



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Clasificación**

Analistas

Patricio Del Basto A.

Carlos García B.

Tel.: (56) 22433 5200

patricio.delbasto@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Gama Servicios Financieros S.A.

Julio 2021

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

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Línea de bonos	A ¹
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2021

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 1042 de 30.09.2020

Estado de Situación Financiera						
M\$ de cada período	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Activos corrientes	15.733.602	16.251.364	22.466.134	38.920.247	24.449.491	26.725.370
Activos no corrientes	45.043.465	53.933.734	71.109.643	79.628.752	84.045.583	87.483.143
Total activos	60.777.067	70.185.098	93.575.777	118.548.999	108.495.074	114.208.513
Pasivos corrientes	25.932.772	26.711.354	39.736.721	60.385.382	49.831.144	52.897.957
Pasivos no corrientes	16.421.490	25.217.482	34.073.582	35.165.624	32.737.334	33.552.001
Total de pasivos	42.354.262	51.928.836	73.810.303	95.551.006	82.568.478	86.449.958
Patrimonio total	18.422.805	18.256.262	19.765.474	22.997.993	25.926.596	27.758.555
Total patrimonio y pasivos	60.777.067	70.185.098	93.575.777	118.548.999	108.495.074	114.208.513
Deuda financiera	32.194.367	44.858.383	61.605.290	78.942.746	68.209.656	67.611.086

Estado de Resultados Integrales							
M\$ de cada período	2016	2017	2018	2019	2020	mar-20	mar-21
Ingresos de activ. ordinarias	25.661.300	30.560.329	39.789.214	50.062.550	64.133.813	14.351.373	14.720.775
Costo de ventas	-14.404.379	-19.818.725	-27.441.893	-35.778.729	-46.138.793	-9.775.182	-9.650.218
Ganancia bruta	11.256.921	10.741.604	12.347.321	14.283.821	17.995.020	4.576.191	5.070.557
Gastos de administración	-5.857.363	-4.664.847	-5.754.448	-6.525.887	-8.520.247	-2.123.588	-2.111.202
Ganancia, antes de impuesto	3.595.665	2.832.672	3.252.650	3.222.785	3.563.668	536.144	1.700.544
Gasto por impto. a ganancias	-1.763.890	-1.199.215	189.081	-79.926	-726.889	232.891	131.415
Ganancia	1.831.775	1.633.457	3.441.731	3.142.859	2.836.779	769.035	1.831.959

¹ Clasificación anterior: Categoría A-.

Opinión

Fundamento de la clasificación

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

A diciembre de 2020, la sociedad presentaba activos por \$ 108.495 millones, donde los más importantes son Propiedad, Planta y Equipo que representa 70,8% (\$ 76.867 millones) del total, seguido por las cuentas por cobrar las cuales representan un 14% (\$ 15.175 millones), concentrándose mayoritariamente en el corto plazo. La deuda financiera de **Gama** asciende a \$ 68.210 millones, además cuenta con \$ 25.927 millones de patrimonio. La estructura del balance de la empresa le permitió generar, durante el 2020, un ingreso y una ganancia de \$ 64.134 millones y \$ 2.837 millones, respectivamente.

Durante el primer trimestre de 2021 la sociedad presentó activos por \$ 114.209 millones, de los que \$ 80.042 corresponde a Propiedades, Planta y Equipo, en tanto que las cuentas por cobrar ascienden a \$ 15.025 millones. La deuda financiera ascendía a \$ 67.611 millones, en tanto que el patrimonio totalizó \$ 27.759 millones. Durante el período los ingresos totalizaron \$ 14.721 millones, mientras que la ganancia ascendió a \$ 1.832 millones.

El cambio de clasificación de la línea de bonos de **Gama**, desde "Categoría A-" a "Categoría A", se debe al fortalecimiento del negocio, reflejado en el aumento en los ingresos y de su flota que entre 2016 y 2021 pasó de 4.405 vehículos a una de más de 10.000 vehículos, traduciéndose en un crecimiento de EBITDA de 122,5% durante el mismo periodo. Cabe señalar que parte de este crecimiento se produce en medio de la crisis sanitaria y sin afectar el endeudamiento relativo de la compañía el cual, medido como la relación entre pasivo exigible y patrimonio, que experimenta una reducción en los últimos tres años.

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

Además, se acogió como negativo en la clasificación el constante financiamiento que requiere **Gama** 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, la compañía implementó planes para aliviar la caja de sus clientes (por tres meses), evitando que aumentara en forma significativa la morosidad y, por otra parte, asegurando los ingresos de **Gama** en el tiempo, extendiendo los contratos. Tal situación permitió reforzar las condiciones económicas de los contratos y asegurar la continuidad operacional de los clientes. Actualmente, la sociedad se encuentra operando en forma normal, por lo que hay continuidad y operatividad del negocio.

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.

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 2020

Durante 2020, la compañía obtuvo ingresos de actividades ordinarias por \$ 64.134 millones, lo que representó un crecimiento de 28,1% respecto a la cifra registrada en 2019. En el mismo período, los costos de ventas ascendieron a \$ 46.139 millones, significando un aumento de 29% en relación con el mismo periodo del año anterior, en tanto los gastos de administración y ventas llegaron a \$ 8.520 millones, lo que representa el 13,3% de los ingresos del período (13,9% en 2019).

Con todo, el resultado del ejercicio 2020 registró una ganancia por \$ 2.837 millones, cifra que es un 9,7% inferior a lo presentado en 2019 (\$ 3.143 millones).

A diciembre de 2020, **Gama** poseía activos por \$ 108.495 millones, con cuentas por cobrar netas por \$ 15.175 millones, vehículos para la operación valorizados en \$ 74.085 millones y para la venta en \$ 911 millones. La deuda financiera ascendía a aproximadamente \$ 68.210 millones, mientras que el patrimonio llegaba a \$ 25.927 millones.

