



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## **Gama Servicios Financieros S.A.**

Anual desde Envío Anterior

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

FECHA  
Julio 2023

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

Fono (+56) 2 2433 5200 • [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  [@humphreyschile](https://twitter.com/humphreyschile)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos y bonos	<b>A</b>
Tendencia	<b>Estable</b>
EEFF base	Marzo 2023

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 1042 de 30.09.2020
Serie A (BGAMA-A)	Primera emisión
Serie B (BGAMA-B)	Primera emisión

Estado de resultados consolidado IFRS						
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Ingresos de activ. ordinarias	39.789.214	50.062.550	64.133.813	69.420.130	108.501.683	31.828.010
Costo de ventas	-27.441.893	-35.778.729	-46.138.793	-43.947.769	-68.397.236	-21.313.903
<b>Ganancia bruta</b>	<b>12.347.321</b>	<b>14.283.821</b>	<b>17.995.020</b>	<b>25.472.361</b>	<b>40.104.447</b>	<b>10.514.107</b>
Gastos de administración	-5.754.448	-6.525.887	-8.520.247	-9.448.900	-12.247.960	-3.599.224
<b>Resultado operacional<sup>1</sup></b>	<b>6.592.873</b>	<b>7.314.121</b>	<b>8.353.368</b>	<b>15.239.122</b>	<b>24.396.488</b>	<b>6.728.797</b>
Costos financieros	-2.130.826	-2.847.160	-3.363.519	-3.028.675	-6.164.278	-1.822.100
<b>Utilidad del Ejercicio</b>	<b>3.441.731</b>	<b>3.142.859</b>	<b>2.836.779</b>	<b>8.690.841</b>	<b>9.760.005</b>	<b>3.746.325</b>
EBITDA <sup>2</sup>	15.155.811	17.918.607	20.119.291	30.087.376	44.671.024	12.805.270

Estado de situación financiera consolidado IFRS						
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Activos corrientes	22.466.134	38.920.247	24.449.491	46.273.411	39.520.132	50.524.298
Activos no corrientes	71.109.643	79.628.752	84.045.583	110.129.552	145.773.360	147.816.611
<b>Total activos</b>	<b>93.575.777</b>	<b>118.548.999</b>	<b>108.495.074</b>	<b>156.402.963</b>	<b>185.293.492</b>	<b>198.340.909</b>
Pasivos corrientes	39.736.721	60.385.382	49.831.144	55.218.043	74.258.873	89.704.849
Pasivos no corrientes	34.073.582	35.165.624	32.737.334	69.174.736	72.049.103	65.655.362
<b>Total de pasivos</b>	<b>73.810.303</b>	<b>95.551.006</b>	<b>82.568.478</b>	<b>124.392.779</b>	<b>146.307.976</b>	<b>155.360.211</b>
Patrimonio total	19.765.474	22.997.993	25.926.596	32.010.184	38.985.516	42.980.698
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>93.575.777</b>	<b>118.548.999</b>	<b>108.495.074</b>	<b>156.402.963</b>	<b>185.293.492</b>	<b>198.340.909</b>
Deuda financiera	61.605.290	78.942.746	68.209.656	98.877.744	117.270.238	113.779.410

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

<sup>2</sup> 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 compañía 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 2022, la sociedad presentaba activos por \$ 185.294 millones, siendo los más importantes propiedad, planta y equipo que representó un 74,9% (\$ 138.764 millones) del total, seguido por las cuentas por cobrar las cuales representaron un 10,6% (\$ 19.581 millones). La deuda financiera de **Gama** ascendió a \$ 117.270 millones, además cuenta con \$ 38.986 millones de patrimonio. La estructura del balance de la empresa le permitió generar, durante el 2022, un ingreso y una ganancia de \$ 108.502 millones y \$ 9.760 millones, respectivamente.

Durante el primer trimestre de 2023 la sociedad presentó activos por \$ 198.341 millones, de los que \$ 139.988 fueron explicados por propiedades, planta y equipo, en tanto que las cuentas por cobrar ascendieron a \$ 20.142 millones. La deuda financiera alcanzó los \$ 113.779 millones, en tanto que el patrimonio totalizó \$ 42.981 millones. Durante el período los ingresos totalizaron \$ 31.828 millones, mientras que la ganancia ascendió a \$ 3.746 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 financieros<sup>3</sup> (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 facilita 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 empresa (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 específico de **Gama** se observa un riesgo particularmente bajo con relación a 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 **ESG**<sup>4</sup> 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 y complementariamente, se están evaluando otras iniciativas como la instalación de paneles solares para abastecer energía a las operaciones. A futuro, el plan de la compañía dice relación

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

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

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 2022

En términos nominales, durante 2022, la compañía obtuvo ingresos de actividades ordinarias por \$ 108.502 millones, lo que representó un crecimiento de 56,3% respecto a la cifra registrada en 2021 impulsado principalmente por *leasing* operativo y ventas de vehículos. En el mismo período, los costos de ventas ascendieron a \$ 68.397 millones, significando un incremento de 55,6% en relación con el mismo período del año anterior, explicado principalmente por alza en el costo de venta de los vehículos, en tanto los gastos de administración y ventas llegaron a \$ 12.248 millones, lo que representó el 11,3% de los ingresos del período (13,6% en 2021).

Con todo, el resultado del ejercicio 2022 registró una ganancia por \$ 9.760 millones, cifra que es un 12,3% superior a lo presentado en 2021 (\$ 8.691 millones).

