

Ecuador

GMAC del Ecuador S.A.

## RATINGS

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha de Cambio
Segunda Emisión	AAA	AAA	10-04-07
Tercera Emisión	AAA	AAA	10-04-07
Papel Comercial	AAA	AAA	10-04-07
Cuarta Emisión	AAA	AAA	10-04-07

### ALCANCE DEL ESTUDIO

#### DESCRIPCIÓN DE LA SEGUNDA EMISIÓN:

Monto	Hasta USD. 15.000.000 dividido en tres tramos de USD. 5.000.000 cada uno.
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América
Primer Tramo	
Plazo	2 años.
Tasa de interés	6.5% (tasa fija).
Segundo Tramo	
Plazo	3 años.
Tasa de interés	7.0% (tasa fija).
Tercer Tramo	
Plazo	4 años.
Tasa de interés	7.5% (tasa fija).
Amortización de capital	Trimestral.
Pago de intereses	Trimestral.
Garantía	Específica. Garantía emitida por General Motors Acceptance Corporation (USA).
Destino de la emisión empresa.	Necesidades generales de fondeo de la empresa.
Calificadora de riesgos	BankWach Ratings S.A.
Agente Estructurador	Pichincha Casa de Valores
Agente Colocador	Pichincha Casa de Valores
Agente Pagador	Banco del Pichincha C.A.
Representante de los Obligacionistas	Corral & Rosales Cía.Ltda.

#### DESCRIPCIÓN DE LA TERCERA EMISIÓN:

Emisor:	GMAC del Ecuador S.A. (3)
Monto	USD. 20.000.000 dividido en tres tramos.
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América
Primer Tramo	
Monto	USD 7.000.000
Plazo	2 años.
Tasa de interés	6.5% (tasa fija).
Amortización de capital:	Anual
Pago de intereses:	Trimestral
Segundo Tramo	
Monto	USD 7.000.000
Plazo	3 años.
Tasa de interés	7.0% (tasa fija).
Amortización de capital:	Primer pago a partir de los 360 días, posteriormente pagos cada 180 días.
Pago de intereses:	Trimestral
Tercer Tramo	
Monto	USD 6.000.000
Plazo	4 años.
Tasa de interés	7.5% (tasa fija).
Amortización de capital:	Primer pago a partir de los 360 días, posteriormente pagos cada 180 días.
Pago de intereses	Trimestral.
Garantía	General y Específica. Garantía emitida por General Motors Acceptance Corporation (USA).
Destino de la emisión	Necesidades generales de fondeo de la empresa.
Calificadora de riesgos	BankWach Ratings S.A.
Agente Estructurador	Pichincha Casa de Valores
Agente Colocador	Pichincha Casa de Valores
Agente Pagador	Prodbanco S.A.
Representante de los Obligacionistas	Corral y Rosales Cía. Ltda.

Este Estudio incorpora el seguimiento de las tres emisiones de obligaciones en circulación de GMAC del Ecuador S.A., por USD 15.000M, USD 20.000M y USD 20.000M: la Segunda emisión colocada en noviembre del 2.004 con vencimientos hasta noviembre del 2.008; la Tercera emisión colocada en marzo del 2.005 con vencimientos hasta mayo del 2.009; la Cuarta emisión colocada en agosto de 2006 con vencimientos hasta agosto del 2010. Y la primera emisión de papel comercial, por USD 20.000M, colocada en diciembre de 2005, con vencimientos hasta el 2009.

#### DESCRIPCIÓN DE LA CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES:

Emisor:	GMAC del Ecuador S.A.
Monto	USD. 20.000.000
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América
Monto total del programa	USD 20MM
Plazo total del programa	4 años
Tramo 1:	USD 7.000.000
Plazo tramo 1:	2 años
Rendimiento:	6.5%
Tramo 2:	USD 7.000.000
Plazo tramo 2:	3 años
Rendimiento:	7%
Tramo 3:	USD 6.000.000
Plazo tramo 3:	4 años
Rendimiento:	7.5%
Amortización	trimestral
Cupón:	trimestral
Garantía	General y Específica.
Destino de la emisión	Garantía emitida por General Motors Acceptance Corporation (USA). Necesidades generales de fondeo de la empresa.
Calificadora de riesgos	BankWach Ratings S.A.
Agente Estructurador	Pichincha Casa de Valores
Agente Colocador	Pichincha Casa de Valores
Agente Pagador	Banco del Pichincha C.A.
Representante de los Obligacionistas	Corral y Rosales Cía. Ltda.

#### DESCRIPCIÓN DE LA PRIMERA EMISIÓN PAPEL COMERCIAL:

Emisor:	GMAC del Ecuador S.A.
Monto	USD. 20.000.000
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América
Monto total del programa	USD 20MM
Plazo total del programa	720 días
Plazo revolvente del papel	1-359 días
Amortización	al vencimiento
Cupón:	Cero cupón
Garantía	General y Específica. Garantía emitida por General Motors Acceptance Corporation (USA).
Destino de la emisión	Necesidades generales de fondeo de la empresa.
Calificadora de riesgos	BankWach Ratings S.A.
Agente Estructurador	Pichincha Casa de Valores
Agente Colocador	Pichincha Casa de Valores
Agente Pagador	Banco del Pichincha C.A.
Representante de los Obligacionistas	Corral y Rosales Cía. Ltda.

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la empresa, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.

## □ RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de "AAA", para las 3 emisiones de obligaciones y el papel comercial descritos, de GMAC Ecuador. Esta calificación, según las categorías de calificación de títulos de deuda "corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general".

