel adecuado: La compañía presenta niveles de auditoría interna que cubren adecuadamente los riesgos asociados a los procesos internos. El área (que posee una antigüedad de más de cinco años) reporta directamente al directorio, diseñando planes anuales, sujeto a seguimientos trimestrales.

Presencia en todo el territorio nacional: **Gama** presenta once sucursales en las principales ciudades del país además de una amplia red de talleres, que se distribuyen en seis talleres propios y 18 que trabajan en exclusividad con la compañía.

Experiencia y Know how: La compañía fue creada en el año 2012 por una alianza entre Penta Financiero S.A., Empresas GI S.A., e Inversiones y Comercio Eurofrance S.A., pero disponen cerca de dos décadas de experiencia en el rubro de *Leasing Operativo*, ya que antes operaban bajo el nombre de Eurocarleasing, por lo cual la empresa posee un amplio conocimiento del rubro. Sus ejecutivos poseen más de 20 años de trayectoria en el rubro (principalmente *leasing operacional*) y en el sector automotriz (control de flota, compra y venta de vehículos nuevos y usados, *rent a car*).

Activo subyacente: Dado su negocio, **Gama** tiene una alta probabilidad de recupero del activo en arrendamiento. Esto atenúa de gran forma los riesgos del negocio, ya que, si un cliente entrara en incumplimiento, la compañía tiene la facultad para recuperar el activo y liquidarlo o reubicarlo, mitigando las pérdidas. A marzo de 2022, el valor de los vehículos alcanzó los \$ 110.570 millones⁶ que representó cerca de un 106% de la deuda financiera (\$ 104.422 millones). Cabe mencionar, que en promedio la relación vehículos sobre pasivos financieros ha sido de 120,8% durante los últimos cinco años.

Factores de riesgo

Bajo nivel de liquidez: Este riesgo viene dado principalmente por el descalce que se produce por el ciclo de flujo de caja típico de los negocios de *Leasing Operativo*, en el que se requiere de una fuerte inyección de dinero para la compra del vehículo a arrendar, la cual es financiada por medio de la banca versus los ingresos que se producen a lo largo de la vida del contrato de arriendo (con rentas mensuales a 12, 24, 36 meses) que consisten en aproximadamente 50% del flujo de negocio y el otro 50% que se produce al momento de la venta del vehículo en el mercado secundario, aproximadamente 3 meses después de la finalización del contrato de arriendo.

A partir de lo mencionado anteriormente, se observa que la empresa posee un bajo nivel de liquidez, exhibiendo un indicador de razón corriente de 0,74 veces a marzo de 2022 y, si consideramos un promedio

en grados de inversión), que permite homogenizar las comparaciones entre empresas financieras de diversos segmentos. Se trata de un sistema de sensibilización de carácter evaluativo, sin pretensiones contables.

⁶ Neto de depreciación acumulada.

de los últimos tres años, su liquidez promedio alcanza un valor de 0,69 veces por lo cual la empresa no podría responder a más del 69% aproximadamente de sus obligaciones en el corto plazo (bajo el supuesto de exigibilidad, sin capacidad de renovación). No obstante, se reconoce que el indicador ha tendido a incrementarse en los últimos períodos en relación a sus valores históricos, a partir de la restructuración en sus pasivos financieros (exhibiendo valores sobre las 0,74 veces en comparación a las 0,49 veces de 2020). Asimismo, este riesgo puede ser mitigado por la liquidez que pueda generar la compañía por la venta de vehículos que terminan su ciclo de negocio.

Alta proporción de su facturación con algún grado de morosidad: A junio de 2022 la facturación de la empresa presenta una morosidad de 32,2% (inferior al 34,6% de diciembre de 2021 pero mayor al 31,9% exhibido en diciembre de 2020), en tanto que, al mismo periodo del año anterior, era de 35,5%. Cabe mencionar que este riesgo está atenuado principalmente por el buen nivel de provisiones, los controles que posee la empresa y la capacidad de recuperar el activo. Asimismo, la alta morosidad se explica, en parte, porque los deudores no suelen otorgar a este tipo de pasivo la misma prioridad que la dada a la deuda financiera y, por ello, tienden a pagarse con desfase en relación a la fecha de pago previamente estipulada.

Riesgos propios del sector: La industria del *leasing* está íntimamente ligada a la evolución económica del país y sus ciclos. Dado ello, este mercado es sensible a los períodos recesivos, tanto por el menor volumen de negocios como por el debilitamiento en la capacidad de pago de los deudores. Lo anterior se vio reflejado con la crisis provocada por la pandemia, ya que la cantidad de clientes con plan de pago (repactaciones) aumentaron aproximadamente desde 12 a los 21 clientes, no obstante, a la fecha se ha regularizado dicha situación, dado el esfuerzo de acelerar los plazos y cobrar un mayor porcentaje sobre el monto facturado. Este riesgo es atenuado por la correcta diversificación por sector económico y clientes que presenta la compañía, considerando que posee alrededor de 1.269 clientes distribuidos en rubros de telecomunicaciones, servicios, automotriz, construcción, logística, energía, seguridad, alimentación, entre otros.

Necesidad de financiamiento: Durante el periodo de crecimiento de la flota, la empresa necesita de constante financiamiento externo. Esto se constata al verificar que entre 2016 y marzo de 2022 se observa un aumento de un 196% en la flota y un alza de un 224% de la deuda financiera.

Fondeo poco atomizado: Durante marzo de 2022, el principal banco representó el 34,0% de la deuda de la compañía (32,8% en el mismo periodo anterior) y los cinco principales el 81,6% de la deuda de la compañía (80,0% en el mismo periodo anterior), lo cual podría significar dificultades en el financiamiento si alguna de estas instituciones deja de operar con la emisora. Sin perjuicio de lo anterior, se valora que en comparación a los períodos anteriores la compañía ha generado cierta diversificación del acceso al crédito al aumentar la posición en bancos con los que se tenía menor deuda.

Alto nivel de competencia en la industria: La compañía opera en el mercado de *leasing* automotriz, que se caracteriza por un alto nivel de competencia, existiendo actualmente más de 15 empresas, entre las cuales **Gama** se encuentra posicionada dentro de los cinco principales actores de la industria.