A diciembre de 2022, Gama poseía activos por \$ 185.294 millones, con cuentas por cobrar netas por \$ 19.581 millones, vehículos para la operación valorizados en \$ 134.283 millones y para la venta en \$ 2.020 millones (partida de inventarios). La deuda financiera ascendía a aproximadamente \$ 117.270 millones, mientras que el patrimonio llegaba a \$ 38.986 millones.

## Primer trimestre de 2023

En términos nominales, durante el primer trimestre de 2023 la compañía obtuvo ingresos de actividades ordinarias por \$ 31.828 millones, lo que representó un crecimiento de 41,0% respecto al mismo trimestre del año anterior, impulsado principalmente por *leasing* operativo y venta de vehículos. En el mismo período, los costos de ventas ascendieron a \$ 21.314 millones, significando un aumento de 59,5% en relación con el mismo periodo del año anterior esencialmente por un alza en los costos de venta de vehículos, en tanto los gastos de administración y ventas llegaron a \$ 3.599 millones, lo que representó el 11,3% de los ingresos del período (11,9% en el primer trimestre de 2022).

Con todo, el resultado del primer trimestre de 2023 registró una ganancia por \$ 3.746 millones, cifra que se compara favorablemente con la exhibida en el primer trimestre de 2022 (\$ 3.157 millones).

A marzo de 2023, **Gama** poseía activos por \$ 198.341 millones, con cuentas por cobrar netas por \$ 20.142 millones, vehículos para la operación valorizados en \$ 135.319 millones y para la venta en \$ 1.475 millones. La deuda financiera ascendía a aproximadamente \$ 113.779 millones, mientras que el patrimonio llegaba a \$ 42.981 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**<sup>5</sup>. Durante el primer trimestre de 2023 este indicador alcanzó un valor negativo de 4,28% (pérdida esperada calculada por **Humphreys** menos provisiones determinadas por la empresa sobre patrimonio), lo cual significa que las provisiones de la empresa superan a la pérdida esperada estimada. Cabe mencionar que la situación descrita ha sido

<sup>5</sup> 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 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.

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 sucursales en las principales ciudades del país además de una amplia red de talleres, que se distribuyen en nueve talleres propios y 17 que trabajan en exclusividad con la compañía.

**Experiencia y Know how:** La sociedad 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 *Euroleasing* (en 2003 producto de la división de Citroën Chile S.A.C, se constituye la sociedad *Euroleasing* S.A, posteriormente llamado *Eurocarleasing*), por lo cual la empresa posee un amplio conocimiento del rubro. Sus ejecutivos poseen una amplia trayectoria en el rubro de transporte, automotriz, arriendo de vehículos, servicios multinacionales y sector financiero.

**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 2023, el valor de los vehículos alcanzó los \$ 135.319 millones<sup>6</sup> que representó cerca de un 119% de la deuda financiera (\$ 113.779 millones). Cabe mencionar, que en promedio la relación vehículos sobre pasivos financieros ha sido de 106,1% 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 0,56 veces a marzo de 2023 y, si consideramos un promedio de los últimos tres años, su liquidez promedio alcanza un valor de 0,64 veces por lo cual la empresa no podría responder a más del 64% aproximadamente de sus obligaciones en el corto plazo (bajo el supuesto de exigibilidad, sin capacidad de renovación). No obstante, se reconoce que este riesgo puede ser mitigado por la liquidez que pueda generar la compañía debido a la venta de vehículos que terminan su ciclo de negocio.

---

<sup>6</sup> Neto de depreciación acumulada.

**Alta proporción de su facturación con algún grado de morosidad:** A marzo de 2023 la facturación de la empresa presenta una morosidad de 40,7% (39,4% en diciembre de 2022 y 40,3% en diciembre de 2021) en tanto que, al mismo periodo del año anterior, era de 32,4%. 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) aumentó aproximadamente desde 12 a los 21 clientes (aunque ya se regularizó 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 1.341 clientes<sup>7</sup> 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 2018 y marzo de 2023 se observa un aumento de un 77% en la flota y un alza de un 85% de la deuda financiera.

**Fondeo poco atomizado:** Durante marzo de 2023, el principal banco representó el 15,8% de la deuda de la empresa (17,9% en el mismo periodo anterior) y los cinco principales el 64,8% de la deuda de la misma (63,1% 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 periodos 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, según declaraciones de la administración, **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

<sup>7</sup> De acuerdo con información proporcionada por la compañía.

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 las distintas 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 y gobierno corporativo<sup>8</sup>

## Composición de los flujos

**Gama** según sus estados financieros presenta cuatro segmentos de negocios: *leasing* operativo, venta de vehículos, *rent a car* y *renting*. De ellas, la que mantuvo una mayor relevancia en términos de ingresos consolidados durante el marzo de 2023 (últimos doce meses) fue *leasing* operativo con \$ 68.116 millones (57,8% del total), seguido por la venta de vehículos con \$ 39.926 millones (33,9% del total). 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 alcanzó ventas por \$ 5.468 millones (4,6% del total) en los últimos doce meses terminados en marzo de 2023, mientras que *renting* obtuvo \$ 4.246 millones en ventas (alrededor del 3,6% del total) en el mismo periodo. En términos de utilidades, *leasing* operativo se mantuvo bastante estable hasta 2021, no obstante, en 2022 y 2023 (UDM) los elevados costos financieros implicaron fuertes caídas en sus resultados, que lograron ser compensados fuertemente con los mayores márgenes por venta de vehículos.

<sup>8</sup> Memoria 2022, con datos al cierre de ese año.