La decisión del Comité se fundamenta principalmente en la garantía específica emitida por GMAC LLC (USA), la misma que cuenta con una calificación internacional de FITCH RATINGS (USA) y que por su importancia, creemos indispensable el mantener informados a los inversionistas actuales y futuros de los bonos de GMAC Ecuador. La evolución de la calificación ha sido la siguiente:

Con fecha 13 de octubre /2004, FITCH RATINGS (USA) bajó la calificación de largo plazo de GMAC (USA) de BBB + a BBB con perspectiva negativa, manteniéndola dentro de las categorías de inversión. En la misma fecha, la calificación de corto plazo se confirma en F2, que es la segunda mejor categoría.

Con fecha 16 de marzo/05, FITCH RATINGS (USA) decidió bajar la calificación de largo plazo de GMAC (USA) a BBB- y mantener la perspectiva negativa; también bajó la calificación de corto plazo a F3.

Con fecha 24 de mayo/05, FITCH RATINGS (USA) decidió bajar la calificación de largo plazo de GMAC (USA) a BB+ y mantener la perspectiva negativa; también bajó la calificación de corto plazo a B.

Con fecha 26 de septiembre/05, FITCH RATINGS (USA) decidió bajar la calificación de largo plazo de GMAC (USA) a BB y mantener la perspectiva negativa y mantiene la calificación de corto plazo en B.

Con fecha 17 de octubre/05, FITCH RATINGS (USA) decidió otorgar la perspectiva **Evolving**. (La calificadora no identifica el curso fundamental de la empresa calificada).

Con fecha abril 03 del 2006, FITCH RATINGS (USA), revisa el Rating watch de GMAC, cambiando la perspectiva de Evolving a Positiva, debido al anuncio de un acuerdo definitivo de venta del 51% del paquete accionario de GM en GMAC, al grupo inversionista liderado por CERBERUS CAPITAL MANAGEMENT, LP (Cerberus) que incluye a Citigroup Inc., y AOZORA BANK Ltd, manteniendo la calificación actual de GMAC- USA es **BB**, todavía superior en algunos grados respecto del riesgo soberano Ecuador de **B-**.

A dic-06, FITCH RATINGS (USA), revisa el Rating watch de GMAC LLC, manteniendo la perspectiva Positiva. y subiendo la calificación a **BB+**

La gestión operativa de GMAC Ecuador, a dic-06 ha sido positiva, el volumen de financiamiento otorgado ha crecido, pese a la competencia, sin embargo el margen bruto cayó por causa del comportamiento fluctuante, a la baja de la tasa activa y el incremento en el costo de fondeo de GMAC Ecuador, lo que se tradujo en una nueva reducción del margen neto de intereses, manteniendo la tendencia observada durante el año 2005.

Todo ello unido al incremento de los gastos de administración, dio lugar a un resultado operativo negativo, mismo que fue cubierto con los otros ingresos. Rubro que está relacionado al volumen del negocio y continúa creciendo.

A dic-06, la utilidad neta, fue de USD 2.636M y se origina fundamentalmente en los ingresos de la facturación de trámites de la compra de cartera a los concesionarios. Dichos ingresos a futuro se proyectan se van consolidando como la principal fuente generadora de utilidades, a causa del peso de las obligaciones financieras sobre el margen bruto del negocio.

El EBIDTA operativo se mantiene positivo a la fecha de análisis; pero resulta limitado para financiar los requerimientos de capital de trabajo originados en el crecimiento del negocio, fundamentalmente cartera de créditos; lo que a la fecha de análisis ha generado un flujo de caja libre negativo, mismo que debió ser financiado por créditos bancarios, colocaciones en el mercado de valores y créditos de casa matriz. Adicionalmente, la empresa mantiene un descalce de plazos entre activos y pasivos, lo que implicará el refinanciamiento constante tanto de la porción corriente de la deuda financiera de largo plazo como del capital y los intereses de la deuda financiera de corto plazo.

Cabe destacar que los activos de la empresa son de buena calidad y suficientes para respaldar el pasivo de la empresa.

### **INFORMACION PARA EL INVERSIONISTA:**

La calificadora considera importante poner en conocimiento de los inversionistas en las emisiones de títulos valores de GMAC Ecuador, que tal como se había previsto en el tercer trimestre del año 2006 se cerró la venta por parte de General Motors Corp (GM) del 51% de General Motors Acceptance Corp (GMAC) ahora GMAC LLC, a un consorcio de inversionistas llamado FIM Holdings LLC, encabezado por Cerberus FIM Investors.

De esta manera se separó oficialmente la administración de GMAC de GM, otorgándole independencia para diversificar sus líneas de negocios no relacionados a GM, tales como seguros, prestamos hipotecarios y prestamos financieros no automotrices; así como una sólida posición de capital y nuevas y mejores facilidades de financiamiento.

A dic-06, Fitch Ratings le otorgó a GMAC LLC una calificación de BB+ a largo plazo y de B a corto plazo, con un Outlook positivo.

### **ANÁLISIS FODA**

#### **Fortalezas**

- Nueva estructura accionaria desde noviembre 30 de 2006, GMAC LLC (USA): FIM Holding LLC (51%) y General Motors (49%).
- Contrato de exclusividad para financiamiento de vehículos de General Motors; marca que mantiene su liderazgo en el mercado.
- Negocio rentable.
- Diversificación de cartera por clientes y montos.