Enero-marzo 2021

Durante el primer trimestre de 2021 la compañía obtuvo ingresos de actividades ordinarias por \$ 14.721 millones, lo que representó un crecimiento de 2,6% respecto al mismo trimestre del año anterior. En el mismo período, los costos de ventas ascendieron a \$ 9.650 millones, significando una disminución de 1,3% en relación con el mismo periodo del año anterior, en tanto los gastos de administración y ventas llegaron a \$ 2.111 millones, lo que representa el 14,3% de los ingresos del período (14,8% en el primer trimestre de 2020).

Con todo, el resultado del primer trimestre de 2021 registró una ganancia por \$ 1.832 millones, cifra que se compara favorablemente con la exhibida en el primer trimestre de 2020 (\$ 769 millones).

A marzo de 2021, **Gama** poseía activos por \$ 114.209 millones, con cuentas por cobrar netas por \$ 15.025 millones, vehículos para la operación valorizados en \$ 77.109 millones y para la venta en \$ 823 millones. La deuda financiera ascendía a aproximadamente \$ 67.611 millones, mientras que el patrimonio llegaba a \$ 27.759 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 aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación 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. Al primer trimestre de 2021 este indicador toma un valor de -1,84% (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 (que posee una antigüedad de cinco años) reporta directamente al directorio, diseñando planes anuales, sujeto a seguimientos trimestrales.

Presencia en todo el territorio nacional: **Gama** presenta nueve sucursales en las principales ciudades del país además de una amplia red de talleres, que se distribuyen en seis talleres propios y 20 que trabajan en exclusividad con la compañía.

Experiencia y Know how: La compañía fue creada en el año 2012 por una alianza entre Penta Financiero S.A., Empresas GI S.A., e Inversiones y Comercio Eurofrance S.A., pero disponen 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

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.

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. A marzo de 2021, el valor de los vehículos alcanzó los \$ 77.109 millones⁴ que representó cerca de un 114% de la deuda financiera (\$ 67.611 millones). Cabe mencionar, que en promedio la relación vehículos sobre pasivos financieros ha sido de 104,6% durante los últimos cinco años.

Factores de riesgo

Bajo nivel de liquidez: La empresa posee un bajo nivel de liquidez, exhibiendo este indicador un valor de 0,51 veces a marzo de 2021 y, si consideramos un promedio de los últimos tres años, su liquidez promedio alcanza un valor de 0,55, por lo cual la empresa no podría responder a más del 55% 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 2021 la facturación de la empresa presenta una morosidad de 35,5% (superior a lo presentado en diciembre de 2019 y 2020 que fue de 33,1% y 31,9% respectivamente), en tanto que, al mismo periodo del año anterior, era de 31,9%. Cabe mencionar que este riesgo está atenuado principalmente por el buen nivel de provisiones, los controles que posee la empresa y la capacidad de recuperar el activo. Asimismo, la alta morosidad se explica, en parte, porque los deudores no suelen otorgar a este tipo de pasivo la misma prioridad que la dada a la deuda financiera y, por ello, tienden a pagarse con desfase en relación a la fecha de pago previamente estipulada.

Riesgos propios del sector: La industria del *leasing* está íntimamente ligada a la evolución económica del país y sus ciclos. Dado ello, este mercado es sensible a los períodos recesivos, tanto por el menor volumen de negocios como por el debilitamiento en la capacidad de pago de los deudores. Lo anterior se ha visto reflejado con la crisis provocada por la pandemia, ya que la cantidad de clientes con plan de pago (repactaciones) aumentaron aproximadamente desde 12 a los 21 clientes, no obstante a la fecha se ha regularizado dicha situación, dado el esfuerzo de acelerar los plazos y cobrar un mayor porcentaje sobre el monto facturado, presentando 14 clientes con planes de pago. Este riesgo es atenuado por la correcta diversificación por sector económico y clientes que presenta la compañía, considerando que posee alrededor de 788 clientes 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 2016 y marzo de 2021 se observa un aumento de un 127% en la flota y un alza de un 110% de la deuda financiera.

⁴ Neto de depreciación acumulada.

Fondeo poco atomizado: Durante abril de 2020 y abril de 2021, el principal banco representó el 26,1% de la deuda de la compañía (36% en el mismo periodo anterior) y los cinco principales el 71,3% de la deuda de la compañía (81,5% en el mismo periodo anterior), lo cual podría significar dificultades en el financiamiento si alguna de estas instituciones deja de operar con la emisora. Sin perjuicio de lo anterior, se valora que en comparación a los periodos anteriores la compañía ha generado cierta diversificación del acceso al crédito al aumentar la posición en bancos con los que se tenía menor deuda.

