

Ecuador
Obligaciones

GMAC del Ecuador S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Actual	Ultimo Cambio
Tercera emisión de obligaciones	AA-	11-08
Cuarta emisión de obligaciones	AA-	11-08
Segunda emisión de Papel Comercial	AA-	11-08

Descripción de la segunda emisión de Papel Comercial:

PAPEL COMERCIAL		
Colocación	Vecimiento legal	Monto Colocado
08/05/2008	08/05/2010	20,000,000.00

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
 Rendimiento promedio: 5%
 Garantía: General y Específica. Garantía emitida por GMAC LLC.
 Destino de la emisión: 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 Cia. Ltda.

Obligacionistas

Descripción de la cuarta emisión de obligaciones:

Clase	Fecha	Monto Original	Plazo	Tasa	Saldo en Circulación
Colocación	27/07/2006				
Vecimiento legal	30/11/2011				
A		7,000,000.00	720 días	6.5% fija	1,485,298.64
B		7,000,000.00	1080 días	7.0% fija	4,283,656.96
C		6,000,000.00	1440 días	7.5% fija	3,065,369.40
Saldo		20,000,000.00			8,834,325.00
		Capital pagado:			11,165,675.00

Emisor: GMAC del Ecuador S.A.
 Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América
 Amortización: trimestral
 Cupón: trimestral
 Garantía: General y Específica. Garantía emitida por GMAC LLC.
 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 Cia. Ltda.

Descripción de la tercera emisión de Obligaciones:

Clase	Monto Original	Plazo	Amortización Capital	Pago Interés	Tasa	Saldo en Circulación
Colocación	25/04/2005					
Vecimiento legal	03/05/2009					
A	7,000,000.00	720 días	Anual	Trimestral	6.5% fija	-
B	7,000,000.00	1080 días	Trimestral pago 4 día 361 Subsiguientes cada 18 días	Trimestral	7.0% fija	-
C	6,000,000.00	1440 días	Trimestral pago 4 día 361 Subsiguientes cada 18 días	Trimestral	7.5% fija	1,786,668.75
Saldo	20,000,000.00					1,786,668.75
		Capital pagado:				18,213,331.25

Emisor: GMAC del Ecuador S.A.
 Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América
 Garantía: General y Específica. Garantía emitida por GMAC LLC.
 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: Prohubanco S.A.
 Representante de los Obligacionistas: Corral & Rosales Cia. 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 13 años.

FECHA COMITE: 17/11/2008

ESTADOS FINANCIEROS A: Octubre y Julio 2008

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 reducir la calificación de las emisiones de GMAC del Ecuador de "AA" a "AA-". Esta calificación "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".

Son los problemas financieros de General Motors Corp. (GM) y GMAC LLC, lo que provoca que el Comité de Calificación de Bankwatch Ratings baje la calificación de su filial GMAC del Ecuador.

GMAC del Ecuador, al ser una subsidiaria de GMAC LLC, y pese al desempeño local, se ve afectada por el grado de exposición al riesgo de su casa matriz, que ha venido experimentando una serie de problemas, que continúan profundizándose. GM, empresa que posee el 49% del paquete accionario de GMAC LLC, y que mantiene con ésta un contrato de exclusividad para el financiamiento de sus vehículos, enfrenta serias amenazas para la continuidad de su negocio. Bajo la coyuntura mundial actual, hay una fuerte correlación en el desempeño de estas dos compañías y frente a un entorno económico incierto, con debilidades fuertes internas y externas, GM requiere ayuda exógena para afrontar su crisis y cualquier alternativa de solución pasa por una decisión política en un momento donde EEUU está atravesando una etapa de transición; lo que coloca a GMAC LLC en un escenario aún más incierto, a la espera del desarrollo de eventos, de momento imprevisibles.