Antecedentes generales

La compañía

Gama Servicios Financieros S.A. es una sociedad que opera bajo el nombre de fantasía **Gama Leasing**, cuyos accionistas son Penta Financiero S.A., Empresas GI S.A. e Inversiones y Comercio Eurofrance S.A., cada una con el 33,3% de la propiedad. El objeto de la empresa es satisfacer la demanda del mercado en el arrendamiento de flota de vehículos mediante *leasing* operativo, *renting* y *rent a car*. Además, una parte importante de los ingresos de la compañía son representados por la venta de vehículos usados.

Las operaciones de **Gama** se desarrollan directamente y a través de sus filiales Gama Leasing Operativo y Comercial RAR, entidades a las cuales controla, directamente, en un 100%.

Gama adquiere los vehículos a través de su matriz y se los entrega en *leasing* financiero a su filial Gama Leasing Operativo, quien los sub-arrienda bajo cualquiera de las modalidades de arriendo que la empresa ofrece. Luego de su explotación, la flota es dada de baja y liquidada en el mercado mediante la cesión de derechos de opción de compra, ya sea al cliente final, así como también a la filial Comercial RAR.

La sociedad es administrada por un directorio de seis miembros, cuyo presidente es Fernán Gazmuri, delegando sus funciones en el gerente general. Actualmente, la estructura de la institución es la siguiente:

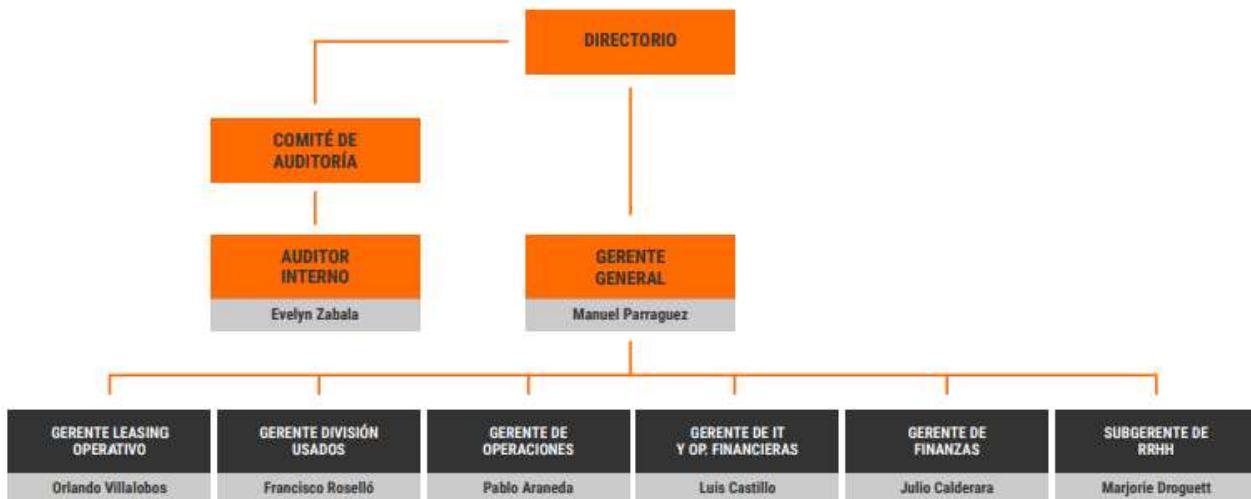


Ilustración 1: Estructura societaria⁷

⁷ Memoria 2021, con datos al cierre de ese año.

Administración de cuentas por cobrar

Originación y cobranza

El proceso de originación parte con la captación del cliente y la recopilación de la información de éste; posteriormente el área de riesgo realiza una evaluación que incluye análisis tanto cualitativos como cuantitativos. El primero incorpora elementos como la reseña biográfica, malla societaria, informes comerciales, referencias y comportamiento de pago. Por otro lado, la evaluación cuantitativa recoge principalmente información financiera.

Gama presenta un comité de riesgo el cual hace un seguimiento anual del *status* de los contratos y actualiza la información cualitativa y cuantitativa de cada cliente. Entre las atribuciones del comité, además del análisis de la evaluación de riesgo, se incluye la asignación de líneas, la clasificación de riesgo interna y las condiciones de pago. El comité está compuesto por la Gerencia de Finanzas y el Área de Riesgo. En casos especiales interviene el comité de directorio.

La gestión de la cobranza está a cargo de la Subgerencia de Tesorería y Cobranzas, esta se realiza a través de correo electrónico, llamados telefónicos o visitas presenciales. Además, la compañía presenta una unidad externa de cobranza judicial y un comité de cobranza el cual se reúne periódicamente para hacer seguimientos de diferentes aspectos de la cobranza.

Control interno

La compañía cuenta con un auditor interno, encargado de dar una opinión independiente respecto de la calidad del sistema de control de **Gama**. A su vez la compañía mantiene un comité de auditoría el cual está conformado por tres directores, además del auditor interno. Este comité se encarga de desarrollar el Plan de Auditoría anual el cual es revisado de forma trimestral.

El área de auditoría interna cuenta con un presupuesto aprobado por el directorio, además de acceso a recursos e información de la compañía para acceder a consultas dentro de los sistemas informáticos de la firma, lo que le permite estar en constante conocimiento y seguimiento de los distintos aspectos de la empresa.

El Plan de Auditoría anual es revisado y aprobado, también, por el directorio de la entidad el cual, a su vez, es informado periódicamente por los resultados obtenidos en los procesos auditados, y de las debilidades de control interno identificadas, así como las recomendaciones propuestas para superarlas y el estado de avance en el cumplimiento del plan.

Además, se ha desarrollado una matriz de riesgos operacionales, que identifica los riesgos detectados de cada área de la empresa, los controles asociados y las medidas de mitigación.

Sistemas

La compañía cuenta con un área de tecnologías de información, compuesta por ocho personas. En 2019 se implementó un nuevo *ERP World Class*, Microsoft D365, el cual genera una integración con ANNATA que está diseñada especialmente para operación de vehículos y control de flota. El proyecto tuvo una inversión de USD\$ 2 millones. Algunas de las funcionalidades de la nueva plataforma son disponer de información de rentabilidad por negocio (por vehículo, cliente, contrato), asegurar la trazabilidad del proceso desde su concepción hasta la venta del vehículo, agilizar el flujo de información con clientes y proveedores a través de portales y aplicaciones móviles y mejoramiento en la administración de flota, entre otras.