#### **Oportunidades**

- Nuevo dueño de la operación internacional, que le otorga a GMAC LLC independencia, capacidad de reinversión y menor grado de exposición al riesgo.

#### **Debilidades**

- Alto nivel de endeudamiento.
- Descalce de plazos entre la cartera y el fondeo de ésta.
- Rentabilidad y flujos operacionales supeditados a las políticas de transferencia adoptadas por casa matriz.

#### **Amenazas**

- Competencia del sector financiero.
- Sector sensible a la coyuntura macroeconómica.

- Sensibilidad del sector automotriz a la situación macroeconómica.

#### DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

GMAC del Ecuador se constituyó en 1.995 y es una subsidiaria de GMAC LLC (antes General Motors Acceptance Corporation), corporación registrada en el estado de Delaware, Estados Unidos de América.

El objeto principal de GMAC del Ecuador es propiciar e impulsar las operaciones de los concesionarios de General Motors en el Ecuador y otros concesionarios, para potenciar la marca General Motors, esto dentro del acuerdo de operación de largo plazo estipulado entre las partes a la venta del paquete controlador del GMAC LLC a FIM Holdings LLC.

Para cumplir su objeto, la compañía compra cartera a los concesionarios y adicionalmente les concede créditos. Además, puede comprar a General Motors del Ecuador S.A. parte de los vehículos importados directamente por esta última para venderlos a los concesionarios.

Para el cumplimiento de su objeto, la compañía podrá efectuar todo tipo de actos y contratos permitidos y no prohibidos por la Ley, sin embargo no puede captar recursos de terceros ni realizar intermediación financiera reservadas a las instituciones amparadas por la Ley de Instituciones Financieras y controladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.

#### ESTRUCTURA ACCIONARIAL

GMAC LLC es el único accionista de GMAC del Ecuador. Esta corporación es de nacionalidad estadounidense y la inversión que realiza es extranjera directa.

El 30 de noviembre de 2006, General Motors Corporation vendió el 51% del paquete accionarial –posición de control- de GMAC a un consorcio de inversionistas llamado FIM Holdings LLC, encabezado por Cerberus FIM Investors, una de las más grandes firmas de inversiones de Norteamérica; Citigroup, compañía global de servicios financieros (Fitch AA+) y Aozora Bank, banco de crédito japonés (Fitch BBB+), cuyo principal accionista es Cerberus.

Con dicha transferencia GMAC emergió como una compañía independiente, con capacidad para diversificar sus líneas de negocios a nivel global.

La gestión operativa de GMAC LLC a la fecha, ha sido buena y FITCH espera que su evolución sea positiva dadas las nuevas perspectivas del negocio, por ello FITCH Ratings ha decidido asignar a GMAC LLC una calificación de BB+, con estatus de "calificación en observación, positiva" (Rating Watch Positive from Evolving), a diciembre de 2006.

Las calificaciones son puestas en estatus de "calificación en observación positiva" para notificar a los inversionistas que existe una probabilidad de cambio en la calificación en sentido positivo.

#### ESTRUCTURA DEL GRUPO

GMAC del Ecuador, mantiene la estructura de grupo observada en períodos anteriores, donde cada una de las empresas tiene asignada una actividad en particular:

- General Motors Ecuador: importa y vende vehículos.
- Ómnibus BB Transportes: ensambla y vende vehículos.
- GMAC del Ecuador: compra cartera a los concesionarios.
- Persoserv: servicios de personal. No operativa.

## ESTUDIO TÉCNICO

### 1. RIESGO SECTORIAL Y POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA EN EL SECTOR

El negocio de GMAC del Ecuador se enmarca en el sector automotriz, al cual atiende a través de la compra de la cartera automotriz originada por los concesionarios de General Motors y en menor nivel, el financiamiento de los inventarios a los concesionarios.

La contribución del sector automotriz a la economía ecuatoriana ha sido muy importante. En la última década el ensamblaje de vehículos, la fabricación de auto partes y la comercialización de vehículos han sido fragmentos dinámicos de la economía. Adicionalmente, dicho sector es uno de los principales contribuyentes al fisco, genera fuentes de trabajo e incide en la dinámica comercial de diferentes negocios, tales como: combustibles, seguros, repuestos, accesorios y mantenimiento.

El parque automotor ecuatoriano actualmente rebasa el 1.000.000 de unidades; la reposición del mercado automotriz actualmente se ubica en alrededor de las 80.000 unidades anuales (los dos últimos años) y la vida útil de un vehículo en promedio es de 12.3 años. En el Ecuador existen aproximadamente 13 personas por vehículo, lo cual indica que todavía existe un mercado potencial interesante comparando con otros mercados de Latinoamérica.

En cuanto a los precios promedio de venta, en los últimos años han tenido un incremento de USD 1.034 en promedio<sup>1</sup>, reflejando la caída de precios en el segmento de automóviles, cuyas ventas crecieron aproximadamente el 50%. Situación que generó que mientras el crecimiento del sector en unidades alcanzó el 46.42%, en dólares llegará al 43.58%.