La evolución de la calificación de GMAC LLC, se muestra a continuación:

	Sept-04	Oct-04	Sept-05	Nov-05	14-Nov-07	03-Mar-08	02-May-08	11-Nov-08
Calificación de largo plazo	BBB+	BBB	BB	BB+	BB+	BB	BB-	CCC
Calificación de corto plazo		B	B	B	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Perspectiva								

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 CCC en escala internacional de largo plazo, indica que el impago es una posibilidad real. La capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del negocio y de condiciones económicas favorables y sostenidas. La perspectiva negativa indica que esta calificación podría reducirse en el tiempo.

La calificación C en escala internacional de corto plazo, indica riesgo de impago elevado. El impago es muy posible. La capacidad para hacer frente a las obligaciones financieras depende exclusivamente de un entorno financiero y económico favorable y estable.

La calificación a los valores de GMAC Ecuador, reconoce específicamente la calidad de los activos de la empresa, que en una situación extrema le permitirían cubrir la totalidad de sus pasivos. A oct-08, la cobertura para obligaciones y papel comercial, con los activos de fácil efectización, una vez servidas las demás deudas financieras y no financieras de la empresa, es de 3.3 veces. Condición que refleja que aún en situaciones de estrés GMAC del Ecuador posee una alta capacidad de pago. La calidad del activo y el nivel patrimonial, actuales, le permiten a la empresa generar un patrimonio libre importante para cubrir riesgos adicionales que pudieran surgir, a pesar de su elevado apalancamiento.

La calificación recoge también el posicionamiento de GMAC en el mercado como empresa que financia vehículos de marca GM, las perspectivas de la economía y el mercado locales; así como su fuerte vinculación con su Casa Matriz

La calificadoradora considera que aún si la empresa deja de financiar cartera y por lo tanto registra cero crecimiento de su balance tanto en activos como en pasivos, se pagarían en tiempo y forma las obligaciones con el mercado de valores, siempre y cuando la morosidad de la cartera no supere el máximo histórico de 10%, registrado durante la crisis bancaria hace casi una década. Este escenario que plantea que GMAC Ecuador se dedique solamente a la recuperación de su cartera, se lo ha considerado, frente a la posibilidad de que GM deje de producir.

GMAC a oct-08, tiene un resultado bruto que representa el 82.7% de lo alcanzado a diciembre del 2007, explicado por los mayores niveles de ventas generados manteniendo la estructura de costos. El volumen en la generación de nuevos negocios también ha compensado la presión sobre el margen de tasas, mejorando el margen financiero del período.

Los activos de GMAC son de buena calidad y a octubre la rentabilidad del activo productivo ha mejorado respecto de períodos precedentes. Ello se ha traducido en un mejor margen financiero, lo que incide en los resultados de la empresa. Adicionalmente, ya se ve el efecto de la reducción en los gastos por pagos administrativos, con gastos operativos menos pesados. El comportamiento de los gastos administrativos y de comercialización que dependen de las políticas y requerimientos de la Casa Matriz, genera alta volatilidad en los resultados operativos.

Al resultado neto de GMAC contribuyen de forma importante ingresos no operativos, derivados en gran parte de la rentabilidad de la cartera titularizada.

La estructura del balance de GMAC, muestra un descalce de plazos entre activos y pasivos; aunque se ha transferido parte de sus pasivos financieros hacia el largo plazo. Cabe destacar que la empresa ha demostrado su capacidad para mantener en el tiempo el fondeo revolvente que requiere para financiar la brecha estructural negativa de plazos, así como para aprovechar de las posibilidades de liquidez inmediata que le proporcionan sus activos.

La empresa ha crecido por debajo del nivel medio del mercado, cubriendo sus requerimientos de capital de trabajo con deuda. Durante el 2008 GMAC tuvo un proceso de incremento patrimonial importante, que ha reducido sus niveles de endeudamiento y ha solidificado su posición.

Para mantener los niveles de los activos, GMAC necesita financiamiento tanto para los pagos de la porción corriente como de la deuda de corto plazo. Este procedimiento es consistente con la naturaleza de intermediación financiera y se mantendrá a menos que se decida capitalizaciones adicionales o reducción del negocio. Debe considerarse, que por las características del negocio es la cartera la que respalda los pasivos de GMAC que se constituyen en su fuente de fondeo.

