



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Primera Clasificación del Emisor y sus valores**

Analistas

Carlos García B.

José Manuel Elespuru P.

Tel.: (56) 22433 5200

carlos.garcia@humphreys.cl

jose.elespuru@humphreys.cl

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

**Julio 2019**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

<b>Categoría de Riesgo</b>	
<b>Tipo de Instrumento</b>	<b>Categoría</b>
Línea de bonos Tendencia	A- Favorable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de marzo de 2019

<b>Características de la línea de bonos en proceso de inscripción</b>	
Plazo	10 años
Monto Máximo	UF 5.000.000
Moneda de emisión	Pesos o Unidades de Fomento
Uso de fondos	A definir en escritura complementaria.
Garantías	Los bonos no tendrán garantía alguna, salvo derecho de prenda general sobre los bienes del emisor.

<b>Covenants financieros de la línea de bonos en proceso de inscripción</b>	
<b>Covenants</b>	<b>Límite</b>
Endeudamiento	Relación entre pasivo exigible financiero individual y patrimonio no superior a 7 veces.
Activos libres de gravámenes	Activos libres de gravámenes equivalentes a 0,75 el monto insoluto del total de deudas no garantizadas y vigentes del emisor.
Patrimonio mínimo	\$ 15.000 millones.

### Estado de Situación Financiera

M\$ de cada período	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar -19
Activos corrientes	18.567.783	20.319.278	15.733.602	16.251.364	22.466.134	23.929.461
Activos no corrientes	31.436.674	47.759.827	45.043.465	53.933.734	71.109.643	73.537.144
<b>Total activos</b>	<b>50.004.457</b>	<b>68.079.105</b>	<b>60.777.067</b>	<b>70.185.098</b>	<b>93.575.777</b>	<b>97.466.605</b>
Pasivos corrientes	26.408.623	30.247.572	25.932.772	26.711.354	39.736.721	41.023.497
Pasivos no corrientes	9.521.399	21.240.503	16.421.490	25.217.482	34.073.582	35.029.027
Total de pasivos	35.930.022	51.488.075	42.354.262	51.928.836	73.810.303	76.052.524
Patrimonio total	14.074.435	16.591.030	18.422.805	18.256.262	19.765.474	21.4141.081
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>50.004.457</b>	<b>68.079.105</b>	<b>60.777.067</b>	<b>70.185.098</b>	<b>93.575.777</b>	<b>97.466.605</b>
Deuda financiera <sup>1</sup>	29.001.197	31.322.154	32.194.367	44.858.383	61.605.290	65.844.394

### Estado de Resultados Integrales

M\$ de cada período	2014	2015	2016	2017	2018	Mar-18	Mar-19
Ingresos de activ. ordinarias	13.698.924	17.426.710	25.661.300	30.560.329	39.789.214	8.312.769	11.578.558
Costo de ventas	-7.720.996	-10.827.335	-14.404.379	-19.818.725	-27.441.893	-5.422.501	-8.371.988
<b>Ganancia bruta</b>	<b>5.977.928</b>	<b>6.599.375</b>	<b>11.256.921</b>	<b>10.741.604</b>	<b>12.347.321</b>	<b>2.890.268</b>	<b>3.206.570</b>
Gastos de administración	-4.107.679	-4.632.772	-5.857.363	-4.664.847	-5.754.448	-1.119.596	-1.743.374
Ganancia, antes de impuesto	745.732	2.113.671	3.595.665	2.832.672	3.252.650	1.023.818	878.552
Gasto por imppto. a ganancias	-139.188	396.108	-1.763.890	-1.199.215	189.081	-181.994	-262.464
<b>Ganancia</b>	<b>606.544</b>	<b>2.509.779</b>	<b>1.831.775</b>	<b>1.633.457</b>	<b>3.441.731</b>	<b>841.824</b>	<b>616.088</b>

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Gama Servicios Financieros S.A. (Gama Leasing)**, fundada el año 2012, es una sociedad cuyo propósito es ofrecer servicios de movilidad a sus clientes, tanto empresas como personas naturales, por medio del arriendo de flotas de vehículos a lo largo de todo el territorio nacional. Las operaciones de la empresa se canalizan a través del Leasing Operativo a empresas (con un plazo a 12 o más meses), Renting (leasing operativo a personas) y *Spot* (leasing operativo a menos de un año).

**Gama Servicios Financieros S.A** actúa bajo el nombre de fantasía Gama Leasing y cuentas con dos entidades subsidiarias (Gama Leasing Operativo SpA y Comercial RAR SpA), cada una con propósito específico.

<sup>1</sup> Considera las cuentas "Otros pasivos financieros, corrientes y no corrientes".

A diciembre de 2018, la sociedad presentaba activos por \$ 93.575 millones, donde los activos más importantes son Propiedad, Planta y Equipo la cual representa 73,5% (\$ 68.726 millones) de los activos totales, seguido por las colocaciones las cuales representan un 14,9% (\$ 13.922 millones), concentrándose mayoritariamente en el corto plazo. La deuda financiera de **Gama Servicios Financieros S.A.** asciende a \$ 61.605 millones, además cuenta con \$ 19.765 millones de patrimonio. La estructura del balance de la empresa le permitió generar, durante el 2018, un ingreso y una ganancia de \$39.789 millones y \$ 3.441 millones, respectivamente.

Durante el primer trimestre de 2019 la sociedad presentó activos por \$97.467 millones, de los cuales \$71.113 corresponde a Propiedades, Planta y Equipo, en tanto que las colocaciones ascienden a \$14.511 millones. La deuda financiera ascendía a \$65.844 millones, en tanto que el patrimonio totalizó \$21.414 millones. Durante el período los ingresos totalizaron \$11.579 millones, mientras que la ganancia ascendió a \$616 millones.

El objeto del informe es la posible inscripción de una línea de bonos por parte de **Gama Servicios Financieros S.A.**, por UF 5 millones. El uso de los fondos provenientes de esta operación, serían utilizados principalmente para reemplazo de deuda y financiamiento de planes de expansión.