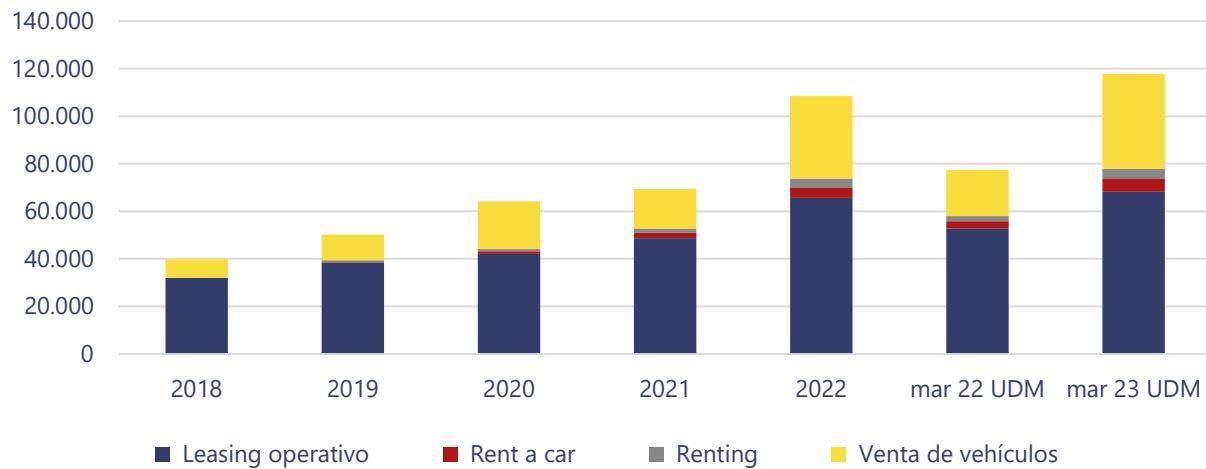


Ilustración 2: Distribución de ingresos

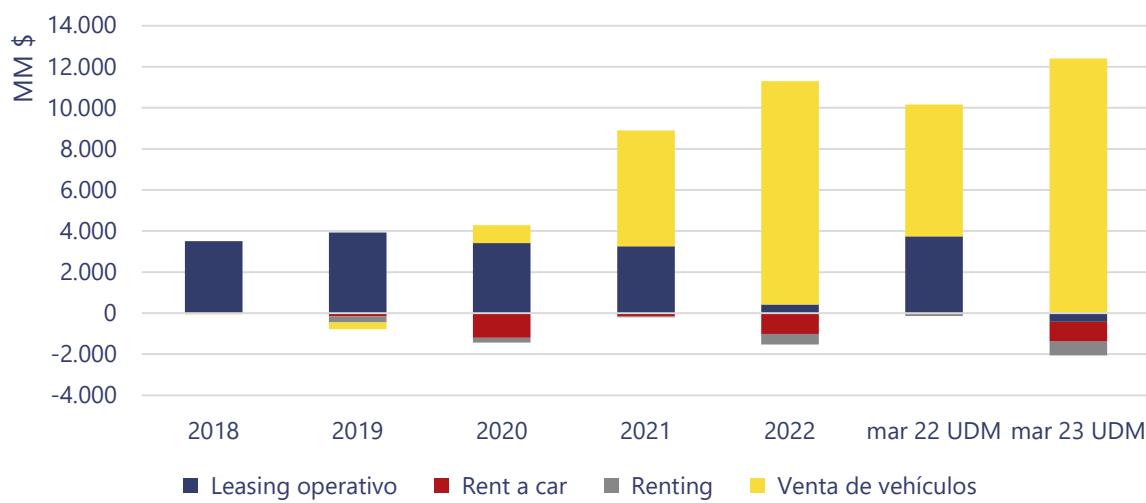


Ilustración 3: Distribución de utilidad

## 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 este; 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 finanzas, conformado por tres directores, el cual hace un seguimiento mensual del *status* de la cobranza, del riesgo crédito y financiamiento, entre otras materias. A este comité le reporta el Gerente General y participa adicionalmente el Gerente de Finanzas. Entre las atribuciones del comité, se incluye: aprobar las políticas de crédito, delegar y facultar las atribuciones crediticias para una correcta administración del crédito, aprobar límites de exposición por cliente y por industria, entre otras.

La gestión de la cobranza está a cargo de la Subgerencia de Crédito 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 sociedad 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 16 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 US \$ 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. Adicionalmente existen otras herramientas construidas bajo la arquitectura Cloud. Todos los datos están disponibilidades y almacenados en CLOUD AWS, AZURE.

## Líneas de negocio

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.

En la Ilustración 4 se observa la evolución de las cuentas por cobrar brutas de *leasing* operativo de la compañía, tendieron a ralentizarse en 2020 por efecto de la crisis provocada por la pandemia (alcanzando \$ 10.267 millones), no obstante, estas mantuvieron una tendencia alcista entre 2021 y 2023, obteniendo montos de \$ 12.334 millones y \$ 13.172 millones, respectivamente.

Cabe mencionar que dichas cuentas por cobrar (*leasing* operativo), a marzo de 2023, representaron el 71,1% 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 7.871 vehículos en 2018 a una flota de 13.927<sup>9</sup> vehículos durante marzo de 2023 lo que representa un alza de 76,9% en la flota. De esta manera, el valor neto de la cuenta vehículos a marzo de 2023 fue de \$ 135.319 millones<sup>10</sup>.

