

**Ecuador
Obligaciones**

GMAC del Ecuador S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
Segunda emisión de obligaciones	AAA	AA	03-08
Tercera emisión de obligaciones	AAA	AA	03-08
Cuarta emisión de obligaciones	AAA	AA	03-08
Primera emisión de Papel Comercial	AAA	AA	03-08
Segunda emisión de Papel Comercial	AAA	AA	03-08

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 Emisión Propuesta de Papel Comercial:

Emisor: GMAC del Ecuador S.A.
 Moneda: 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
 Rendimiento promedio: 5%
 Garantía: General y Específica.
 Destino de la emisión: Garantía emitida por GMAC LLC. Necesidades generales de fondeo de la empresa.

Calificadora de Riesgos: BankWatch Ratings S.A.
 Agente Estructurador: Pichincha Casa de Valores
 Agente Colocador: Pichincha Casa de Valores
 Agente Pagador: Banco del Pichincha
 Representante Obligacionistas: Corral & Rosales Cía. Ltda.

Descripción de la cuarta emisión de obligaciones:

Clase	Monto Original	Plazo	Tasa	Saldo
A	7.000.000,00	720 días	6,5% fija	3.598.750,00
B	7.000.000,00	1080 días	7,0% fija	4.972.750,00
C	6.000.000,00	1440 días	7,5% fija	4.459.375,00

Emisor: GMAC del Ecuador S.A.
 Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América
 Amortización: trimestral
 Cupón: trimestral
 Garantía: General y Específica.
 Destino de la emisión: Garantía emitida por GMAC LLC. 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 segunda emisión de Obligaciones:

Clase	Monto Original	Plazo	Tasa	Saldo
A	5.000.000,00	720 días	6,5% fija	-
B	5.000.000,00	1080 días	7,0% fija	-
C	5.000.000,00	1440 días	7,5% fija	1.250.000,00

Emisor: GMAC del Ecuador S.A.
 Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América
 Amortización de capital: Trimestral.
 Pago de intereses: Trimestral.
 Garantía: General y Específica.
 Destino de la emisión: Garantía emitida por GMAC LLC. 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 primera emisión papel comercial:

Emisor: GMAC del Ecuador S.A.
 Moneda: 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.
 Destino de la emisión: Garantía emitida por GMAC LLC. 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 650.000

Descripción de la tercera emisión de Obligaciones:

Clase	Monto Original	Plazo	Amortización Capital	Pago Interés	Tasa	Saldo
A	7.000.000,00	720 días	Trimestral	Trimestral	6,5% fija	-
B	7.000.000,00	1080 días	Trimestral	Trimestral	7,0% fija	1.400.000,00
C	6.000.000,00	1440 días	Trimestral	Trimestral	7,5% fija	2.640.000,00

Emisor: GMAC del Ecuador S.A.
 Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América
 Garantía: General y Específica.
 Destino de la emisión: Garantía emitida por GMAC LLC. 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: Prohubanco S.A.
 Representante de los Obligacionistas: Corral y Rosales Cía. Ltda.

Contactos

Patricia Pinto
 (593 2) 222 23 23
ppinto@bankwatchratings.com

Jeanneth Molina
 (593 2) 254 83 93
jmolina@bankwatchratings.com

Perfil

GMAC es una empresa dedicada al financiamiento automotriz, que viene operando en el mercado ecuatoriano desde hace 12 años.

FECHA COMITE: 03/05/2008

ESTADOS FINANCIEROS A: Diciembre 2007

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, 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 CALIFICACION

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. ha decidido otorgar a las emisiones descritas de GMAC del Ecuador la calificación de AA, que **“corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general”**. Con la decisión del Comité de Calificación, de cambiar la calificación de las emisiones descritas, de AAA (triple A) a AA (doble A), se concluye el estado de “observación” o “vigilancia” de la calificación.

Esta revisión de la calificación de las emisiones y papel comercial descritos se realiza en vista de la reducción de la calificación a GMAC LLC USA, quien concede garantía específica a las operaciones del caso.

