



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analistas
José Manuel Eléspuru P.
Carlos García B.
Tel.: (56) 22433 5200
jose.elespuru@humphreys.cl
carlos.garcia@humphreys.cl

Gama Servicios Financieros S.A.

Julio 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono (56) 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Línea de bonos Tendencia	A- En Observación
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de marzo de 2020

Estado de Situación Financiera						
M\$ de cada período	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar -20
Activos corrientes	20.319.278	15.733.602	16.251.364	22.466.134	39.263.144	40.403.698
Activos no corrientes	47.759.827	45.043.465	53.933.734	71.109.643	79.628.752	85.205.380
Total activos	68.079.105	60.777.067	70.185.098	93.575.777	118.891.896	125.609.078
Pasivos corrientes	30.247.572	25.932.772	26.711.354	39.736.721	60.728.279	63.680.241
Pasivos no corrientes	21.240.503	16.421.490	25.217.482	34.073.582	35.165.624	38.161.809
Total de pasivos	51.488.075	42.354.262	51.928.836	73.810.303	95.893.903	101.842.050
Patrimonio total	16.591.030	18.422.805	18.256.262	19.765.474	22.997.993	23.767.028
Total patrimonio y pasivos	68.079.105	60.777.067	70.185.098	93.575.777	118.891.896	125.609.078
Deuda financiera ¹	31.322.154	32.194.367	44.858.383	61.605.290	78.942.746	84.457.134

Estado de Resultados Integrales							
M\$ de cada período	2015	2016	2017	2018	2019	Mar-19	Mar-20
Ingresos de activ. ordinarias	17.426.710	25.661.300	30.560.329	39.789.214	50.062.550	11.578.558	14.351.373
Costo de ventas	10.827.335	-14.404.379	-19.818.725	-27.441.893	-35.778.729	-8.371.988	-9.775.182
Ganancia bruta	6.599.375	11.256.921	10.741.604	12.347.321	14.283.821	3.206.570	4.576.191
Gastos de administración	-4.632.772	-5.857.363	-4.664.847	-5.754.448	-6.969.700	-1.743.374	-2.422.306
Ganancia, antes de impuesto	2.113.671	3.595.665	2.832.672	3.252.650	3.222.785	878.552	536.144
Gasto por imppto. a ganancias	396.108	-1.763.890	-1.199.215	189.081	-79.926	-262.464	232.891
Ganancia	2.509.779	1.831.775	1.633.457	3.441.731	3.142.859	616.088	769.035

¹ Considera las cuentas "Otros pasivos financieros, corrientes y no corrientes".

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), 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 2019, la sociedad presentaba activos por \$ 118.892 millones, donde los activos más importantes son Propiedad, Planta y Equipo la cual representa 64,7% (\$ 76.938 millones) de los activos totales, seguido por las cuentas por cobrar las cuales representan un 13,4% (\$ 15.945 millones), concentrándose mayoritariamente en el corto plazo. La deuda financiera de **Gama Servicios Financieros S.A.** asciende a \$ 78.943 millones, además cuenta con \$ 22.998 millones de patrimonio. La estructura del balance de la empresa le permitió generar, durante el 2019, un ingreso y una ganancia de \$50.063 millones y \$ 3.143 millones, respectivamente.

Durante el primer trimestre de 2020 la sociedad presentó activos por \$125.609 millones, de los cuales \$82.593 corresponde a Propiedades, Planta y Equipo, en tanto que las cuentas por cobrar ascienden a \$22.043 millones. La deuda financiera ascendía a \$84.457 millones, en tanto que el patrimonio totalizó \$23.767 millones. Durante el período los ingresos totalizaron \$14.351 millones, mientras que la ganancia ascendió a \$769 millones.

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, los 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 financieros² (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 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). Cabe mencionar, que este riesgo está atenuado por la compañía, ya que dado su tamaño y reputación logra generar condiciones competitivas para con sus pares.

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

Dado lo anterior, en opinión de la clasificadora, dentro de los desafíos de la entidad está en mejorar su posición de liquidez contable, considerando que el indicador de liquidez corriente ha sido inferior a uno en todo el período de evaluación. 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, cabe mencionar que este riesgo está relativamente atenuado por la compañía por la correcta diversificación de clientes y sectores económicos que atiende.

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.

En relación con la crisis asociada al Covid-19, en opinión de la clasificadora, **Gama Leasing** cuenta con una liquidez suficiente para ser frente a la crisis, esto se suma que según la información entregada por la compañía, se están tomando medidas para reforzar su liquidez. Con todo, no se descarta un deterioro en el balance de la compañía, lo cual sería totalmente consistente con la gravedad de la crisis, pero que no implicaría afectar la viabilidad del negocio.

Sin perjuicio de lo anterior, se mantiene la tendencia "*En Observación*" producto de que la clasificadora precisa verificar en los hechos el comportamiento de la demanda de la empresa, tanto en el comportamiento de pago como en su capacidad de continuar contratando los servicios en las condiciones actuales. Además, gran parte de los ingresos de la compañía provienen de la liquidación de activos (vehículos), pudiendo producirse una caída en los precios de liquidación y un incremento en los plazos de venta. Todo lo anterior pudiendo producir un aumento del nivel de deuda de la compañía y por ende el deterioro de su indicador y clasificación.

² Al menos en un grado tal que pueden ser soportados por el patrimonio 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.
- 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).
- Necesidad constante de financiamiento.
- Fondeo poco atomizado.
- Alto nivel de competencia en la industria.

Resultados recientes

Enero-diciembre 2019

De acuerdo con los estados financieros al cierre del año 2019, la compañía obtuvo ingresos de actividades ordinarias por \$ 50.063 millones, lo que representó un crecimiento de 25,8% respecto a la cifra registrada en 2018. En el mismo período, los costos de ventas ascendieron a \$ 35.779 millones, significando un aumento de 30,4% en relación con el mismo periodo del año anterior, en tanto los gastos de administración y ventas llegaron a \$ 6.970 millones, lo que representa el 13,9% de los ingresos del período (14,5% en 2018).

Con todo, el resultado del ejercicio 2019 registró una ganancia por \$ 3.143 millones, cifra que es un 8,7% inferior a lo presentado en 2018 (\$ 3.442 millones).

A diciembre de 2019, **Gama Leasing** poseía activos por \$ 125.609 millones, con cuentas por cobrar netas por \$ 15.945 millones, vehículos para la operación valorizados en \$ 71.821 millones y para la venta en \$ 5.508 millones. La deuda financiera ascendía a aproximadamente \$ 78.943 millones, mientras que el patrimonio llegaba a \$ 22.998 millones.