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

Antecedentes generales

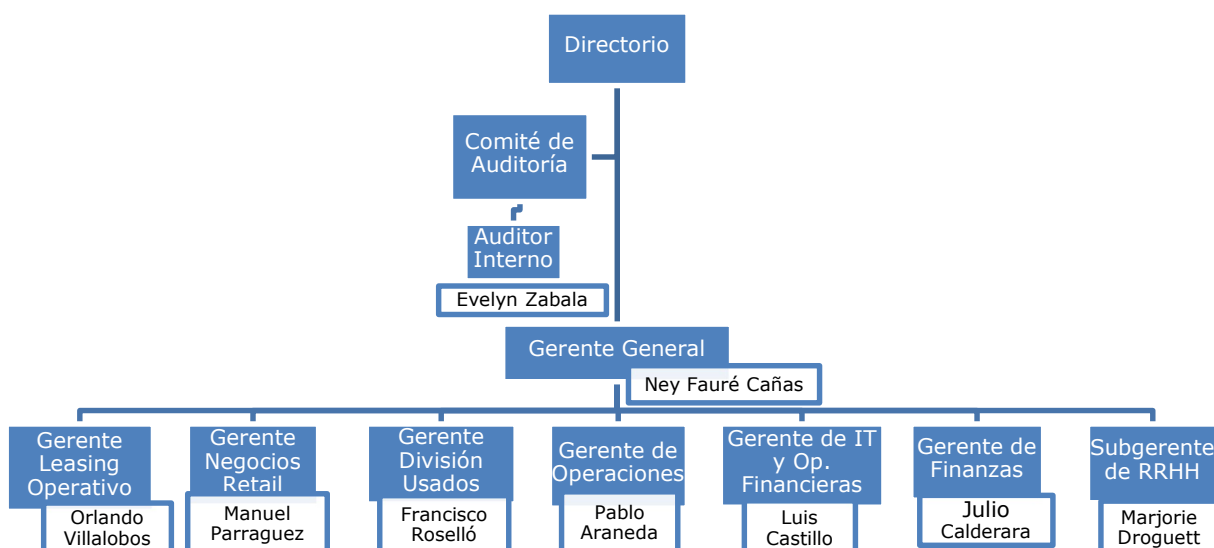
La compañía

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

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

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

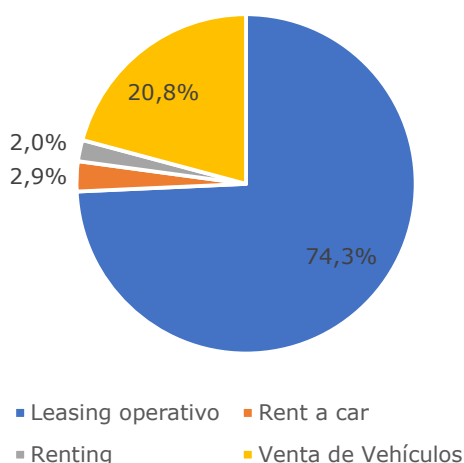
La sociedad es administrada por un directorio de seis miembros, cuyo presidente es Fernán Gazmuri, delegando sus funciones en el gerente general. Actualmente, la estructura de la institución es la siguiente:



Diversificación de ingresos

Gama 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 obtuvo la mayor proporción de los ingresos durante marzo de 2021 con un 74,3%, seguido por venta de vehículos con un 20,8%.

Ilustración 1
Distribución de ingresos
(Porcentaje, marzo 2021)



Administración de cuentas por cobrar

Originación y cobranza

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

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

La gestión de la cobranza está a cargo de la Subgerencia de Tesorería y Cobranzas, esta se realiza a través de correo electrónico, llamados telefónicos o visitas presenciales. Además, la compañía presenta una unidad

externa de cobranza judicial y un comité de cobranza el cual se reúne periódicamente para hacer seguimientos de diferentes aspectos de la cobranza.

Control interno

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

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

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

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

Sistemas

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

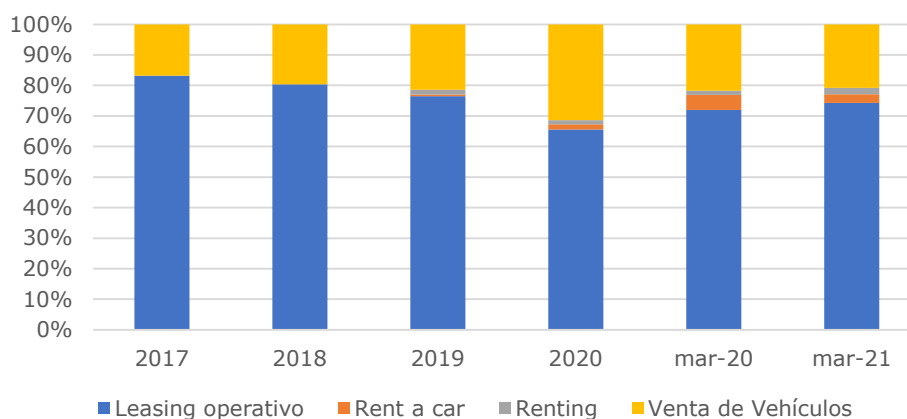
Gama tiene dos formas de respaldo de información interna a través de VMbackUp y repositorios de *storage* y externa mediante CLOUD vía internet. Ambos tipos de respaldos son diarios.

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

Líneas de negocio

Gama según sus estados financieros presenta cuatro segmentos de negocios: *leasing operativo*, *venta de vehículos*, *rent a car* y *renting*. De ellas, la que representó mayor proporción de los ingresos consolidados durante el primer trimestre de 2021 fue *leasing operativo* con 74,3% (72% en marzo de 2020), seguido por la venta de vehículos con un 20,8% (21,7% durante el primer trimestre del año 2020). 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.

Ilustración 2
Distribución de Ingresos
(Porcentaje, 2017 - mar 2021)



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

Leasing Operativo

El *Leasing Operativo* constituye el negocio central de la empresa y se basa en el arrendamiento de vehículos por un período de tiempo previamente acordado entre las partes, arrendador y arrendatario, 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.

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 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 fines del 2020 la firma decidió terminar la franquicia de SIXT, dado que la industria y el panorama sanitario no permitieron aprovechar las ventajas de dicho negocio, por lo que la compañía ha enfocado sus esfuerzos en replantear el proyecto para orientarse a entregar soluciones digitales modernas acorde al contexto actual.

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 de cuentas por cobrar⁵

En la Ilustración 3 se observa la evolución de las cuentas por cobrar brutas de *leasing* operativo de la compañía, las cuales han mostrado un alza hasta el año 2019, ratificando el aumento de la flota y la deuda financiera exhibido por la compañía en esos años. A diciembre de 2020 y marzo de 2021 las colocaciones brutas tienden a ralentizarse por efecto de la crisis provocada por la pandemia, alcanzando cuentas por cobrar de *leasing* operativo de \$ 10.267 millones y \$ 9.988 millones, respectivamente. Cabe mencionar que dichas cuentas por cobrar (*leasing* operativo), a marzo de 2021, representaron el 60,2% de las cuentas por cobrar totales.

