



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

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Julio 2024

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos **A**
 Tendencia **Estable**

EEFF base Marzo 2024

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Línea de bonos N° 1042 de 30.09.2020

Estado de resultados consolidado IFRS						
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Ingresos de activ. ordinarias	50.062.550	64.133.813	69.420.130	108.501.683	129.347.071	28.530.835
Costo de ventas	-35.778.729	-46.138.793	-43.947.769	-68.397.236	-87.768.288	-18.132.170
Ganancia bruta	14.283.821	17.995.020	25.472.361	40.104.447	41.578.783	10.398.665
Gastos de administración	-6.525.887	-8.520.247	-9.448.900	-12.247.960	-14.082.189	-3.496.715
Resultado operacional	7.314.121	8.353.368	15.239.122	24.396.488	26.531.985	6.684.172
Costos financieros	-2.847.160	-3.363.519	-3.028.675	-6.164.278	-7.481.295	-1.768.196
Utilidad del ejercicio	3.142.859	2.836.779	8.690.841	9.760.005	12.578.753	3.550.293
EBITDA	17.918.607	20.119.291	30.087.376	44.671.024	50.967.830	12.830.053

Estado de situación financiera consolidado IFRS						
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Activos corrientes	38.920.247	24.449.491	46.273.411	39.520.132	41.680.303	45.709.820
Activos no corrientes	79.628.752	84.045.583	110.129.552	145.773.360	145.169.394	152.615.551
Total activos	118.548.999	108.495.074	156.402.963	185.293.492	186.849.697	198.325.371
Pasivos corrientes	60.385.382	49.831.144	55.218.043	74.258.873	86.036.976	90.270.021
Pasivos no corrientes	35.165.624	32.737.334	69.174.736	72.049.103	52.494.969	56.344.809
Total de pasivos	95.551.006	82.568.478	124.392.779	146.307.976	138.531.945	146.614.830
Patrimonio total	22.997.993	25.926.596	32.010.184	38.985.516	48.317.752	51.710.541
Total patrimonio y pasivos	118.548.999	108.495.074	156.402.963	185.293.492	186.849.697	198.325.371
Deuda financiera	78.942.746	68.209.656	98.877.744	117.270.238	101.753.288	106.768.648

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.

Durante 2023, la sociedad presentó activos por \$ 186.850 millones, siendo los más importantes, propiedad, planta y equipo (73,3%) seguido por las cuentas por cobrar (10,3%). La deuda financiera de **Gama** ascendió a \$ 101.753 millones, además cuenta con \$ 48.318 millones de patrimonio. La estructura del balance de la empresa le permitió generar, durante el 2023, un ingreso y una ganancia de \$ 129.347 millones y \$ 12.579 millones, respectivamente.

Durante el primer trimestre de 2024, la sociedad presentó activos por \$ 198.325 millones, siendo los más importantes, propiedad, planta y equipo (72,9%) seguido por las cuentas por cobrar (9,5%). La deuda financiera de **Gama** ascendió a \$ 106.769 millones, además cuenta con \$ 51.711 millones de patrimonio. La estructura del balance de la empresa le permitió generar, un ingreso y una ganancia de \$ 28.531 millones y \$ 3.550 millones, respectivamente.

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 financieros¹ (básicamente crediticio y de calce de plazos y de moneda). También se

¹ Al menos en un grado tal que pueden ser soportados por el patrimonio de la compañía.

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 e 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 en los niveles de mora, en específico en los tramos mayores a 30 días), 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**² 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

² 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 marzo 2024

En términos nominales, durante el primer trimestre de 2024 la compañía obtuvo ingresos de actividades ordinarias por \$ 28.531 millones, lo que representó una caída de 10,4% respecto al mismo trimestre del año anterior, explicado principalmente por menor ingreso por venta de vehículos. En el mismo período, los costos de ventas ascendieron a \$ 18.132 millones, significando una baja de 14,8% en relación con el mismo periodo del año anterior, esencialmente por menores costos por venta de vehículos.

Por su parte, los gastos de administración y ventas llegaron a \$ 3.497 millones, lo que representó el 12,3% de los ingresos del período (11,4% en el primer trimestre de 2023).

Con todo, el resultado neto fue una ganancia por \$ 3.550 millones, exhibiendo una contracción de 5,2% respecto a igual periodo del año anterior.

A marzo de 2024, **Gama** poseía activos por \$ 198.325 millones, cuentas por cobrar netas por \$ 18.784 millones, vehículos para la operación valorizados en \$ 140.385 millones (valor libro) y para la venta en \$ 2.371 millones (partida de inventarios). La deuda financiera ascendía a \$ 106.769 millones, mientras que el patrimonio llegaba a \$ 51.711 millones.

Resultados 2023

En términos nominales, durante 2023 la compañía obtuvo ingresos de actividades ordinarias por \$ 129.347 millones, lo que representó un alza de 19,2% respecto el año anterior, explicado por alzas en todas sus

líneas de negocio, especialmente en leasing operativo y venta de vehículos.

En el mismo período, los costos de ventas ascendieron a \$ 87.768 millones, significando un incremento de 28,3% en relación con 2022, esencialmente por alzas en los costos por venta de vehículos.

Por su parte, los gastos de administración y ventas llegaron a \$ 14.082 millones, lo que representó el 10,9% de los ingresos del período (11,3% en 2022).

Con todo, el resultado neto fue una ganancia por \$ 12.579 millones, exhibiendo un alza de 28,9% respecto a igual periodo del año anterior.

A diciembre de 2023, **Gama** poseía activos por \$ 186.850 millones, cuentas por cobrar netas por \$ 19.214 millones, vehículos para la operación valorizados en \$ 132.766 millones (valor libro) y para la venta en \$ 3.006 millones (partida de inventarios). La deuda financiera ascendía a \$ 101.753 millones, mientras que el patrimonio llegaba a \$ 48.318 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**³. Durante el primer trimestre de 2024 este indicador alcanzó un valor negativo de 2,76% (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 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 reporta directamente al directorio,

³ 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 securitizados 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.