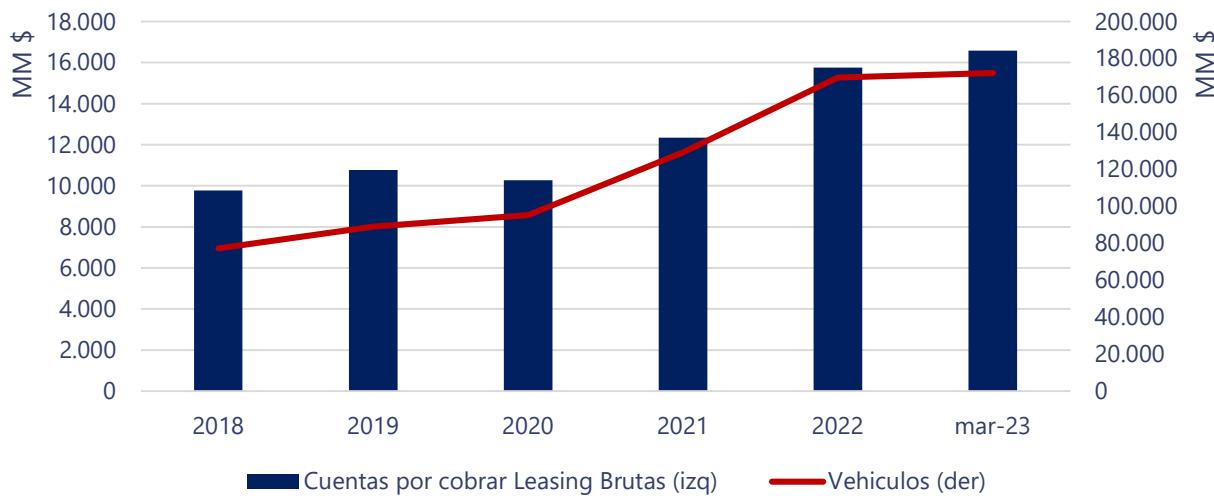


Ilustración 4: Evolución cuentas por cobrar leasing operativo y vehículos

<sup>9</sup> Información enviada por la compañía

<sup>10</sup> 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 2023, la morosidad ascendía a \$ 6.742 millones, lo que representa un 40,7% del total de cuentas por cobrar de *leasing*. Cabe mencionar, que este *ratio* ha vuelto a estar en niveles normales para la compañía, ya que en diciembre de 2019 llegó a su porcentaje más alto alcanzando un 49,7%. Cabe mencionar que en todos los períodos observados la empresa 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 5 se presenta la evolución de la morosidad de la cartera de **Gama** entre diciembre 2018 y marzo 2023. Se observa que la mora de 1 a 30 días exhibe cierta tendencia al alza desde 2020 a la fecha; en cambio aquella superior a 90 días (mora dura, de acuerdo con el criterio de **Humphreys**) exhibe bajas desde 2021 donde obtuvo su *peak* con 20,1% (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). En 2022 llega a su nivel más bajo de 7,3%, y alcanzando 12,6% en lo más reciente (marzo 2023).

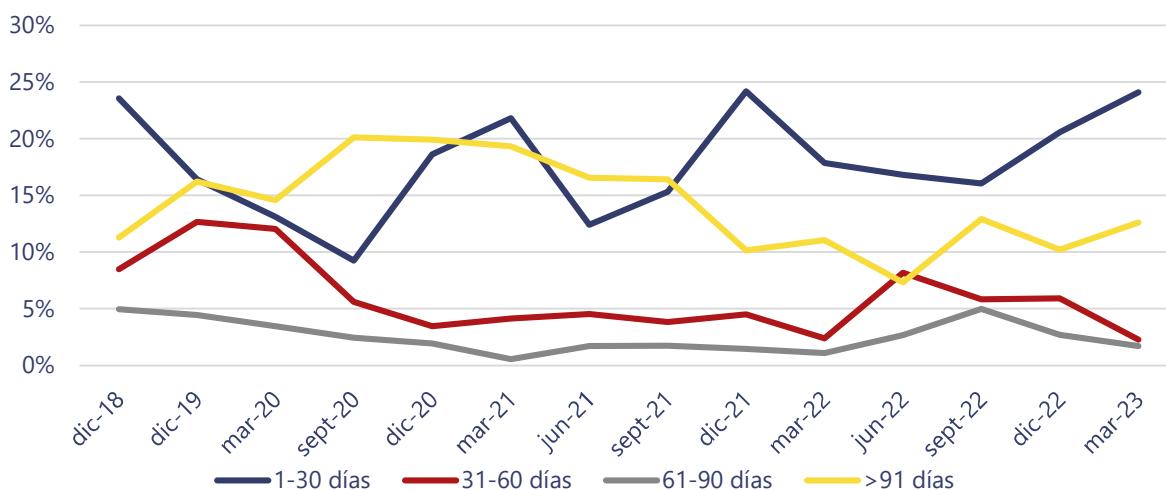


Ilustración 5: Morosidad

## Tasa de pago

La tasa de pago de la compañía, medida como recaudación mensual sobre la facturación del mes anterior, exhibió 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 2023 se exhibe un leve comportamiento al alza, con una tasa que se mantuvo en promedio en 40,0%, lo cual quiere decir que la empresa recupera lo facturado en un periodo de 2,5 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 6: Tasa de pago total

## 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*, porque este último consta de una flota dedicada y de uso exclusivo del cliente, en cambio el *rent a car* es un *pool* que se optimiza mediante el porcentaje de ocupación.

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.

## 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).

## 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, en términos de cuentas por cobrar, representa cerca del 2,4% del patrimonio, mientras que, al medir la importancia relativa de los diez más importantes, se alcanza un valor de 8,9% 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. El siguiente cuadro muestra la importancia relativa de los principales clientes en relación con el patrimonio de la compañía a junio del 2023:

Principales clientes	Cuentas por Cobrar (MM \$)	% Patrimonio
Criterio		
<b>Principal cliente</b>	1.015	2,4%
<b>Cinco principales clientes</b>	2.879	6,7%
<b>Diez principales clientes</b>	3.834	8,9%

Tabla 1: Importancia principales clientes

Cabe mencionar, que el mismo comportamiento se replica si se analiza el proceder en términos de ventas, considerando que, en los últimos tres años, el principal cliente no supera el 10% de los ingresos anuales (por su parte durante 2022 el principal no superó el 5% del total).