Aproximadamente el 65% de las ventas del sector automotriz se realizan a crédito, por tanto las facilidades y condiciones de dichos préstamos determinan en gran medida la evolución de esta actividad. En los vehículos de lujo el requerimiento de financiamiento es menor, mientras que en las marcas más económicas las necesidades de crédito son mayores; al momento, existe oferta de crédito para este mercado con condiciones bastante flexibles, debido a la liquidez del sistema financiero. Dado el entorno macroeconómico actual (2007), algunos participantes del Sistema Financiero han empezado a restringir el crédito automotriz y a endurecer condiciones

El sector automotriz es muy sensible a las fluctuaciones macroeconómicas, es uno de los primeros en mostrar dificultades en épocas de crisis y así mismo es uno de los primeros en manifestar signos de reactivación con estabilidad económica. Sus cifras de ventas rebelan esta realidad, pues se contrajeron especialmente en los años de crisis y crecieron durante los de estabilidad económica.

De momento la industria automotriz en el país se mantiene en una etapa creciente, pues según estimaciones preliminares a dic-06 se vendieron 88.096 unidades, cuando en el año 2005 el mercado automotor alcanzó 82.420 unidades<sup>2</sup>; motivo por el cual analistas califican este proceso no como algo cíclico, sino estructural; de todas maneras el sector continua siendo sensible frente a cambios en el entorno macroeconómico nacional.

<sup>1</sup> Automundo: anuario 2005, AEADE.

<sup>2</sup> Automundo: Anuario 2005, AEADE, pag. 6.

Los factores que habrían incidido en el crecimiento de las ventas son: percepción de estabilidad económica (dolarización, alto precio del petróleo, inflación controlada, etc.), remesas de emigrantes, reposición de los autos comprados en 2.001, 2.002, y facilidades de financiamiento. Sin embargo, para el año 2007 en el mercado de financiamiento automotriz, en términos generales se observa mayor cautela, dada la coyuntura política.

Aproximadamente el 65% de las ventas del sector automotriz se ha realizado a crédito.

General Motors es el líder en ventas de automóviles en el Ecuador, a dic-06 tiene una participación de mercado del 45.24%, GMAC del Ecuador compra cartera de financiamiento de vehículos General Motors. Durante el año 2006 GMAC financio el 57.8% de las ventas al retail realizadas por General Motors, mejorando frente a años anteriores.

El mercado de financiamiento automotriz, en los últimos años ha sido muy competitivo, por ello es destacable que GMAC recuperara terreno; dicha competencia dio lugar que las instituciones financieras, debido a la liquidez que poseen flexibilizaran las condiciones de financiamiento e iniciaran campañas para incrementar su participación en el segmento de consumo, ello dio lugar a que durante el 2006 GMAC incrementara hasta a 60 meses el plazo de sus créditos, Actualmente el financiamiento automotriz incorpora la ampliación de plazos (hasta cinco años), la reducción de las cuotas de entrada y la disminución de la tasa de interés.

Las políticas de financiamiento de GMAC del Ecuador son: plazos que no superen los tres años, la cuota de entrada no puede ser menor al 20% y tasa fija (la cual se establece en función de la cuota de entrada y del plazo).

## 2. ESTRUCTURA FINANCIERA

Este análisis se fundamenta en los estados financieros al 31 de diciembre del año 2006.

El activo de la compañía asciende a USD 389.641M, con 45% de crecimiento anual. Su principal componente son las cuentas por cobrar. A diciembre del 2006, la cartera comercial creció 49.78%.

Considerando el tipo de deudor, la cartera proviene fundamentalmente de: cartera de clientes y cartera de concesionarios, siendo la más representativa la de clientes., la cual está constituida por aquella comprada por GMAC del Ecuador al concesionario; a dic-06 suma USD. 332.991M (deducidos los intereses no devengados) y constituye, como en períodos precedentes la principal fuente de ingresos de la compañía; ya que representa el 86.48% de la cartera bruta total.

La composición de la cartera de clientes muestra un aumento de la cartera de más largo plazo, mientras la participación de la cartera de hasta un año se reduce al 73.52% (77.15 a dic-05 y 83.24% a dic-04); todo ello se origina en el crecimiento sostenido de la cartera mayor a 2 años, observado a partir del año 2005, y que se explica por la liquidez y competencia en el segmento de financiamiento automotriz, del sistema financiero.

La cartera de concesionarios, que corresponde al financiamiento otorgado por GMAC del Ecuador al concesionario para costear inventarios, a dic-06 asciende a USD. 64.215M, representa el 13.5% de la cartera bruta total. De acuerdo a la política establecida por la compañía para este tipo de financiamiento fija un plazo máximo de 180 días. De manera que esta cartera también es de buena calidad. Cuenta además con el respaldo de garantías hipotecarias y bancarias.

A diciembre del 2006, la cartera bruta de clientes -incluye intereses no devengados y provisiones- totaliza USD. 392.268M y muestra la siguiente estructura y comportamiento:

CARTERA POR MENOR *	2003	%	2004	%	2005	%	1T-06	%
CARTERA POR VENCER :	\$179,081	95.13%	\$164,859	95.07%	\$250,909	97.44%	\$382,182	97.43%
Vencimientos corrientes	\$102,004	54.18%	\$92,764	53.49%	\$115,122	44.71%	\$163,466	41.67%
Vencimiento a 1 año	\$60,023	31.88%	\$51,578	29.74%	\$83,541	32.44%	\$124,938	31.85%
Vencimiento a 2 años	\$17,051	9.06%	\$20,517	11.83%	\$43,019	16.71%	\$70,693	18.02%
Vencimiento entre 3 y 5 años	\$3	0.00%	\$0	0.00%	\$9,227	3.58%	\$23,085	5.88%
CARTERA VENCIDA :	\$5,829	3.10%	\$5,074	2.93%	\$4,949	1.92%	\$7,848	2.00%
30 días	\$3,634	1.93%	\$3,385	1.95%	\$3,512	1.36%	\$5,795	1.48%
60 días	\$1,161	0.62%	\$981	0.57%	\$778	0.30%	\$1,125	0.29%
90 días	\$483	0.26%	\$319	0.18%	\$278	0.11%	\$352	0.09%
91 a 180 días	\$380	0.20%	\$240	0.14%	\$251	0.10%	\$358	0.09%
desde 181 hasta 1 año	\$171	0.09%	\$149	0.09%	\$130	0.05%	\$218	0.06%
Sobre 1 año	\$0	0.00%	\$0	0.00%	\$0	0.00%	\$0	0.00%
CARTERA NON ACCRUAL :	\$3,345	1.78%	\$3,475	2.00%	\$1,643	0.64%	\$2,238	0.57%
<b>TOTAL</b>	<b>\$188,255</b>		<b>\$173,408</b>		<b>\$257,500</b>		<b>\$392,268</b>	
Cartera en riesgo	\$9,174	4.87%	\$ 8,549	4.93%	\$ 6,591	2.56%	\$ 10,086	2.57%

Se puede ver que a pesar del fuerte crecimiento de la empresa, el monto de cartera en riesgo<sup>3</sup> (2.57%) prácticamente se mantiene, respecto de dic-05 (2.56%), y disminuye frente a sus niveles históricos. Debe anotarse que la cartera en riesgo incluye la cartera que no devenga interés, en este caso es aquella que lleva vencida más de un año.

Cabe destacar que la morosidad a dic-06 creció a 1.1%.

El grueso de la cartera vencida se concentra en plazos menores a 30 días, lo que mitiga el riesgo asociado al deterioro del período y refleja además una buena gestión de recuperación por parte de la empresa. Cabe acotar que en la cartera vencida se registran cuotas de créditos no vencidos, pero que presentan dividendos atrasados, y que siguen acumulando intereses.

En el período se constituyeron provisiones por USD 2.783M para incobrables; la cobertura de cartera en riesgo es del 27.6%. Adicionalmente la cartera de clientes cuenta con la garantía del vehículo (reserva de dominio).

Durante el año A jun-06 se registran castigos de cartera por USD. 137.5M, y recuperaciones por USD 199.8M.

Cabe resaltar además, que la cartera, dada la naturaleza del negocio no se financia con recursos propios, sino que lo hacen con recursos de terceros, de manera que el negocio está fuertemente apalancado; el grueso del pasivo<sup>4</sup> lo constituyen obligaciones bancarias de corto plazo y las obligaciones financieras con la matriz.

La estructura del pasivo muestra una mayor participación de pasivos corrientes, a dic-06, el pasivo de GMAC creció 47.8% en consistencia con el comportamiento del mercado de financiamiento automotriz, y en concordancia con la estructura tradicional de la entidad, donde el 48% corresponde a obligaciones bancarias, el 23.26% a crédito directo de la matriz y el 9.82% a deuda con el mercado de valores. Pues la empresa históricamente ha financiado su capital de trabajo con deuda bancaria fundamentalmente.

<sup>3</sup> Cartera en Riesgo = Cartera Vencida + Cartera Non Accrual

<sup>4</sup> Estructura de fondeo:

Obligaciones bancarias de corto plazo	37.58%
Obligaciones financieras con la matriz	23.26%
Cuentas por pagar a relacionadas	11.47%
Obligaciones con el mercado de valores	9.82%
Cuentas y doctos x pagar a relacionadas	4.87%

Durante el 2006 y al igual que el año 2005, el mercado atravesó un período fuertemente expansivo, por lo que GMAC tuvo mayores requerimientos de recursos financieros, para financiar su capital de trabajo. En el 2007, se esperaba crecimiento, pero en niveles inferiores a los observados en los dos períodos precedentes.

El pasivo de la compañía históricamente se ha caracterizado por ser de corto plazo, debido a las condiciones del mercado; lo que incluso se da con la línea de financiamiento directo de la matriz; misma que se planea mantener a futuro.

GMAC tradicionalmente ha financiado sus operaciones principalmente con endeudamiento bancario, por tanto dicha fuente ha sido estable, y demuestra la capacidad de la empresa para renegociar su deuda.

A futuro, se espera un aumento del pasivo, acorde con los requerimientos de crecimiento del negocio, manteniendo la estructura de financiamiento del balance para los próximos años.

Tanto el pasivo bancario, como las emisiones de obligaciones están garantizados en su totalidad por la casa matriz, de modo que esta garantía cubre el riesgo de crédito.

Las cuentas por pagar a General Motors del Ecuador S.A., a Ómnibus BB Transportes S.A. y concesionarios; así como la deuda con GMAC USA, de constituyen una fuente de fondeo significativa para la empresa –la segunda en importancia–.

El endeudamiento con GMAC LLC a dic-06 asciende a USD 102.791M, donde USD 85.000M, corresponden a préstamos con costo, con vencimientos hasta febrero del 2007; y USD 17.791M son cuentas por pagar a la casa matriz, originadas en: licencias de uso de marcas, honorarios por garantía solidaria y asesoramiento administrativo. Esta obligación aumentó en el período a causa del crecimiento de la cartera productiva, pues los pagos a la matriz están suspendidos temporalmente, contabilizándose por tanto con cargo a las cuentas por pagar.