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 siete talleres propios⁴ y 23 talleres asociados⁵.

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 2024, el valor de los vehículos alcanzó los \$ 140.385 millones (valor libro) que representó cerca de un 131,5% de la deuda financiera (\$ 106.769 millones). Cabe mencionar, que en promedio la relación vehículos sobre pasivos financieros ha sido de 117,2% 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 0,51 veces a marzo de 2024, situación que se ha mantenido en el tiempo, lo que da cuenta que la empresa no podría responder a más del 51% aproximadamente de sus obligaciones en el corto plazo (bajo el supuesto de exigibilidad, sin capacidad de renovación).

Por otro lado, la situación se replica al analizar el perfil de vencimientos de la firma, ya que se estima que al menos una parte debiese ser refinanciada (riesgo de refinanciamiento), quedando sujeto a las condiciones de mercado y de la economía en esa fecha.

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.

Alta proporción de su facturación con algún grado de morosidad: A marzo de 2024 la facturación de

⁴ Talleres operados por personal de **Gama**, y que coinciden con las sucursales comerciales.

⁵ Talleres externos pero que son empleados por **Gama** para ejecutar servicios.

la empresa presenta una morosidad de 33,0% (40,7% en marzo 2023 y 32,4% en marzo de 2022). 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.

Adicionalmente, se reconoce positivamente el comportamiento a la baja que ha exhibido la morosidad considerando que hasta marzo de 2021 alcanzaba valores sobre 40% en promedio.

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 21 clientes (aunque 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 1.264 clientes⁶ distribuidos en rubros de telecomunicaciones, servicios, automotriz, construcción, logística, energía, seguridad, alimentación, entre otros.

Necesidad de financiamiento: Durante el período de crecimiento de la flota, la empresa necesita de constante financiamiento externo. Esto se constata al verificar que entre 2019 y marzo de 2024 se observa un aumento de un 44,5% en la flota y un alza de un 35,2% de la deuda financiera.

Fondeo poco atomizado: Durante marzo de 2024, el principal banco representó el 21,7% de la deuda de la empresa (15,8% en el mismo periodo anterior) y los cinco principales el 72,2% de la deuda de la misma (64,8% en el mismo periodo anterior), lo cual podría significar dificultades en el financiamiento si alguna de estas instituciones deja de operar con la emisora.

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 aproximadamente dentro de los cuatro actores más relevantes.

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

⁶ De acuerdo con información proporcionada por la compañía.

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 subarrienda 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:

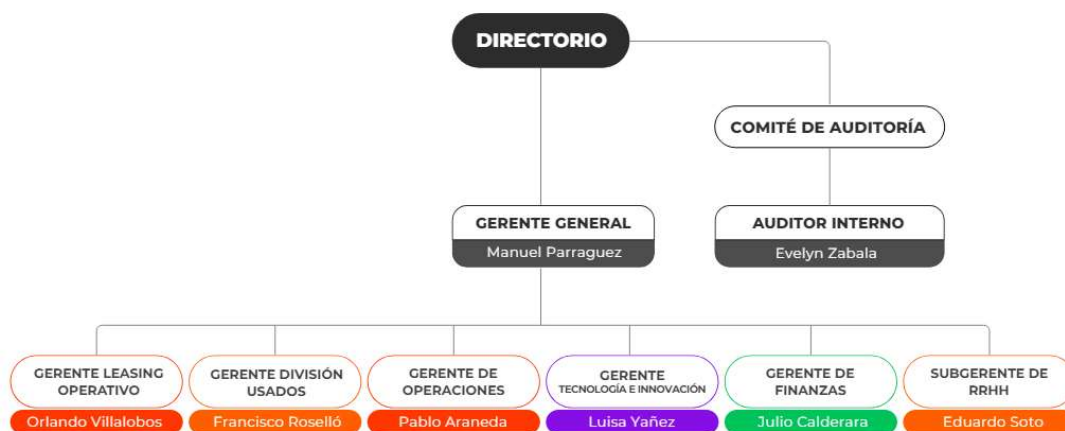


Ilustración 1: Estructura y gobierno corporativo

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 marzo de 2024 (últimos doce meses) fue *leasing* operativo con \$ 74.392 millones (59,0% del total), seguido por la venta de vehículos con \$ 40.877 millones (32,4% 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 \$ 8.086 millones (6,4% del total) en los últimos doce meses terminados en marzo de 2024, mientras que *renting* obtuvo \$ 2.695 millones en ventas (alrededor del 2,1% del total) en el mismo periodo.

En términos de utilidades, *leasing* operativo se mantuvo bastante estable hasta 2021 manteniéndose en promedio en torno a los \$ 3.259 millones, no obstante, en 2022 los elevados costos financieros implicaron fuertes caídas en sus resultados (hasta los \$ 415,9 millones), que lograron ser compensados fuertemente con el mayor resultado en el segmento de venta de vehículos (pasó de \$5.647 millones en 2021 a \$ 10.876 millones en 2022). Posteriormente, en 2023, el negocio retomó la tendencia histórica alcanzando los \$ 3.299 millones, llegando a incrementarse en los últimos doce meses terminados en marzo de 2024 hasta los \$ 4.721 millones.