Enero-marzo 2020

Durante el primer trimestre de 2020 la compañía obtuvo ingresos de actividades ordinarias por \$ 14.351 millones, lo que representó un crecimiento de 23,9% respecto al mismo trimestre del año anterior. En el mismo período, los costos de ventas ascendieron a \$ 9.775 millones, significando un aumento de 16,8% en relación con el mismo periodo del año anterior, en tanto los gastos de administración y ventas llegaron a \$ 2.422 millones, lo que representa el 16,9% de los ingresos del período (15,1% en el primer trimestre de 2019).

Con todo, el resultado del primer trimestre de 2020 registró una ganancia por \$ 769 millones, cifra que se compara favorablemente con la exhibida en el primer trimestre de 2019 (\$ 616 millones).

A marzo de 2020, **Gama Leasing** poseía activos por \$ 125.609 millones, con cuentas por cobrar netas por \$ 22.043 millones, vehículos para la operación valorizados en \$ 77.386 millones y para la venta en \$ 5.364 millones. La deuda financiera ascendía a aproximadamente \$ 84.457 millones, mientras que el patrimonio llegaba a \$ 23.767 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 En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar de forma positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

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. Al primer trimestre de 2020 este indicador toma un valor de -1,69% (pérdida esperada calculada por Humphreys menos provisiones determinadas por la empresa sobre patrimonio), lo cual significa que las provisiones de la compañía superan a la pérdida esperada estimada por **Humphreys**. 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, diseñando planes anuales, sujeto a seguimientos trimestrales.

³ La pérdida esperada utilizada por **Humphrey** 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.

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 ocho talleres propios y 29 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 Eurocarleasing, 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).

Activo subyacente: La compañía, dado su negocio, 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.

Factores de riesgo

Bajo nivel de liquidez: La empresa posee un bajo nivel de liquidez, exhibiendo este indicador un valor de 0,63 veces a marzo de 2020 y, si consideramos un promedio de los últimos tres años, su liquidez promedio alcanza un valor de 0,62, por lo cual la empresa no podría responder a más del 62% aproximadamente de sus obligaciones en el corto plazo (bajo el supuesto de exigibilidad, sin capacidad de renovación). Cabe mencionar que este riesgo puede ser mitigado por la liquidez que pueda generar la compañía por la venta de vehículos que terminan su ciclo de negocio.

Alta proporción de su facturación con algún grado de morosidad: A marzo de 2020 la facturación de la empresa presenta una morosidad de 32,9% (inferior a lo presentado en diciembre 2018 y 2019 que fue de 52,2% y 33,1% respectivamente), en tanto que, al mismo periodo del año anterior, era de 37,4%. 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. Este riesgo es atenuado por la correcta diversificación por sector económico y clientes que presenta la compañía.

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 2017 y marzo de 2020 se observa un aumento de un 72,3% en la flota y un alza de un 88,3% de la deuda financiera.

Fondeo poco atomizado: El principal banco representa el 40,1% de la deuda de la compañía, los cinco principales el 82,5%, 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 dentro de los cinco principales actores de la industria.