La clasificación de la línea de bonos de **Gama Servicios Financieros S.A.** 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, lo cuales presentan un mercado secundario transparente y con adecuada cobertura a nivel nacional. Adicionalmente, se considera la más que adecuada tasa de retorno del negocio la cual es susceptible de mantenerse en niveles satisfactorio incluso asumiendo eventos adversos razonables en términos de baja de tarifas de arrendamiento, incremento del costo de financiamiento, caída en el precio de venta de los vehículos usados o incremento en los plazos de liquidación de los mismo.

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>2</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.

---

<sup>2</sup> Al menos en un grado tal que pueden ser soportados por el patrimonio de la compañía.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo de **Gama Servicios Financieros S.A.** se ve restringida por los niveles de competencia que presenta la empresa. En los hechos, debe competir tanto con sociedades que presentan un mayor volumen de operaciones, lo que les favorece el acceso a economías de escala, como con marcas conocidas a nivel mundial (que favorece la gestión comercial, al menos en algunos nichos específicos).

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

Dado lo anterior, en opinión de la clasificadora, dentro de los desafíos de la entidad está en mejorar su posición de liquidez contable, considerando que el indicador de liquidez corriente ha sido inferior a uno en todo el período de evaluación. En el mismo sentido, se espera que la morosidad de la cartera se estabilice en el largo plazo a niveles moderados, en particular la superior a 90 días.

Dentro de los elementos desfavorables, se agrega el riesgo del mercado objetivo de la compañía, que tiende a ser más vulnerable 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.

Además, se acogió como negativo en la clasificación el constante financiamiento que requiere Gama Leasing especialmente en su etapa de crecimiento de flota, lo cual lo hace muy dependiente del financiamiento externo tanto para financiar aumentos en la flota como capital de trabajo.

La tendencia se califica en "*Favorable*", sujeto a que la estructura del bono por emitir mejore los indicadores de liquidez de la compañía.

## 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.

### Fortalezas de apoyo

- Experiencia y *know how*.

### Riesgos considerados

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

## Resultados recientes

### Enero-diciembre 2018

De acuerdo con los estados financieros al cierre del año 2018, la compañía obtuvo ingresos de actividades ordinarias por \$ 39.789 millones, lo que representó un crecimiento de 30,2% respecto a la cifra registrada en 2017. En el mismo período, los costos de ventas ascendieron a \$ 27.442 millones, significando un aumento de 38,5% en relación con el mismo periodo del año anterior, en tanto los gastos de administración y ventas llegaron a \$ 5.754 millones, lo que representa el 14,4% de los ingresos del período (15,3% en 2017).

Con todo, el resultado del ejercicio 2018 registró una ganancia por \$ 3.442 millones, cifra que se compara positivamente con la exhibida en 2017 (\$ 1.633 millones).

A diciembre de 2018, **Gama Leasing** poseía activos por \$ 93.576 millones, con colocaciones netas por \$ 13.923 millones, vehículos para la operación valorizados en \$ 59.323 millones y para la venta en \$ 4.079 millones. La deuda financiera ascendía a aproximadamente \$ 61.605 millones, mientras que el patrimonio llegaba a \$ 19.765 millones.

### Enero-marzo 2019

Durante el primer trimestre de 2019 la compañía obtuvo ingresos de actividades ordinarias por \$ 11.579 millones, lo que representó un crecimiento de 39,3% respecto al mismo trimestre del año anterior. En el mismo período, los costos de ventas ascendieron a \$ 8.372 millones, significando un aumento de 54,4% en relación con el mismo periodo del año anterior, en tanto los gastos de administración y ventas llegaron a \$ 1.743 millones, lo que representa el 15,1% de los ingresos del período (13,5% en el primer trimestre de 2018).

Con todo, el resultado del primer trimestre de 2019 registró una ganancia por \$ 616 millones, cifra que se compara desfavorablemente con la exhibida en el primer trimestre de 2018 (\$ 841,8 millones).

A marzo de 2019, **Gama Leasing** poseía activos por \$ 97.467 millones, con colocaciones netas por \$ 14.511 millones, vehículos para la operación valorizados en \$ 61.245 millones y para la venta en \$ 4.465 millones. La deuda financiera ascendía a aproximadamente \$ 65.844 millones, mientras que el patrimonio llegaba a \$ 21.414 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.

“-”: Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

## Tendencia Favorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

## 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>3</sup>. Al último trimestre de 2018 este indicador toma un valor de -0.85%, lo cual significa que las provisiones superan a la pérdida esperada. Cabe mencionar que durante el período analizado este indicador siempre ha registrado valores negativos, demostrando que la empresa está sobre provisionada.

**Auditoria interna de nivel adecuado:** La compañía presenta correctos niveles de auditoría interna que reportan al directorio, además de presentar planes anuales, sujeto a seguimientos trimestrales.

**Presencia en todo el territorio nacional: Gama leasing** presenta sucursales en las principales ciudades del país además de una amplia red de talleres, que se distribuyen en 8 talleres propios y 29 talleres que trabajan en exclusividad con la compañía.

**Experiencia y Know how:** La compañía fue creada en el año 2012 por una alianza entre Penta Financiero S.A., Empresas GI S.A. y Comercio Eurofrance S.A., pero disponen de más de 17 años de experiencia en el rubro de Leasing Operativo ya que antes operaban bajo el nombre de Euroleasing, por lo cual la empresa posee un amplio conocimiento del rubro. Sus ejecutivos poseen más de 20 años de trayectoria en el negocio financiero (principalmente leasing operacional) y automotriz (control de flota, compra y venta de vehículos nuevos y usados, *rent a car*).

## Factores de riesgo

**Bajo nivel de liquidez:** La empresa posee un bajo nivel de liquidez, exhibiendo este indicador un valor de 0,57 veces a diciembre de 2018 y, si consideramos un promedio de los últimos tres años, su liquidez promedio alcanza un valor de 0,58, por lo cual la empresa no podría responder a más del 60% aproximadamente de sus obligaciones en el corto plazo.

**Alta proporción de su facturación con algún grado de morosidad:** La empresa presenta a diciembre de 2018 una proporción de su facturación con algún grado de morosidad de 52,2% (incluyendo los casos en cobranza judicial y que han sido totalmente provisionados), en tanto que, al mismo periodo del año

<sup>3</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 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.

anterior, esta proporción era de 36,4%, incrementándose en el tiempo la morosidad mayor a 90 días. 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 altamente sensible a los períodos recesivos, tanto por el menor volumen de negocios como por el debilitamiento en la capacidad de pago de los deudores.