La calificación otorgada se fundamenta en la garantía específica, en los resguardos establecidos en las estructuras y en las fortalezas de GMAC del Ecuador. Reconoce específicamente la estructura y buena calidad de los activos que respaldan holgadamente los pasivos y permiten generar un patrimonio libre importante para cubrir riesgos adicionales que pudieran surgir, a pesar del elevado apalancamiento de la empresa. Por otro lado, incorpora la capacidad de la institución para mantener el fondeo revolvente que requiere para financiar la brecha estructural negativa de plazos y las posibilidades de liquidez inmediata que le proporcionan sus activos.

GMAC LLC, cuenta con calificación internacional de FITCH, cuya evolución se muestra a continuación:

	Sep-04	Oct-04	Sep-05	Dec-06	14-Nov-07	03-Mar-08
Calificación de largo plazo	BBB+	BBB	BB	BB+	BB+	BB
Calificación de corto plazo			B	B	B	B
Perspectiva					Negativa	Negativa

Debe mencionarse, que la calificación de GMAC LLC USA, está siendo continuamente monitoreada, y que la perspectiva negativa indica que ésta pudiera ser reducida ante cualquier evento que así lo amerite.

La calificación BB en escala internacional de largo plazo, indica que el riesgo de crédito está desarrollándose, particularmente como resultado de cambios adversos en la economía, a lo largo del tiempo; sin embargo, podrían existir alternativas financieras que permitan honrar los compromisos financieros del emisor. La perspectiva negativa indica que esta calificación podría reducirse en el tiempo.

La calificación B en escala internacional de corto plazo, indica que existe una mínima capacidad para el pago oportuno de las obligaciones financieras y vulnerabilidad ante cambios adversos de corto plazo en las condiciones económicas y financieras.

La calificación Internacional de GMAC LLC USA, se mantiene sobre la calificación del Ecuador de CCC; sin embargo a medida que se va acercando su riesgo a la calificación de riesgo local, la situación financiera de GMAC del Ecuador cobra mayor importancia. **Por lo tanto, en la medida en que se fortalezca la estructura de GMAC del Ecuador, menor impacto sobre las calificaciones de las emisiones locales, tendrían las decisiones de calificación sobre la casa matriz.**

La posición de GMAC del Ecuador a dic-07, muestra una empresa auto sustentable, con resultados positivos, originados en alrededor del 55% en el giro del negocio. Su debilidad fundamental radica en la brecha estructural de plazos de su balance; mientras que el financiamiento de activos es de largo plazo, el grueso de la deuda bancaria tiene vencimientos revolventes cada 90 días.

Lo dicho anteriormente, hace que la estructura financiera de GMAC sea altamente sensible a cambios en la tasa de interés.

ANALISIS FODA

FORTALEZAS

- 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

- 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.

DESCRIPCION 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. Para cumplir su objeto, la compañía compra cartera a los concesionarios y adicionalmente les concede créditos; y 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 DEL GRUPO

GMAC del Ecuador, ya no hace parte de ningún grupo tras la venta de GMAC LLC a un consorcio financiero en noviembre de 2006.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL

GMAC LLC mantiene el 99.99% de las acciones de GMAC del Ecuador. Esta corporación es de nacionalidad estadounidense y la inversión que realiza es extranjera directa. El segundo accionista es GMAC South America LLC.

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

RIESGO SECTORIAL

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 camiones 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 julio 2007 tuvo una participación de mercado del 40.19%.

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.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

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.

GMAC del Ecuador compra cartera de financiamiento de vehículos General Motors; durante lo que va del año 2007 GMAC financió 10.965 vehículos de General Motors. Que representa el 38.3% de las ventas de vehículos livianos GM. Cabe destacar que las ventas totales de GM se complementan con ventas directas de flotas, y dicha marca colocó 36.174 automotores en Ecuador durante 2007.