Antecedentes generales

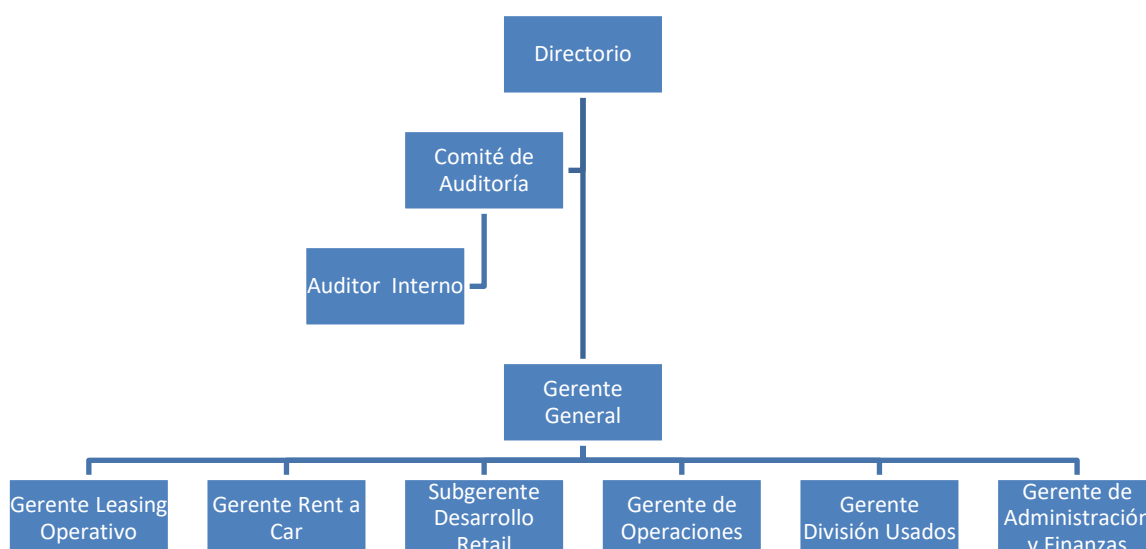
La compañía

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

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

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

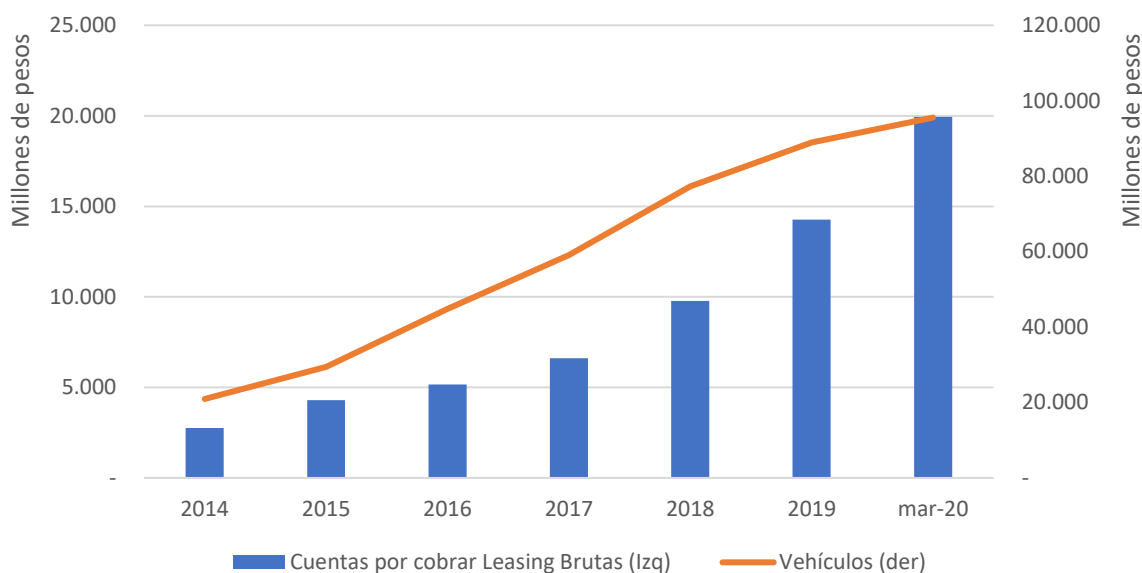


Evolución de cuentas por cobrar⁴

En la Ilustración 1 se observa la evolución de las cuentas por cobrar de leasing operativo de la compañía, las cuales han mostrado una clara alza en el tiempo, ratificando el aumento de la flota y la deuda financiera ejercido por la compañía en los últimos años. A marzo de 2020 las cuentas por cobrar de leasing operativo de la compañía llegan a \$ 19.935 millones, representando un aumento de un 39,7% con respecto a diciembre 2019. Cabe mencionar que dichas cuentas por cobrar a marzo representan el 85% de las cuentas por cobrar totales de la compañía y en promedio los tres años representa un 83,1%.

La constante alza explicada anteriormente también se extrapola a los vehículos de la compañía donde desde 2015 a marzo de 2020 ha tenido un crecimiento promedio anual de un 29,7%, a marzo de 2020 la cuenta vehículos llevo a \$ 95.530 millones, siendo un 7,4% superior a lo presentado en diciembre de 2019.

Ilustración 1
Evolución cuentas por cobrar Leasing Operativo y vehículos
(Millones de pesos, 2014 - mar 2020)

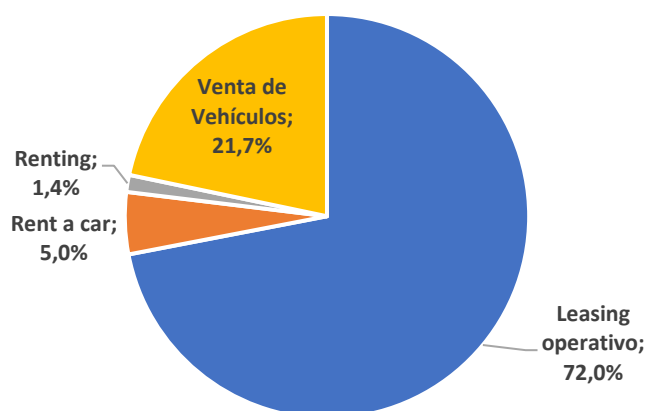


Diversificación de ingresos

Gama Leasing opera en diversas líneas de negocios, las cuales, según su propia definición en los estados financieros, son: leasing operativo, renting, rent a car y venta de vehículos, de los cuales leasing operativo tiene la mayor proporción de los ingresos llegando a marzo de 2020 a 72%, seguido por venta de vehículos con un 21,7%.

⁴ Se consideraron solo las cuentas por cobrar de leasing operativo (principal negocio de la compañía).

Ilustración 2
Distribución de ingresos
(Porcentaje, marzo 2020)



Administración de cuentas por cobrar

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

Gama 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.

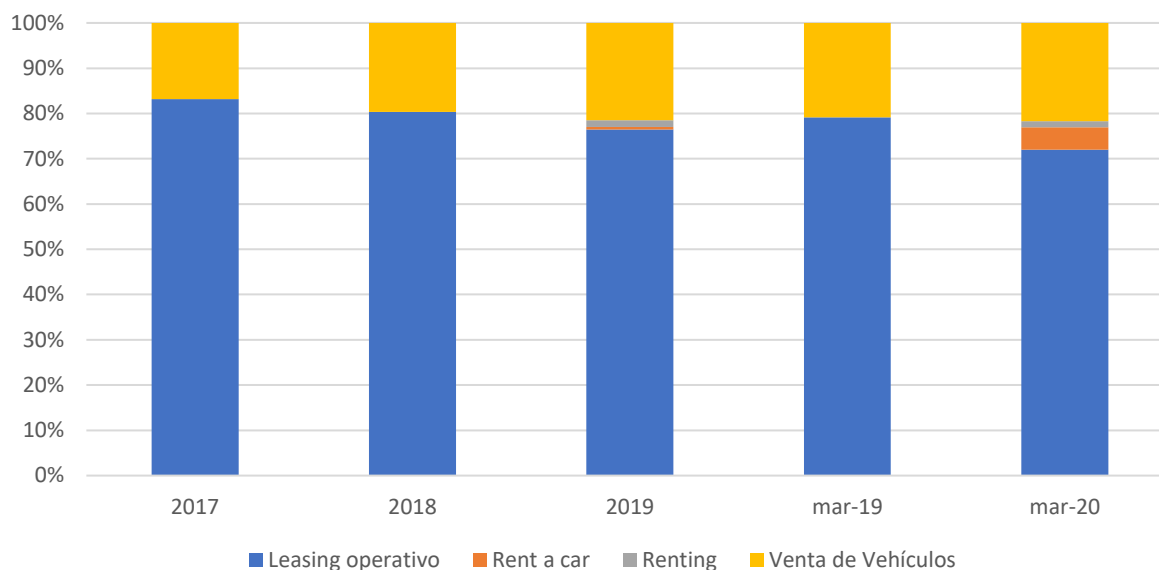
Los servidores están conectados a una red energética que garantiza el funcionamiento y continuidad operacional en caso de cortes en el suministro.

Líneas de negocio

Gama Leasing según sus estados financieros presenta cuatro segmentos operativos: *leasing operativo*, *venta de vehículos*, *rent a car* y *renting*. De ellas, la que mayor proporción de los ingresos consolidados representa a marzo de 2020 es *leasing operativo* con 72% (79,1% en marzo de 2019), seguido por la venta de vehículos con un 21,7% (20,9% durante el primer trimestre del año 2019). No obstante, el modelo de negocio de la sociedad se centra en el *leasing operativo*.