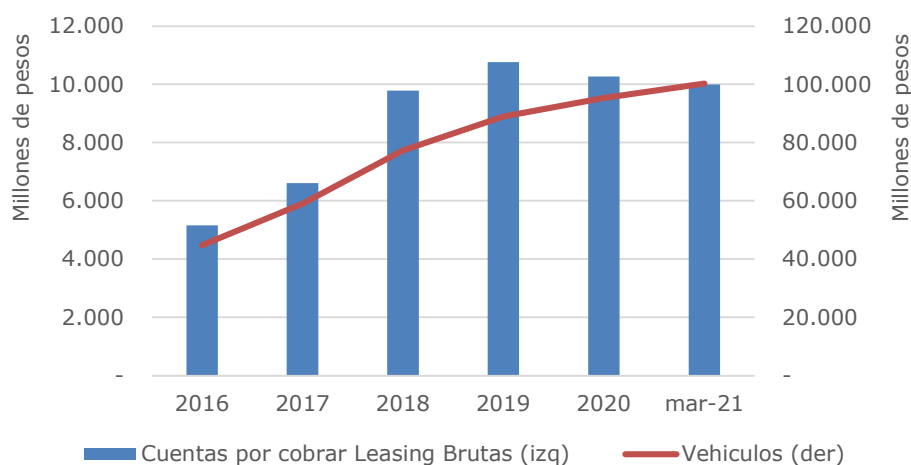
Adicionalmente, al analizar la flota de vehículos, la compañía exhibe un crecimiento considerable en el tamaño del negocio, pasando de manejar una flota de 4.405⁶ vehículos en 2016 a una flota de 10.011 vehículos durante mayo de 2021 lo que representa un alza de 127,3% en la flota. De esta manera, el valor neto de la cuenta vehículos a marzo de 2021 fue de \$ 77.109 millones.⁷

⁵ Se consideraron solo las cuentas por cobrar de *leasing* operativo (principal negocio de la compañía).

⁶ Información enviada por la compañía.

⁷ Corresponde al valor de la cuenta "Vehículos" incorporada en la partida "Propiedades, Plantas y Equipos", deducida la cuenta "Depreciación de Vehículos".

Ilustración 3
Evolución cuentas por cobrar *Leasing* Operativo y vehículos
 (Millones de pesos, 2016 - mar 2021)

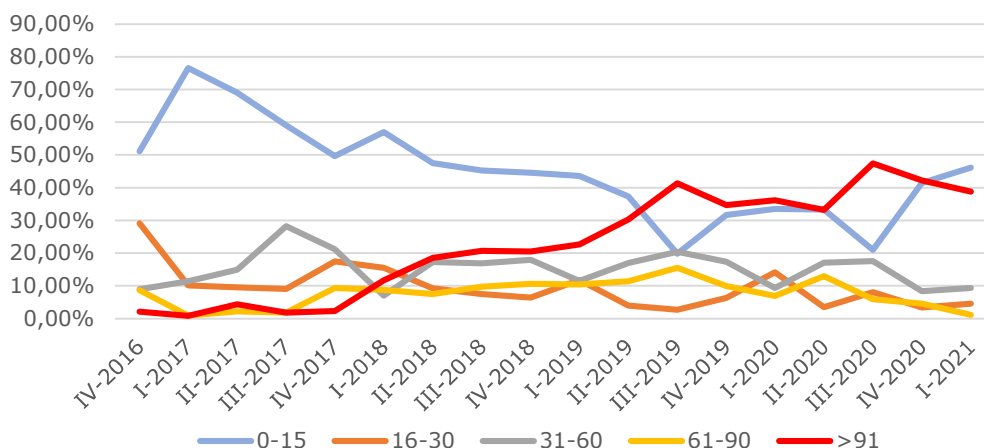


Morosidad

A marzo de 2021, la morosidad ascendía a \$ 4.497 millones, lo que representa un 33,6% 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%. Cabe mencionar que en todos los periodos observados la compañía mantiene un nivel de provisiones compatibles por el utilizado por **Humphreys** para efecto de sus análisis interno, determinado sobre la base de asignar una pérdida esperada de acuerdo con los niveles de morosidad.

En la Ilustración 4 se presenta la evolución de la morosidad de la cartera de **Gama** entre diciembre 2016 y marzo 2021 (las observaciones desde 2017 están por trimestres). Se observa que la mora de 0 a 15 días se ha ido reduciendo entre 2017 y 2020, con un alza en el primer trimestre del año 2021; 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 2021 a un 13,03% (11,86% a marzo de 2020). De esta manera, durante el último año, la mora sobre 90 días estuvo compuesta por un grupo de clientes que se encuentran 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.

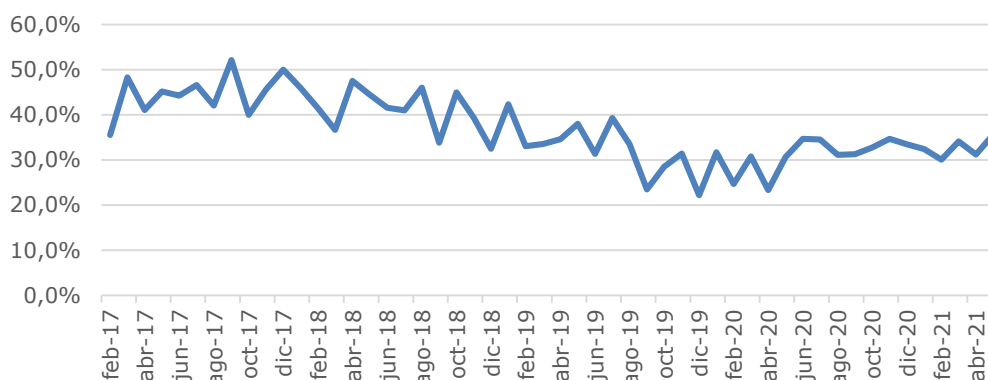
Ilustración 4
Morosidad
 (Porcentaje, diciembre 2016 - marzo 2021)



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 32,8%, lo cual quiere decir que la empresa recupera lo facturado en un periodo de casi tres meses, cabe destacar que la compañía tiene clientes con facturación a 30, 60 y 90 días, teniendo una condición de pago promedio de 40 días. Adicionalmente, se reconoce que el servicio de arriendo de flota que **Gama** entrega a sus clientes, corresponde a un servicio esencial para la operación de parte de los clientes lo cual facilita su cobro.