Las políticas actuales de financiamiento de GMAC del Ecuador son: plazos que no superen los cuatro años, la cuota de entrada no puede ser menor al 20% y tasa fija individualizada.

GESTION OPERATIVA

A dic-07, GMAC generó una utilidad neta de USD 2.5MM, la cual en un 55.7% proviene su gestión operativa; mostrando mejoría respecto de lo observado a oct-07, explicada por el incremento en el nivel de ventas y la reducción en el costo de ventas, por el lado del peso del financiamiento. Dicho resultado mejora con el aporte de USD 3.3MM provenientes de otros ingresos.

En las proyecciones se observa que el nivel de ventas le permitirá a la compañía generar utilidades similares a las observadas a dic-07.

El resultado operativo de GMAC a la fecha de análisis se originó en los ingresos por financiamiento, que provienen de: intereses de cartera (81.2%), contribuyen también los ingresos por servicios de consignación y administrativos (12%) y cobros fijos por contratos (5.6%).

Las ventas (en dólares) del período son 12% superiores a las de dic-06; mientras que en el mismo período el costo de ventas creció al 10%, dando lugar a un margen bruto mayor; situación por la cual el peso de los gastos de administración sobre el margen bruto a dic-07 disminuyera.

La participación de GMAC en el financiamiento de vehículos GM cerró el año en 38.3%, cuando a dic-06 fue del 51%. La menor dinámica en el crecimiento de las ventas dio lugar a la utilización de recursos en activos menos productivos que la cartera (caja e inversiones).

El margen bruto de GMAC mejoró a dic-07, como resultado de la reducción en el costo de financiamiento de la entidad, y del incremento de la cartera a clientes en el último trimestre del año; así como por la adecuada gestión de tesorería, pues la liquidez excedentaria se colocó en inversiones.

Se esperaría a futuro un efecto positivo de la reducción de tasas por parte de la Fed sobre los mercados internacionales, lo que podría contribuir a mejorar el margen de interés y el NIM de GMAC. A dic-07, tanto el NIM, como el Margen Bruto son mejores que los proyectados, reflejando que los activos productivos de la empresa generaron retornos superiores a los esperados, y que GMAC es altamente sensible a cambios en el costo del fondeo.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	%	%	%	%	%	%	%
NIM	4.68	3.38	2.73	2.22	3.49	3.46	3.69
Margen Bruto	46	37	30	25	33	35	35

ESTRUCTURA DEL BALANCE

El presente análisis se realizó con balances no auditados al 31 de diciembre de 2007.

El activo de GMAC a dic-07 es de USD 336.656M, decayó respecto de dic-06, debido a que la cartera de concesionarios muestra saldos más pequeños evidenciando una recuperación más rápida. El principal activo del balance es la cartera de créditos y el grueso del activo es productivo. A dic-07, el activo improductivo es de alrededor de USD 1.1MM.

La cartera total de GMAC por tipo de deudor proviene de: clientes y de concesionarios. La de clientes está constituida por aquella comprada por GMAC del Ecuador al concesionario a dic-07 suma USD 242.6MM (deducidos los intereses no devengados) y continua siendo 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 de hasta un año (74.25%), 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 inventarios, a dic-07 asciende a USD 62.7MM. 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.

¹ Automundo: anuario 2006, AEADE.

La cartera bruta de clientes -incluye intereses no devengados y provisiones- a dic-07 totaliza USD. 299.8MM y muestra la siguiente estructura y comportamiento:

CARTERA POR MENOR *	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%
CARTERA POR VENCER:	\$164,859	95.07%	\$250,909	97.44%	\$382,170	97.43%	\$288,164	96.11%
Vencimientos corrientes	\$92,764	53.49%	\$115,122	44.71%	\$163,453	41.67%	\$129,716	43.26%
Vencimiento a 1 año	\$51,578	29.74%	\$83,541	32.44%	\$124,938	31.85%	\$92,914	30.99%
Vencimiento a 2 años	\$20,517	11.83%	\$43,019	16.71%	\$70,693	18.02%	\$50,378	16.80%
Vencimiento entre 3 y 5 años	\$0	0.00%	\$9,227	3.58%	\$23,084	5.89%	\$15,155	5.05%
CARTERA VENCIDA:	\$5,074	2.93%	\$4,949	1.92%	\$7,848	2.00%	\$8,268	2.76%
30 días	\$3,385	1.95%	\$3,512	1.36%	\$5,795	1.48%	\$5,557	1.85%
60 días	\$981	0.57%	\$778	0.30%	\$1,125	0.29%	\$1,387	0.46%
90 días	\$319	0.18%	\$278	0.11%	\$352	0.09%	\$480	0.16%
91 a 180 días	\$240	0.14%	\$251	0.10%	\$358	0.09%	\$530	0.18%
desde 181 hasta 1 año	\$149	0.09%	\$130	0.05%	\$218	0.06%	\$314	0.10%
Sobre 1 año	\$0	0.00%	\$0	0.00%	\$0	0.00%	\$0	0.00%
CARTERA NON ACCRUAL:	\$3,475	2.00%	\$1,643	0.64%	\$2,238	0.57%	\$3,408	1.14%
TOTAL	\$173,408	\$257,500	\$392,255	\$299,839				
Cartera en riesgo	\$8,549	4.93%	\$6,591	2.56%	\$10,086	2.57%	\$11,676	3.89%

La cartera en riesgo² de GMAC a dic-07 es de USD 11.7MM, y creció 15.77% respecto de dic-06. 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 de la cartera a dic-07 es 3.89% (2.57% a dic-06).

Cabe destacar que la cartera vencida representa el 2.76% de la cartera total, y que el grueso de ella se concentra hasta 30 días.

El 67.22% 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 dic-07, la provisión de cartera es USD 11.060M y la cobertura para la cartera en riesgo es de alrededor el 0.95 veces. Adicionalmente la cartera de clientes cuenta con la garantía del vehículo (reserva de dominio).

Durante el año GMAC realizó castigos de cartera por USD. 388M, y recuperaciones por USD 1.514.6M.

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 pasivo a dic-07 contempla: obligaciones bancarias de corto y largo plazo, obligaciones financieras con la matriz y deuda con el mercado de valores.

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. El 89% del pasivo a dic-07 es de corto plazo. 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.

A dic-07, y debido a que GMAC requiere continuamente refinanciar su deuda de corto plazo y al crecimiento del cuarto trimestre de 2007, se observan mayores requerimientos de recursos financieros por capital de trabajo, lo que dio lugar a un FCL negativo.

Durante el año 2007, la cartera de la empresa muestra un comportamiento consistente con el del mercado automotriz, mismo que durante 2006 y 2005 atravesó 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.

A dic-07, GMAC del Ecuador tiene una deuda con GMAC LLC por USD 108.9MM, de los cuales el 78.1% corresponde a préstamos con costo, y el 21.9% a 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.

A la fecha de análisis, el patrimonio de la compañía es USD 26.7MM y es de buena calidad, pues el capital social (patrimonio primario) constituye el 82.6% de la cuenta. El patrimonio libre a dic-07 representa el 69.5%

del patrimonio + provisiones constituidas y el 8.4% de los activos productivos.

La garantía de la casa matriz a los pasivos financieros mitiga los riesgos que muestra el balance.

ENDEUDAMIENTO

El grueso de la capitalización de la institución a dic-07 proviene de endeudamiento (USD 234.7MM).

El nivel de endeudamiento sobre patrimonio a dic-07 es 11.60 (dic-06: 15.09), como resultado del incremento patrimonial del trimestre.

En el período analizado se observa que parte de la deuda financiera se ha contratado a largo plazo.

GMAC del Ecuador no paga dividendos.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

A dic-07, el descalce de plazos entre activos y pasivos persiste, el grueso de las obligaciones financieras (89%) es de corto plazo. Situación que presiona los índices de endeudamiento de GMAC.