**Necesidad de financiamiento:** Durante el período de crecimiento de la flota, la empresa necesita de constante financiamiento externo. Esta necesidad de financiamiento se hace extensiva para pagar parte de capital de trabajo.

**Fondeo poco atomizado:** Los cinco principales bancos representan el 61,5% de la deuda financiera total de la compañía, 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 **Gama Leasing** se encuentra posicionada en el cuarto lugar, con una participación de 9% en el total de la flota disponible en la industria, pero muy alejado de los líderes de la industria los cuales presentan una participación de un 22% y 19%.

## Antecedentes generales

### Historia

**Gama Servicios Financieros S.A.** es una sociedad anónima cerrada, que opera bajo el nombre de fantasía Gama Leasing. Fue creada en 2012, inicialmente con el nombre de CIP Servicios Financieros S.A. por Penta Financiero S.A., Empresas GI S.A. e Inversiones y Comercio Eurofrance S.A., cada una de las cuales posee 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 y subservicios como lo son el *renting* y *spot*<sup>4</sup>.

Las operaciones de **Gama Servicios Financieros S.A.** se desarrollan directamente y a través de sus filiales Gama Leasing Operativo y Comercial RAR, entidades a las cuales controla, directa e indirectamente, en un 100%.

**Gama Servicios Financieros S.A.** se encarga de comprar los vehículos para su posterior arrendamiento y, a la vez, se endeuda para la compra de los mismos. Una vez adquiridos los vehículos, la matriz realiza un leasing financiero con Gama Leasing Operativo.

<sup>4</sup> Hasta 2017 mantuvo una cartera de *leasing* financiero no relacionada que fue enajenada.

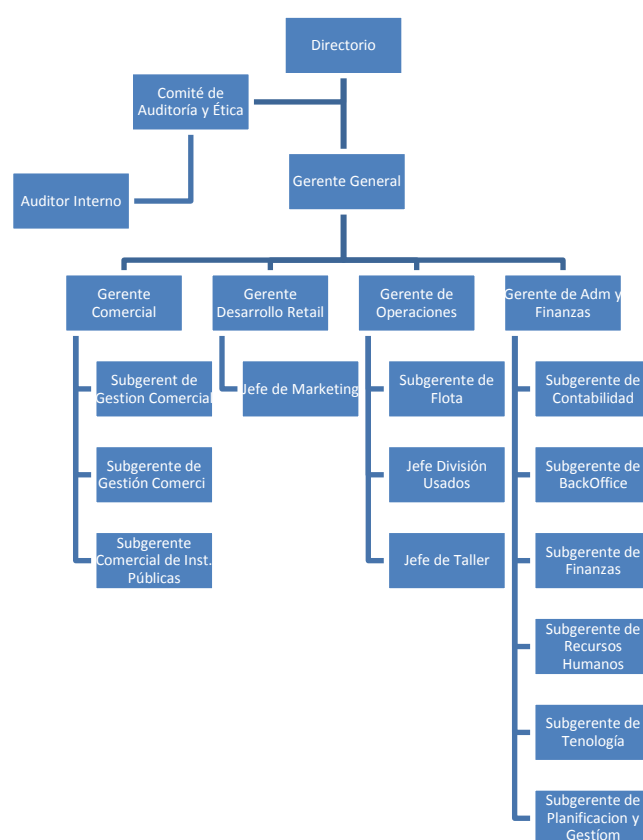


Gama Leasing Operativo se encarga de gestionar todo el proceso asociado al contrato de arriendo, como es la captación de clientes, la colocación de los vehículos y la cobranza y administración de la flota (mantenciones, arriendo, reparación, preparación de vehículo). Una vez terminado el leasing operativo cede su derecho de compra del vehículo a Comercial RAR.

Comercial RAR, ejerce el derecho de compra del vehículo y luego se encarga de venderlo, principalmente a empresas comercializadoras del rubro.

## Propiedad y administración

**Gama Servicios Financieros S.A.** es administrada por un directorio de seis miembros, cuyo presidente es Álvaro Valenzuela, que delega sus funciones en el gerente general. Actualmente, la estructura de la institución es la siguiente:



## Originación y cobranza

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

**Gama Leasing** presenta un comité de riesgo el cual hace un seguimiento anual del *status* de los contratos y actualiza la información cualitativa y cuantitativa de cada cliente. Entre las atribuciones del comité,

además del análisis de la evaluación de riesgo, se incluye la asignación de líneas, la clasificación de riesgo interna y las condiciones de pago. El comité está compuesto por la Gerencia de Administración y Finanzas y el Área de Riesgo. En casos especiales interviene el comité de directorio.

La gestión de la cobranza está a cargo de la Subgerencia de Finanzas, 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 interno de **Gama Leasing**. A su vez la compañía mantiene un comité de auditoría el cual está conformado por tres directores, además del auditor interno. Este comité se encarga de desarrollar el Plan de Auditoría anual el cual es revisado de forma trimestral.

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

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

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

## Sistemas

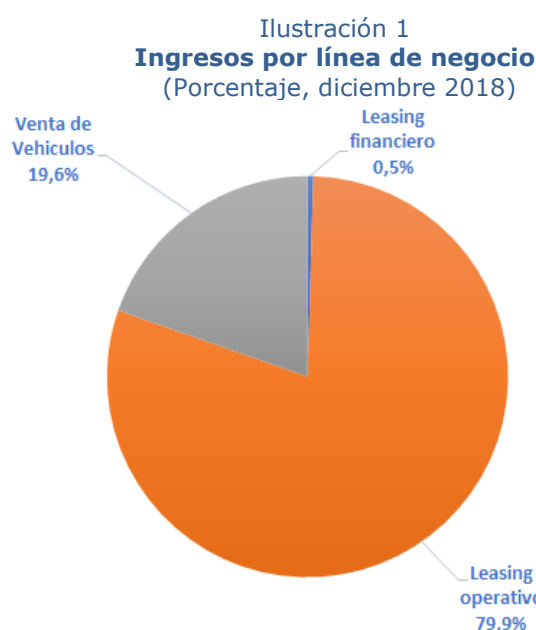
La compañía cuenta con un área de tecnologías de información, compuesta por ocho personas. A mediados de 2018 la compañía inició un proyecto para actualizar su plataforma tecnológica pasando de AX en su versión R3 a la versión AX 365 la cual genera una integración con ANNATA que está diseñada especialmente para operación de vehículos y control de flota. El proyecto tiene una duración de 10 meses y requirió de un presupuesto de 25.881 UF. Algunas de las funcionalidades de la nueva plataforma son disponer de información de rentabilidad por negocio (por vehículo, cliente, contrato), asegurar la trazabilidad del proceso desde su concepción hasta la venta del vehículo, agilizar el flujo de información con clientes y proveedores a través de portales y aplicaciones móviles y mejoramiento en la administración de flota, entre otras.