### Distribución flota arrendada

Al analizar la distribución de los vehículos arrendados a marzo de 2023 por sector económico, se tiene que los más importantes corresponden a los rubros de telecomunicaciones (20,1%) seguido por servicios (18,9%), minería (7,0%), y energía (6,7%). Cabe mencionar, que en los últimos dos periodos el sector "otros" ha incrementado su importancia relativa, evidenciando una mayor diversificación.

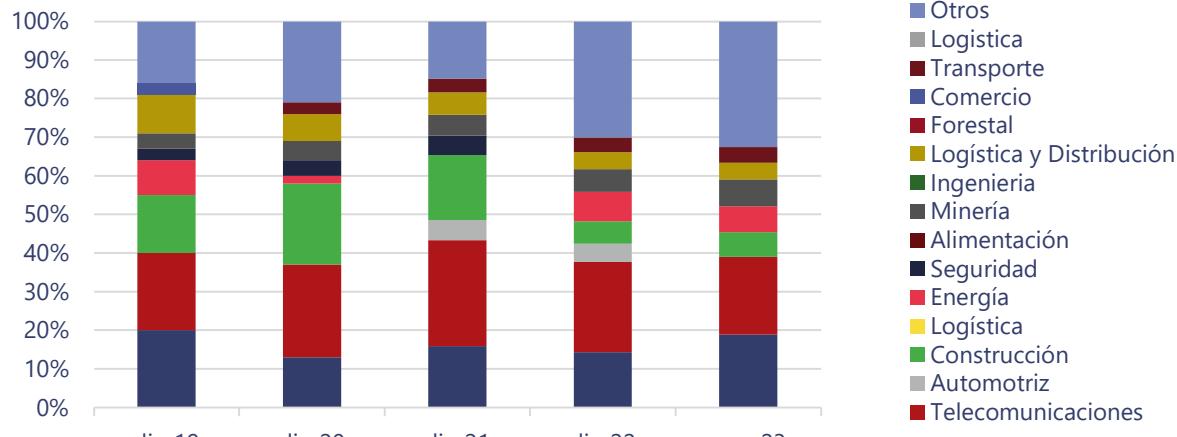


Ilustración 7: Distribución sectorial de flota

## Análisis financiero<sup>11</sup>

### 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 \$ 120.875 millones en marzo de 2023 (últimos doce meses) lo que representa un crecimiento de un 35,2% 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 \$ 48.072 millones durante marzo de 2023 (últimos doce meses), lo que representa un aumento de 19,4% 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 91,8% de los ingresos en marzo de 2023 (UDM), las ventas de *rent a car* y *renting* han aumentado su importancia relativa para el negocio consolidado.

A partir de lo anterior, el margen EBITDA, ha fluctuado entre 31,4% (2020) y 43,3% (2021), alcanzando un 39,8% en los últimos doce meses terminados en marzo de 2023.

El flujo operacional, también con tendencia creciente, tuvo un fuerte incremento en 2022 que según declaraciones de la administración se explica principalmente por la mayor generación de venta de usados.

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

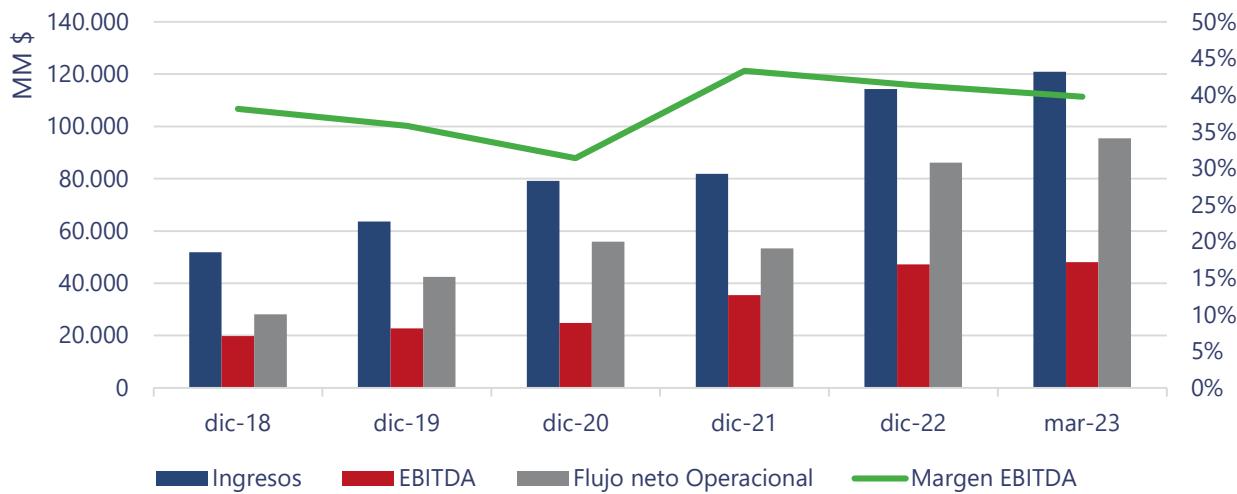


Ilustración 8: Evolución ingresos, EBITDA, flujo neto operacional y margen EBITDA

### Evolución del endeudamiento

El pasivo exigible sobre patrimonio ha exhibido cierta tendencia a la baja en el periodo de evaluación. Este indicador alcanzó su *peak* en 2019 con 4,2 veces, siendo actualmente de 3,6 veces.

