

Ecuador

GMAC del Ecuador S.A.

RATINGS

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha de Cambio
Segunda Emisión	AAA	AAA	03-10-07
Tercera Emisión	AAA	AAA	03-10-07
Papel Comercial	AAA	AAA	03-10-07
Cuarta Emisión	AAA	AAA	03-10-07

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. Dólares de los Estados Unidos de América
Moneda	
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). Necesidades generales de fondeo de la empresa.
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 & Rosales Cía.Ltda.
Saldo pendiente	USD 1.350.500

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). Necesidades generales de fondeo de la empresa.
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	Produbanco S.A.
Representante de los Obligacionistas	Corral y Rosales Cía. Ltda.
Saldo Pendiente	USD 6.800.000

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 im posiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.

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. Garantía emitida por General Motors Acceptance Corporation (USA). Necesidades generales de fondeo de la empresa.
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.
Saldo pendientes	USD 11.745.500

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). Necesidades generales de fondeo de la empresa.
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.
Saldo pendiente	USD 13.5MM

Contacto:

Patricia Pinto, Ecuador
593 -2 2222-323
ppintop@uio.satnet.net

Jeanneth Molina, Ecuador
593 -2 2222-323
jmolina@bankwatchratings.com

FECHA DEL INFORME

Quito, septiembre del 2007.

□ 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 de GMAC LLC (USA). Esta empresa cuenta con calificación internacional de FITCH, cuya evolución se muestra a continuación:

	Mar-07	Dec-06	Sep-05	Oct-04	Sep-04
calificación de largo plazo (IDR)	BB+	BB+	BB	BBB	BBB+
calificación de corto plazo (IDR)	B	B	B		
perspectiva	positiva				

Debe destacarse que en todo momento la calificación Internacional de GMAC LLC USA, se ha mantenido sobre la calificación del Ecuador de B y actualmente de CCC.

La gestión operativa de GMAC Ecuador, a ago-07 muestra resultados netos negativos debido a algunos factores: menores niveles de cartera financiada, a la reducción adicional del margen de interés y a que no se registraron utilidades no operativas en la magnitud del 2006, pues el margen operativo se mantiene negativo desde el año anterior como resultado principalmente, de los gastos que se generan por los pagos a la casa matriz. Se espera que a fin del 2007, los resultados de GMAC Ecuador estén alrededor de USD 2.9MM, ya que se efectuarían reversiones de provisiones por USD 2.3MM

Se mantiene la tendencia a presionarse del margen de interés desde el 2005.

La reducción de la cartera si bien ha presionado los resultados de la empresa, le ha generado capital de trabajo positivo que a la fecha la empresa mantiene en caja e inversiones, lo que se refleja en la recuperación del flujo de caja libre y de los índices de liquidez.

Si bien al momento se observa la capacidad de GMAC para cancelar la porción corriente de su deuda y una porción de su deuda de corto plazo, el descalce de plazos entre activos y pasivos y la transferencia de los activos líquidos a nueva cartera, implicará la necesidad 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 sus pasivos.

HECHOS RELEVANTES

El 30 de noviembre de 2006, General Motors Corporation vendió el 51% del paquete accionario –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 Norteamericanas. 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, préstamos hipotecarios y préstamos financieros no automotrices; así como una sólida posición de capital y nuevas y mejores facilidades de financiamiento.

ANÁLISIS FODA

Fortalezas

- Nueva estructura accionaria desde noviembre 30 de 2006, GMAC LLC (USA): FIM Holding LLC (51%) y General Motors (49%).
- Diversificación de cartera por clientes y montos.
- Administración profesional y técnica en la originación y recuperación de los créditos.
- Políticas de riesgo definidas
- Sistemas informáticos adecuados.
- Soporte de la Casa Matriz

Oportunidades

- Mercado con amplias posibilidades de crecimiento si se obtiene financiamiento.

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.
- Sensibilidad del sector automotriz a la coyuntura macroeconómica.
- Actual percepción de riesgo del sector automotriz en el sistema financiero

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, 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. La empresa está expresamente prohibida de captar recursos de terceros y realizar intermediación financiera. Estas actividades están reservadas a las instituciones amparadas por la Ley de Instituciones Financieras y controladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.