Ilustración 5
Tasa de pago total
 (Porcentaje, 2017 - mayo 2021)



Características de las colocaciones

Concentración de clientes

En términos de composición de la cartera, **Gama** presenta niveles de atomización satisfactorios. De acuerdo con esto, se tiene que el principal cliente de la compañía representa menos del 1% del patrimonio, mientras

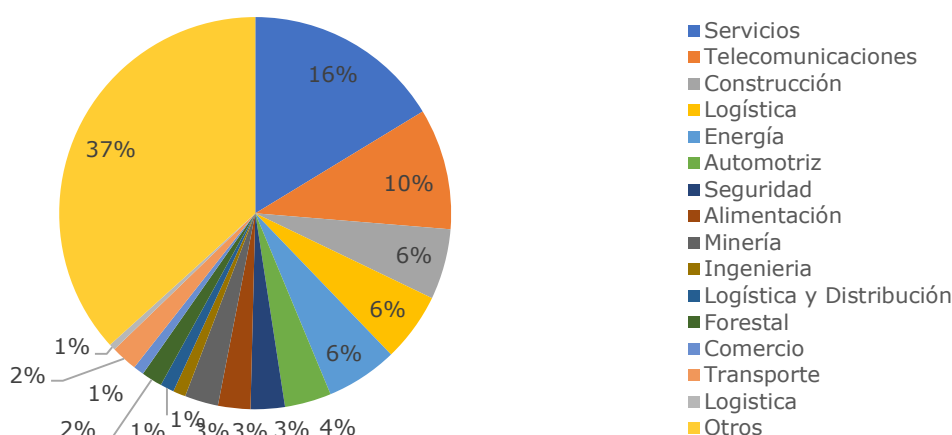
que, al medir la importancia relativa de los diez más importantes, se alcanza un valor de 3,15% con respecto al patrimonio. Lo anterior muestra el reducido impacto que tiene un cliente, en término individual, en la actividad y las operaciones de la compañía, disminuyendo el riesgo de pérdida de ingresos o debilitamiento de la cartera por la caída de clientes. El siguiente cuadro muestra la importancia relativa de los principales clientes en relación con el patrimonio de la compañía a junio del 2021:

Principales clientes		
	Cuentas por cobrar (M \$)	% Patrimonio
Principal cliente	156.885	0,54%
Cinco principales clientes	587.367	2,04%
Diez principales clientes	906.457	3,15%

Cartera por sector económico

Al analizar la concentración por sector económico de las colocaciones de la compañía, se tiene que las áreas económicas más importantes de la cartera corresponden a los rubros de servicios (16%) y telecomunicaciones (10%) seguido por sectores como construcción (6%), logística (6%), energía (6%), automotriz (4%), entre otros, tal como se muestra en la Ilustración 6.

Ilustración 6⁸
Distribución sectorial por colocación de vehículos enero – mayo 2021 (%)



Antecedentes financieros⁹

Evolución ingresos y costos

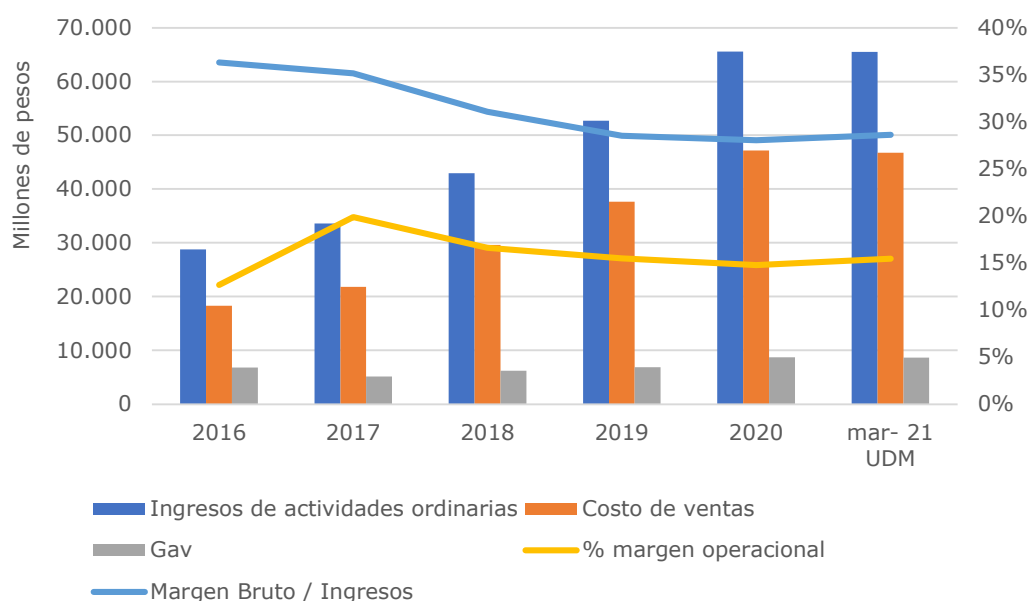
Los ingresos de la compañía han presentado un crecimiento sostenido durante los últimos años, acorde a la evolución de su modelo de negocios, alcanzando en marzo 2021 \$ 65.511 millones, en términos anualizados, lo que representa niveles similares al año 2020 y un crecimiento de un 18,9% con respecto a marzo 2020.

⁸ Información entregada por el emisor, se considera el número de colocaciones de vehículos de los últimos doce meses.

⁹ Las cifras presentadas en este acápite han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.

En cuanto a los costos de ventas, también anualizado, llegan a \$ 46.752 millones en marzo 2021. De esta manera, la empresa presenta un margen bruto de \$ 18.759 millones, en cuanto a los gastos de administración, ascienden a \$ 8.638 millones. Como se puede ver en la Ilustración 7, los márgenes relativos, tanto operacionales como brutos, han tenido un leve descenso durante 2017 y 2018, manteniéndose relativamente estables entre 2019 y marzo de 2021, alcanzando en el último periodo valores de 28,6% el margen bruto y el margen operacional a 15,4%.