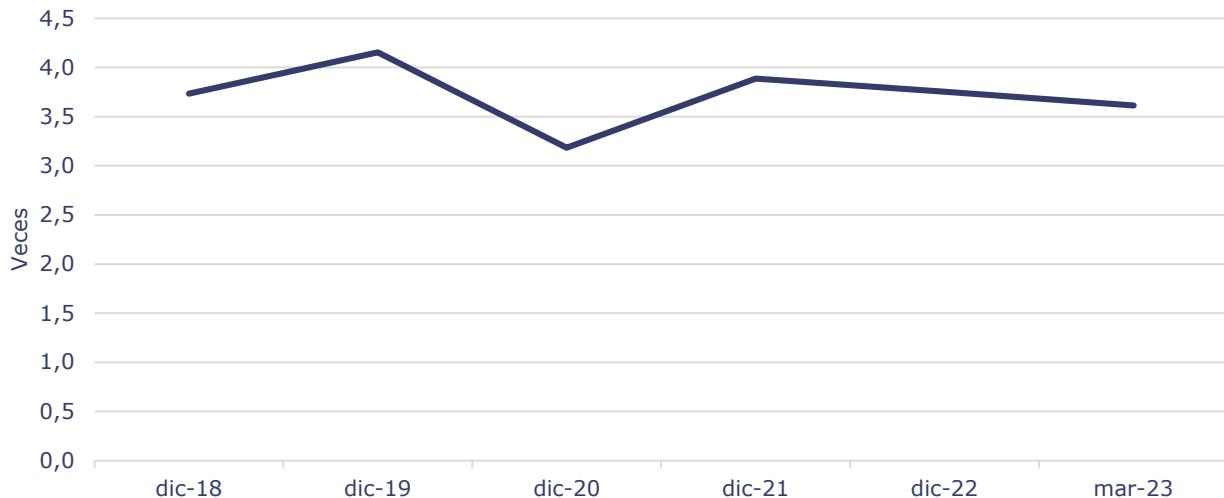


Ilustración 9: Pasivo exigible sobre patrimonio

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 6,0 veces en 2018 a las 3,4 veces durante marzo de 2023 (UDM). Cabe mencionar, que en el periodo de análisis se exhibe una baja en el indicador aun cuando la compañía mantiene fuertes crecimientos en la flota, que pasó desde 7.871 unidades en 2018 a 13.927 vehículos durante marzo 2023, 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 períodos, si se ajustan los márgenes presentados trimestralmente, que fluctuaron en niveles históricamente altos (alcanzando en ocasiones sobre hasta 50% de margen) a niveles del 2-5%<sup>12</sup>, el indicador de Deuda Financiera / Flujo de Caja de Largo Plazo alcanza un máximo de 4,5 veces.

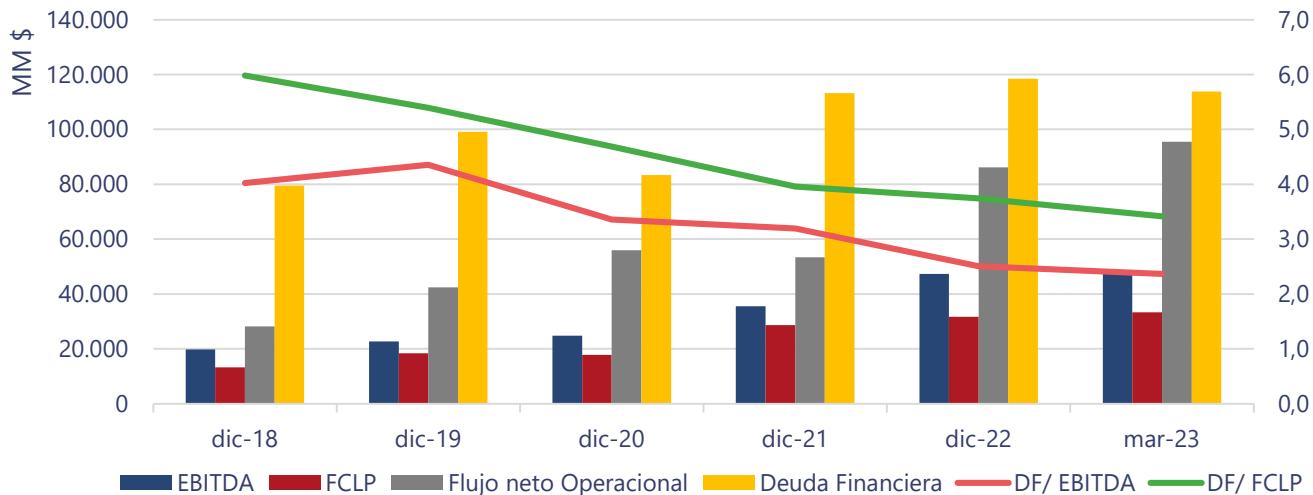


Ilustración 10: EBITDA, FCLP, flujo operacional y deuda financiera

En cuanto al perfil de vencimiento se observa que la compañía presenta para 2023 un vencimiento (sin intereses) bastante superior a su FCLP. Distinta es la situación si se compara con el flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación esperado<sup>13</sup> (este monto es conservador ya que considera un castigo a las mayores ventas de vehículos por concepto de mayores precios percibidos en los últimos años). Además, para efectos del pago de deuda siempre está la posibilidad de disponer de los flujos provenientes por la enajenación de vehículos.