ESTRUCTURA ACCIONARIA

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

Los dueños actuales de GMAC LLC son: 51% FIM Holdings LLC y 49% General Motors Corp.

ESTRUCTURA DEL GRUPO EN EL ECUADOR

GMAC del Ecuador, se mantiene dentro de un Grupo formado por 4 empresas, las cuales se detallan a continuación:

- General Motors Ecuador: importa y vende vehículos.
- Omnibus 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 principalmente a través de la compra de cartera originada por los concesionarios de General Motors y en menor nivel, a través del financiamiento de los inventarios a los concesionarios.

El sector automotriz en la economía ecuatoriana se ha mostrado muy dinámico en los últimos años, lo que lo ha llevado a tener un fuerte impacto, liderando el segmento de consumo. 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 industria. 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 mercado de combustibles que crece cada año al 5%, y la tasa de renovación del parque automotor es de 10% anual.

Durante el año 2006, en el país, alrededor del 64% de la oferta de vehículos fue importada; de acuerdo a datos oficiales de la AEADE, la industria cerró

el año con ventas por 84.505 unidades, de las cuales el 50,54% corresponde al segmento de automóviles, el 22,41% a camionetas, el 18,19% a todo terreno y el 8,85% a vans, camiones, buses y otros. En dólares, las ventas de vehículos crecieron 9.93%, respecto al año 2005 y alcanzaron los USD 1.709M.

Los precios promedio de venta en los últimos años han tenido un incremento de USD 946.53 en promedio¹, reflejando la caída de precios en todos los segmentos, excepto el de automóviles; buses y camionetas tuvieron la más marcada reducción en sus precios, durante el período. El segmento de mayor crecimiento fue de vehículos todo terreno, que pasaron de 12M a 15M unidades en el año.

El parque automotor ecuatoriano actualmente bordea el 1.5MM de unidades 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 el mercado, se observa también un aumento en la participación de vehículos de mayor nivel de precios.

Geográficamente, Pichincha y Guayas concentran el 71.79% de las ventas de nuevos automotores.

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, pues aunque se sigue colocando especialmente en consumo, se observa una desaceleración en el sistema.

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.

A partir del año 2002, pero especialmente durante 2005 y 2006, la industria automotriz en el país atravesó una etapa creciente, que llevó a considerar dicho proceso no como algo cíclico, sino estructural; sin embargo, para el año 2007 en el mercado de financiamiento automotriz, en términos generales se observa mayor cautela, dada la coyuntura política.

General Motors es el líder en ventas de automóviles en el Ecuador, a jul-07 tiene una participación de mercado del 40.19%, GMAC del Ecuador compra cartera de financiamiento de vehículos General Motors; durante lo que va del año 2007 GMAC financió 7.108 vehículos de General Motors. Que representa el 13.1% de las ventas de vehículos livianos de General Motors.

El mercado de financiamiento automotriz, en los últimos años ha sido muy competitivo, debido a la liquidez del sistema financiero, ello dio lugar a que en el año 2006 se incorporara una ampliación de plazos (hasta cinco años), la reducción de las cuotas de entrada y la disminución de la tasa de interés, como estrategia de mercado; en caso de debilitamiento de la economía esta podría ser una debilidad sectorial.

Las políticas actuales 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 agosto del año 2007.

El activo de la compañía asciende a USD 387.628M, lo que representa el 99.5% del activo a dic-06. La cartera de créditos es su principal activo (76.7%).

¹ Automundo: anuario 2006, AEADE.

La cartera total de GMAC proviene de: clientes y de concesionarios, siendo la más representativa la de clientes, que está constituida por aquella comprada por GMAC al concesionario; ésta a ago-07 suma USD. 315.130M (deducidos los intereses no devengados) y constituye, como en períodos precedentes la principal fuente de ingresos de la compañía.

La composición de la cartera de clientes muestra que el grueso de ella se concentra en vencimientos menores a un año; pues a diferencia de lo observado durante el 2006, en el 2007 los mayores crecimientos se dieron en la cartera de más corto plazo, lo que se explica por la coyuntura macroeconómica del país; pues durante lo que va del año ha habido mayor cautela con el financiamiento automotriz, tanto de clientes como del sistema financiero.