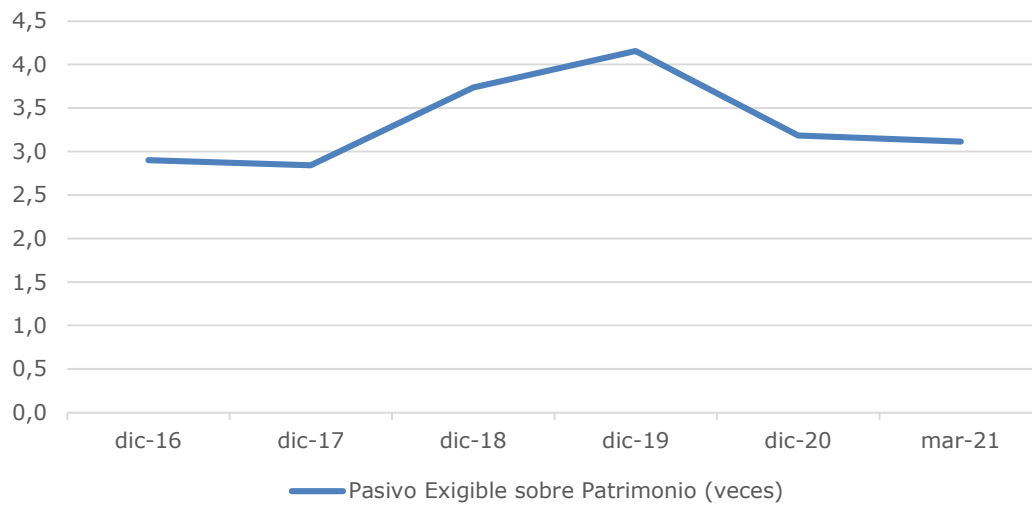
Ilustración 7
Evolución ingresos, costo de ventas, GAV, margen bruto y margen operacional
 (Millones de pesos y porcentaje, 2016 - marzo 2021 UDM)



Endeudamiento

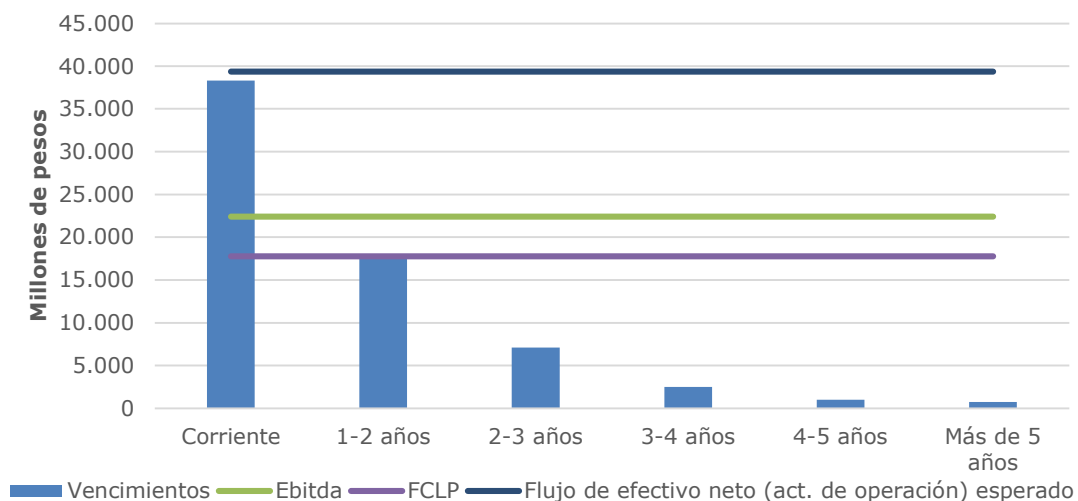
El nivel de endeudamiento relativo de la compañía, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, presentó un incremento en 2018 y 2019, alcanzando una razón de 3,7 y 4,2 veces, respectivamente, debido a un alza en los pasivos de la entidad, principalmente por incrementos en la deuda financiera para financiar el crecimiento del *stock* de vehículos de **Gama**. Sin embargo, durante el año 2020 y 2021, el indicador exhibió una baja alcanzando las 3,2 y 3,1 veces, respectivamente. La disminución del indicador se debe a que dada la crisis sanitaria, no se creció en flota, sino más bien se liquidaron 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.

Ilustración 8
Pasivo exigible sobre patrimonio
 (Veces, 2016 - marzo 2021)



En cuanto al perfil de vencimiento se observa que la compañía presenta para 2021 un vencimiento inferior a su EBITA anual, pero distinta es su situación si se contrasta con el flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación. Además, para efectos del pago de deuda siempre está la posibilidad de disponer de los flujos proveniente por la enajenación de vehículos.

Ilustración 9
Perfil de vencimientos
 (Millones de pesos, 2021 - 2026)