Gama tiene dos formas de respaldo de información interna a través de VMbackUp y repositorios de *storage* y externa mediante *CLOUD* vía internet. Ambos tipos de respaldos son diarios.

Los servidores están conectados a una red energética que garantiza el funcionamiento y continuidad operacional en caso de cortes en el suministro.

Líneas de negocio

Gama según sus estados financieros presenta cuatro segmentos de negocios: *leasing* operativo, venta de vehículos, *rent a car* y *renting*. De ellas, la que representó mayor proporción de los ingresos consolidados durante el primer trimestre de 2022 fue *leasing* operativo con 66,1% (74,3% en marzo de 2021), seguido por la venta de vehículos con un 25,3% (20,8% durante el primer trimestre del año 2021). No obstante, el modelo de negocio de la sociedad se centra en el *leasing* operativo. Cabe mencionar que el negocio de *rent a car*, inició sus operaciones en octubre de 2019 y a la fecha representa cerca del 5,2% de los ingresos (2,9% en marzo de 2021) mientras que *renting* concentra alrededor del 3,3% de las ventas (2,0% en marzo 2021).

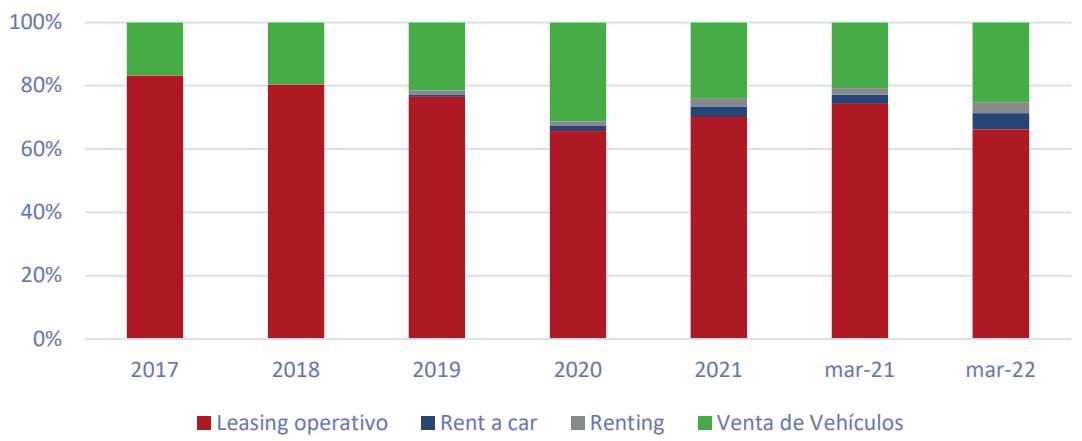


Ilustración 2: Distribución de Ingresos (2017 - mar 2022)

A continuación, se definen los segmentos operativos que la compañía reconoce en sus estados financieros:

Leasing operativo

El *Leasing* Operativo constituye el negocio central de la empresa y se basa en el arrendamiento de vehículos por un período de tiempo previamente acordado entre las partes, arrendador y arrendatario (mayor o igual a doce meses), durante el cual el segundo paga de manera periódica una cuota pactada en el respectivo contrato. Al término del período de arrendamiento, el arrendatario debe devolver el bien. El promedio de los contratos de *leasing* operativo es de 32 meses.

Este servicio, según la tarifa mensual acordada, incluye permisos y seguros (documentación), mantenciones (preventivas y correctivas), equipamiento específico según requerimiento, vehículos de reemplazo (según disponibilidad acorde al equipamiento específico), entre otros beneficios.

Venta de vehículos

Una vez terminado el ciclo de vida del contrato (*leasing* operativo), el producto pasa a ser comprado por Comercial RAR (el cual se encarga de venderlo) o directamente por un tercero a Gama Servicios Financieros S.A.

Rent a car

Consiste en el arrendamiento de vehículos mediante la formalización de un contrato que establece el plazo, el cual es generalmente corto (diario, semanal o mensual), y el precio de la operación. Se diferencia del *leasing* operativo por exigir una garantía al cliente y el pago se hace a través de tarjeta de crédito.

Este servicio opera principalmente dentro o cerca de aeropuertos, pero también en puntos importantes dentro las ciudades, dando solución a las necesidades de movilidad para clientes que viajan por razones de turismo o negocios, o que requieren puntualmente de un vehículo para cubrir alguna necesidad de movilidad.

Cabe mencionar, que este segmento operativo comenzó a operar en octubre de 2019, mediante la adjudicación de la franquicia alemana SIXT. Sin embargo, este negocio fue afectado negativamente por la pandemia ya que incorpora arriendos de corto plazo fuertemente ligados al turismo y a viajes corporativos. Por consiguiente, a comienzos del 2021 la firma decidió terminar la franquicia de SIXT, dado que la industria y el panorama sanitario no permitieron aprovechar las ventajas de dicho negocio. En consecuencia, la compañía comenzó a operar la marca propia "Gama Rent", cuya implementación se realizó con un sistema web para la administración de reservas, lo cual permite obtener información en línea tanto para los clientes como para la operación. De esta manera, el 2021 finalizó con la presencia de Gama *Rent* en cuatro ciudades y además la sociedad planifica abrir operaciones en tres nuevas urbes durante el primer semestre del 2022.

Renting

Es similar al negocio de *leasing* operativo pero enfocado en el segmento de personas naturales, mediante la formalización de un contrato donde se establecen las condiciones generales. La oferta incluye distintos segmentos y marcas de vehículos donde el cliente paga una cuota mensual que incluye costos de mantenimiento y servicios necesarios para el día a día (los trámites adicionales como multas de tránsito son administrados por **Gama** y cobrados al cliente).

Evolución de cuentas por cobrar⁸

En la Ilustración 3 se observa la evolución de las cuentas por cobrar brutas de *leasing* operativo de la compañía, las cuales han mostrado un alza hasta el año 2019, ratificando el aumento de la flota y la deuda financiera exhibido por la compañía en esos años. A diciembre de 2020 las cuentas por cobrar brutas tienden a ralentizarse por efecto de la crisis provocada por la pandemia (alcanzando \$ 10.267 millones), no obstante, estas retoman su tendencia alcista entre 2021 y marzo de 2022, obteniendo montos de \$ 12.334 millones y \$ 13.172 millones, respectivamente.