Cabe mencionar que el negocio de *rent a car* y el de *renting*, iniciaron su operación en octubre de 2019.

Ilustración 3
Distribución de Ingresos
 (Porcentaje, 2017- mar 2020)



A continuación, se definen los cuatro 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, 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 32,4 meses.

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. 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.

Rent a car

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

Este segmento operativo esta en funcionamiento desde octubre de 2019, mediante la adjudicación de la franquicia alemana SIXT, cuenta con una flota de 400 vehículos en diversas sucursales del país como son Antofagasta, Calama, La Serena, Aeropuerto de Santiago y de Puerto Montt.

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.

Evolución cuentas por cobrar Leasing Operativo y flota

En la *Ilustración 2* se observa la evolución de las cuentas por cobrar⁵ por leasing operativo de la compañía, que a marzo de 2020 ascienden a \$ 19.935 millones. Este valor representa un crecimiento del 39,7% con respecto a diciembre de 2019, 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.⁶ Las cuentas por cobrar han aumentado un 201,8% de 2017 a la fecha y la cuenta vehículos ha tenido un aumento de un 61,9%.

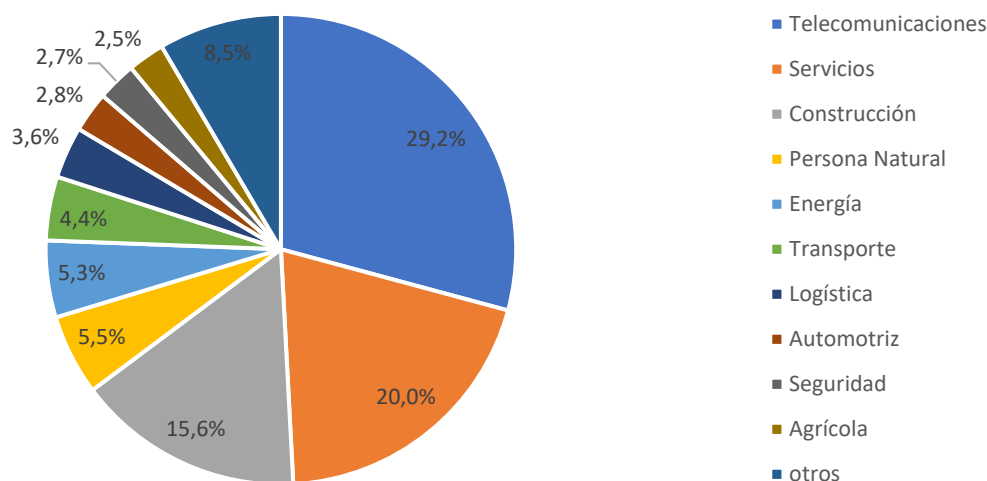
En cuanto a la distribución de sus clientes por sector económico como se observa en la *Ilustración 5*, el sector más representativo del cual pertenecen sus clientes es el sector telecomunicaciones con un 29,2%, seguido por servicios con un 20%.



⁵ Se consideran las cuentas por cobrar brutas (sin resto de provisiones).

⁶ Corresponde al valor de la cuenta "Vehículos" incorporada en la partida "Propiedades, Plantas y Equipos", deducida la cuenta "Depreciación de Vehículos".

Ilustración 5⁷
Distribución sectorial por colocación de vehículos en los últimos doce meses
(%)



Morosidad

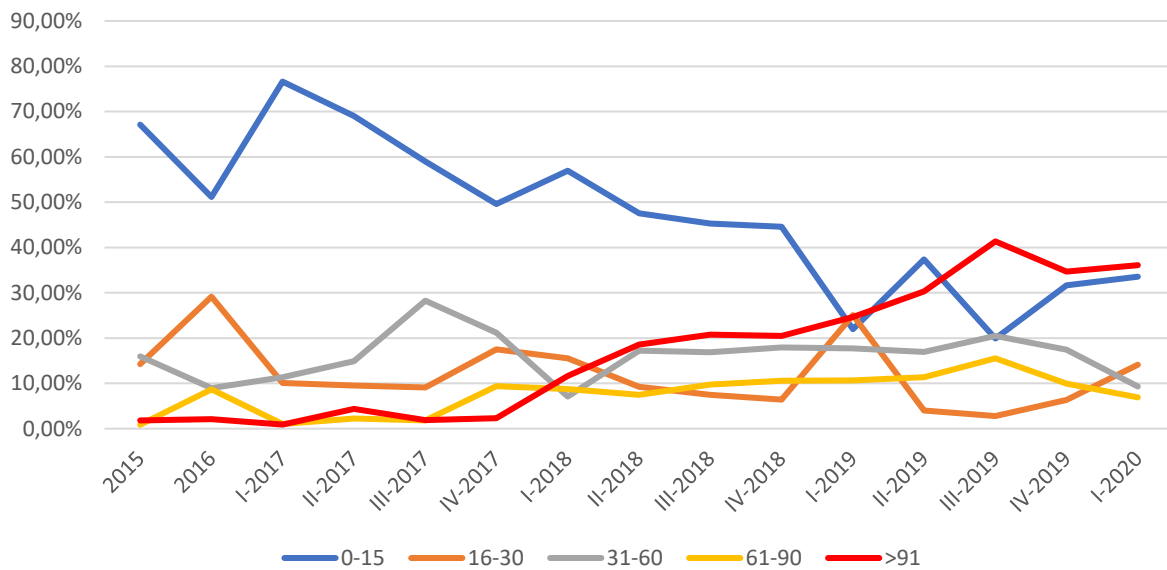
A marzo de 2020, la morosidad ascendía a \$ 4.862 millones, lo que representa un 32,8% del total cuentas por cobrar de leasing, este ratio ha vuelto a estar en niveles normales para la compañía, ya que en diciembre de 2018 llegó a su porcentaje más alto alcanzando un 52,2%.

La cartera morosa está compuesta en un 33,5% por atrasos menor a 15 días, que representaron \$ 1.630 millones. Cabe mencionar que en todos los periodos observados la compañía mantiene un nivel de provisiones compatibles por el utilizados por **Humphreys** para efecto de sus análisis interno, determinado sobre la base de asignar una perdida esperada de acuerdo con los niveles de morosidad.