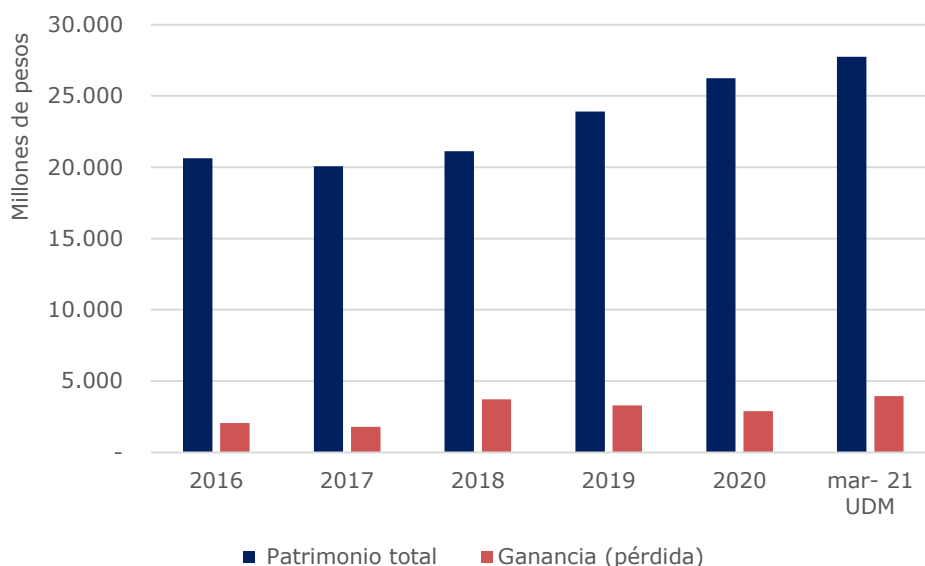


Resultados y posición patrimonial

Como se observa en la Ilustración 10, el resultado alcanzó los \$ 3.938 millones a marzo 2021, anualizado, lo que significa un aumento de 13,7% 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, con un crecimiento de 13,6% a marzo de 2021, con respecto al mismo periodo de 2020. De acuerdo con esto, el nivel patrimonial de **Gama**, a marzo 2021, se eleva a \$ 27.759 millones.

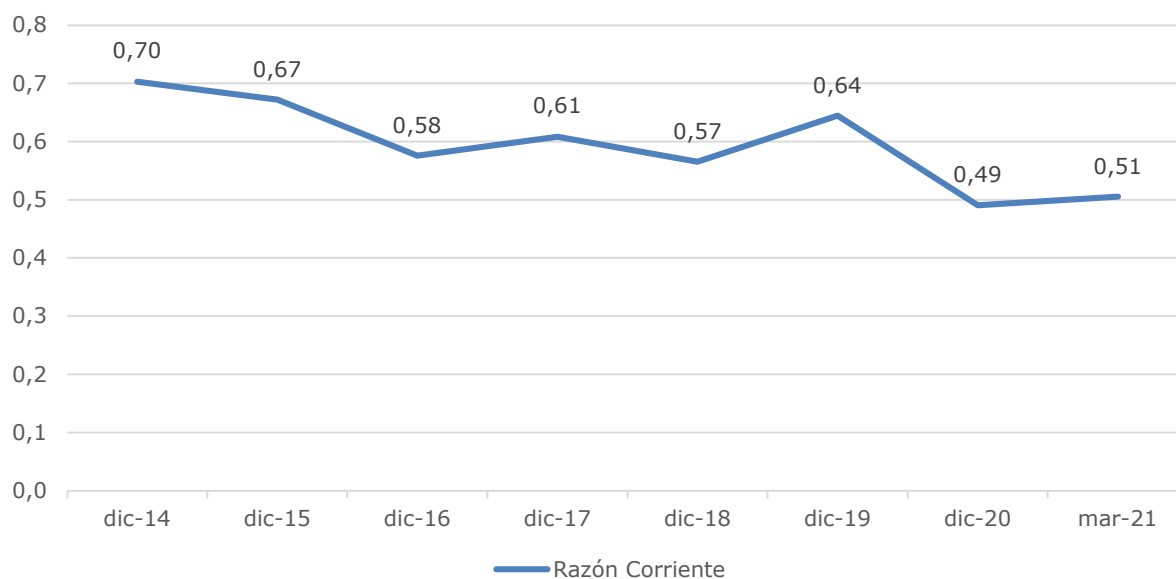
Ilustración 10
Patrimonio y Resultado
 (Millones de pesos, 2016 - marzo 2021 UDM)



Liquidez

La razón corriente de la compañía, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, se ha situado, en general, en torno a 0,55 veces (promedio últimos tres años). Durante diciembre de 2020 el *ratio* se situó en su nivel más bajo, alcanzando las 0,49 veces, principalmente por una reducción de 82% en la cuenta de inventarios. A marzo de 2021 el indicador aumentó levemente a 0,51 veces. Cabe mencionar, que con la reestructuración de pasivos que llevó a cabo recientemente la compañía y que le permitió refinanciar cerca del 44% de la deuda financiera de corto plazo, este indicador aumentó a las 0,66 veces en mayo de 2021.

Ilustración 11
Razón Corriente
(Veces, 2014 - marzo 2021)



Rentabilidad

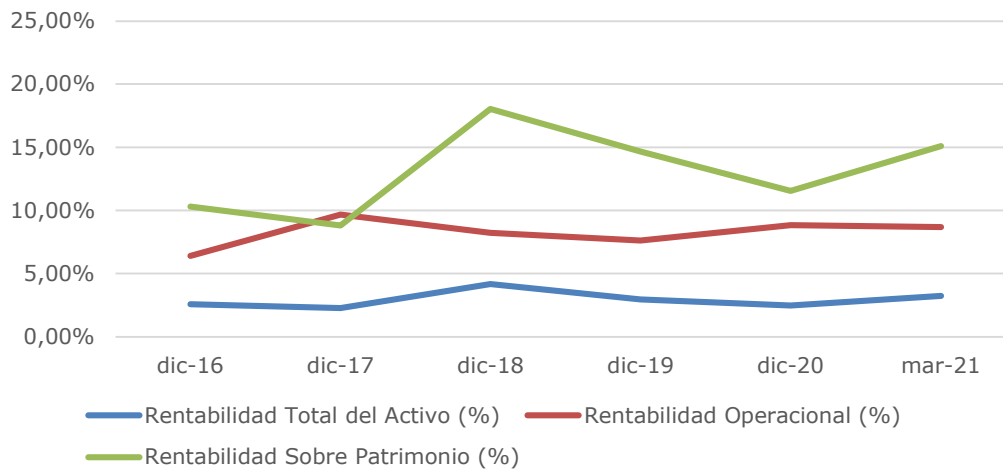
En la Ilustración 12 se puede observar la evolución de las rentabilidades. El retorno del patrimonio¹⁰ alcanza un 11,55% a diciembre de 2020, y 15,09% para el año móvil finalizado en marzo de 2021. Cabe mencionar que este *ratio* ha presentado oscilaciones durante los periodos analizados mostrando una baja en los años 2017 y 2020, lo que se explica principalmente por una disminución en los resultados (en 2017 por un alza en los costos de venta y en 2020 por un incremento en los gastos de administración). Por su parte, la rentabilidad de los activos¹¹ a diciembre de 2020 toma el valor de 2,49%, que aumenta a 3,24% en marzo de 2021 año móvil. En cuanto a la rentabilidad operacional¹² llega a diciembre de 2020 a 8,83% y al año móvil de marzo 2021 a 8,68%.