Cabe mencionar que dichas cuentas por cobrar (*leasing* operativo), a marzo de 2022, representaron el 73,8% de las cuentas por cobrar brutas totales. Adicionalmente, al analizar la flota de vehículos, la compañía exhibe un crecimiento considerable en el tamaño del negocio, pasando de manejar una flota de 5.719 vehículos en 2017 a una flota de 13.059⁹ vehículos durante marzo de 2022 lo que representa un alza de 128% en la flota. De esta manera, el valor neto de la cuenta vehículos a marzo de 2022 fue de \$ 110.570 millones¹⁰.

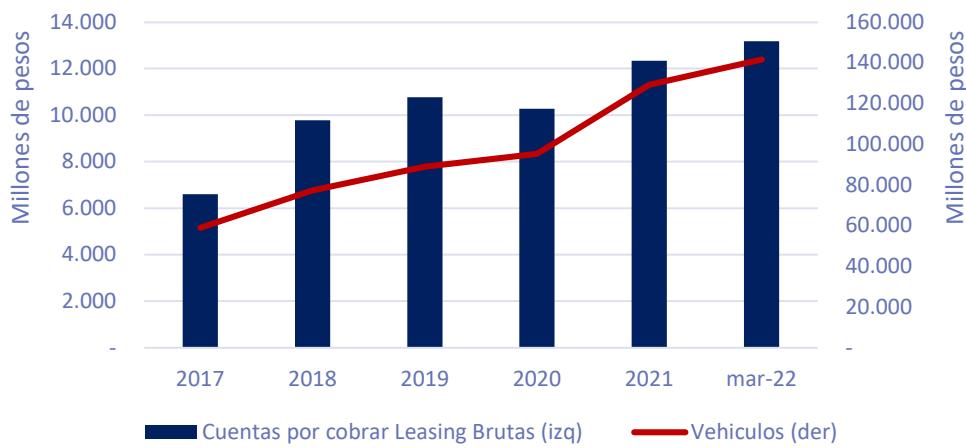


Ilustración 3: Evolución cuentas por cobrar Leasing Operativo y Vehículos (2017 - mar 2022)

⁸ Se consideraron solo las cuentas por cobrar de *leasing* operativo (principal negocio de la compañía).

⁹ Información enviada por la compañía

¹⁰ Corresponde al valor de la cuenta "Vehículos" incorporada en la partida "Propiedades, Plantas y Equipos", deducida la cuenta "Depreciación de Vehículos".

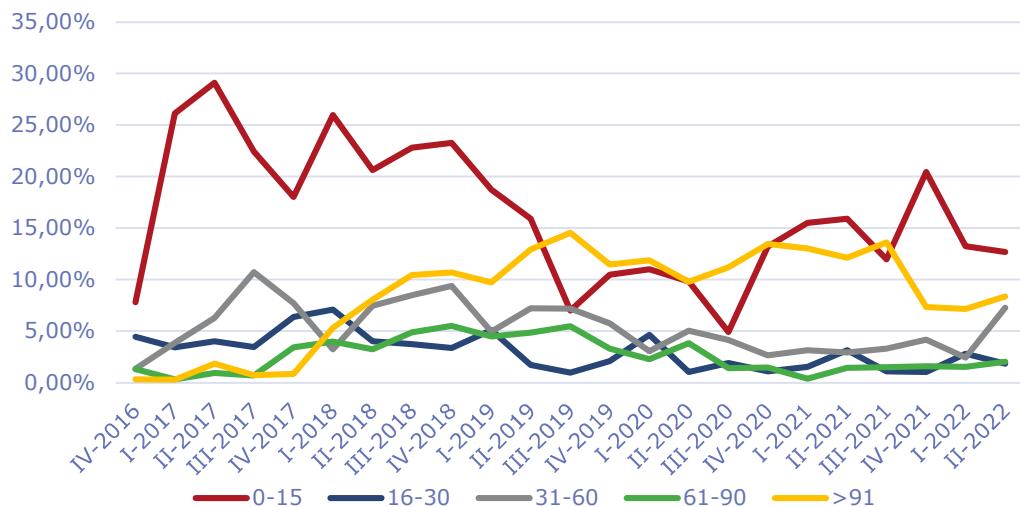
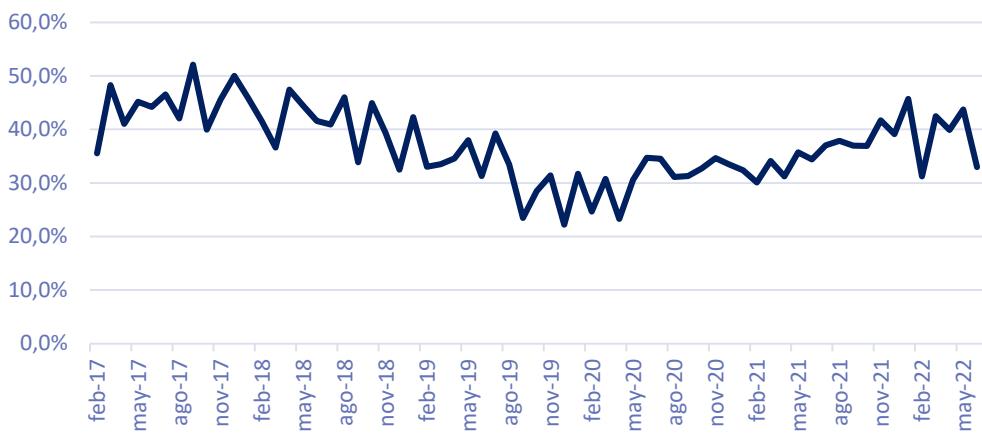
Morosidad

A marzo de 2022, la morosidad ascendía a \$ 4.277 millones, lo que representa un 27,2% del total de cuentas por cobrar de *leasing*, este *ratio* ha vuelto a estar en niveles normales para la compañía, ya que en diciembre de 2018 llegó a su porcentaje más alto alcanzando un 52,2%. Cabe mencionar que en todos los periodos observados la compañía mantiene un nivel de provisiones compatibles por el utilizado por **Humphreys** para efecto de sus análisis internos, determinado sobre la base de asignar una pérdida esperada de acuerdo con los niveles de morosidad.