En la Ilustración 6 se presenta la evolución de los tramos de morosidad de la cartera total de **Gama Leasing** entre diciembre 2015 y marzo 2020 (las observaciones desde 2017 están por trimestres). Se observa que la mora de 0 a 15 días se ha ido reduciendo; en cambio aquella superior a 90 días (mora dura, de acuerdo con el criterio de **Humphreys**) ha ido en aumento desde 2018 a la fecha, llegando a marzo de 2020 a un 36,1% de la mora. Cabe mencionar que este aumento del tramo de mora sobre 90 días se debe a un conjunto de clientes que deterioraron su capacidad de pago, por ello en mayo de 2020 la compañía decidió castigar dichas operaciones, reduciendo la morosidad para este tramo a un 25,8% de la cartera total.

⁷ Información entregada por el emisor, se considera el número de colocaciones de vehículos de los últimos doce meses.

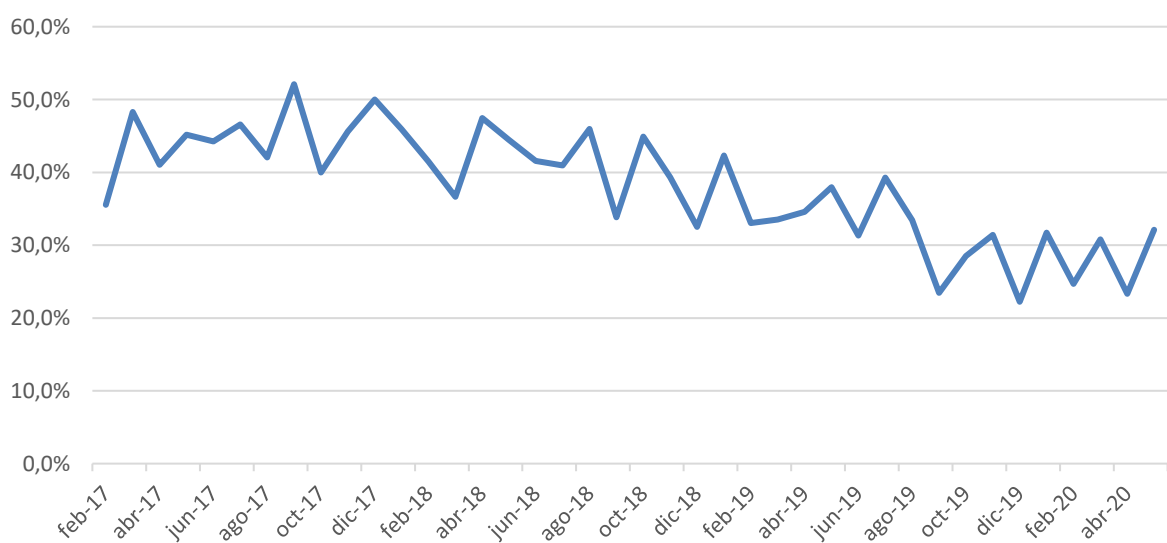
Ilustración 6
Distribución morosidad
 (Porcentaje, diciembre 2015-marzo 2020)



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 mayo 2019 y mayo 2020 registró un promedio de 30%, lo cual quiere decir que la empresa recupera lo facturado en un periodo de casi 3,3 meses, cabe destacar que la compañía tiene clientes con facturación a 30, 60 y 90 días, teniendo una condición de pago promedio ponderada de 40 días. 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.

Ilustración 7
Tasa de pago Total
 (Porcentaje, 2017-mayo 2020)



Principales clientes y deudores

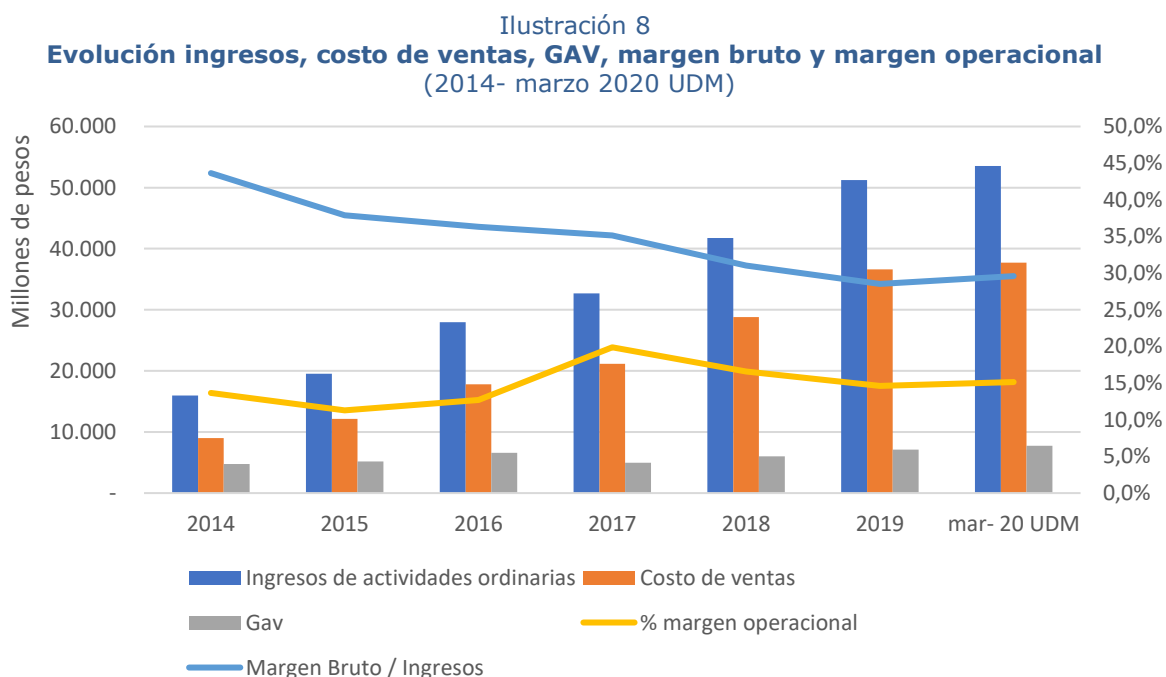
Los siguientes cuadros muestran la importancia relativa de los principales clientes en relación con el patrimonio de la compañía a marzo 2020:

Principales clientes		
	Cuentas por cobrar (MM\$)	% Patrimonio
Principal cliente	1.001	4,2%
Cinco principales clientes	4.013	16,9%
Diez principales clientes	7.186	30,2%

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 marzo 2020 \$ 53.556 millones, en términos anualizados, lo que representa un crecimiento de un 4,5% con respecto a 2019 y un 19,1% con respecto a marzo 2019. En cuanto a los costos de ventas, también anualizado, llegan a \$ 37.695 millones en marzo 2020. De esta manera, la empresa presenta un margen bruto de \$ 15.860 millones, en cuanto a los gastos de administración, ascienden a \$ 7.745 millones. Como se puede ver en la Ilustración 8, los márgenes relativos, tanto operacionales como brutos, han tenido un leve descenso desde 2017 en adelante, llegando a marzo 2020 anualizado a 29,6% el margen bruto y el margen operacional a 15,2%.