El patrimonio de la compañía creció con la capitalización de USD 2.734M, provenientes de la reserva legal y utilidades retenidas; de manera que continúa fortaleciéndose con los resultados de la gestión operativa.

El capital social (patrimonio primario) constituye el 82.2% del patrimonio de GMAC, por tanto éste es de buena calidad, y junto con las provisiones cubre de una manera holgada los riesgos que muestra el balance, pues el endeudamiento está garantizado por la casa matriz.

### **3. GESTIÓN OPERATIVA**

Los ingresos de la compañía se sustentan básicamente en los ingresos por financiamiento que corresponden a los intereses generados por la cartera, contribuyen también los ingresos por servicios de consignación y administrativos (12.5%).

Al igual que en el año 2005, durante el período de análisis, la participación de GMAC en el mercado de financiamiento de vehículos GM subió, situación que se refleja en los ingresos de las instituciones, mismos que a dic-06 ascendieron a USD 43.120M; sin embargo crecieron también los costos de ventas y el peso de estos en la estructura de ventas, pues a dic-06 representan el 70% de los ingresos de ventas, frente al 63% que significaron un año antes.

A la fecha de análisis, los ingresos aumentaron (39%); sin embargo el margen bruto cayó siete puntos con respecto a dic-05, ubicándose en 30%, por causa del comportamiento de la tasa de interés, que encareció el fondeo. Debido al

incremento del costo de financiamiento para la empresa el NIM a dic-06 cayó a 3.38% (4.68% a dic-05).

Los gastos administrativos, por otro lado se incrementaron a dic-06 y mantienen una participación creciente respecto al margen bruto (91.2%), ya que dentro de ellos se registran pagos a la matriz por licencia de uso de marca, calculados con una tasa preestablecida sobre los ingresos de GMAC del Ecuador.

A dic-06, crecieron también las provisiones, a causa del deterioro en la calidad de la cartera.

Todo ello dio lugar a un resultado operativo negativo, mismo se revierte gracias a los otros ingresos, originados en los trámites de legalización de contratos de compra de cartera, mismos que son facturados a los distintos concesionarios sobre una base mensual.

Pues al igual que en años anteriores, contribuyen a los resultados de la compañía, los otros ingresos; mismos que a dic-06 generan de hecho la utilidad del período, pues mientras el margen bruto continua estrechándose por el peso de las obligaciones financieras, los gastos administrativos aumentan.

La utilidad neta del año 2006 ascendió a USD 2.636, cifra que resulta inferior (en 31%) que la utilidad realizada el año anterior y se origina en los otros ingresos, generados en el crecimiento del negocio (tasa fija por contrato), pues el resultado operativo es negativo USD -1.719M.

### **4. CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ**

El descalce de plazos entre activos y pasivos persiste, pues la mayor parte del pasivo es de corto plazo, mientras que la porción de la cartera de largo plazo sigue creciendo, financiada con pasivos corrientes.

Durante el período de análisis, GMAC mantiene su comportamiento histórico generando un EBITDA positivo, aunque decreciente, debido a que la posición del negocio requiere un mayor financiamiento de cuentas por cobrar, lo que dio como resultado un flujo de caja libre negativo, comportamiento natural para el negocio en etapas de expansión.

A diciembre del 2006, la empresa debe financiar los requerimientos de capital de trabajo y refinanciar los vencimientos de la porción corriente y el total de la deuda de corto plazo. Lo que permite corroborar que la operación local de GMAC mantiene una limitada capacidad de pago, dado su modelo de negocios y la estructura de su balance.

Durante el año 2006, la deuda de corto plazo<sup>5</sup> muestra un comportamiento creciente, manteniendo la tendencia observada en informes anteriores.

A dic-06, los índices de cobertura (Flujo de Caja Operativo/Deuda financiera de C/P y Flujo de Caja Libre/Obligaciones financieras de corto plazo) son negativos, ya que pese al financiamiento de los proveedores, el negocio no está generando el FCL suficiente para servir las obligaciones, nacidas en su proceso de crecimiento.

Los activos de la empresa son de buena calidad y todos los pasivos a favor de las instituciones financieras y del mercado de valores están respaldados por la garantía emitida por la Casa Matriz.

### **5. ENDEUDAMIENTO**

<sup>5</sup> la financiera y no financiera de corto plazo representa el 83.91% del pasivo total y la deuda financiera de corto plazo es el 83.24% de la deuda financiera total.

El nivel de endeudamiento sobre patrimonio muestra un comportamiento creciente, a dic-06 es de 15.09, cuando a dic-05 fue de 11.45, como resultante de los requerimientos de capital de trabajo para el crecimiento del negocio.

El indicador deuda financiera total sobre la capitalización continúa creciendo y a dic-06 es de 92.45%, debido a que el crecimiento del activo en el periodo fue financiado principalmente con deuda financiera (bancaria y con la matriz).

La deuda con la matriz ha ido creciendo sostenidamente en el tiempo a causa del comportamiento del mercado automotriz en el Ecuador y de la decisión de GMAC LLC de aprovecharlo para el crecimiento de la operación local, por tanto a futuro sería de esperar que el nivel de endeudamiento relacionado se comporte acorde con el desempeño del mercado. La matriz cobra por sus líneas de crédito tasas de entre el 8.77% y 9.38%.

### **7. LIQUIDEZ DE LA EMISIÓN**

La experiencia de la compañía en el mercado de valores ha sido satisfactoria, en Mar-03 ofertó USD. 15.000M. los cuales se colocaron en su totalidad en el transcurso del año. En Nov-04, la compañía realizó una segunda emisión de obligaciones por USD 15.000M, colocada en ese mismo mes. La tercera emisión por USDD 20.000M se colocó a partir de abril del año 2005, divididos en tres tramos, misma que recibió igual respuesta del mercado.