La cartera de concesionarios, que corresponde al financiamiento otorgado por GMAC del Ecuador al concesionario para costear inventarios, a ago-07 asciende a USD 50.992M y representa el 17.14% 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 corto plazo y 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. 369.336M y muestra la siguiente estructura y comportamiento:

CARTERA POR MENOR *	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	Ag07	%
CARTERA POR VENCER :	\$179,081	95.13%	\$164,859	95.07%	\$290,909	97.44%	\$382,170	97.43%	\$358,875	97.17%
Vencimientos corrientes :	\$102,004	54.18%	\$92,764	53.49%	\$115,122	44.71%	\$163,453	41.67%	\$164,055	44.42%
Vencimiento a 1 año	\$60,023	31.88%	\$51,578	29.74%	\$83,541	32.44%	\$124,938	31.85%	\$117,279	31.75%
Vencimiento a 2 años	\$17,051	9.00%	\$20,517	11.83%	\$43,019	16.71%	\$70,693	18.02%	\$58,535	15.85%
Vencimiento entre 3 y 5 años	\$3	0.00%	\$0	0.00%	\$9,227	3.58%	\$23,084	5.89%	\$19,005	5.15%
CARTERA VENCIDA :	\$5,829	3.10%	\$5,074	2.93%	\$4,949	1.92%	\$7,848	2.00%	\$7,250	1.96%
30 días	\$3,634	1.93%	\$3,385	1.95%	\$3,312	1.36%	\$5,795	1.48%	\$4,917	1.33%
60 días	\$1,161	0.62%	\$981	0.57%	\$778	0.30%	\$1,125	0.29%	\$1,218	0.33%
90 días	\$483	0.26%	\$319	0.18%	\$278	0.11%	\$352	0.09%	\$452	0.12%
91 a 180 días	\$380	0.20%	\$240	0.14%	\$251	0.10%	\$358	0.09%	\$436	0.12%
desde 181 hasta 1 año	\$171	0.09%	\$149	0.09%	\$130	0.05%	\$218	0.06%	\$226	0.06%
Sobre 1 año	\$0	0.00%	\$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%	\$3,212	0.87%
TOTAL	\$188,255		\$173,408		\$297,500		\$392,255		\$369,336	
Cartera en riesgo	\$9,374	4.87%	\$8,549	4.93%	\$6,591	2.56%	\$10,086	2.57%	\$10,462	2.83%

La cartera en riesgo² de GMAC a ago-07 es de USD 10.5MM, y que respecto de dic-06 creció 3.7%, manteniéndose por debajo de 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. La morosidad total a ago-07 es 2.83% (2.57% a dic-06).

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.

A ago-07, la provisión de cartera es USD 13.502M y la cobertura para la cartera en riesgo es 1.29, adicionalmente la cartera de clientes cuenta con la garantía del vehículo (reserva de dominio).

Durante el año A ago-07 se registran castigos de cartera por USD. 187M, y recuperaciones por USD 108M.

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 de la mayor parte del pasivo³ 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, pues la empresa históricamente ha financiado su capital de trabajo con deuda bancaria fundamentalmente. A ago-07 GMAC tuvo menores requerimientos de recursos financieros para financiar su capital de

² Cartera en Riesgo = Cartera Vencida + Cartera Non Accrual

³ Estructura de fondeo:

Obligaciones bancarias de corto plazo	53.65%
Obligaciones financieras con la matriz	9.59%
Obligaciones con el mercado de valores	7.48%
Cuentas y doctos x pagar a relacionadas	7.96%
Proveedores	4.39%

trabajo, y por ello generó un FCL positivo en el período. Históricamente el pasivo de la compañía se ha caracterizado por ser de corto plazo, debido a las condiciones del mercado; incluso la línea de financiamiento directo de la matriz es de corto plazo.

Durante el año 2007, la cartera de la empresa muestra un comportamiento consistente con el del mercado automotriz, mismo que durante 2006 y 2005 a través de un período fuertemente expansivo, mientras en 2007 crece pero en niveles inferiores a los observados en los dos períodos precedentes.