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

<sup>13</sup> Considera la menor relación entre ingresos y flujo de actividades operacionales (promedio móvil de los últimos años).

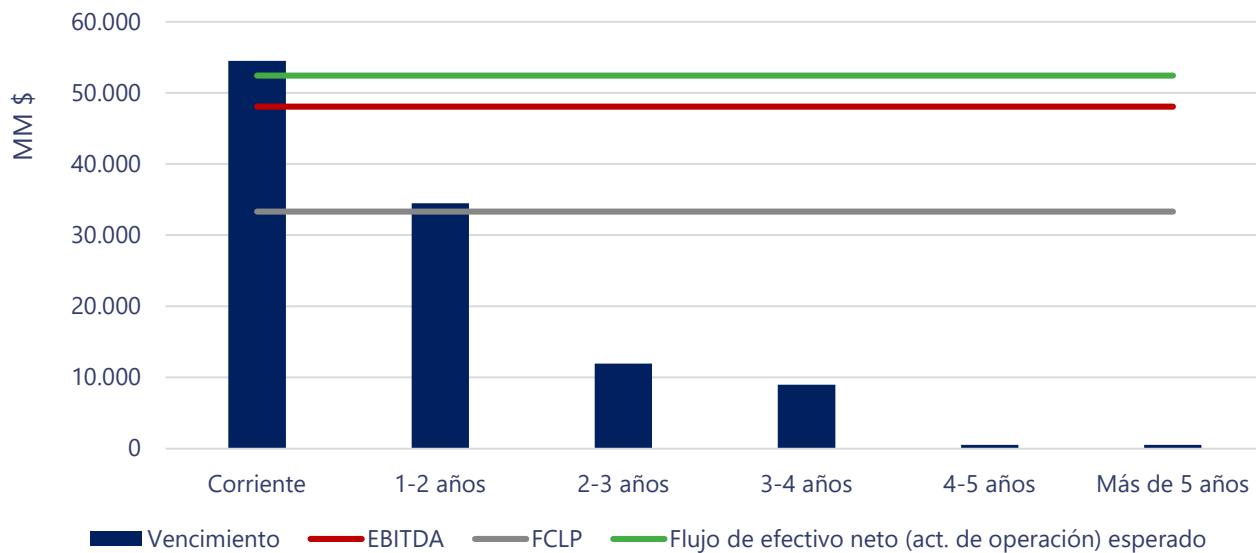


Ilustración 11: Perfil de vencimientos

## Evolución de la liquidez

La razón corriente de la compañía, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, se ha situado, en general, en torno a 0,61 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, en 2021 la liquidez exhibió alzas relevantes, 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. No obstante, en 2022 y 2023 el indicador se mantuvo en niveles inferiores alcanzando 0,53 veces (reducción del efecto e incremento de otros pasivos financieros corrientes) y 0,56 veces, respectivamente.

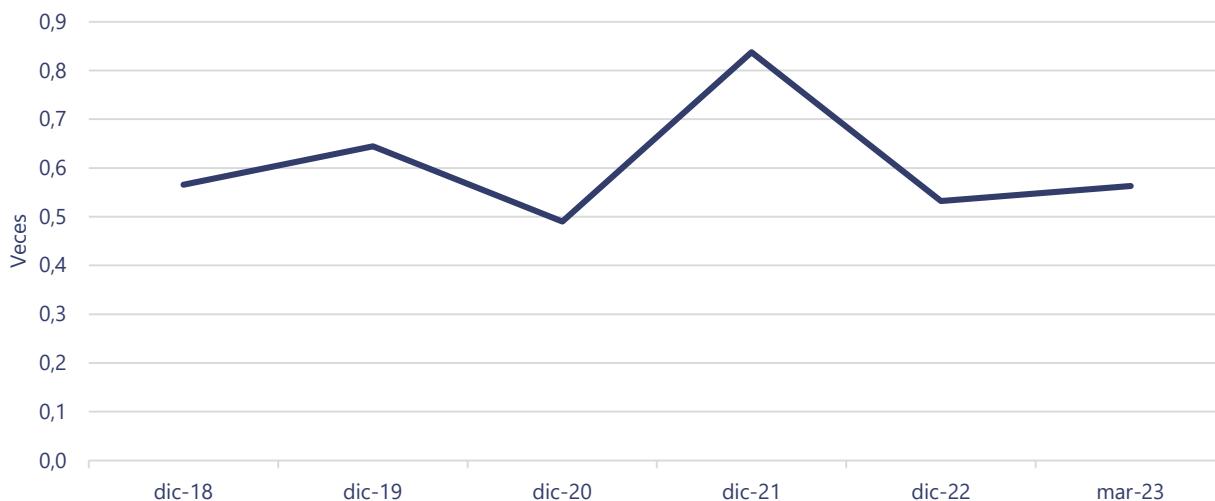


Ilustración 12: Razón circulante

### Evolución de la rentabilidad<sup>14</sup>

En la Ilustración 13 se puede observar la evolución de las rentabilidades. El retorno sobre patrimonio y activo exhibieron una baja en 2020, 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. Posteriormente, en 2021 estos indicadores exhibieron alzas por fuertes incrementos en la ganancia bruta (alzas en ingresos de leasing operativo y venta de vehículos y contracción en costos de venta de vehículos). En lo más reciente (marzo 2023 UDM), la rentabilidad sobre patrimonio y activo alcanzaron 25,88% y 5,64%, respectivamente (con leves disminuciones respecto a los máximos de 2021 donde fueron de 29,94% y 6,57%, respectivamente).