El EBITDA operativo de GMAC a dic-07 asciende a USD (USD 3.9MM) y debido a los requerimientos de capital de trabajo, originados en el proceso de refinanciamiento de los pasivos, el flujo de caja del período es negativo.

De acuerdo a sus flujos actuales, GMAC puede cubrir los pagos de la porción corriente de la deuda; pero debe renegociar el capital, de corto y de largo plazo. Situación que se explica como consecuencia del persistente descalce de plazos 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.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

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

Según el artículo 13 de la Sección 1, del Capítulo 3, Subtítulo 1 del Título 3 "Oferta Pública de Valores", de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores: "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 dic-07, los activos de la empresa ascienden a USD 337MM, entre los cuales USD 52MM corresponden activos pignorados. El saldo de las obligaciones y papel comercial en circulación suma USD 18.8M (incluida la porción corriente), con una cobertura de 16 veces.

Para dic-07, al incluir los USD 20MM de la emisión propuesta de papel comercial, el activo libre es USD 284.59MM y la cobertura para las emisiones sería de 7 veces.

² Cartera en Riesgo = Cartera Vencida + Cartera Non Accrual.

ACTIVOS	30/12/2007	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
	A + B + C	A	B	C	B - C
Depositos en Instituciones Financieras	3,299,154.66		3,299,154.66		3,299,154.66
Inversiones Brutas	16,000,000.00		16,000,000.00		16,000,000.00
Cartera Productiva Bruta	307,932,647.97	52,066,305.51	255,837,976.09	540,366.37	254,789,033.72
Otros Activos Productivos Brutos	10,927,244.97		10,927,244.97		10,927,244.97
Total Activos Productivos	338,179,047.60	52,066,305.51	285,564,315.72	540,366.37	285,016,009.35
Fondos Disponibles Improductivos	350.00		350.00		350.00
Cartera en Riesgo	8,908,887.29		8,908,887.29		8,908,887.29
Activo Fijo	516,971.16		516,971.16		516,971.16
Otros Activos Improductivos	110,466.58		110,466.58		110,466.58
Total Provisiones	11,060,075.98		11,060,075.98		11,060,075.98
Total Activos Improductivos	1,523,400.95		1,523,400.95		1,523,400.95
Total Activos	336,655,646.65	52,066,305.51	284,040,974.77	540,366.37	283,492,608.40

Todas las emisiones de obligaciones, así como la de papel comercial, cuentan con una garantía específica otorgada por GMAC LLC (USA), misma que 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 LLC consideramos que la garantía otorgada para respaldar la emisión de obligaciones propuesta, es de 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.

ACTIVOS ESENCIALES

La empresa considera a la cartera al por menor y por mayor, como su activo esencial.

▪ COMPORTAMIENTO DEL EMISOR EN EL MERCADO Y LIQUIDEZ DE LA EMISION

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; a dic-07 tiene un saldo de USD 650M revolvente.

En septiembre de 2007, GMAC inicio la colocación de USD 50MM por titularización de cartera, a dic-07 el 100% de dichos valores están en circulación.