En la Ilustración 4 se presenta la evolución de la morosidad de la cartera de **Gama** entre diciembre 2016 y junio 2022. Se observa que la mora de 0 a 15 días se ha ido reduciendo entre 2017 y 2020, con posteriores alzas en 2021; en cambio aquella superior a 90 días (mora dura, de acuerdo con el criterio de **Humphreys**) exhibe un aumento desde 2018 hasta el tercer trimestre de 2021, donde alcanzó un total de 13,61%, no obstante, en los siguientes periodos se exhibe una baja importante, hasta alcanzar 8,35% en junio de 2022. Cabe mencionar, que durante 2020 y mediados de 2021, la mora sobre 90 días estuvo compuesta por un grupo de clientes en cobranza judicial (que de acuerdo al modelo de provisionamiento adaptado a IFRS 9 estarían provisionados casi en su totalidad) y por un grupo de clientes a los que se les ofreció planes de pago dado que con la crisis sanitaria vieron deteriorada su capacidad de pago en el corto plazo.

Tasa de pago

La tasa de pago de la compañía, medida como recaudación mensual sobre la facturación del mes anterior, ha mostrado una tendencia decreciente hasta abril de 2020. De esta manera, la tasa de pago exhibe un promedio de 33,1% entre junio de 2020 y junio de 2021. No obstante, entre junio de 2021 y junio de 2022 se exhibe un leve comportamiento al alza, con una tasa que se mantuvo en promedio en 38,5%, lo cual quiere decir que la empresa recupera lo facturado en un periodo de 2,6 meses. Cabe destacar, que la compañía tiene clientes con facturación a 30, 60 y 90 días, teniendo una condición de pago promedio de 40 días. Adicionalmente, se reconoce que el servicio de arriendo de flota que **Gama** entrega a sus clientes, corresponde a un servicio esencial para la operación de parte de los clientes lo cual facilita su cobro.


Ilustración 4: Morosidad (dic 2016 - jun 2022)

Ilustración 5: Tasa de Pago Total (feb 2017 – may 2022)

Características de la cartera

Concentración de clientes

En términos de composición de la cartera, **Gama** presenta niveles de atomización satisfactorios. De acuerdo con esto, se tiene que el principal cliente de la compañía representa cerca del 2,5% del patrimonio, mientras que, al medir la importancia relativa de los diez más importantes, se alcanza un valor de 12% con respecto al patrimonio. Lo anterior muestra el reducido impacto que tiene un cliente, en término individual, en la actividad y las operaciones de la compañía, disminuyendo el riesgo de pérdida de ingresos o debilitamiento de la cartera por la caída de clientes. La Tabla 1 muestra la importancia relativa de los principales clientes en relación con el patrimonio de la compañía a junio del 2022:

Tabla 1: Importancia relativa principales clientes (junio 2022)

Principales clientes		
Criterio	Cuentas por Cobrar (MM \$)	% Patrimonio
Principal cliente	874	3%
Cinco principales clientes	2.711	8%
Diez principales clientes	4.187	12%

Distribución flota arrendada

Al analizar la distribución de los vehículos arrendados a marzo de 2022 por sector económico, se tiene que los más importantes corresponden a los rubros de telecomunicaciones (26,8%) seguido por construcción (16,8%), servicios (15,7%), logística (6,6%), automotriz (5,1%), entre otros. Adicionalmente, el cliente más importante concentra el 4,7% de la flota y los diez más relevantes el 29,5%.

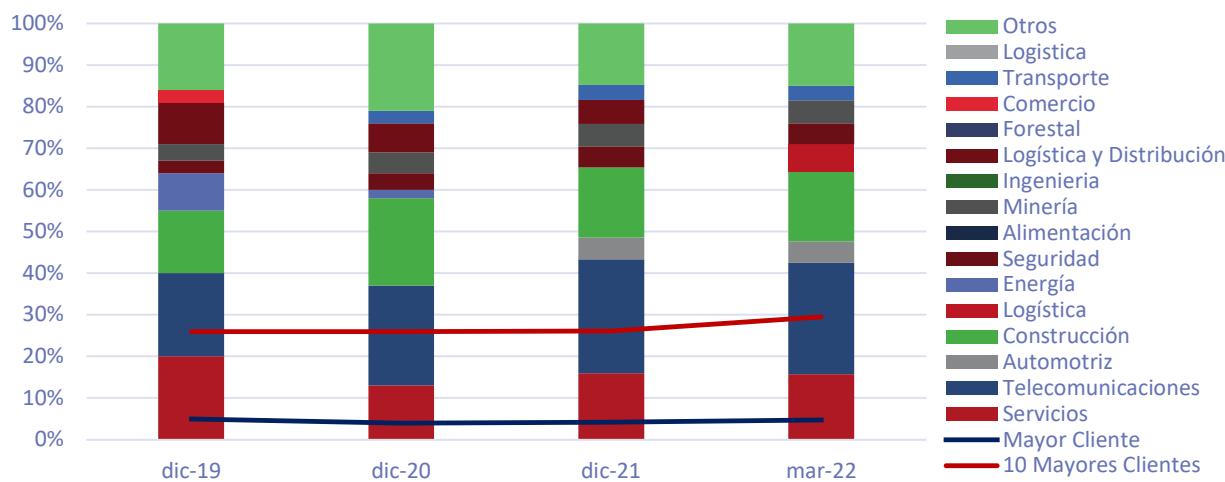


Ilustración 6: Distribución Sectorial y Clientes por Flota Arrendada (2019 – mar 2022)

Análisis financiero¹¹

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Gama** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2017 y marzo de 2022.

Evolución ingresos y EBITDA

En términos reales, los ingresos de **Gama** han presentado un crecimiento sostenido durante los últimos años, acorde a la evolución de su modelo de negocios, alcanzando \$ 79.852 millones en marzo de 2022 (últimos doce meses) lo que representa un crecimiento de un 13,1% con respecto al mismo periodo del año anterior. Por su parte, el EBITDA, sigue una tendencia similar en el periodo de evaluación, con un valor de \$ 35.980 millones durante marzo de 2022 (últimos doce meses), lo que representa un aumento de 56,2% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior.