Por su parte, la rentabilidad operacional, exhibió alzas en 2021 y 2022 explicado principalmente por incrementos en margen bruto apalancado en alzas en ingresos de leasing operativo y venta de vehículos. Este indicador alcanzó un 14,20% en marzo 2023 (UDM) en relación al 12,19% de 2021 y 14,73% de 2022.

Cabe mencionar, que en los últimos períodos las rentabilidades se han visto afectadas en parte por el alza en el margen del segmento venta de vehículos, que se encuentra en torno al 36% a marzo de 2023.

<sup>14</sup> 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.

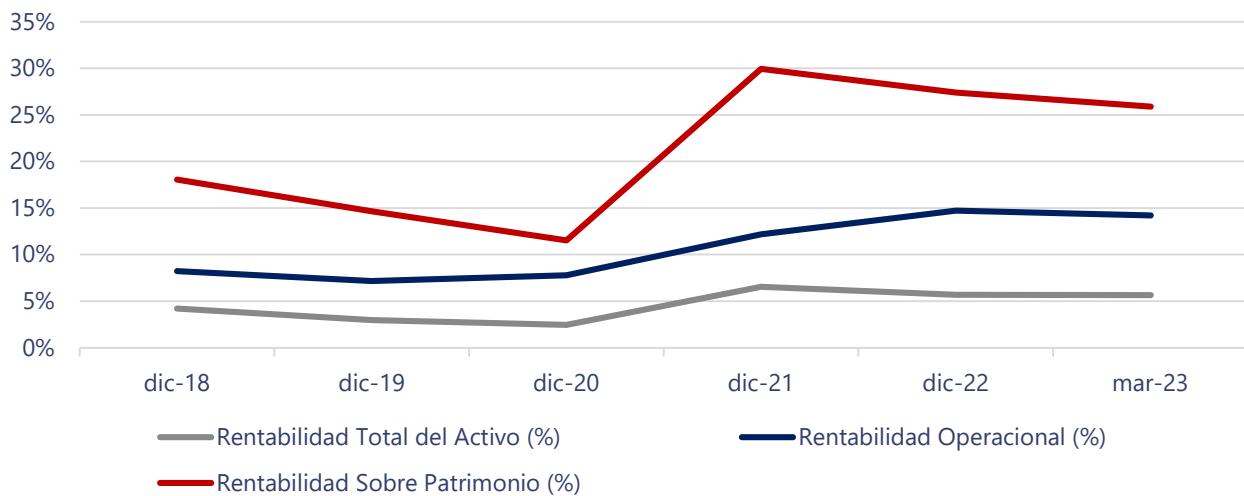


Ilustración 13: Rentabilidades

## Ratios financieros<sup>15</sup>

Ratios de liquidez	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Razón Circulante (Veces)	0,57	0,64	0,49	0,84	0,53	0,56
Razón Ácida (veces)	0,48	0,55	0,47	0,83	0,50	0,55
Rotación de Inventarios (veces)	10,86	7,96	14,06	55,05	51,18	37,52
Promedio Días de Inventarios (días)	33,60	45,87	25,96	6,63	7,13	9,73
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	3,98	3,25	4,28	4,72	5,78	6,00
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	91,72	112,40	85,25	77,29	63,16	60,82
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,04	3,04	7,25	2,21	2,94	2,22
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	120,15	120,25	50,31	165,24	124,31	164,41
Diferencia de Días (días)	28,43	7,85	-34,94	87,95	61,15	103,59
Ciclo Económico (días)	-5,17	-38,02	-60,90	81,32	54,02	93,86

<sup>15</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

<b>Ratios de endeudamiento</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>mar-23</b>
Endeudamiento (veces)	0,79	0,81	0,76	0,80	0,79	0,78
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	3,73	4,15	3,18	3,89	3,75	3,61
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,17	1,72	1,52	0,80	1,03	1,37
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,02	4,35	3,36	3,19	2,51	2,37
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,25	0,23	0,30	0,31	0,40	0,42
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	83,46%	82,62%	82,61%	79,49%	80,15%	73,24%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	1,49%	2,14%	3,65%	1,10%	0,93%	3,17%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,53	1,13	1,06	3,43	2,04	1,79

<b>Ratios de rentabilidad</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>mar-23</b>
Margen Bruto (%)	31,06%	28,53%	28,06%	36,67%	37,06%	35,21%
Margen Neto (%)	8,65%	6,27%	4,42%	12,49%	9,11%	8,79%
Rotación del Activo (%)	42,94%	42,74%	59,68%	45,73%	61,07%	60,94%
Rentabilidad Total del Activo (%)	4,19%	2,96%	2,49%	6,57%	5,68%	5,64%
Inversión de Capital (%)	347,71%	319,14%	296,48%	321,80%	355,94%	325,70%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-2,33	-2,36	-2,55	-8,00	-3,26	-3,09
Rentabilidad Operacional (%)	8,22%	7,18%	7,78%	12,19%	14,73%	14,20%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	18,04%	14,66%	11,55%	29,94%	27,38%	25,88%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	68,94%	71,47%	71,94%	63,33%	62,94%	64,79%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	14,46%	13,04%	13,29%	13,61%	11,31%	11,18%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	34,62%	34,16%	34,03%	52,57%	67,99%	62,41%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	38,12%	35,79%	31,37%	43,32%	41,33%	39,77%

<b>Otros indicadores</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>mar-23</b>
Ctas. X Cob. Emp.						
Relac. sobre Patrimonio (%)	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	2,76%	2,14%	4,41%	2,93%	2,49%	2,35%
Capital sobre Patrimonio (%)	69,82%	60,01%	53,23%	43,11%	35,40%	32,11%

*"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."*