EMPRESA: GMAC

	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Oct-07	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10
RESULTADOS									
Ventas	35,242	29,746	31,051	43,120	40,702	48,336	48,942	51,772	53,858
% crecimiento	22.1%	-15.6%	4.4%	38.9%	13.3%	18.8%	1.3%	5.8%	4.0%
MARGEN BRUTO (%)	40%	46%	37%	24%	20%	25%	33%	35%	35%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,778	5,542	1,163	-1,937	-2,178	3,922	1,367	3,950	3,719
MARGEN EBITDA (%)	7.9%	18.6%	3.7%	-4.5%	-5.4%	8.1%	2.8%	7.6%	6.9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,778	5,542	1,163	-1,937	-2,178	3,922	1,367	3,950	3,719
MARGEN EBITDAR (%)	7.9%	18.6%	3.7%	-4.5%	-5.4%	8.1%	2.8%	7.6%	6.9%
Cuota leasing del periodo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los g	1,371	3,740	406	2,915	1,997	2,991	505	1,824	1,586
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,407	1,802	757	-4,852	-4,175	931	862	2,126	2,133
Gasto Financiero del periodo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Impuestos a la renta	-109	-868	-521	-524	0	-125	-620	-648	-537
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
UTILIDAD NETA	2,236	2,212	3,838	74	-1,485	2,505	2,481	2,591	2,149
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	0	13.3%	19.5%	0.3%	-7.6%	10.1%	8.9%	8.6%	6.6%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	0	1.2%	1.7%	0.0%	-0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
FLUJO DE CAJA									
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	3,607	5,952	4,244	2,989	511	5,496	2,986	4,414	3,735
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	112	17,981	-81,393	-98,699	117,496	-29,870	-22,379	-9,631	-14,813
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	3,719	23,933	-77,149	-95,710	118,007	-24,375	-19,393	-5,217	-11,077
Inversión en Activos Fijos	-183	-171	-271	-169	-83	-144	143	6	-43
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	3,536	23,762	-77,420	-95,879	117,925	-24,519	-19,250	-5,211	-11,120
Variación Neta de Deuda Financiera	-870	-27,653	76,445	94,978	-42,729	-19,202	-2,622	2,874	9,507
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	-100	-4	1,504	0	-43,382	16,455	22,779	2,228	918
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	2,566	-3,895	529	-901	31,814	-27,267	907	-109	-696
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)									
EBITDA OPERATIVO	2,778	5,542	1,163	-1,937	-2,178	3,922	1,367	3,950	3,719
(-) Gasto Financiero del periodo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Impuesto a la renta del periodo	-109	-868	-521	-524	0	-125	-620	-648	-537
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2,669	4,674	642	-2,461	-2,178	3,797	747	3,302	3,182
(-) Variación Capital de Trabajo	112	17,981	-81,393	-98,699	117,496	-29,870	-22,379	-9,631	-14,813
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	2,781	22,655	-80,751	-101,160	115,318	-26,074	-21,632	-6,329	-11,631
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	938	1,278	3,602	8,012	2,690	3,324	2,239	1,113	553
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-2,562	0	-1,626	0	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-183	-171	-271	-169	-83	-144	143	6	-43
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	3,536	23,762	-77,420	-95,879	117,925	-24,519	-19,250	-5,211	-11,120
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	7.57%	15.71%	2.07%	-5.71%	-5.35%	7.85%	1.53%	6.38%	5.91%
Cuota leasing del periodo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	2,778	5,542	1,163	-1,937	-2,178	3,922	1,367	3,950	3,719
BALANCE									
Caja e Inversiones Corrientes	6,340	2,486	1,572	3,281	50,062	19,300	3,793	3,685	2,990
Activos Totales	196,561	181,797	268,760	389,641	381,562	336,656	340,917	350,078	368,981
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	129,885	115,650	157,718	246,939	207,455	192,079	223,871	228,313	236,511
Pasivo financiero Largo Plazo	23,000	9,582	43,959	49,716	46,471	42,645	8,231	6,663	7,971
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	152,885	125,232	201,677	296,655	253,926	234,724	232,102	234,976	244,482
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	15,535	17,747	21,585	24,221	22,736	26,726	28,793	31,384	33,533
Capitalización ****	168,420	142,979	223,262	320,876	276,662	261,450	260,895	266,360	278,016
Pasivos contingente	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	0	60,864	52,066	0	0	0
Activo Diferido + (Activo Intangible si no está pignorado)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	196,561	181,797	268,760	389,641	320,699	284,590	340,917	350,078	368,981
Emisión de Obligaciones en Circulación	15,000	19,000	34,082	35,877	33,457	38,189	21,826	17,967	62
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	13	10	8	11	10	7	16	19	5,904
Límite Legal para Emitir Obligaciones	157,249	145,438	215,008	311,713	256,559	227,672	272,733	280,062	295,185