Cabe mencionar, que si bien *leasing* operativo y venta de autos usados continúan siendo los segmentos más relevantes para la compañía al representar un 93,2% de los ingresos en marzo de 2022 (UDM), las ventas de *rent a car* y *renting* aumentaron significativamente (en términos nominales; 305,0% y 114,4%, respectivamente, en relación al mismo periodo del ejercicio anterior).

El margen EBITDA, ha fluctuado entre 31% (diciembre 2020) y 45% (marzo 2022).

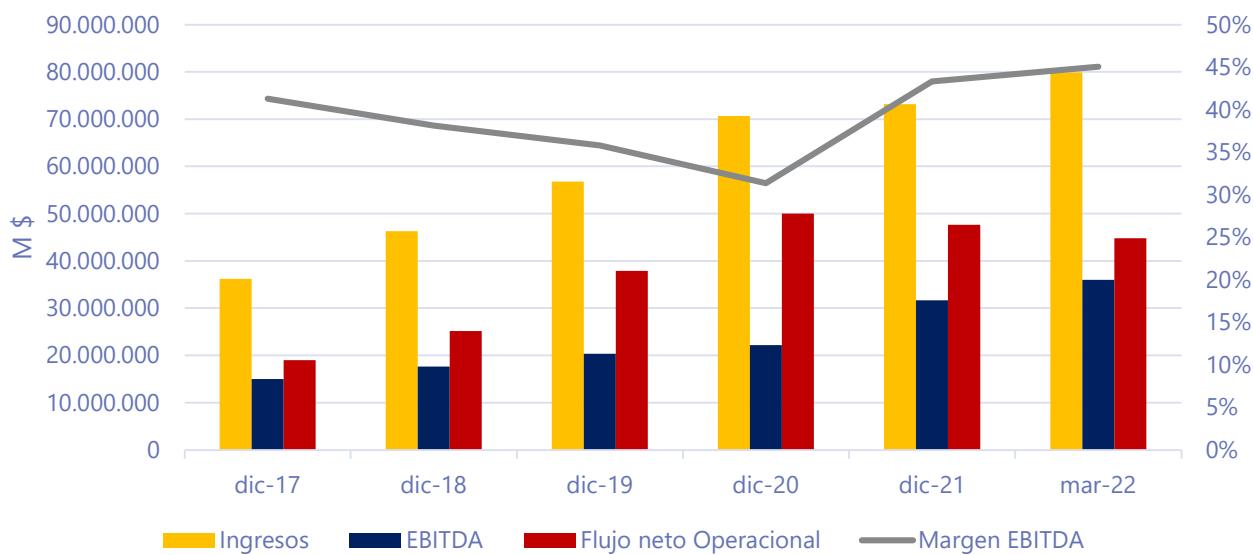


Ilustración 7: Evolución ingresos, EBITDA, Flujo neto operacional y margen EBITDA (2017 – mar 2022 UDM)

¹¹ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Endeudamiento

El nivel de endeudamiento relativo de la compañía, medido como Deuda Financiera / Flujo de Caja de Largo Plazo, exhibe una marcada tendencia a la baja en el periodo de evaluación, pasando desde las 7,7 veces a las 3,9 veces durante marzo de 2022 (UDM). Cabe mencionar, que se exhibe una baja en el indicador aun cuando la compañía mantiene fuertes crecimientos en la flota, que pasó desde 5.719 unidades en 2017 a 13.059 vehículos durante marzo 2022, elemento que se evidencia en un alza anual de la deuda financiera absoluta. No obstante, durante 2020 se exhibe una baja en la deuda financiera, debido a que, por la crisis sanitaria, la sociedad no creció en flota, sino más bien se vendieron vehículos usados (de acuerdo al ciclo normal del negocio), pero que dadas las condiciones de mercado se vendieron a un precio mayor, por lo que con la mayor liquidez generada la compañía amortizó deuda.

Complementariamente, en consideración con los altos valores que se exhiben en la venta de vehículos en los últimos dos periodos, si se ajustan los márgenes presentados trimestralmente, en torno al 7-50%, a niveles del 5%¹², el indicador de Deuda Financiera / Flujo de Caja de Largo Plazo alcanza las 4,2 veces¹³.

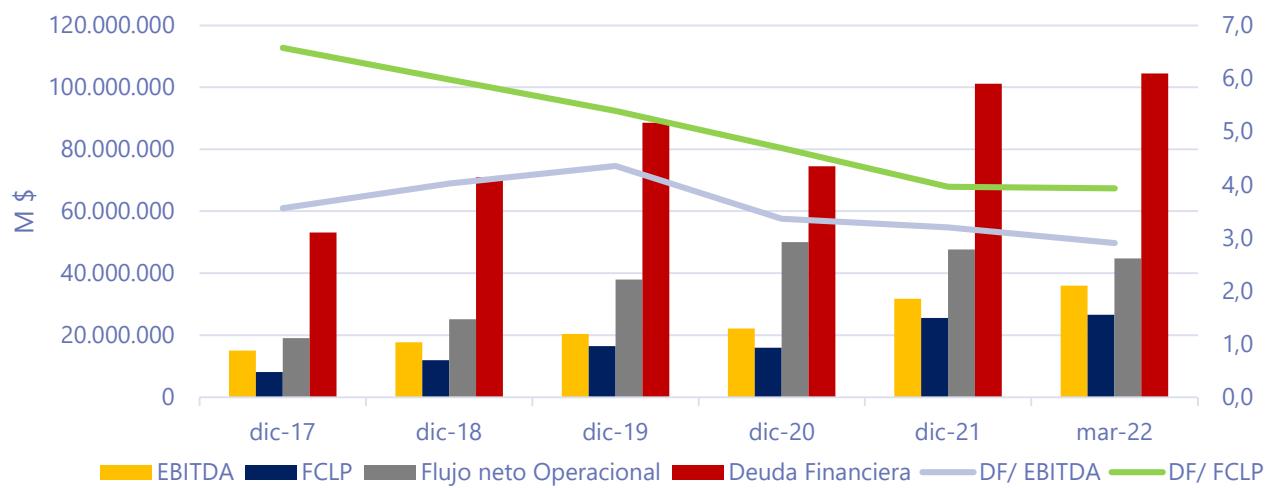


Ilustración 8: Pasivo exigible sobre patrimonio (veces, 2017 – mar 2022)

En cuanto al perfil de vencimiento se observa que la compañía presenta para 2022 un vencimiento (sin intereses) levemente inferior a su EBITDA anual, pero distinta es su situación si se contrasta con el flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación. Además, para efectos del pago de deuda siempre está la posibilidad de disponer de los flujos proveniente por la enajenación de vehículos.