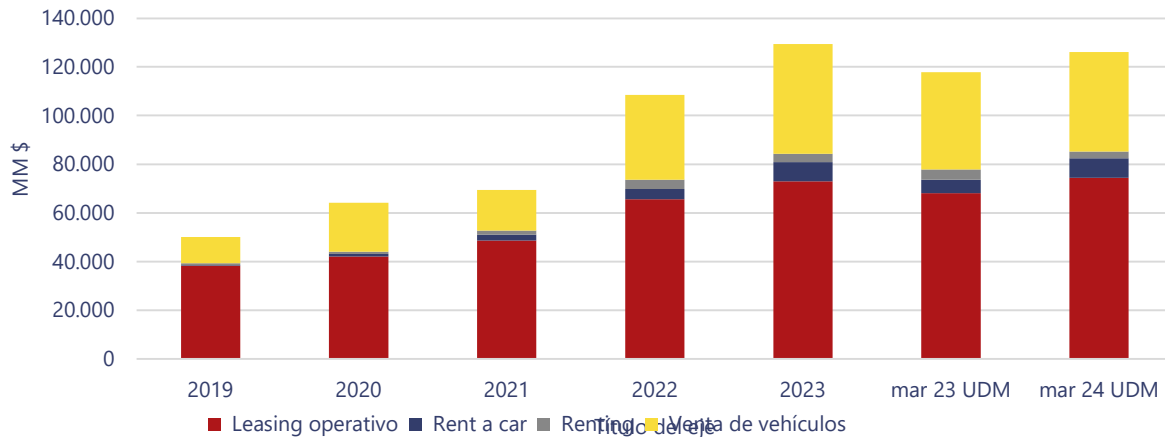


Ilustración 2: Distribución de ingresos

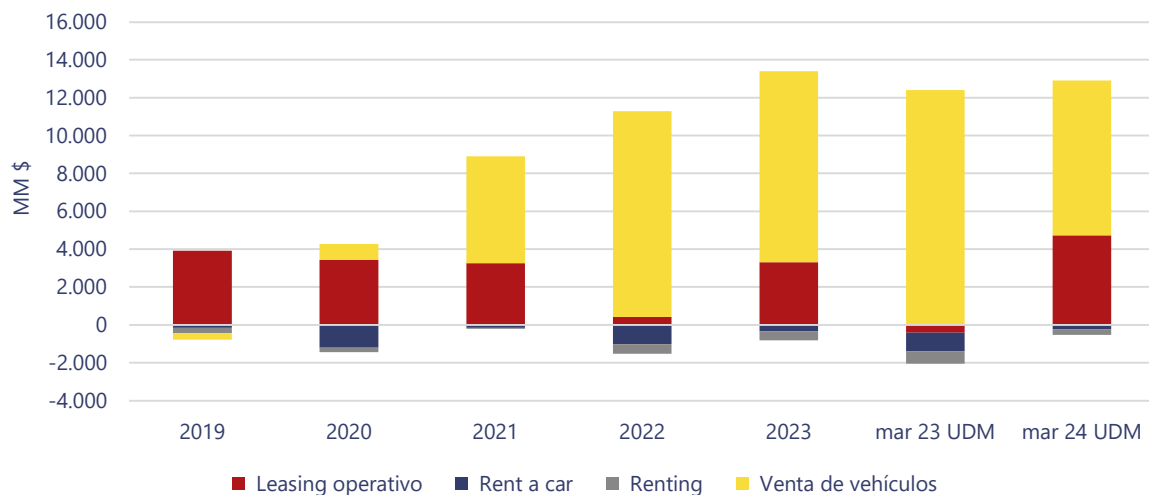


Ilustración 3: Distribución de utilidad

Administración de cuentas por cobrar

Origenación y cobranza

El proceso de origenación 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 disponibles y almacenados en CLOUD AWS, AZURE.

Líneas de negocio

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.

Cabe mencionar que en los últimos doce meses terminados en marzo de 2024 los ingresos de este segmento alcanzaron los \$ 74.392 millones (\$ 72.915 millones en 2023) y las utilidades los \$ 4.721 millones (\$ 3.299 millones en 2023), representando un 59,0% y 38,1%, del total respectivamente.

Cuentas por cobrar

En la Ilustración 4 se observa la evolución de las cuentas por cobrar brutas de *leasing operativo* de la compañía. Al respecto, estas tendieron a ralentizarse en 2020 por efecto de la crisis provocada por la pandemia (alcanzando \$ 10.267 millones), no obstante, las cuentas por cobrar se incrementaron fuertemente en los periodos siguientes, con niveles bastante superiores al comportamiento histórico entre 2022 y 2024, obteniendo montos de \$ 15.752 millones en 2022, \$ 15.502 millones en 2023 y \$ 16.460 millones en 2024.

Cabe señalar que dichas cuentas por cobrar (*leasing operativo*), a marzo de 2024, representaron el 87,6% 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 9.339 vehículos en 2019 a una flota de 13.492⁷ vehículos durante marzo de 2024 lo que representa un alza de 44,5%. De esta manera, el valor libro de la cuenta vehículos a marzo de 2024 fue de \$ 140.385.

⁷ Información enviada por la compañía

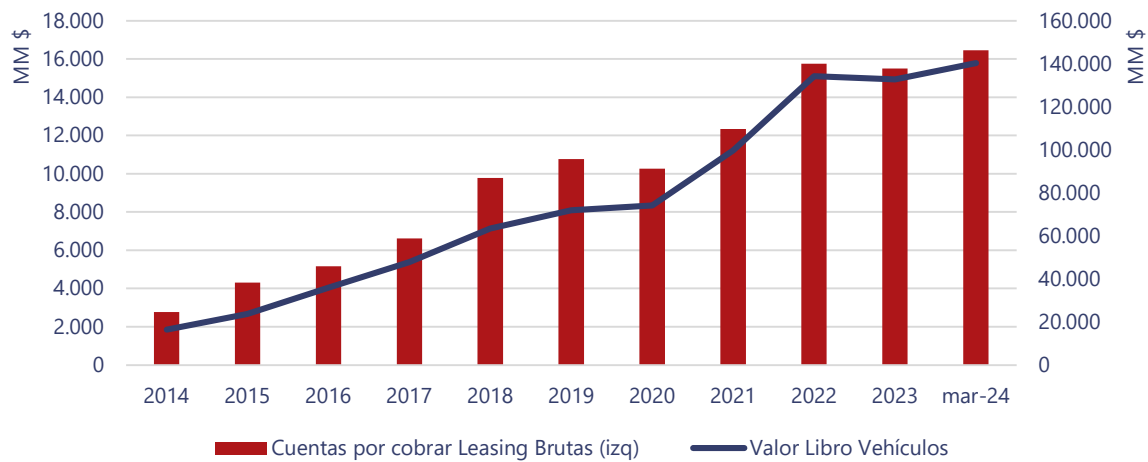


Ilustración 4: Evolución cuentas por cobrar leasing operativo y vehículos

Morosidad

A marzo de 2024, la morosidad ascendió a \$ 5.429 millones, lo que representa un 33,0% del total de cuentas por cobrar de *leasing*. Cabe mencionar, que este *ratio* en diciembre de 2019 llegó a su porcentaje más alto alcanzando un 49,7% y desde entonces ha exhibido bajas importantes. Por otro lado, en todos los periodos 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 2019 y marzo 2024. 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 diciembre de 2023 la mora superior a 90 días llega a su nivel más bajo de 3,4%, y alcanzando 4,0% en lo más reciente (marzo 2024).