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

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

## Líneas de negocio

**Gama Leasing** opera en tres líneas de negocios: *leasing financiero*, *leasing operativo* y *compra y venta de vehículos*. De ellas, el que representa mayor proporción de los ingresos en diciembre de 2018 correspondió al leasing operativo con 79,9% (78,9% en marzo de 2019), seguido por la venta de vehículos con un 19,6% (20,9% durante el primer trimestre del año) y por último el leasing financiero con un 0,5% (guarismo que se reduce a 0,2% en el primer cuarto de 2019). No obstante, el modelo de negocio de la sociedad se centra en el leasing operativo.



### Leasing Financiero

El *leasing financiero*, como ya se mencionó, se efectúa entre la matriz y Gama Leasing Operativo, por un plazo de 36 meses, coincidente con el ciclo del leasing operativo que efectúa. Al término del periodo de arrendamiento, el arrendatario la matriz transfiere la opción de compra a la relacionada Comercial RAR.

### 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, 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.

Cabe mencionar que en esta área de negocios Gama Leasing maneja tres tipos de productos: leasing operativo, *spot* y *renting*, donde el primero representa un 90,3% de los ingresos, seguidos por *spot* con un 7,8%. El *leasing operativo* se realiza a empresas y los contratos tienen una duración de mayor o igual a

doce meses, el *spot* es un servicio similar al del *leasing operativo*, pero con una duración inferior a doce meses, ambos tipos de servicios comparten las mismas prestaciones como son permisos, seguros y documentación del vehículo, mantenciones (preventivas y correctivas), equipamiento específico según requerimiento y vehículo de reemplazo según disponibilidad. En *Renting* es un servicio de arriendo orientado en las personas con una duración de entre doce a veinticuatro meses.

### Compra y venta de vehículos

Una vez terminado el ciclo de vida del contrato (*leasing operativo*), el producto pasa a ser comprado por Comercial RAR a Gama Servicios Financieros S.A., el cual se encarga de venderlo. Se debe destacar que como el bien pasó por un *leasing financiero* su venta es exenta de IVA, por lo que le permite precios de venta más atractivos.

## Evolución colocaciones Leasing Operativo y flota

En la *Ilustración 2* se observa la evolución de las colocaciones por *leasing operativo* de la compañía, que a diciembre de 2018 ascienden a \$ 10.124 millones. Este valor representa un crecimiento del 53,7% con respecto al mismo periodo del año 2017, explicado principalmente por la estrategia de la compañía de aumentar el stock de su flota para así agilizar las colocaciones. Se puede observar que el constante aumento en el tamaño del negocio de la compañía tiene como contraparte un aumento en el valor neto que presenta la cuenta vehículos.<sup>5</sup>

En cuanto a la distribución de sus clientes por sector económico como se observa en la *Ilustración 3*, el sector más representativo del cual pertenecen sus clientes es el sector servicios con un 19%, seguido por construcción con un 15%. Cabe mencionar que el sector "Otros" está compuesto por educación, publicidad, química, forestal, transporte, automotriz, financiero, petroquímica y climatización, donde el segmento que representa mayor porcentaje es educación con un 42,3% del segmento otros.

---

<sup>5</sup> Corresponde al valor de la cuenta "Vehículos" incorporada en la partida "Propiedades, Plantas y Equipos", deducida la cuenta "Depreciación de Vehículos".

Ilustración 2  
**Evolución de colocaciones por Leasing Operativo y Valor de Cuenta Vehículos**  
 (Millones de pesos, 2014 – mar 2019)

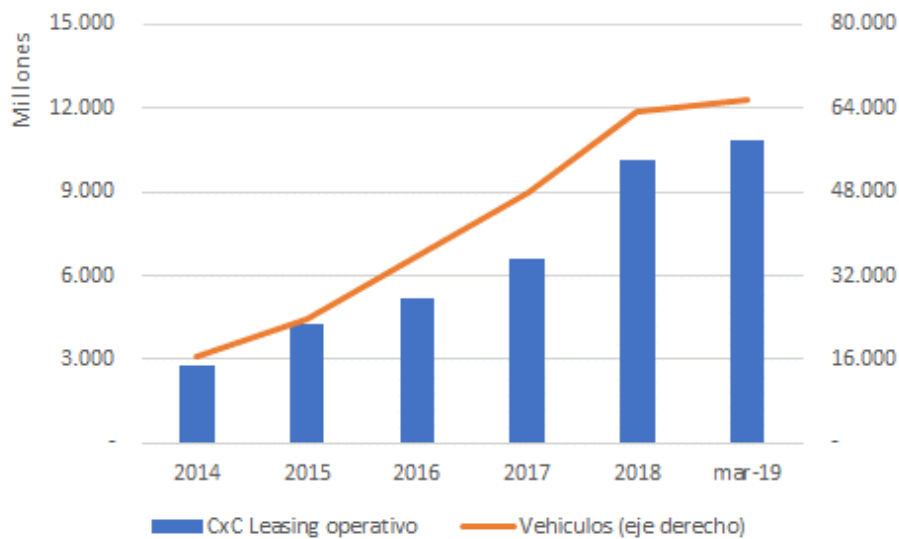
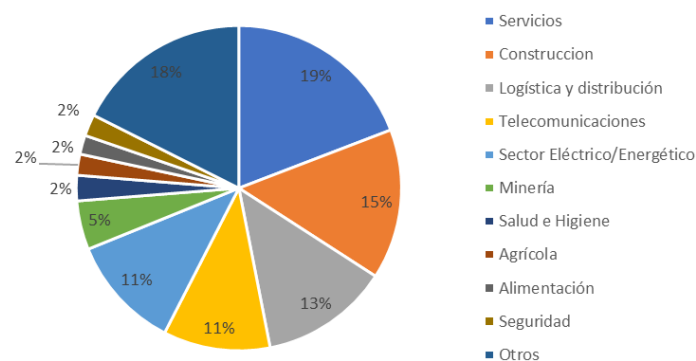