A partir de agosto de 2006, se colocó de la cuarta emisión de obligaciones USD 10.480M.

En cuanto al papel comercial emitido en el cuarto trimestre del año 2005, tuvo igual aceptación y acogida; al momento se encuentran en circulación USD 20.9MM, de los cuales USD 10.970M son revolventes.

### **8. ANÁLISIS DE LA GARANTÍA**

Las emisiones en circulación tienen garantía general y adicionalmente cuentan con una garantía específica.

Según el artículo 25 del Reglamento de Emisión de Obligaciones: "El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Para este efecto no se consideran los activos diferidos. Para el cálculo de la proporción antedicha deberán considerarse el monto no redimido de cada emisión de obligaciones. La relación porcentual determinada en los incisos anteriores deberá mantenerse hasta la total redención de las correspondientes obligaciones.

En el balance a dic-06, los activos de la empresa ascienden a USD 389.641M, entre los cuales no existen activos pignorados. El saldo de las obligaciones y papel comercial en circulación suma USD 35.877M, con una cobertura de 11 veces.

Las emisiones de obligaciones, así como la de papel comercial, cuentan con una garantía específica otorgada por GMAC LLC (USA) la cual cubre el riesgo de crédito.

Dichas garantías de están gobernadas por las Leyes del Estado de Nueva York, Estados Unidos de América y han sido autenticadas en el consulado ecuatoriano en Chicago.

Tomando en cuenta la calificación de riesgo que tiene General Motors Acceptance Corporation (USA) consideramos que la garantía otorgada para respaldar la emisión de obligaciones propuesta, es de buena calidad.

El pasivo que tiene GMAC del Ecuador con el Mercado de Valores al contar también con una garantía específica emitida por la casa matriz, tiene el mismo grado de prelación que el pasivo contratado por la compañía con las instituciones financieras.