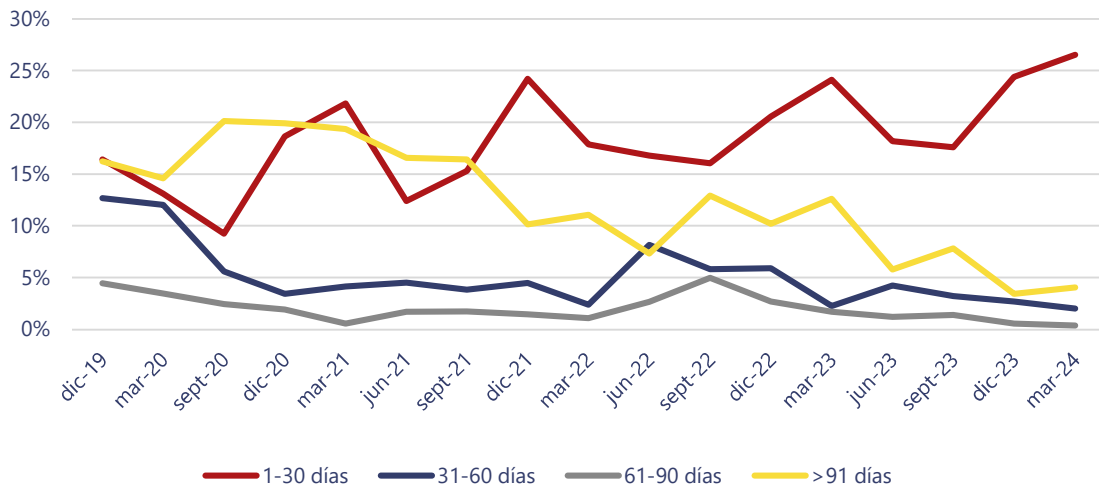


Ilustración 5: Morosidad

Tasa de pago

La tasa de pago de la compañía, medida como recaudación mensual sobre la facturación del mes anterior, ha exhibido una tendencia al alza en el periodo de análisis, lo cual es consistente con el comportamiento de la mora total. De esta manera, la tasa de pago promedio en los últimos cinco años fue de 38,0%, mientras que el promedio en los últimos doce meses fue de 48,3% lo que da cuenta que la empresa recupera lo facturado en un periodo de 2,1 meses. Cabe destacar, que la compañía tiene clientes con facturación a 30, 60 y 90 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.

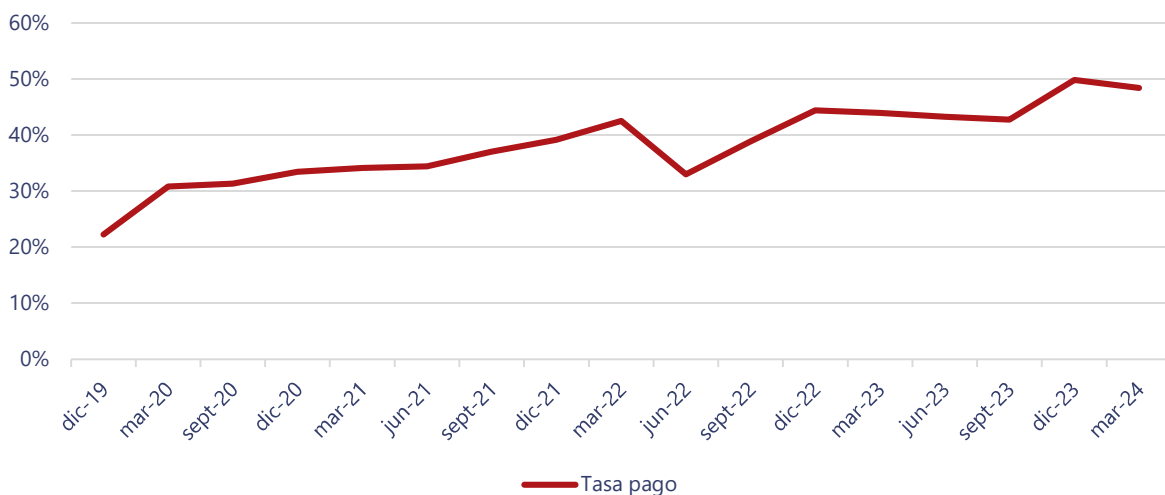


Ilustración 6: Tasa de pago total

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.

Cabe mencionar que en los últimos doce meses terminados en marzo de 2024 los ingresos este segmento alcanzaron los \$ 40.877 millones (\$ 45.126 millones en 2023) y las utilidades los \$ 8.190 millones (\$ 10.104 millones en 2023), representando un 32,4% y 66,1%, del total respectivamente.

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 a Car", 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.

Es relevante comentar que en los últimos doce meses terminados en marzo de 2024 los ingresos este segmento alcanzaron los \$ 8.086 millones (\$ 8.000 millones en 2023) con pérdidas netas por \$ 241,6 millones (pérdidas netas por \$ 972,2 millones en 2023), representando un 6,4% del total de ventas.

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).

Cabe mencionar que en los últimos doce meses terminados en marzo de 2024 los ingresos de este segmento alcanzaron los \$ 2.695 millones (\$ 3.306 millones en 2023) con pérdidas netas por \$ 287,1 millones (pérdidas netas por \$ 475,4 millones en 2023), representando un 2,1% del total de ventas.