Ilustración 3<sup>6</sup>  
**Distribución sectorial por facturación estimada**  
 (Porcentaje, diciembre 2018)



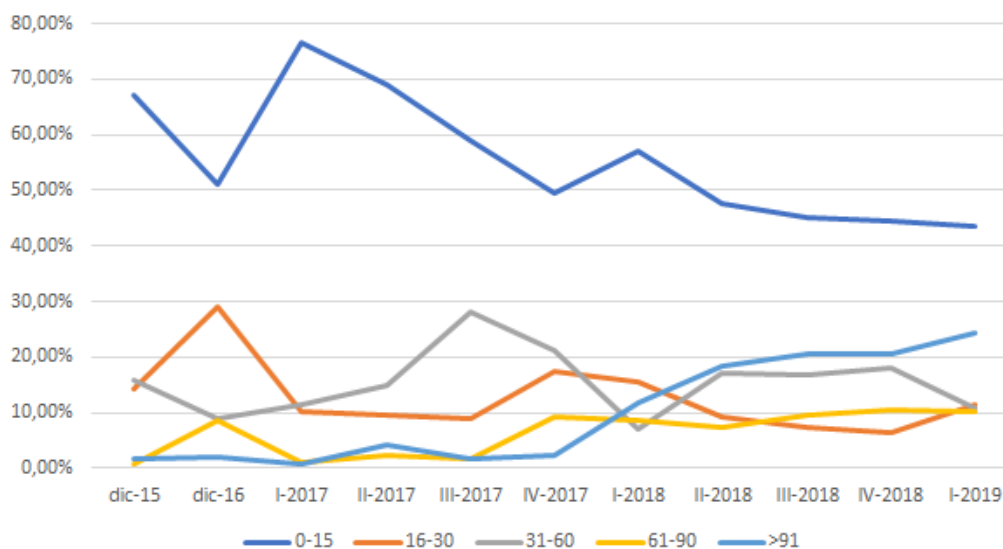
## Morosidad

A diciembre de 2018, el total de la facturación que presenta morosidad ascendía a \$ 4.577 millones, lo que representa un 52,4% del total de facturación trimestral. A diciembre de 2017, este ratio alcanzaba un 36,4% del total. La cartera morosa está compuesta en un 44,5% por atrasos menor a 15 días, que representaron \$ 2.038 millones. A la misma fecha, las provisiones alcanzaron el 74,7% de la pérdida esperada estimada por **Humphreys** y, además, las provisiones representan un 38% de la morosidad superior a 30 días. En el siguiente gráfico se presenta la evolución del índice de morosidad de la cartera total de **Gama Leasing** entre diciembre 2015 y diciembre de 2018 (las observaciones de 2017 y 2018 están por trimestres). Se observa que la mora de 0 a 15 días se ha ido reduciendo; en cambio aquella

<sup>6</sup> Información entregada por el emisor. La distribución difiere si se confecciona sobre la base del número de vehículos. No obstante, en lo grueso, se obtienen conclusiones convergentes.

superior a 90 días (mora dura, de acuerdo con el criterio de **Humphreys**) ha aumentado en 2018 en relación con 2017, estabilizándose en torno al 20%, con un leve incremento en la más reciente observación.

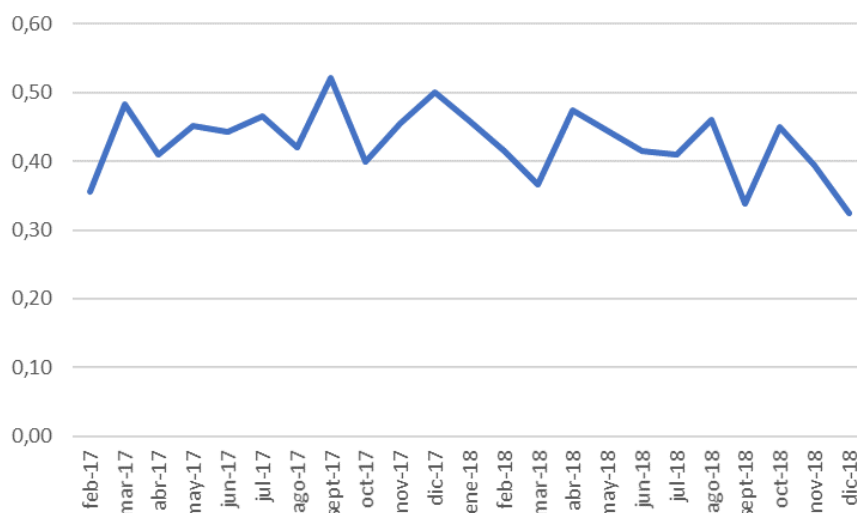
Ilustración 4  
**Morosidad total**  
(Porcentaje, diciembre 2015 – marzo 2019)



## Tasa de pago

La tasa de pago de la compañía, medida como recaudación mensual sobre la facturación del mes anterior, ha mostrado una tendencia decreciente en el período de análisis. Con todo, la tasa de pago durante el 2018 registró un promedio de 41%, lo cual quiere decir que la empresa recupera lo facturado en un periodo de casi dos meses y, de alguna forma, refleja que muchos clientes pagan continuamente, no obstante mantener una o más cuotas atrasadas. La baja en la tasa de pago va en concordancia con el aumento en la morosidad que ha experimentado la empresa. No obstante, se reconoce que el servicio de arriendo de flota que **Gama Leasing** entrega a sus clientes, corresponde a un servicio esencial para la operación de éstos lo cual facilita su cobro (aunque sea con retraso).