(x) Índice expresado en número de veces

* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+ Mercado valores+ comercial financiera+ terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

**** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.

EMPRESA: GMAC

	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Oct-07	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10
INDICADORES FINANCIEROS									
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	55.03	22.60	173.41	-153.15	-97.14	59.86	169.81	59.49	65.74
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	52.75	22.15	172.06	-151.46	-77.99	54.93	167.04	58.56	64.93
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	57.28	26.79	314.14	-120.54	-97.14	61.82	310.92	71.17	76.83
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	0.02	0.19	-0.38	-0.32	0.56	-0.10	-0.08	-0.02	-0.05
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	0.91	0.88	0.90	0.92	0.92	0.90	0.89	0.88	0.88
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.12	0.21	0.35	0.40	0.51	0.48	0.49	0.49	0.49
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	0.84	0.76	0.82	0.81	0.71	0.76	0.74	0.74	0.73
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	11.65	9.24	11.45	15.09	15.78	11.60	10.84	10.15	10.00
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	11.65	9.24	11.45	15.09	15.78	11.60	10.84	10.15	10.00
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	11.65	9.24	11.45	15.09	15.78	11.60	10.84	10.15	10.00
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	11.65	9.24	11.45	15.09	15.78	11.60	10.84	10.15	10.00
LIQUIDEZ									
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	84.96%	92.35%	78.20%	83.24%	81.70%	81.83%	96.45%	97.16%	96.74%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	4.88%	2.15%	1.00%	1.33%	24.13%	10.05%	1.69%	1.61%	1.26%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.02	0.04	0.00	-0.01	-0.01	0.02	0.00	0.01	0.01
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.02	0.20	-0.51	-0.41	0.67	-0.14	-0.10	-0.03	-0.05
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.05	0.50	-	-0.02	-0.68	0.09	0.01	0.04	0.04
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.06	2.41	-	-0.83	36.08	-0.62	-0.26	-0.08	-0.15
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.02	0.05	0.01	-0.01	-0.01	0.02	0.01	0.02	0.02
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero per	0.02	0.05	0.01	-0.01	-0.01	0.02	0.01	0.02	0.02
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	0.06	0.59	-	-0.02	-0.68	0.09	0.02	0.05	0.05
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.03	0.21	-0.49	-0.39	0.68	-0.13	-0.09	-0.02	-0.05
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0.12	2.52	-	-1.31	56.49	-1.15	-0.38	-0.10	-0.28
OTROS INDICES									
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	-38,821	-45,053	-70,619	-145,144	-90,178	6,199	-132,787	-142,711	-154,332
Liquidez Ácida (x)	0.75	0.71	0.65	0.54	0.71	1.02	0.56	0.54	0.53
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.75	0.71	0.65	0.54	0.62	0.98	0.55	0.53	0.52
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.66	0.67	0.54	0.47	0.62	0.88	0.55	0.53	0.52
Patrimonio / Activo Total (x)	0.08	0.10	0.08	0.06	0.06	0.08	0.08	0.09	0.09
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Días de cuentas por cobrar	1,991	2,273	3,193	3,316	2,328	2,356	2,525	2,479	2,530
Rotación de cuentas por pagar (x)	1	0	-	1	1	1	1	1	1
Días de cuentas por pagar	324	753	0	461	672	404	467	460	477
Rotación Capital de Trabajo	-1	-0	-	-0	-0	6	-0	-0	-0
Días de Capital de Trabajo	-663	-1013	0	-1595	-832	62	-1468	-1532	-1590
Costo de Ventas / Obligaciones Financieras Promedio	13.76	11.52	15.92	13.15	11.81	9.20	9.04	-	-
Vencimientos Deuda Financiera									
Año	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009	2009	2009
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	0	0	0	2,000	6,500	6,500	6,500	6,500
Vencimientos Otra deuda Financiera	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	0	0	0	0	2,000	6,500	6,500	6,500	6,500

(x) Índice expresado en número de veces