Características de la cartera

Concentración de clientes

En términos de composición de la cartera, **Gama** presenta un importante nivel de atomización. De acuerdo con esto, a marzo de 2024 se tiene que el principal cliente de la compañía, en términos de cuentas por cobrar, representa cerca del 1,9% del patrimonio, mientras que, al medir la importancia relativa de los diez más importantes, se alcanza un valor de 7,6% con respecto al patrimonio. Por otro lado, medido sobre el total de ventas, durante 2023 el principal cliente representó un 2,7% del total de ventas, y los principales diez, un 12,5%.

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.

Distribución de la flota arrendada

Al analizar la distribución de los vehículos arrendados a marzo de 2024 por sector económico, se tiene que los más importantes corresponden a los rubros de servicios (22,7%), telecomunicaciones (21,6%), energía (7,7%) y minería (7,1%). Cabe mencionar, que en los últimos dos periodos el sector "otros" ha incrementado su importancia relativa, evidenciando una mayor diversificación.

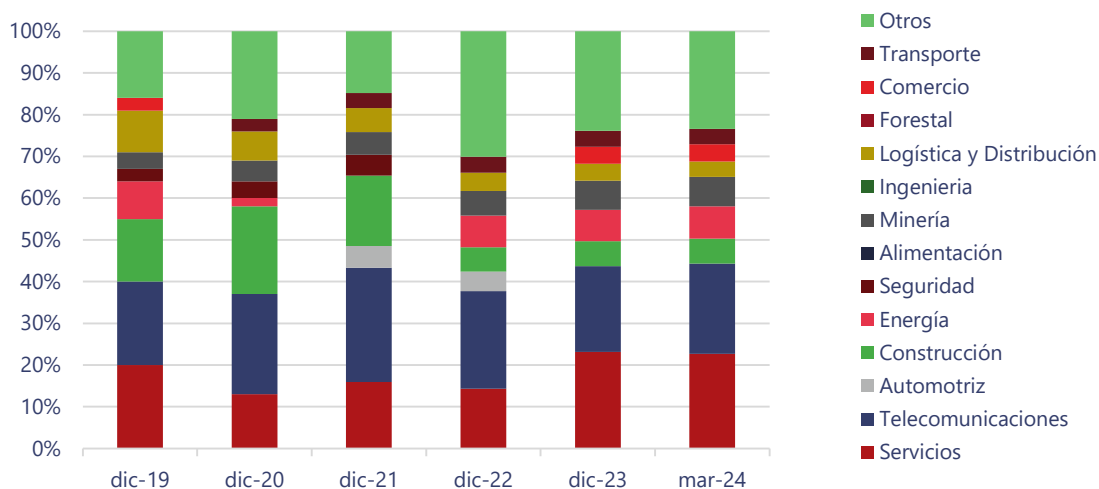


Ilustración 7: Distribución sectorial de flota

Análisis financiero⁸

Evolución ingresos, flujo operacional y EBITDA

En términos reales, los ingresos de **Gama** han presentado un crecimiento sostenido durante los últimos años (explicado por alzas en su segmento de *leasing* operativo y un fuerte incremento en los ingresos por venta de vehículos), alcanzando \$ 128.116 millones en marzo de 2024 (últimos doce meses) manteniéndose levemente superior a los últimos doce meses terminados en marzo de 2023 (donde las ventas alcanzaron \$ 126,293 millones).

Por su parte, el EBITDA, sigue una tendencia similar en el periodo de evaluación, con un valor de \$ 51.781 millones durante marzo de 2024 (últimos doce meses), lo que se compara favorablemente con los \$ 50.227 millones de marzo 2023 (últimos doce meses).

Cabe mencionar, que si bien *leasing* operativo y venta de autos usados continúan siendo los segmentos más relevantes para la compañía al representar un 91,4% de los ingresos en marzo de 2024 (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 40,4% en los últimos doce meses terminados en marzo de 2024.

El flujo proveniente de actividades operacionales también presentó una tendencia creciente; tuvo un fuerte incremento en 2022 explicado por mayor flujo en *leasing* operativo y en venta de vehículos, situación que se mantuvo en los siguientes periodos hasta 2024 (últimos doce meses) donde se exhibió una contracción de los flujos obtenidos por *leasing* operativo y venta de vehículos. Es pertinente mencionar, que las diferencias entre flujo operacional y EBITDA se atribuye al reconocimiento de egresos por compra de vehículos en las actividades de inversión (mientras que aquellos flujos positivos provenientes de la enajenación de vehículos se reflejan en las actividades provenientes de la operación).

⁸ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

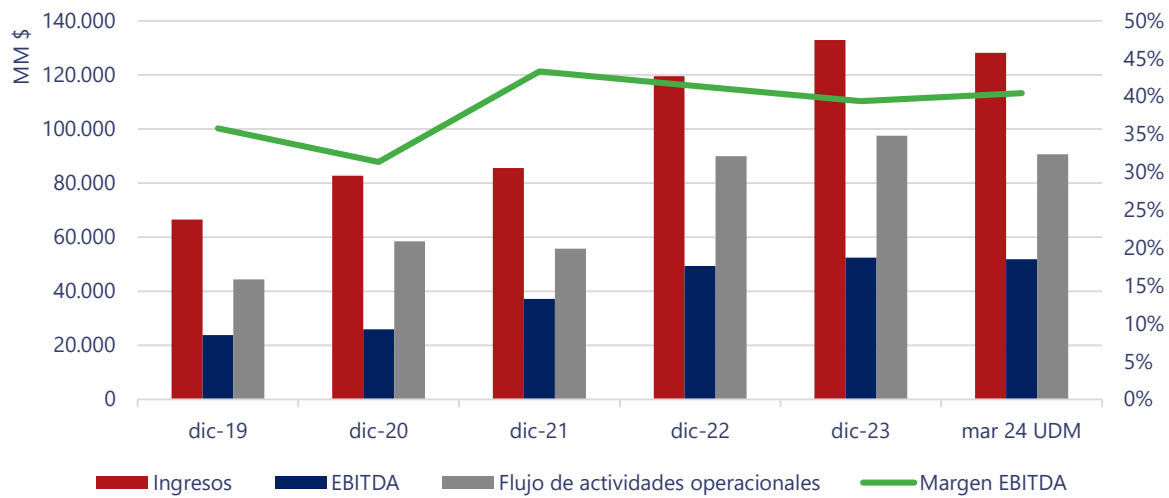


Ilustración 8: Evolución ingresos, EBITDA, flujo neto operacional y margen EBITDA

Evolución endeudamiento

El pasivo exigible sobre patrimonio ha exhibido una tendencia a la baja; este indicador alcanzó su *peak* en 2019 con 4,2 veces, siendo actualmente de 2,8 veces.