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 4,29 veces a marzo 2020, la cual es la más alta en el periodo observado. El aumento del indicador se debe a un alza en los pasivos de la entidad, principalmente por incrementos en la deuda financiera para financiar el crecimiento del *stock* de vehículos de **Gama Leasing**.

En cuanto al perfil de vencimiento se ve a simple vista que la compañía no podría solventar los vencimientos de los años 2020 y 2021 con su generación de EBITDA. Sin embargo, la capacidad de generación de caja se ve complementada fuertemente por la venta de los autos usados, que le aporta el flujo adicional para hacer cumplimiento a sus compromisos de deuda. Esta venta la conforma el inventario corriente más todas las unidades que culminan su vida útil en el periodo analizado.

Ilustración 9
Pasivo exigible sobre patrimonio
(Veces, 2014- marzo 2020)

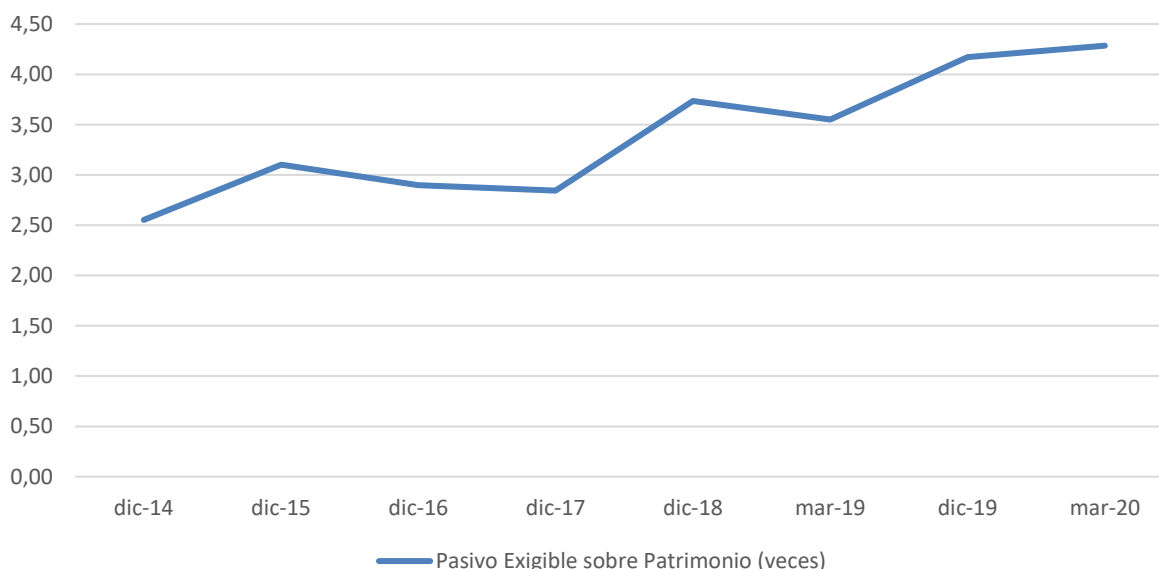
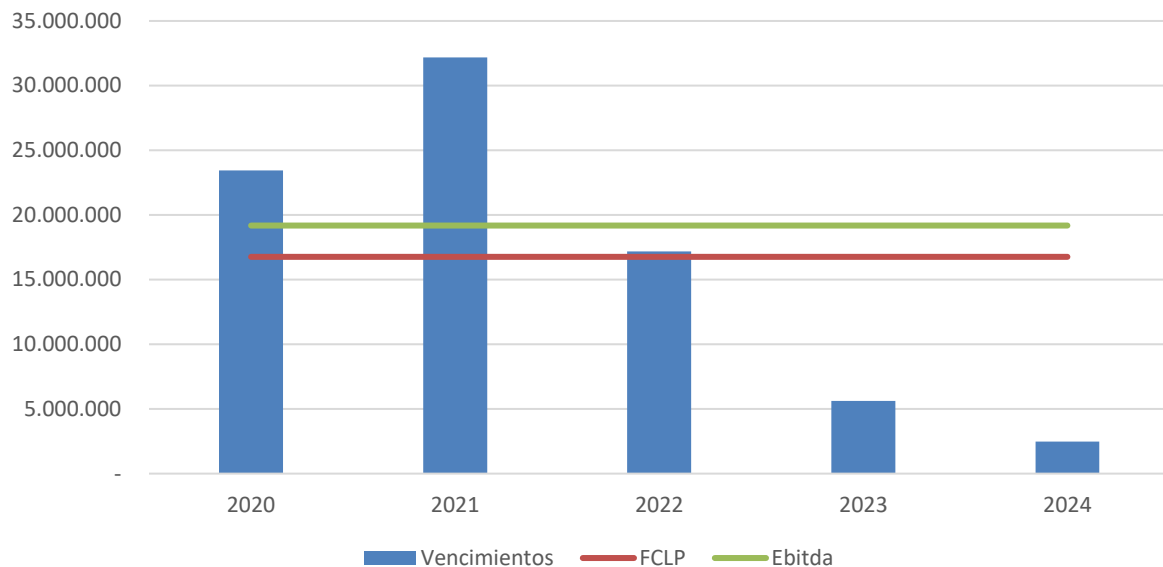