GMAC del Ecuador ha sido un importante participante en el mercado de valores. Su desempeño ha sido satisfactorio ya que ha honrado sus obligaciones en tiempo y forma con la generación del negocio local. Esto implica que en su trayectoria no ha debido recurrir a la garantía específica para cumplir con sus acreedores.

■ 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.
- Débil posición financiera de Casa Matriz.
- 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.
- Entorno económico incierto.

■ 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**

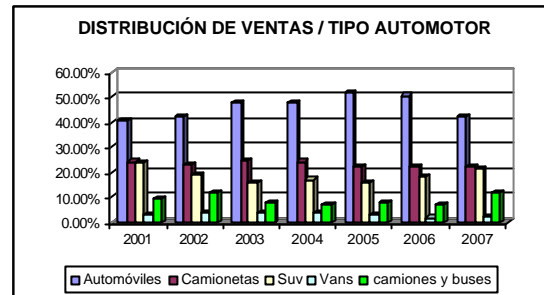
El sector automotor en la economía ecuatoriana ha sido dinámico a partir del año 2001, cuando las condiciones de mercado se conjugaron, dando lugar a una expansión en las ventas de automotores nuevos; cabe destacar que dicho sector incluye además: repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz. De manera que tiene un fuerte impacto en la economía, liderando el segmento de consumo. La industria automotriz aporta a la generación de valor agregado, a la creación de fuentes de trabajo y a la recaudación fiscal.

El mercado de combustibles que crece cada año al 5%, y la tasa de renovación del parque automotor es 10% anual.

En el primer semestre de 2008, la tendencia en ventas de automotores es mayor a la observada a jun-07, de manera que se esperaba vender 100M autos a diciembre del año en curso; dicho crecimiento sin embargo se observa en los segmentos de precios menores a USD 20M, mientras que en los segmentos más costosos la caída en ventas ha fluctuado entre el 35% y el 50%.

Durante 2007, la producción nacional (ensamblaje) de automotores creció 14.5% anual; mientras las importaciones de vehículos decayeron 5.8% en igual período. A jun-08, la producción local es de 25,846¹ unidades, de la cual el 25.59% se destinó a la exportación.. De acuerdo a la AEADE, en el año 2007 se vendieron 91.778 unidades, de manera que dicho año es el de mayores ventas (record histórico) en el mercado nacional. En Ecuador en promedio hay 13 personas por vehículo, lo cual indica que existe un mercado potencial amplio comparando con otros mercados de Latinoamérica.

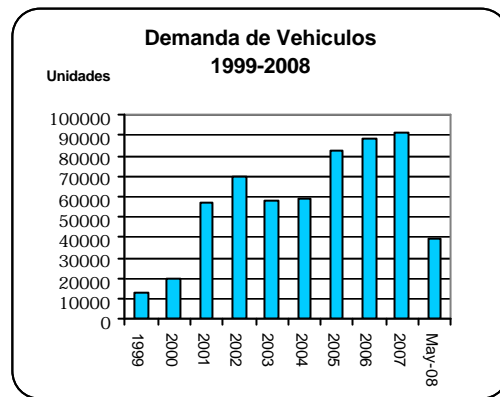
En 2007, el 63.64% de la oferta de vehículos fue importada; de acuerdo a datos oficiales de la AEADE, las ventas totales fueron de 91.778 unidades; siendo el segmento de automóviles el más importante; pero el de vehículos todo terreno (SUV) el de mayor crecimiento. Cabe destacar que éste ha ido perdiendo participación desde el año 2005. De acuerdo a estimaciones del sector, dicho comportamiento, así como la tendencia creciente de todo terrenos se revertiría a partir del año 2008, debido al impacto de la nueva normativa para el ICE de vehículos, con una tasa escalonada de entre 5% y 35%.