¹² De acuerdo a declaraciones de la sociedad, los márgenes normales de este negocio estarían en torno al 5%.

¹³ Complementariamente, dado que el indicador considera la rentabilidad anual promedio de los últimos cinco años, si se consideran los períodos más representativos (sustituyendo 2019 y 2020, al ser períodos especialmente afectados por el estallido social, puesta en marcha de sus otros segmentos, y por la pandemia), se alcanzaría un indicador de 3,8 veces.

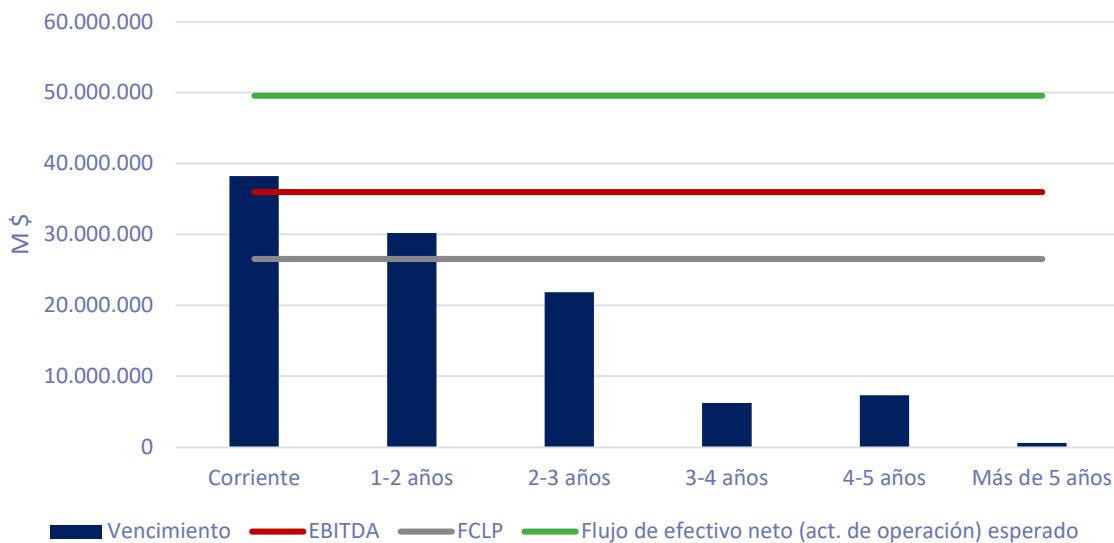


Ilustración 9: Perfil de Vencimientos

Liquidez

La razón corriente de la compañía, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, se ha situado, en general, en torno a 0,58 veces (promedio últimos cinco años). Durante diciembre de 2020 el *ratio* se situó en su nivel más bajo, alcanzando las 0,49 veces, principalmente por una reducción de 84,1% (en términos reales) en la cuenta de inventarios; ese año se vendieron 2.390 vehículos (en comparación con las 1.544 y 1.314, unidades vendidas en 2019 y 2021, respectivamente). Lo anterior, se debe a la acumulación de vencimientos de contratos en 2020 que permitió disponer de mayor cantidad de unidades a la venta.

Posteriormente, la liquidez exhibe alzas relevantes en relación con su comportamiento histórico, dada la reestructuración de pasivos que llevó a cabo la compañía y que le permitió refinanciar cerca del 44% de la deuda financiera de corto plazo. Por consiguiente, este indicador alcanzó 0,74 veces a marzo de 2022.

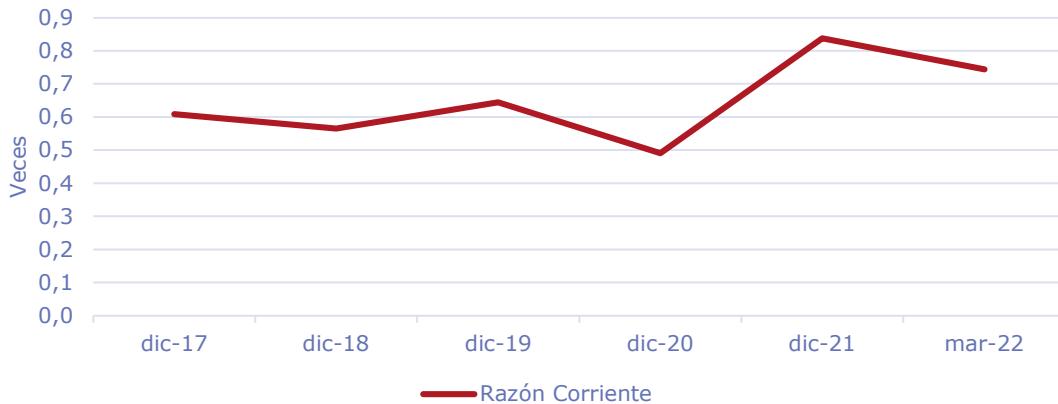


Ilustración 10: Razón Circulante (dic 2017 – mar 2022)

Evolución de la rentabilidad¹⁴

En la Ilustración 11 se puede observar la evolución de las rentabilidades. El retorno del patrimonio alcanza un 29,94% a diciembre de 2021, y 31,82% para el año móvil finalizado en marzo de 2022. Cabe mencionar, que este *ratio* exhibe una baja en 2020, lo que se explica principalmente por una disminución en los resultados ante un incremento en los gastos de administración (remuneraciones y gastos generales), provisiones por riesgo de crédito y costos financieros.