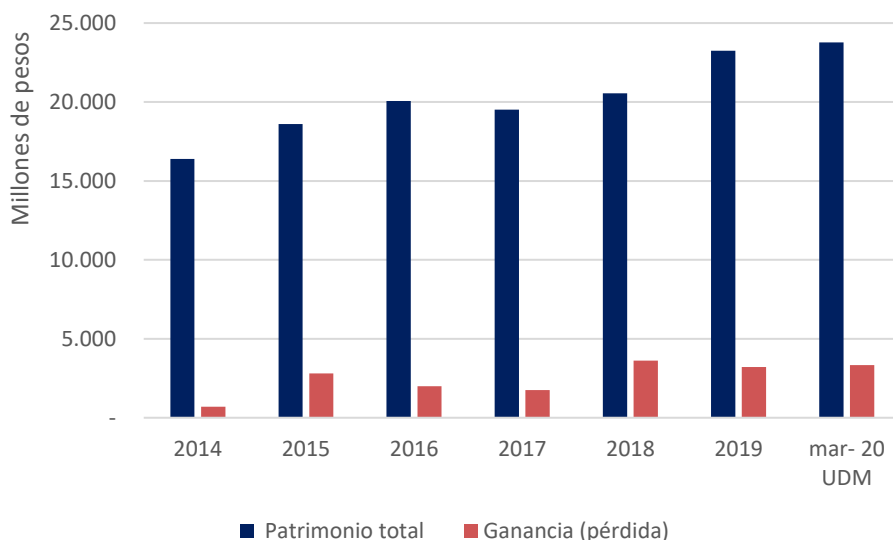
Ilustración 10
Perfil de vencimientos
 (2020-2024)



Resultados y posición patrimonial

Como se observa en la Ilustración 11, el resultado alcanzó los \$ 3.339 millones a marzo 2020, anualizado, lo que significa una disminución de un 0,6% con respecto al mismo periodo del año 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 a marzo de 2020 de 6,8%, con respecto al mismo periodo de 2019. De acuerdo con esto, el nivel patrimonial de **Gama Leasing**, a marzo 2020, se eleva a \$ 23.767 millones.

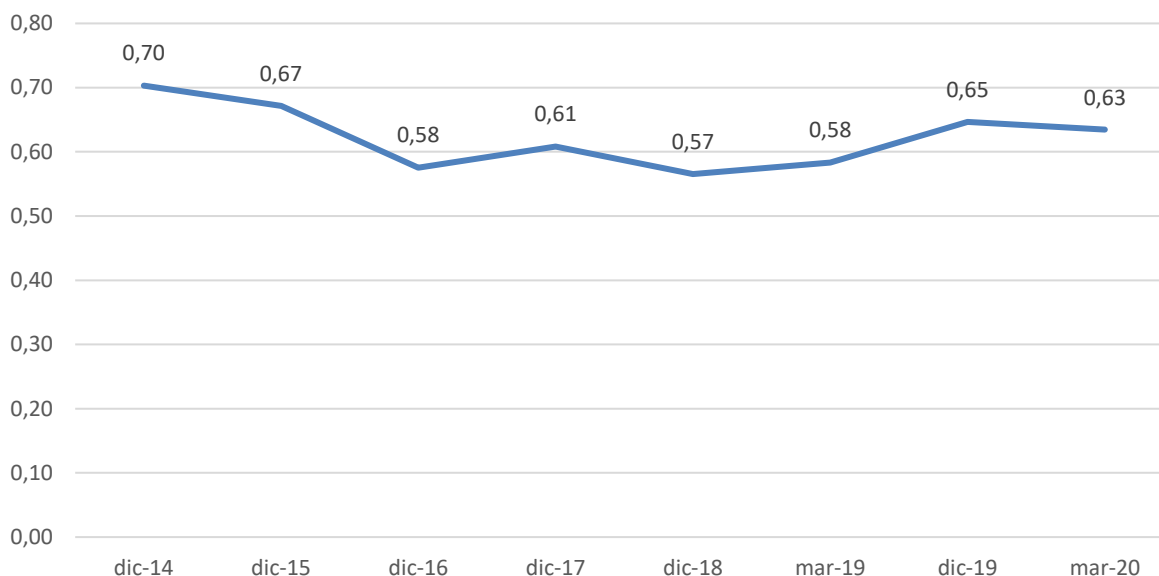
Ilustración 11
Patrimonio y Resultado
 (Millones de pesos, 2014- marzo 2020 UDM)



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 2019 indicador se situó en 0,65 veces que disminuyó ligeramente a 0,63 veces en la más reciente observación de marzo de 2020. Se estima que con la emisión del bono este indicador debería incrementarse.

Ilustración 12
Razón Corriente
(Veces, 2014-marzo 2020)



Rentabilidad

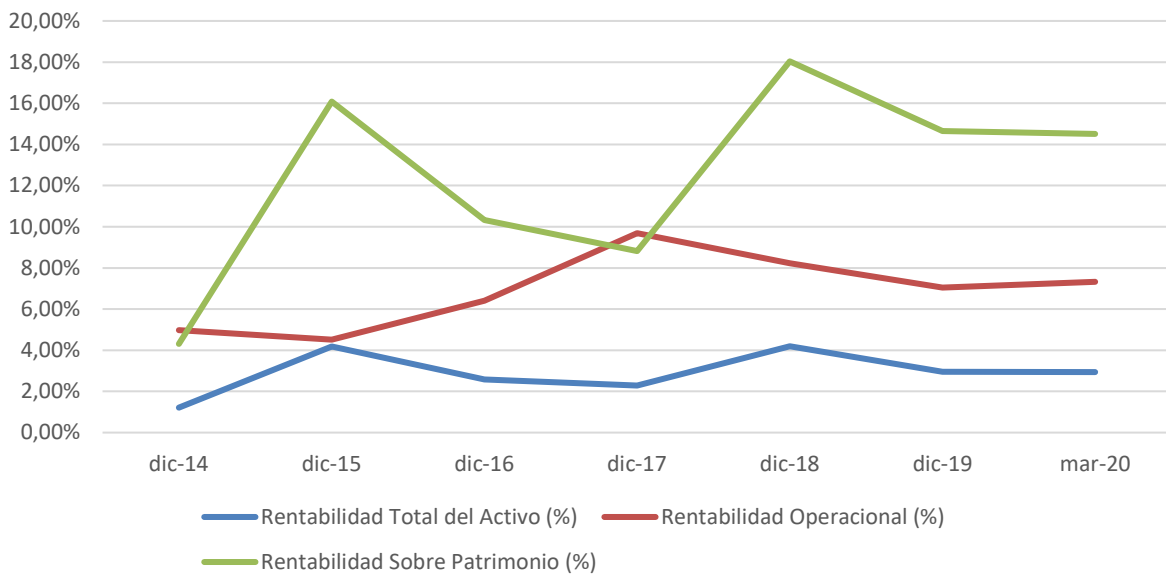
En la Ilustración 13 se puede observar la evolución de las rentabilidades. El retorno del patrimonio⁸ alcanza un 14,66% para el periodo 2019, y 14,51% para el año móvil finalizado en marzo de 2020. Cabe mencionar que este ratio ha presentado oscilaciones durante los periodos analizados mostrando una 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 activos⁹ a diciembre de 2019 toma el valor de 2,95%, que se reduce a 2,94% en marzo de 2020 año móvil. En cuanto a la rentabilidad operacional¹⁰ llega a diciembre de 2019 a 7,05% y al año móvil de marzo 2020 a 7,32%.