Es oportuno resaltar, que en 2020 se obtuvo un valor de 3,2 veces, a partir de una contracción en la deuda financiera (por la crisis sanitaria, la sociedad no creció en flota, sino que 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). Posteriormente, en 2021 y 2022 el indicador tendió a mantenerse en niveles superiores, alcanzando las 4,0 veces y 3,9 veces, respectivamente, principalmente por alzas en la deuda financiera (esencialmente de largo plazo). Finalmente, en 2023 y 2024 se presentó un indicador bastante más acotado, alcanzando las 2,9 veces y 2,8 veces, respectivamente, debido a contracciones en la deuda financiera de largo plazo.

Por otro lado, el patrimonio de la entidad ha exhibido un crecimiento importante considerando los resultados favorables y su efecto sobre las ganancias retenidas pasando de \$ 30.157 millones en 2019 a \$ 51.711 millones en 2024 (en términos reales). Al respecto, en el estado de flujo de efectivo se visualiza que la entidad en los últimos tres años ha tendido a retirar el 30% de las utilidades como dividendo, lo cual ha favorecido el comportamiento del indicador.

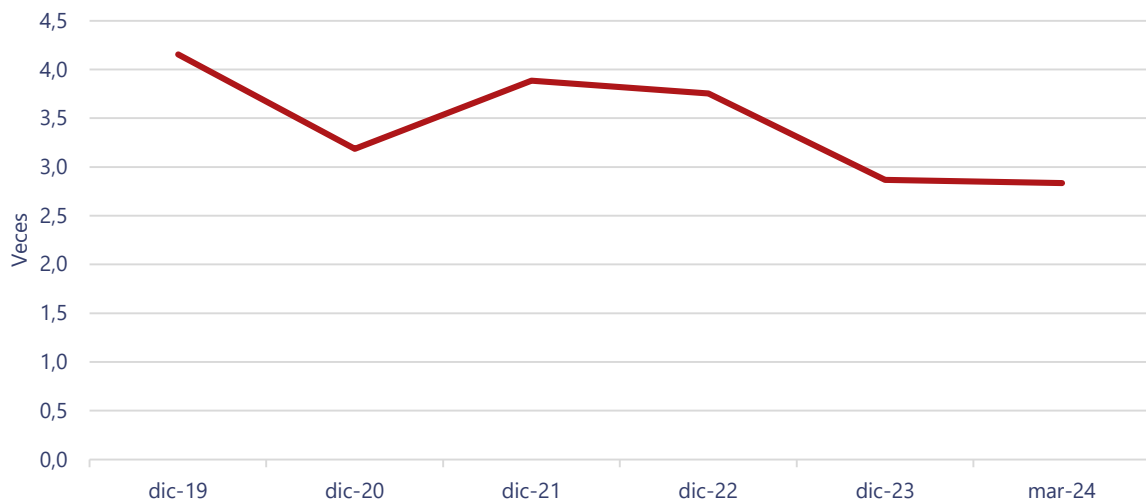


Ilustración 9: Leverage (pasivo total sobre patrimonio)

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 5,4 veces en 2019 a las 2,9 veces durante marzo de 2024 (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.

En términos absolutos, durante 2020 se exhibió una baja en la deuda financiera (explicado anteriormente). No obstante, se exhibió un incremento en los compromisos financieros entre 2021 y 2022, que se revirtió en los siguientes periodos, retornando a niveles similares a los presentados en 2019.

Complementariamente, en consideración con los altos valores que se exhiben en la venta de vehículos en los últimos años, si se ajustan los márgenes presentados trimestralmente, que fluctuaron en niveles históricamente altos (alcanzando niveles de margen bruto incluso sobre 30%) a niveles en torno a 5%⁹, el indicador de deuda financiera / Flujo de Caja de Largo Plazo alcanza un valor de 3,6 veces (esta estimación también considera un menor pago de impuesto, dada la menor ganancia bajo este escenario). Por último, si a este indicador se le agrega la deuda con relacionadas (Citroen Chile SpA, Kia Chile S.A. y Penta Financiero S.A por un total de \$ 3.020 millones), se incrementa hasta las 3,8 veces.

⁹ De acuerdo a declaraciones de la sociedad, los márgenes normales de este negocio estarían en torno al 5%.