Ilustración 5  
**Tasa de pago total**  
 (Porcentaje, 2017 - 2018)



## Principales clientes y deudores

Los siguientes cuadros muestran la importancia relativa de los principales clientes en relación con el patrimonio de la compañía a diciembre de 2018:

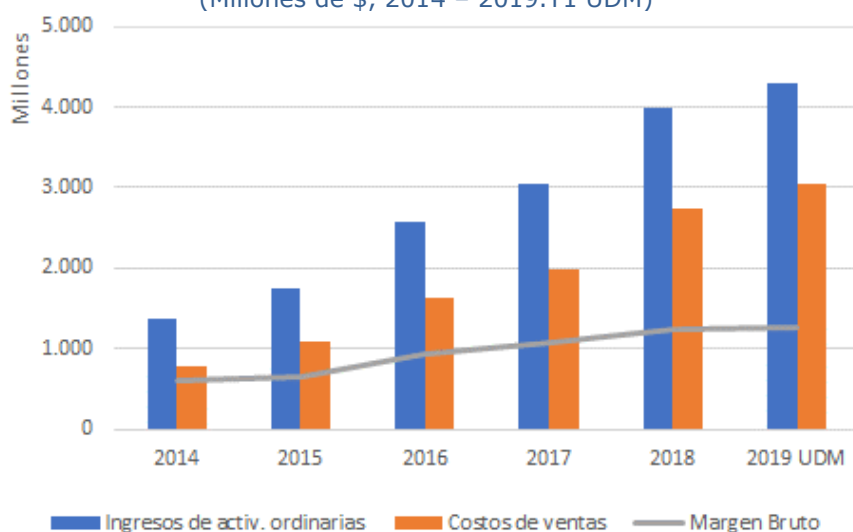
Principales clientes		
	Colocaciones (MM\$)	% Patrimonio
Principal cliente	1.262	6,5%
Cinco principales clientes	4.573	23,5%
Diez principales clientes	7.291	37,4%

## Antecedentes financieros

### Evolución ingresos y costos

Los ingresos de la compañía han presentado un crecimiento sostenido durante los últimos años, acorde a la evolución de su modelo de negocios, alcanzando en 2018 \$ 39.789 millones, lo que representa un crecimiento de un 30,2% con respecto a 2017. En cuanto a los costos de ventas también han experimentado un alza con respecto a 2017 de un 38,5%, llegando a \$ 27.442 millones en 2018. De esta manera, la empresa presenta un margen bruto en 2018 de \$ 12.347 millones, siendo un 14,9% superior a 2017 (ver *Ilustración 6*). En los doce meses finalizados en marzo de 2019 se aprecia una mantención del margen bruto, que totalizó \$12.664 millones.

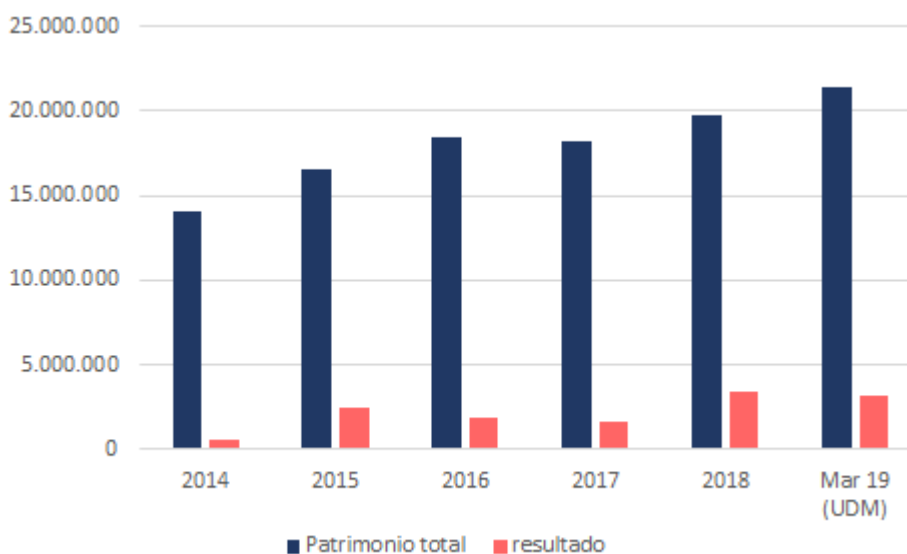
Ilustración 6  
**Evolución de Ingresos, costos de ventas y margen bruto**  
 (Millones de \$, 2014 – 2019.T1 UDM)



## Resultados y posición patrimonial

Como se observa en la *Ilustración 7*, el resultado alcanzó los \$ 3.442 millones a diciembre de 2018, lo que significa un aumento de 110% con respecto al mismo periodo del mes anterior. Por su parte, el patrimonio de la institución ha presentado una evolución positiva que ha sido constante en el período de análisis, destacando un crecimiento en el año 2018 de 8,3%. De acuerdo con esto, el nivel patrimonial de **Gama Leasing**, a diciembre de 2018, se eleva a \$ 19.765 millones, en tanto que a marzo de 2019 se elevó a \$ 21.414 millones.

Ilustración 7  
**Patrimonio y Resultado**  
 (Miles de \$, 2014 – Mar 2019 (UDM))

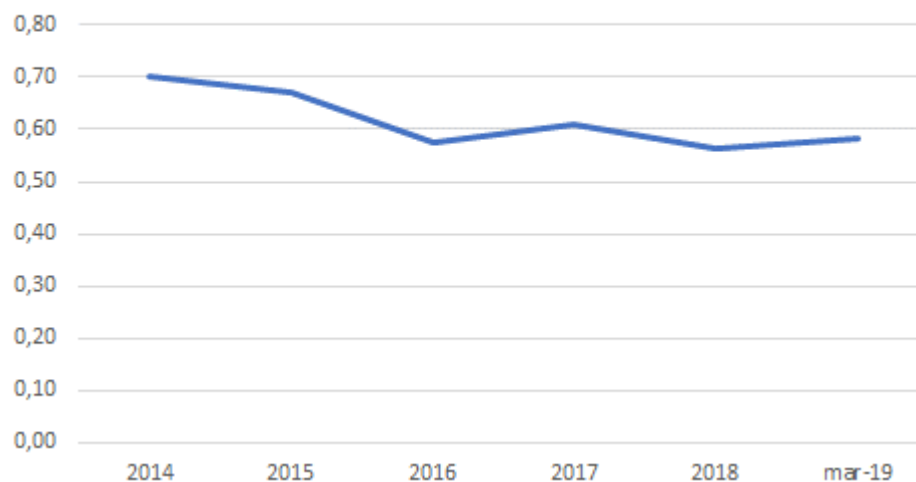




## Liquidez

La razón corriente de la compañía, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, se ha situado, en general, en torno a 0,6 veces (promedio últimos tres años). Durante diciembre de 2018 indicador se situó en 0,57 veces que se incrementó ligeramente a 0,58 veces en la más reciente observación de marzo de 2019. Se estima que con la emisión del bono este indicador debería incrementarse.