⁸ Utilidad del ejercicio sobre patrimonio total promedio.

⁹ Resultado del período sobre activos totales promedio.

¹⁰ Resultado operacional / Activos Corrientes Promedio + Propiedades Planta y Equipo Promedio

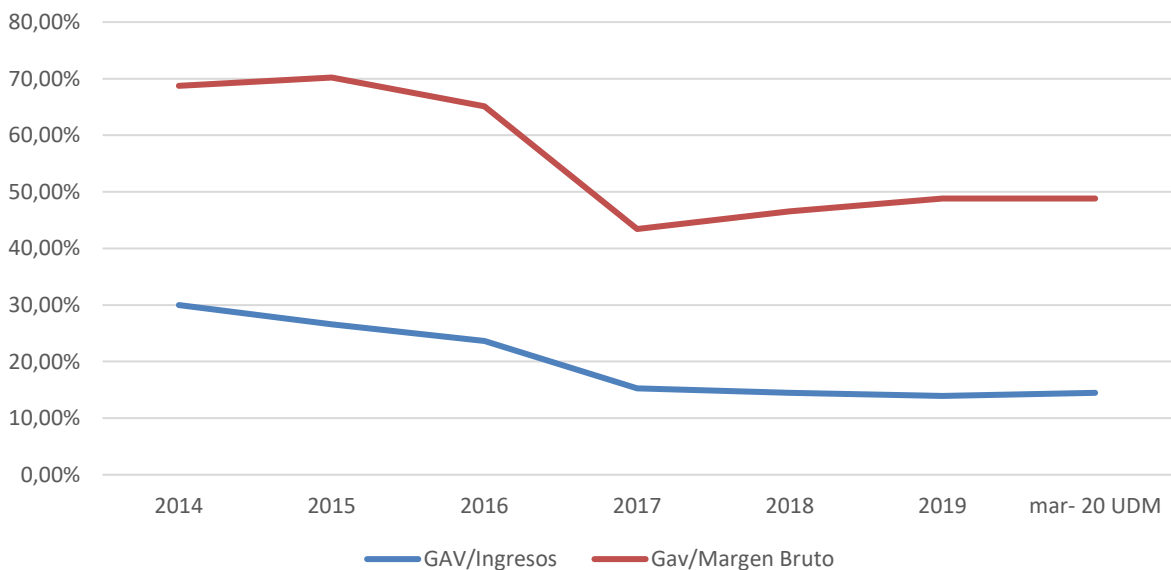
Ilustración 13
Rentabilidades
(Porcentaje, 2014- mar 2020 UDM)



Eficiencia

Como se ve en la Ilustración 14 se pueden ver los indicadores de eficiencia, medidos como gastos de administración (GAV) sobre ingresos y sobre margen bruto. Ambos indicadores han mostrado un claro descenso desde 2014 a marzo de 2020; así en 2014 el índice era de 30% y a marzo de 2020, año móvil, se encuentra en 14,5%. En cuanto al indicador GAV sobre margen bruto, la baja entre 2014 y marzo de 2020, año móvil, es de 68,7% a 48,8%.

Ilustración 14
Niveles de eficiencia
(Porcentaje, 2014- marzo 2020 UDM)



Ratios Financieros

Ratios de Liquidez						
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019	Mar-20
Liquidez (veces)	2,76	2,40	2,30	2,11	1,99	2,01
Razón Circulante (Veces)	0,67	0,58	0,61	0,57	0,65	0,63
Razón Ácida (veces)	0,56	0,51	0,55	0,48	0,55	0,55
Rotación de Inventarios (veces)	4,20	6,29	11,43	10,86	7,96	7,87
Promedio Días de Inventarios (días)	86,89	58,06	31,95	33,60	45,87	46,39
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	1,45	2,26	3,68	3,98	3,18	2,43
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	252,40	161,67	99,12	91,72	114,87	150,23
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	1,47	3,52	5,55	3,04	2,63	2,36
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	248,55	103,61	65,74	120,15	138,64	154,57
Diferencia de Días (días)	-3,84	-58,06	-33,38	28,43	23,77	4,34
Ciclo Económico (días)	-90,73	-116,12	-65,33	-5,17	-22,10	-42,04

Ratios de Endeudamiento						
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019	Mar-20
Endeudamiento (veces)	0,76	0,74	0,74	0,79	0,81	0,81
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	3,10	2,90	2,84	3,73	4,17	4,29
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,42	0,95	1,06	1,17	1,73	1,67
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,83	3,58	3,55	4,02	4,36	4,40
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,21	0,28	0,28	0,25	0,23	0,23
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	60,83%	60,29%	86,38%	83,46%	82,32%	82,93%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	9,09%	8,55%	1,70%	1,49%	2,14%	1,39%
Veces que se gana el Interés (veces)	57,36	57,78	1,48	1,53	1,13	0,92

Ratios de Rentabilidad						
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019	Mar-20
Margen Bruto (%)	37,87%	36,34%	35,15%	31,06%	28,53%	29,61%
Margen Neto (%)	14,40%	7,14%	5,35%	8,65%	6,27%	6,23%
Rotación del Activo (%)	25,60%	35,73%	43,54%	42,94%	42,62%	42,64%
Rentabilidad Total del Activo (%)	4,18%	2,58%	2,28%	4,19%	2,95%	2,94%
Inversión de Capital (%)	167,45%	218,87%	289,21%	347,71%	334,54%	347,51%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-1,76	-2,32	-2,92	-2,33	-2,36	-2,30

Rentabilidad Operacional (%)	4,52%	6,41%	9,69%	8,22%	7,05%	7,32%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	16,08%	10,32%	8,82%	18,04%	14,66%	14,51%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	62,13%	63,66%	64,85%	68,94%	71,47%	70,39%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	26,58%	23,66%	15,26%	14,46%	13,93%	14,46%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	12,60%	18,94%	32,82%	34,62%	34,16%	35,27%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	37,23%	35,05%	41,31%	38,12%	35,78%	35,82%

Otros Ratios						
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019	Mar-20
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,05%	0,00%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	2,78%	3,82%	3,93%	2,76%	2,13%	2,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	86,35%	77,76%	78,47%	69,82%	60,01%	58,06%

"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."