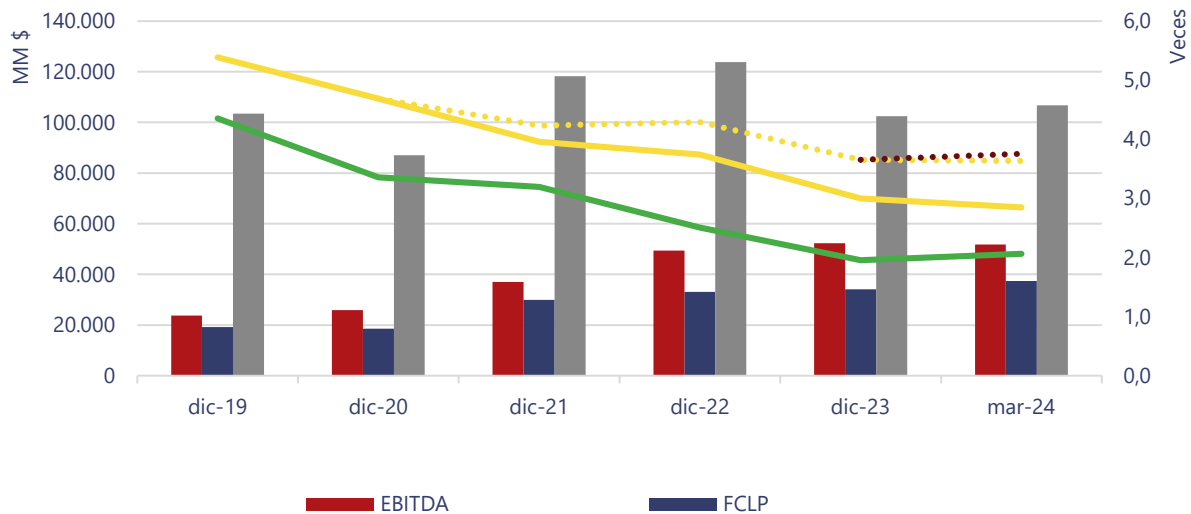


Ilustración 10: EBITDA, FCLP, flujo operacional y deuda financiera

En cuanto al perfil de vencimiento se observa que la compañía presenta para 2024 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 (este monto es conservador ya que considera la menor relación promedio entre ingresos y flujo de actividades operacionales de los últimos cinco años). Para los flujos presentados, se estima que al menos una parte debiese ser refinanciada (riesgo de refinanciamiento), quedando sujeto a las condiciones de mercado y de la economía en esa fecha. No obstante, siempre está la posibilidad de disponer de los flujos provenientes por la enajenación de vehículos.

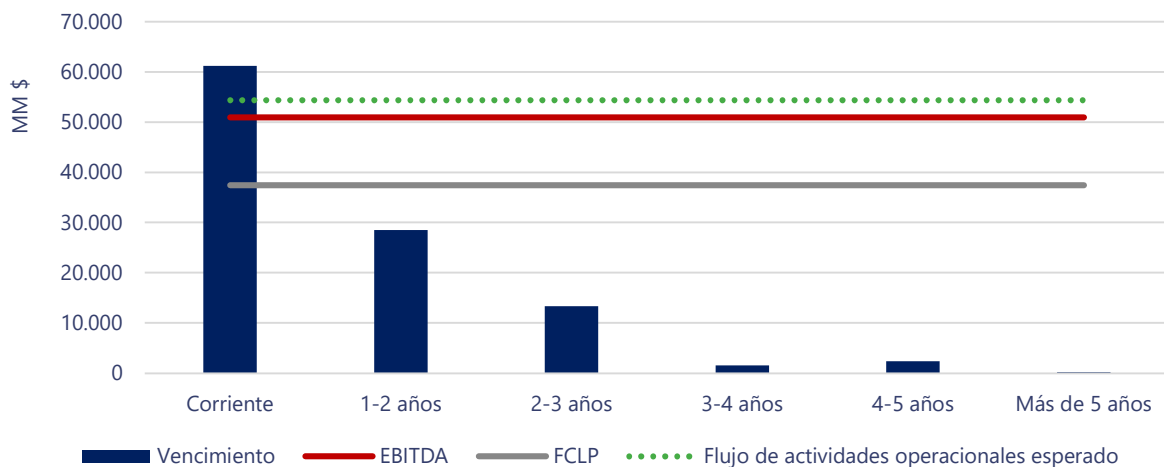


Ilustración 11: Perfil de vencimientos

Evolución liquidez

La razón corriente de la compañía, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, se ha situado, en general, bajo las 0,7 veces. Durante 2021 el *ratio* alcanzó su *peak* con 0,8 veces, a partir de la contratación de préstamos bancarios (reestructuración de pasivos que llevó a cabo la compañía y que le permitió refinanciar cerca del 44% de la deuda financiera de corto plazo). Posteriormente, las bajas en 2021 y 2022 respondieron a alzas en los compromisos financieros de corto plazo.

En lo más reciente, el indicador alcanzó 0,5 veces. Al respecto, la administración se encuentra trabajando para llevar a cabo el refinanciamiento de los pasivos financieros a periodos más largos en la medida que las tasas se sitúen en niveles inferiores.

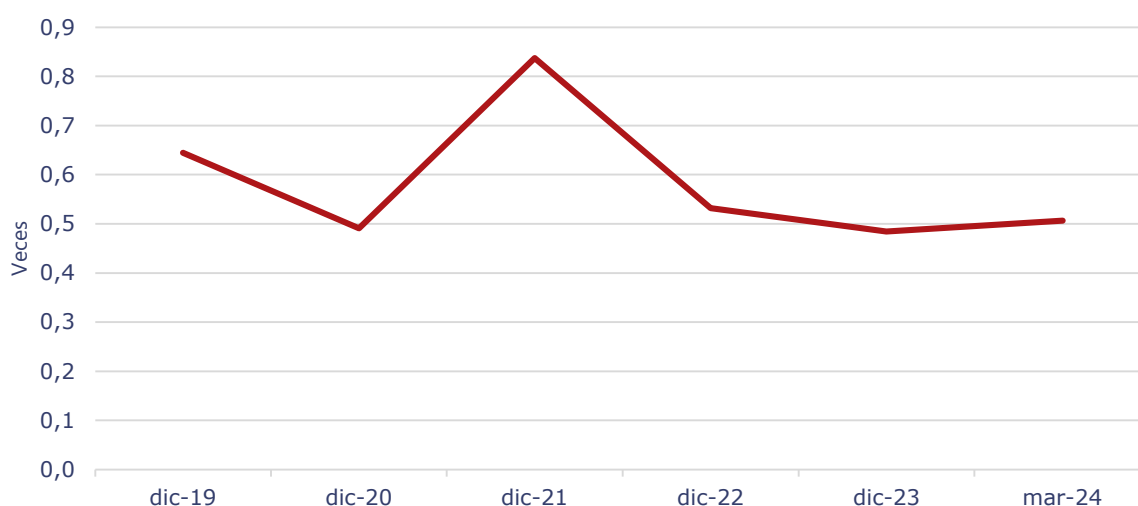


Ilustración 12: Razón corriente

Evolución rentabilidad¹⁰

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, provisiones por riesgo de crédito y costos financieros. Por su parte, la rentabilidad operacional se incrementó en ese periodo producto de la contracción en los activos corrientes (inventarios).