Tanto el pasivo bancario, como las emisiones de obligaciones están garantizados en su totalidad por la casa matriz; esta garantía cubre el riesgo de crédito pero no el riesgo país.

El endeudamiento con GMAC LLC a dic-06 asciende a USD 110MM, donde USD 85.000M, corresponden a préstamos con costo, y USD 25MM son cuentas por pagar a la casa matriz, originadas en licencias de uso de marcas, honorarios por garantía solidaria y asesoramiento administrativo. Los pagos a la matriz continúan suspendidos temporalmente, contabilizándose por tanto con cargo a las cuentas por pagar.

El patrimonio de la compañía es de USD 23.897M, donde el capital social (patrimonio primario) constituye el 83.3%, de manera que este es de buena calidad; junto con las provisiones constituye la cobertura para los riesgos que muestra el balance. La garantía de la casa matriz a los pasivos financieros mitiga los riesgos que muestra el balance con la reducida posición patrimonial frente a los activos de riesgo (8%).

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 (11.64%). A ago-07 representan el 76.5% de los de dic-06.

A la fecha de análisis, y a diferencia de lo observado en períodos precedentes, la participación de GMAC (13.1%) en el financiamiento de vehículos GM disminuyó; lo que repercutió en un aumento del peso del costo de ventas (76.5% del ingreso). Se observó también la transferencia de recursos a activos menos productivos que la cartera (caja e inversiones) financiados por pasivos con costo; todo ello dio lugar a una disminución del margen bruto, que cayó al 23%.

GMAC presenta una reducción sostenida de su margen bruto desde dic-04, situación que se explica por la presión continúa en el margen financiero y el peso importante de los gastos administrativos en relación a la generación de ingresos.

El incremento del costo de financiamiento para la empresa, dio lugar a una nueva caída en el NIM.

	Ago.07	2006	2005	2004
NIM	2.85%	2.73%	3.38%	4.68%
Margen Bruto	23%	30%	37%	46%

A ago-07, los gastos administrativos continúan creciendo, y representan el 102.8% del margen bruto, 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. Esta situación ha dado lugar a un resultado operativo negativo desde el 2006 y que a Agosto/07 se ubica en US-1.9MM.

En el período GMAC generó otros ingresos por USD 1.8MM, originados en los trámites de legalización de contratos de compra de cartera, mismos que son facturados a los distintos concesionarios sobre una base mensual; pero que al contrario del año anterior, a ago-07 no fueron suficientes para revertir el resultado operativo negativo del período.

La empresa a ago-07 generó un resultado negativo neto de USD -324M.

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.

A ago-07, el EBITDA operativo de GMAC es negativo (USD -790M) pero el flujo de caja es positivo, lo que se explica principalmente por el menor requerimiento de financiar cartera que genera una variación positiva de capital de trabajo y por los ingresos no operativos.

A la fecha de análisis la empresa puede afrontar los vencimientos de la porción corriente por la transferencia de recursos de cartera a activos líquidos; sin embargo, mientras se recupere los niveles de cartera financiada, la capacidad de pago se reducirá requiriendo de refinanciamiento de la deuda de corto plazo como consecuencia del descalce de plazos que persiste y del alto nivel de endeudamiento.

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

El nivel de endeudamiento sobre patrimonio muestra un comportamiento creciente: 15.22 a ago-07 (dic-06: 15.09 y dic-05: 11.45), como resultado de los requerimientos de capital de trabajo para el crecimiento del negocio, observados en períodos anteriores.

En el período analizado se observa que parte de la deuda financiera ha sido reemplazada por créditos de la casa matriz, esto obedece a las restricciones que están surgiendo para el sector automotriz en el sistema financiero ecuatoriano.

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 15.270M.

En cuanto al papel comercial emitido en el cuarto trimestre del año 2005, tuvo igual aceptación y acogida; al momento el saldo es USD 13.52MM 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.

A ago-07, los activos de la empresa ascienden a USD 387.628M, entre los cuales USD 48.599M corresponden activos pignorados. El saldo de las obligaciones y papel comercial en circulación suma USD 33.277M, con una cobertura de 10 veces.