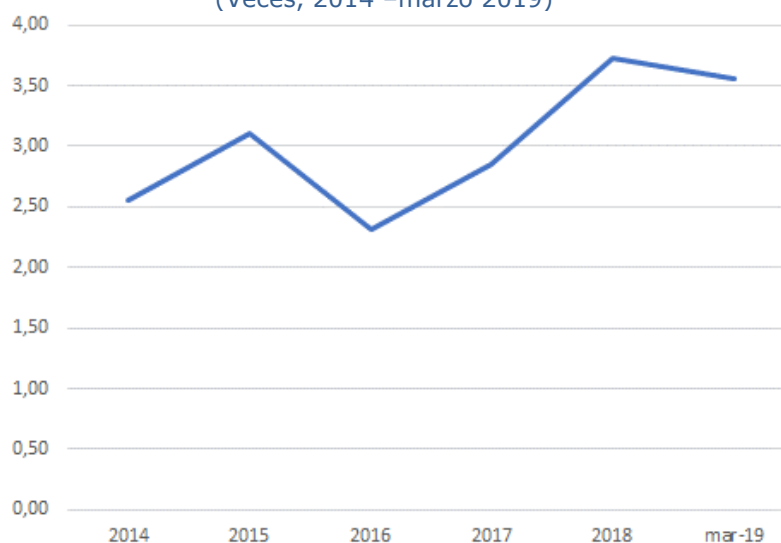
Ilustración 8  
**Razón corriente**  
 (Veces, 2014 – marzo 2019)



## Endeudamiento

El nivel de endeudamiento relativo de la compañía, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha presentado un incremento en los últimos períodos, alcanzando una razón de 3,7 veces a diciembre de 2018, que se reduce a 3,55 veces en la más reciente observación de marzo de 2019. El aumento del indicador se debe a un alza en los pasivos de la entidad, principalmente por incrementos en la deuda financiera para el aumento de *stock* de vehículos de **Gama Leasing**.

Ilustración 9  
**Pasivo exigible sobre patrimonio**  
(Veces, 2014 –marzo 2019)



## Rotación de cuentas por cobrar

De acuerdo con la información disponible en los estados financieros, el índice de rotación de cuentas por cobrar <sup>7</sup> se incrementó hasta el año 2017 como se muestra en la *Ilustración 10*, aumentando el indicador de 1,45 a 3,68 entre los años 2015 y 2017. En el año 2018 este indicador presentó una baja llegando a diciembre de 2018 a un valor de 2,86. A inicios de 2019, este indicador se incrementa levemente a 2,97 veces.

En cuanto a los días de cobranza<sup>8</sup>, como se muestra en la *Ilustración 11*, llega a 128 días en diciembre de 2018, que se reduce marginalmente a 123 días en marzo de 2019. El promedio de los últimos años alcanza los 130 días.

<sup>7</sup> Rotación de Cuentas por Cobrar = Ingresos Operacionales / Deudores y Cuentas por Cobrar Corrientes.

<sup>8</sup> Días de Cuentas por Cobrar = 365 / Rotación de Cuentas por Cobrar.

Ilustración 10  
**Rotación CxC**  
(Veces, 2015 –marzo 2019)

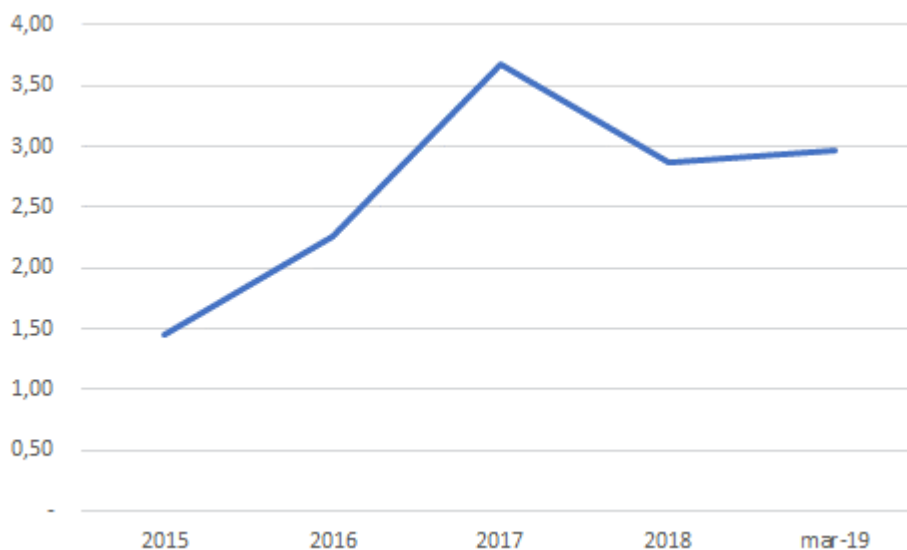
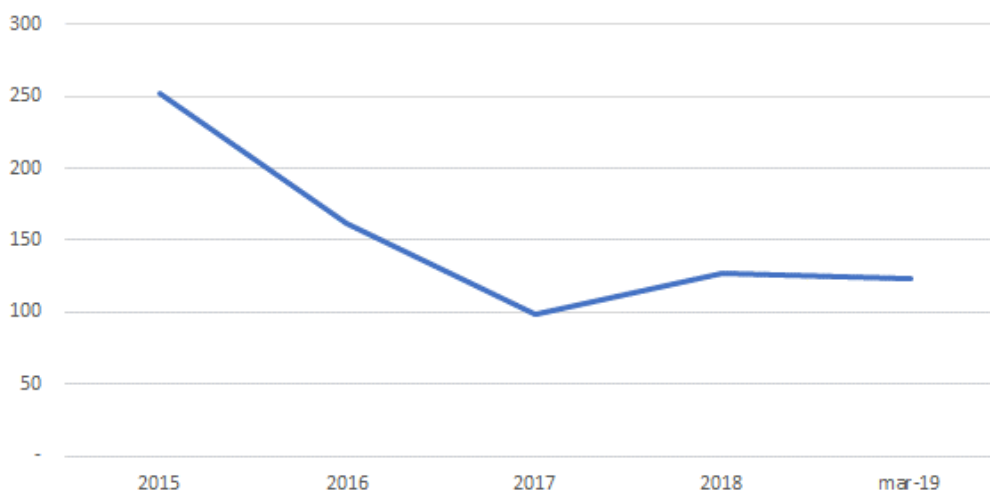