Las rentabilidades exhibieron una tendencia al alza, con una disminución en la última observación; en 2021 y 2022 estos indicadores se mantuvieron en niveles superiores por incrementos en la ganancia bruta, mientras que durante 2023 y 2024 (marzo 2024 UDM), el resultado bruto se contrajo levemente respecto 2022, y en 2024, destaca un incremento en activos (incluyendo activos corrientes y activo fijo) y patrimonio, lo que tendió a reducir los indicadores de rentabilidad sobre activo, patrimonio y operacional hasta

¹⁰ 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.

alcanzar 6,2%, 26,0% y 13,8%, respectivamente.

Cabe mencionar, que en los últimos periodos las rentabilidades se han visto beneficiadas a partir del 2021 en parte por el alza en el margen del segmento venta de vehículos, que se encuentra en niveles todavía elevados, en relación con el comportamiento histórico.

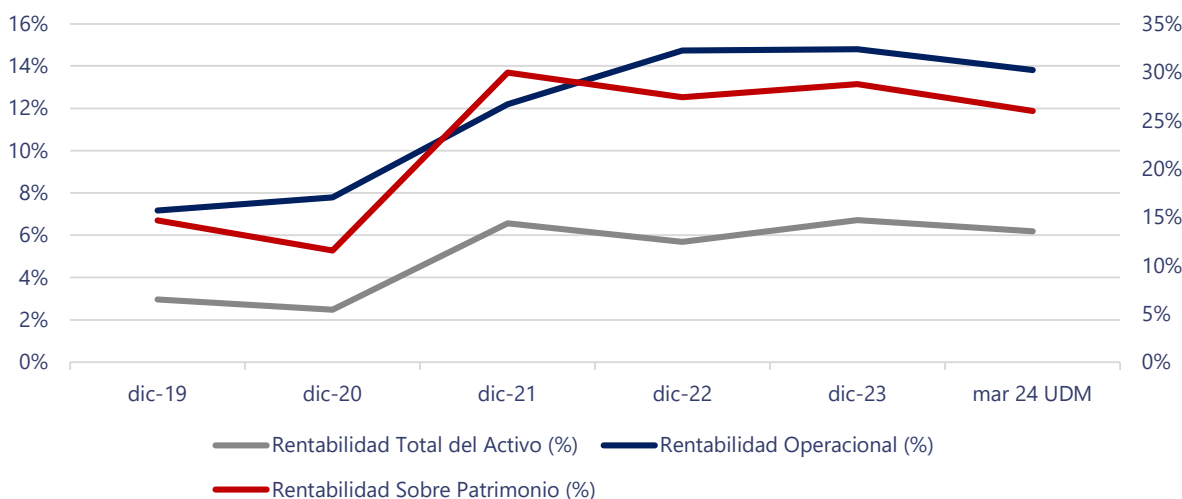


Ilustración 13: Rentabilidades

Ratios financieros¹¹

Ratios de liquidez	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Razón Circulante (Veces)	0,64	0,49	0,84	0,53	0,48	0,51
Razón Ácida (veces)	0,55	0,47	0,83	0,50	0,47	0,48
Rotación de Inventarios (veces)	7,96	14,06	55,05	51,18	49,25	46,85
Promedio Días de Inventarios (días)	45,87	25,96	6,63	7,13	7,41	7,79
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	3,25	4,28	4,72	5,78	6,86	6,82
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	112,40	85,25	77,28	63,16	53,17	53,52
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,04	7,25	2,21	2,94	3,89	2,97
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	120,24	50,31	165,24	124,31	93,77	122,91
Diferencia de Días (días)	7,85	-34,94	87,95	61,15	40,60	69,39
Ciclo Económico (días)	-38,02	-60,90	81,32	54,02	33,18	61,60

Ratios de endeudamiento	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Endeudamiento (veces)	0,81	0,76	0,80	0,79	0,74	0,74
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	4,15	3,18	3,89	3,75	2,87	2,84
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,72	1,52	0,80	1,03	1,64	1,60

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

Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,35	3,36	3,19	2,51	1,96	2,06
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,23	0,30	0,31	0,40	0,51	0,48
Porción Relativa Deuda Financiera (%)	82,62%	82,61%	79,49%	80,15%	73,45%	72,82%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	2,14%	3,65%	1,10%	0,93%	3,75%	2,06%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,13	1,06	3,43	2,04	2,18	2,28

Ratios de rentabilidad	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Margen Bruto (%)	28,53%	28,06%	36,67%	37,06%	32,14%	32,83%
Margen Neto (%)	6,27%	4,42%	12,49%	9,11%	9,72%	9,79%
Rotación del Activo (%)	42,74%	59,68%	45,73%	61,07%	70,59%	64,60%
Rentabilidad Total del Activo (%)	2,96%	2,49%	6,57%	5,68%	6,73%	6,19%
Inversión de Capital (%)	319,14%	296,48%	321,80%	355,94%	283,63%	279,59%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-2,36	-2,55	-8,00	-3,26	-2,97	-2,88
Rentabilidad Operacional (%)	7,18%	7,78%	12,19%	14,73%	14,79%	13,81%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	14,66%	11,55%	29,94%	27,38%	28,75%	25,97%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	71,47%	71,94%	63,33%	62,94%	67,86%	67,17%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	13,04%	13,29%	13,61%	11,31%	10,89%	11,05%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	34,16%	34,03%	52,57%	67,99%	60,64%	55,66%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	35,79%	31,37%	43,32%	41,33%	39,39%	40,42%

Otros indicadores	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	2,14%	4,41%	2,93%	2,49%	2,63%	2,48%
Capital sobre Patrimonio (%)	60,01%	53,23%	43,11%	35,40%	28,56%	26,69%

"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."