CATEGORÍA	CANTIDAD				
	Ago.07 A + B + C	A	B	C	B - C
DEBITOS					
ACTIVOS					
Depositos en Instituciones Financieras	14,630,187.50		14,630,187.50		14,630,187.50
Inversiones Bienes	18,000,000.00		18,000,000.00		18,000,000.00
Cartera Productiva Bruta	302,540,741.65	48,598,895.46	254,464,820.99	985,111.21	253,879,709.78
Otros Activos Productivos Brutos	56,261,449.86	56,261,449.86			56,261,449.86
Total Activos Productivos	302,540,729.10	48,598,895.46	343,256,458.43	985,111.21	342,271,347.22
FONDOS DISPONIBLES					
Fondos Disponibles Inproductivos	350.00		350.00		350.00
Cartera en Riesgo	8,167,846.42		8,167,846.42		8,167,846.42
Activo Fijo	353,710.81		353,710.81		353,710.81
Otros Activos Inproductivos	361,862.17		361,862.17		361,862.17
Total Provisiones	13,796,005.52		13,796,005.52		13,796,005.52
Total Activos Inproductivos	4,912,228.52		4,912,228.52		4,912,228.52
Total Activos	387,628,558.30	48,598,895.46	338,444,230.21	985,111.21	337,859,119.10

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.

9: ACTIVOS ESENCIALES

La empresa considera a la cartera Retail y Wholesale; y a la caja como sus activos esenciales.