Ilustración 11  
**Días de Cobranza**  
(Días, 2015 –marzo 2019)



## Rentabilidad

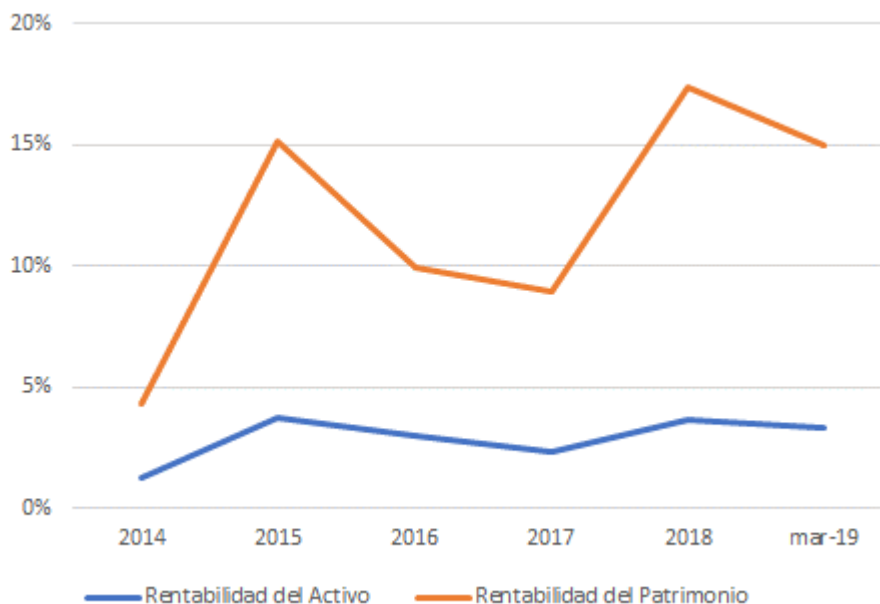
La rentabilidad de la compañía presenta una evolución acorde a los resultados exhibidos, producto del aumento de las colocaciones y de los ingresos. El retorno del patrimonio<sup>9</sup> alcanza un 17,4% para el periodo 2018, y 15% para el año móvil finalizado en marzo de 2019. Cabe mencionar que este ratio ha presentado oscilaciones durante los periodos analizados mostrando una baja en los años 2016 y 2017, lo que se explica principalmente por una disminución en los resultados de dichos periodos. Por su parte, la rentabilidad de los activos<sup>10</sup> presenta un comportamiento más estable que la rentabilidad del patrimonio,

<sup>9</sup> Utilidad del ejercicio sobre patrimonio total promedio.

<sup>10</sup> Resultado del período sobre activos totales promedio.

a diciembre de 2018 este ratio toma el valor de 3,7%, que se reduce a 3,3% en marzo de 2019, como se observa en la *Ilustración 12*.

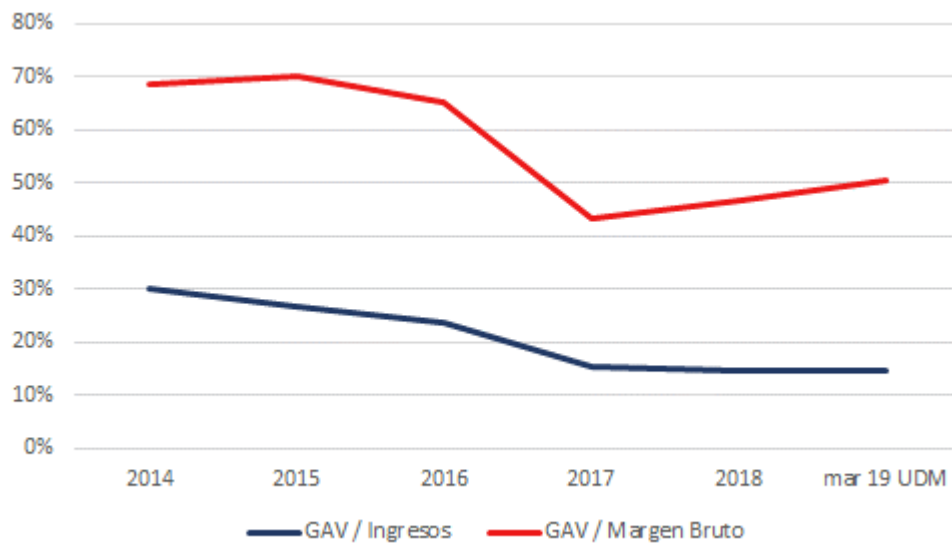
**Ilustración 12**  
**Rentabilidad**  
(Porcentaje, 2014 - marzo 2019)



## Eficiencia

Los indicadores de eficiencia, medidos como gastos de administración (GAV) sobre ingresos y sobre margen bruto, mostraron una caída entre 2014 y 2018, explicado principalmente por los aumentos en los ingresos de la compañía, alcanzando niveles en torno al 30% (GAV sobre ingresos) y 70% (GAV/Margen Bruto) en el año 2015 (GAV sobre margen bruto), que se reducen a niveles de 14,5% y un 46,6% respectivamente en diciembre de 2018. Posteriormente, en marzo de 2019 el GAV/Ingresos exhibe un valor de 14,8%, en tanto que el GAV/Margen Bruto se incrementa a 50,4%.

Ilustración 13  
**Niveles de eficiencia**  
(Porcentaje, 2014 - marzo 2019)



"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."