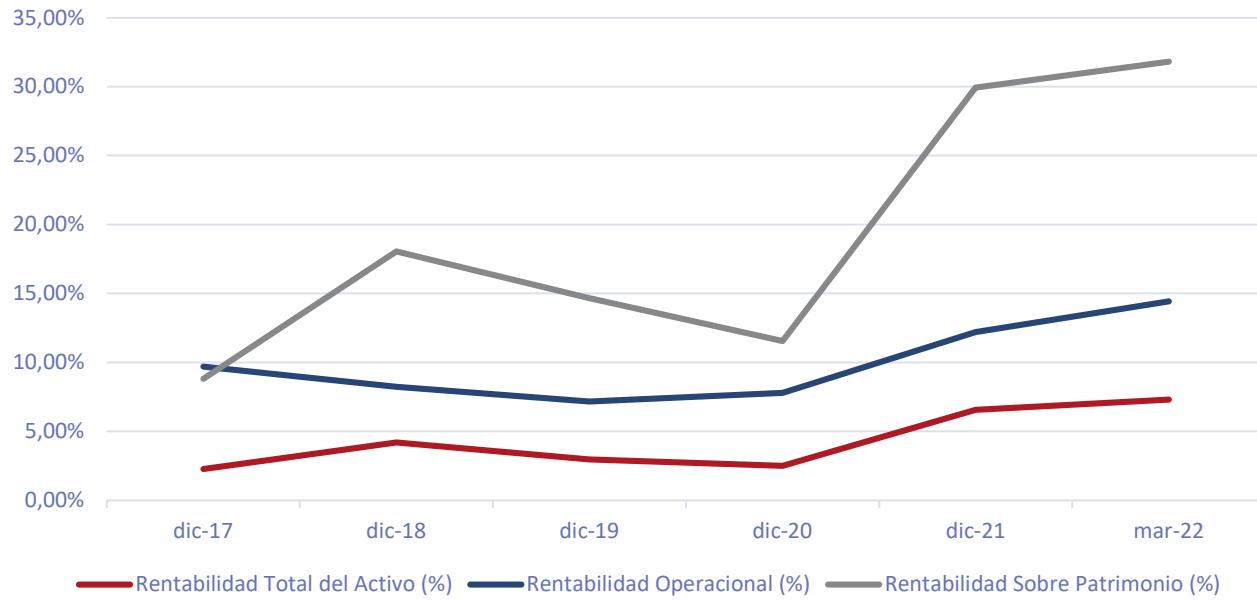
Por su parte, la rentabilidad de los activos a diciembre de 2021 alcanza 6,57%, que aumenta a 7,31% en marzo de 2022 año móvil. En cuanto a la rentabilidad operacional llega a diciembre de 2021 a 12,19% y al año móvil de marzo 2022 a 14,43%. Cabe mencionar, que las rentabilidades a diciembre de 2021 y marzo de 2022 se han visto afectadas en parte por el alza en el margen del segmento venta de vehículos, que se encuentra en torno al 50,0% a marzo de 2022¹⁵.

¹⁴ Rentabilidad operacional : Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.

Rentabilidad del patrimonio : Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.

Rentabilidad total del activo : Ganancia (pérdida)/ Activos totales promedio.

¹⁵ De acuerdo a las estimaciones de **Humphreys**, sustrayendo el efecto de los márgenes superiores en la venta de vehículos, a marzo de 2022 la rentabilidad sobre patrimonio se situaría en 21,25%, la del activo en 4,88% y la operacional en 11,87%.


Ilustración 11: Rentabilidades (dic 2017 – mar 2022)

Ratios financieros¹⁶

Ratios de liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Razón Circulante (Veces)	0,61	0,57	0,64	0,49	0,84	0,74
Razón Ácida (veces)	0,55	0,48	0,55	0,47	0,83	0,70
Rotación de Inventarios (veces)	11,43	10,86	7,96	14,06	55,05	29,88
Promedio Días de Inventarios (días)	31,95	33,60	45,87	25,96	6,63	12,22
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	3,68	3,98	3,25	4,28	4,72	4,90
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	99,12	91,72	112,40	85,25	77,29	74,55
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	5,55	3,04	3,04	7,25	2,21	4,08

¹⁶ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	65,74	120,15	120,25	50,31	165,24	89,37
Diferencia de Días (días)	-33,38	28,43	7,85	-34,94	87,95	14,83
Ciclo Económico (días)	-65,33	-5,17	-38,02	-60,90	81,32	2,61

Ratios de endeudamiento	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Endeudamiento (veces)	0,74	0,79	0,81	0,76	0,80	0,78
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	2,84	3,73	4,15	3,18	3,89	3,55
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,06	1,17	1,72	1,52	0,80	0,70
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,55	4,02	4,35	3,36	3,19	2,90
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,28	0,25	0,23	0,30	0,31	0,34
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	86,38%	83,46%	82,62%	82,61%	79,49%	84,13%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	1,70%	1,49%	2,14%	3,65%	1,10%	0,64%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,48	1,53	1,13	1,06	3,43	3,60

Ratios de rentabilidad	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Margen Bruto (%)	35,15%	31,06%	28,53%	28,06%	36,67%	38,29%
Margen Neto (%)	5,35%	8,65%	6,27%	4,42%	12,49%	12,92%
Rotación del Activo (%)	43,54%	42,94%	42,74%	59,68%	45,73%	50,20%
Rentabilidad Total del Activo (%)	2,28%	4,19%	2,96%	2,49%	6,57%	7,31%
Inversión de Capital (%)	289,21%	347,71%	319,14%	296,48%	321,80%	326,31%
Ingresaos por Capital de Trabajo (veces)	-2,92	-2,33	-2,36	-2,55	-8,00	-6,09
Rentabilidad Operacional (%)	9,69%	8,22%	7,18%	7,78%	12,19%	14,43%

Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	8,82%	18,04%	14,66%	11,55%	29,94%	31,82%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	64,85%	68,94%	71,47%	71,94%	63,33%	61,71%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	15,26%	14,46%	13,04%	13,29%	13,61%	12,99%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	32,82%	34,62%	34,16%	34,03%	52,57%	59,47%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	41,31%	38,12%	35,79%	31,37%	43,32%	45,06%

Otros indicadores	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Ctas. X Cob. Emp.						
Relac. sobre Patrimonio (%)	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	3,93%	2,76%	2,14%	4,41%	2,93%	2,94%
Capital sobre Patrimonio (%)	78,47%	69,82%	60,01%	53,23%	43,11%	39,50%

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."