	C	F	H	J	L	M
267	EMPRESA:					
268	Quito, ECUADOR					
269	RESULTADOS	dic-03	dic-04	dic-05	dic-06	ago-07
270	Ventas	35,242	29,746	31,051	43,120	32,985
271	% crecimiento	22.1%	-15.6%	4.4%	38.9%	14.7%
272	MARGEN BRUTO (%)	40%	46%	37%	30%	23%
273	EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación en	2,778	5,542	1,163	625	-790
274	MARGEN EBITDA (%)	7.9%	18.6%	3.7%	1.4%	-2.4%
275	EBITDA OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación en	2,778	5,542	1,163	625	-790
276	MARGEN EBITDAR (%)	7.88%	18.63%	3.75%	1.45%	-2.39%
277	Cuota leasing del periodo	0	0	0	0	0
278	Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están inclu	1,371	3,740	406	2,915	1,340
279	EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,407	1,802	757	-2,290	-2,130
280	Gasto Financiero del periodo	0	0	0	0	0
281	Impuestos a la renta	-109	-868	-521	-524	0
282	Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financiero	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
283	UTILIDAD NETA	2,236	2,212	3,838	2,636	-324
284	Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	15.5%	13.3%	19.5%	11.5%	-2.0%
285	Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	1.1%	1.2%	1.7%	0.8%	-0.1%
286	FLUJO DE CAJA					
287	Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisi	3607	5952	4244	5551	1016
288	Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	112	17981	-81393	-98699	97863
289	Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operat	3719	23933	-77149	-93148	98878
290	Inversión en Activos Fijos	-183	-171	-271	-169	13
291	Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
292	Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y	3536	23762	-77420	-93317	98892
293	Variación Neta de Deuda Financiera	-870	-27653	76445	94978	-13279
294	Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
295	Pago de Dividendos	0	0	0	0	0
296	Otros Financiamientos, Neto	-100	-4	1504	0	-18000
297	Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	2566	-3895	529	1661	67613
298						
299	Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH					
300	EBITDA OPERATIVO	2778	5542	1163	625	-790
301	(-) Gasto Financiero del periodo	0	0	0	0	0
302	(-) Impuesto a la renta del periodo	-109	-868	-521	-524	0
303	(-) Dividendos "preferentes" pagados en el periodo (ingreso manual diferencia	0	0	0	0	0
304	FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2669	4674	642	101	-790
305	(-) Variación Capital de Trabajo	112	17981	-81393	-98699	97863
306	CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	2781	22655	-80751	-98598	97073
307	(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	938	1278	3602	8012	1806
308	(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-2562	0
309	(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	0	0	0	0	0
310	(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-183	-171	-271	-169	13
311	(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	3536	23762	-77420	-93317	98892
312	FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	7.57%	15.71%	2.07%	0.23%	-2.39%
313	cuota leasing del periodo (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0
314	EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERIOD)	2778	5542	1163	625	-790
315						
316	BALANCE					
317	Caja e Inversiones Corrientes	6,340	2,486	1,572	3,281	88,892
318	Activos Totales	196,561	181,797	268,760	389,641	387,628
319	Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	129,885	115,650	157,718	246,939	236,548
320	Pasivo financiero Largo Plazo	23,000	9,582	43,959	49,716	46,828
321	Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
322	Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	152,885	125,232	201,677	296,655	283,376
323	Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	15,535	17,747	21,585	24,221	23,897
324	Capitalización ****	168,420	142,979	223,262	320,876	307,273
325	pasivos contingente	0	0	0	0	0
326						
327	ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	0	48,599
328	Activo Diferido + (Activo Intangible si no está pignorado- sumar manualmente)	0	0	0	0	0
329	Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	196,561	181,797	268,760	389,641	339,029
330	Emisión de Obligaciones en Circulación	15,000	19,000	34,082	35,877	33,277
331	Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	13	10	8	11	10
332	Límite Legal para Emitir Obligaciones	157,249	145,438	215,008	311,713	271,223
333						
334	INDICADORES FINANCIEROS					
335	Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	55.03	22.60	173.41	474.65	-239.16
336	Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	52.75	22.15	172.06	469.40	-164.14
337	Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) / FF	57.28	26.79	314.14	2,937.18	-239.16
338	(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing si es el	2%	19%	-38%	-31%	52%
339	Deuda Financiera Total ajust. leas. / Capitalización (%)	90.78%	87.59%	90.33%	92.45%	92.22%
340	Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	11.56%	20.76%	35.16%	39.60%	44.08%
341	Deuda Financiera Total ajust. leas. / Pasivo Total (%)	84.46%	76.34%	81.53%	81.18%	77.91%
342	Pasivo Total NO ajust. leas. / Patrimonio (x)	11.65	9.24	11.45	15.09	15.22
343	Pasivo Total NO ajustado leas. / Patrimonio Tangible (x)	11.65	9.24	11.45	15.09	15.22
344	Pasivo Total ajustado leas. / Patrimonio (x)	11.65	9.24	11.45	15.09	15.22
345	Pasivo Total ajustado leas. / Patrimonio Tangible	11.65	9.24	11.45	15.09	15.22
346						
347						
348						
349						
350	LIQUIDEZ					
351	Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	84.96%	92.35%	78.20%	83.24%	83.47%
352	Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing	4.88%	2.15%	1.00%	1.33%	37.58%
353	FFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.02	0.04	0.00	0.00	-0.01
354	CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.02	0.20	-0.51	-0.40	0.62
355	FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.05	0.50	0.00	0.00	-0.03
356	CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.06	2.41	0	-0.81	4.00
357	EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo (x) anual	0.02	0.05	0.01	0.00	-0.01
358	EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo+gasto fina	0.02	0.05	0.01	0.00	-0.01
359	EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gastos Financieros(x)	0.06	0.59	0	0.01	-0.03
360	Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.03	0.21	-0.49	-0.38	0.63
361	Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0.12	2.52	0	-1.28	8.14
362						
363						
364						
365						
366						
367	OTROS INDICES					
368	Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	-38,821	-45,053	-70,619	-145,144	19,378
369	Liquidez Acida (x)	0.75	0.71	0.65	0.54	1.06
370	Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (0.75	0.71	0.65	0.54	1.06
371	Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.66	0.67	0.54	0.47	0.92
372	Patrimonio / Activo Total (x)	0.08	0.10	0.08	0.06	0.06
373	Costo de Ventas/Obligaciones Financieras Promedio	13.76	11.52	15.92	12.12	8.71
374						
375	Vencimientos Deuda Financiera					
376	Año	2005	2006	2007	2008	2009
377	Vencimientos Emision Obligaciones	0	13,398	17,894	10,830	6,500
378	Vencimientos Otra deuda Financiera	0	0	0	0	0
379	Total	0	13,398	17,894	10,830	6,500
380						
381	(x) Indice expresado en numero de veces					
382	* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización					
383	** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Me					
384	*** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.					