¹⁰ Utilidad del ejercicio sobre patrimonio total promedio.

¹¹ Resultado del periodo sobre activos totales promedio.

¹² Resultado operacional / Activos Corrientes Promedio + Propiedades Planta y Equipo Promedio

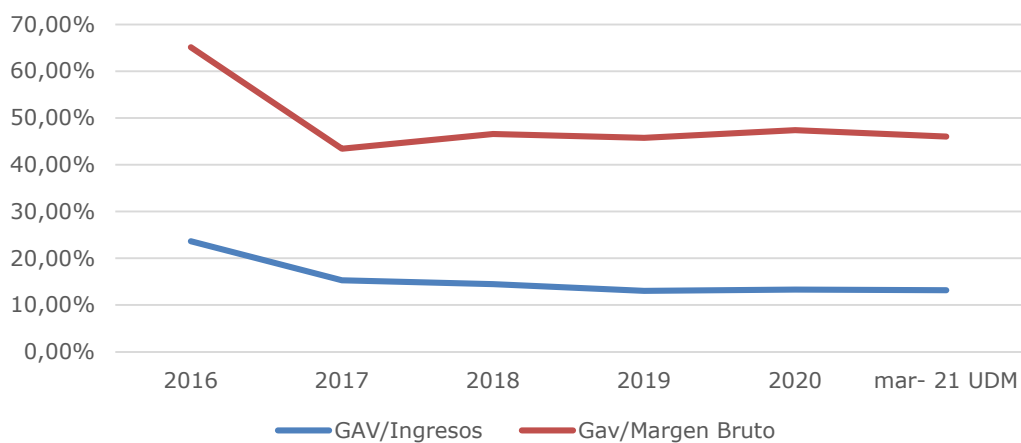
Ilustración 12
Rentabilidades
(Porcentaje, 2016 - mar 2021 UDM)



Eficiencia

Como se ve en la Ilustración 13 se pueden ver los indicadores de eficiencia, medidos como gastos de administración (GAV) sobre ingresos y sobre margen bruto. Ambos indicadores han mostrado una baja en 2017 que se debe a una disminución de 19,9% en los gastos de administración impulsado por menores gastos en remuneraciones y provisión de cartera incobrable. En los siguientes periodos, los gastos de administración sobre ingresos y sobre margen bruto se han mantenido relativamente estables, alcanzando valores, de 13,19% y de 46% a marzo de 2021, respectivamente.

Ilustración 13
Niveles de eficiencia
(Porcentaje, 2016 - marzo 2021 UDM)



Ratios financieros

Ratios de Liquidez						
Ratios	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21
Liquidez (veces)	2,4	2,3	2,11	1,99	1,87	1,90
Razón Circulante (Veces)	0,58	0,61	0,57	0,64	0,49	0,51
Razón Ácida (veces)	0,51	0,55	0,48	0,55	0,47	0,49
Rotación de Inventarios (veces)	6,29	11,43	10,86	7,96	14,06	14,41
Promedio Días de Inventarios (días)	58,06	31,95	33,6	45,87	25,96	25,33
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	2,26	3,68	3,98	3,25	4,28	4,37
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	161,67	99,12	91,72	112,40	85,25	83,47
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,52	5,55	3,04	3,04	7,25	4,86
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	103,61	65,74	120,15	120,25	50,31	75,11
Diferencia de Días (días)	-58,06	-33,38	28,43	7,85	-34,94	-8,36
Ciclo Económico (días)	-116,12	-65,33	-5,17	-38,02	-60,90	-33,69

Ratios de Endeudamiento						
Ratios	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21
Endeudamiento (veces)	0,74	0,74	0,79	0,81	0,76	0,76
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	2,9	2,84	3,73	4,15	3,18	3,11
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,95	1,06	1,17	1,72	1,52	1,58
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,58	3,55	4,02	4,25	3,18	3,02
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,28	0,28	0,25	0,24	0,31	0,33
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	60,29%	86,38%	83,46%	82,62%	82,61%	78,21%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	8,55%	1,70%	1,49%	2,14%	3,65%	6,05%
Veces que se gana el Interés (veces)	57,78	1,48	1,53	1,13	1,06	1,56

Ratios de Rentabilidad						
Ratios	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21
Margen Bruto (%)	36,34%	35,15%	31,06%	28,53%	28,06%	28,63%
Margen Neto (%)	7,14%	5,35%	8,65%	6,27%	4,42%	6,01%
Rotación del Activo (%)	35,73%	43,54%	42,94%	42,74%	59,68%	57,36%
Rentabilidad Total del Activo (%)	2,58%	2,28%	4,19%	2,96%	2,49%	3,24%
Inversión de Capital (%)	218,87%	289,21%	347,71%	319,14%	296,48%	288,35%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-2,32	-2,92	-2,33	-2,36	-2,55	-2,50
Rentabilidad Operacional (%)	6,41%	9,69%	8,22%	7,61%	8,83%	8,68%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	10,32%	8,82%	18,04%	14,66%	11,55%	15,09%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dstar.) (%)	63,66%	64,85%	68,94%	71,47%	71,94%	71,37%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	23,66%	15,26%	14,46%	13,04%	13,29%	13,19%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	18,94%	32,82%	34,62%	36,22%	38,61%	38,78%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	35,05%	41,31%	38,12%	36,67%	33,13%	34,21%

Otros Ratios						
Ratios	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,00%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	3,82%	3,93%	2,76%	2,14%	4,41%	4,21%
Capital sobre Patrimonio (%)	77,76%	78,47%	69,82%	60,01%	53,23%	49,71%

"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."