C	F	H	J	L	M	N	O	P
RESULTADOS	dic-03	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10
269 Ventas	35,242	29,746	31,051	43,120	37,591	39,112	36,876	36,036
271 % crecimiento	22.1%	-15.6%	4.4%	38.9%	-12.8%	4.0%	-5.7%	-2.3%
272 MARGEN BRUTO (%)	40%	46%	37%	30%	31%	31%	31%	34%
273 EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación en	2,778	5,542	1,163	625	54	760	218	647
274 MARGEN EBITDA (%)	7.9%	18.6%	3.7%	1.4%	0.1%	1.9%	0.6%	1.8%
275 EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación en	2,778	5,542	1,163	625	54	760	218	647
276 MARGEN EBITDAR (%)	7.88%	18.63%	3.75%	1.45%	0.14%	1.94%	0.59%	1.80%
277 Cuota leasing del periodo	0	0	0	0	0	0	0	0
278 Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están inclu	1,371	3,740	406	2,915	1,456	2,330	1,730	1,741
279 EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,407	1,802	757	-2,290	-1,402	-1,570	-1,512	-1,094
280 Gasto Financiero del periodo	0	0	0	0	0	0	0	0
281 Impuestos a la renta	-109	-868	-521	-524	-523	-499	-531	-624
282 Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financiero	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
283 UTILIDAD NETA	2,236	2,212	3,838	2,636	1,572	1,498	1,595	1,873
284 Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	15.5%	13.3%	19.5%	11.5%	6.5%	5.9%	6.0%	6.6%
285 Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	1.1%	1.2%	1.7%	0.8%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
286 FLUJO DE CAJA								
287 Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisio	3607	5952	4244	5551	3028	3828	3325	3614
288 Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	112	17981	-81393	-98699	48890	14055	15827	3368
289 Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operat	3719	23933	-77149	-93148	51918	17883	19152	6882
290 Inversión en Activos Fijos	-183	-171	-271	-169	-31	25	-28	-38
291 Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	0	0	0
292 Flujo de Caja Operativo después de Inversiones(incluye ingresos y	3536	23762	-77420	-93317	51887	17908	19124	6944
293 Variación Neta de Deuda Financiera	-870	-27653	76445	94978	-51652	-17941	-19230	-7026
294 Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0	0	0
295 Pago de Dividendos	0	0	0	0	0	0	0	0
296 Otros Financiamientos, Neto	-100	-4	1504	0	0	0	0	0
297 Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	2566	-3895	529	1661	235	-33	-106	-82
298								
299 Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH								
300 EBITDA OPERATIVO	2778	5542	1163	625	54	760	218	647
301 (-) Gasto Financiero del periodo	0	0	0	0	0	0	0	0
302 (-) Impuesto a la renta del periodo	-109	-868	-521	-524	-523	-499	-531	-624
303 (-) Dividendos " preferentes " pagados en el periodo(ingreso manual diferencia	0	0	0	0	0	0	0	0
304 FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2669	4674	642	101	-469	261	-313	23
305 (-) Variación Capital de Trabajo	112	17981	-81393	-98699	48890	14055	15827	3368
306 CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	2781	22655	-80751	-98598	48421	14316	15514	3391
307 (+) ingresos no operativos que impliquen flujo	938	1278	3602	8012	3497	3567	3638	3591
308 (-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-2562	0	0	0	0
309 (-) dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	0	0	0	0	0	0	0	0
310 (-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-183	-171	-271	-169	-31	25	-28	-38
311 (FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	3536	23762	-77420	-93317	51887	17908	19124	6944
312 FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	7.57%	15.71%	2.07%	0.23%	-1.25%	0.67%	-0.85%	0.06%
313 cuota leasing del periodo (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0	0	0
314 EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERIOD)	2778	5542	1163	625	54	760	218	647
315								
316 BALANCE								
317 Caja e Inversiones Corrientes	6,340	2,486	1,572	3,281	2,174	2,139	2,030	1,947
318 Activos Totales	196,561	181,797	268,760	389,641	335,874	324,354	311,859	313,492
319 Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	129,885	116,650	157,718	246,939	210,953	203,045	187,082	180,806
320 Pasivo financiero Largo Plazo	23,000	9,582	43,959	49,716	34,050	24,017	20,750	20,000
321 Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0
322 Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	152,885	125,232	201,677	296,655	245,003	227,062	207,832	200,806
323 Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	15,536	17,747	21,585	24,221	24,451	25,948	27,540	29,413
324 Capitalización ****	168,420	142,979	223,262	320,876	269,454	253,010	235,372	230,219
325 pasivos contingente	0	0	0	0	0	0	0	0
326								
327 ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	0	0	0	0	0
328 Activo Difendo + (Activo Intangible si no está pignorado- sumar manualmente)	0	0	0	0	0	0	0	0
329 Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	196,561	181,797	268,760	389,641	335,874	324,354	311,859	313,492
330 Emisión de Obligaciones en Circulación	15,000	19,000	34,082	11,256	34,050	24,017	20,750	20,000
331 Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	13	10	8	35	10	14	15	16
332 Limite Legal para Emitir Obligaciones	157,249	145,438	215,008	311,713	268,699	259,483	249,487	250,794
333								
334 INDICADORES FINANCIEROS								
338 Deuda Financiera Total /EBITDA o EBITDAR(x) Anual	55.03	22.60	173.41	474.65	4,537.09	298.77	953.36	310.36
339 Deuda Financiera Neta /EBITDA o EBITDAR (x) Anual	52.75	22.15	172.06	469.40	4,496.83	295.95	944.05	307.36
340 Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) / FF	57.28	26.79	314.14	2,937.18	-522.39	869.97	-664.00	8,730.70
341 (FCF)flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing si es el	2%	19%	-38%	-31%	21%	8%	9%	3%
342 Deuda Financiera Total ajust.leas. / Capitalización (%)	90.78%	87.59%	90.33%	92.45%	90.93%	89.74%	88.30%	87.22%
343 Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	11.56%	20.76%	35.16%	39.60%	30.16%	23.61%	20.19%	17.03%
344 Deuda Financiera Total ajust.leas. / Pasivo Total (%)	84.46%	76.34%	81.59%	81.18%	78.67%	76.10%	73.10%	70.69%
345 Pasivo Total NOajust.leasing/ Patrimonio (x)	11.65	9.24	11.45	15.09	12.74	11.50	10.32	9.66
346 Pasivo Total NO ajustado leasing/ Patrimonio Tangible (x)	11.65	9.24	11.45	15.09	12.74	11.50	10.32	9.66
347 Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio (x)	11.65	9.24	11.45	15.09	12.74	11.50	10.32	9.66
348 Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio Tangible	11.65	9.24	11.45	15.09	12.74	11.50	10.32	9.66
349								
350 LIQUIDEZ								
351 Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustada a leasing)	84.96%	92.35%	78.20%	83.24%	86.10%	89.42%	90.02%	90.04%
352 Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing	4.88%	2.15%	1.00%	1.33%	1.03%	1.05%	1.09%	1.08%
357 FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.02	0.04	0.00	0.00	-0.00	0.00	-0.00	0.00
358 CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.02	0.20	-0.51	-0.40	0.23	0.07	0.08	0.02
359 FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.05	0.50	#DIV/0!	0.00	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
360 CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.06	2.41	#DIV/0!	-0.81	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
361 EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo (x) anual	0.02	0.05	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
362 EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo+gasto fina	0.02	0.05	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
363 EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gastos Financieros(x)	0.06	0.59	#DIV/0!	0.01	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
364 Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.03	0.21	-0.49	-0.38	0.25	0.09	0.10	0.04
365 Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0.12	2.52	#DIV/0!	-1.28	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
366								
367 OTROS INDICES								
368 Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	-38,821	-45,053	-70,619	-145,144	-88,792	-82,224	-83,766	-86,002
369 Liquidez Acida (x)	0.75	0.71	0.65	0.54	0.68	0.70	0.68	0.67
370 Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente	0.75	0.71	0.65	0.54	0.68	0.70	0.68	0.67
371 Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.66	0.67	0.54	0.47	0.61	0.64	0.63	0.63
372 Patrimonio / Activo Total (x)	0.08	0.10	0.08	0.06	0.07	0.08	0.09	0.09
382 Costo de Ventas/Obligaciones Financieras Promedio	13.76	11.52	15.92	12.12	9.59	7.01	7.37	
383 Vencimientos Deuda Financiera								
384 Año	2006	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2006
385 Vencimientos Emisión Obligaciones	13,300	13,398	17,894	10,830	6,500	960	0	0
386 Vencimientos Otra deuda Financiera	0	0	0	0	0	0	0	0
387 Total	0	13,398	17,894	10,830	6,500	960	0	0
388								
389 (x) Índice expresado en número de veces								
390 * EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización								
391 ** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Me								
392 **** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.								