Para el año 2008 se prevé una mayor demanda de vehículos y camionetas de precios inferiores a USD 20M y USD 30M respectivamente; anticipando una reducción de demanda del 17% a nivel general. Para los vehículos de lujo en 2008 se espera una caída en ventas de alrededor del 50%.

En períodos recientes, el mercado observó incrementos en la participación de vehículos de mayor nivel de precios; con la nueva normativa tributaria se esperaba que dicha situación se revertiera y aquellos de menores precios obtengan mayores niveles de demanda. De acuerdo a la AEADE, la carga tributaria para este sector llegaría hasta el 87% del valor del vehículo, lo que explicaría el cambio en las preferencias del consumidor.

Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito, de manera que las facilidades y condiciones de dichos préstamos determinan en gran medida la evolución de esta actividad.



El mercado automotor es muy dinámico, con fuerte competencia entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importados) y exigencias de servicios postventa, pues un tema común entre los empresarios del sector automotor, es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente, que a corto plazo se convertirán en su principal fuente generadora de ingresos², especialmente si el sector espera una desaceleración en la tasa de colocación de nuevas unidades a futuro.

General Motors históricamente ha sido el líder en ventas de automóviles en el Ecuador, cerró el año 2007 con una participación del 40% del mercado; durante 2008 con su política de diversificación de modelos de automotores con precios inferiores a USD 20M ha mejorado su penetración y a may-08 tiene el 42.17% de mercado.

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; a jul-08 GM colocó 19,001 vehículos sin considerar ventas directas y flotas, y esperaba cerrar el 2008 con 39,850 unidades, de las cuales GMAC financiaría el 33% (13,222).

¹ Diario Hoy, Dinero del jueves 31 de julio de 2008, edición electrónica.

² <http://www.aeade.net/cifras.htm>

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 jul-08, GMAC tiene una utilidad antes de impuestos y participaciones de USD 1.7MM, y de USD 3.8MM a octubre, el resultado no se origina en la gestión operativa propia del negocio; sino en el aporte de otros ingresos netos.

El nivel de ingresos por financiamiento de vehículos a jul-08 representa el 47.19% y a oct-08 el 69.4%, de lo alcanzado a dic-07. Se espera que estos ingresos alcancen los niveles proyectados que son similares a los del año anterior; cabe recordar que estos ingresos por financiamiento de vehículos a diciembre 07 incrementaron en 12.10%, cuando en el 2006, el crecimiento fue de 38.9%. El desempeño de los ingresos está relacionado a los niveles de financiamiento alcanzados por la empresa lo cual se refleja en los niveles de cartera registrados en el balance que pasan de USD385MM en el 2006 a USD 305MM en el 07, a 256.5MM a jul-08 y a USD 266.9MM a oct-08. Debe tomarse en cuenta que la cifra del 07 está afectada por la primera titularización de 50MM que al cierre del año ya salió del balance; y la cifra del 2008 igual, con la deducción del valor de la segunda titularización también por 50MM.

En el año 2008 y por incidencia del gravamen impositivo escalonado, el mix de precios de GM ha bajado, dado el mayor crecimiento de automotores de precios inferiores a USD 20M, en concordancia con la demanda de mercado.

GMAC financió a jul-08, 7.926 unidades GM nuevas y 43 usadas, mientras que en el 2007 financió un total 10.965 unidades.

El costo de ventas, que en este caso por la naturaleza del negocio incluye el gasto financiero, es decir el costo del fondeo, mantiene una tendencia creciente en relación a los ingresos generando presión en el margen financiero. Dicho comportamiento, a jul-08, se explica por el efecto temporal que causa el reemplazo de las comisiones cobradas en cartera por intereses.

En julio 07 se expidió la Ley denominada "de Justicia Financiera", la cual prohibió el cobro de comisiones de cartera, incorporando estos ingresos en la tasa de interés.

El efecto de la segmentación de tasas que acompaña a la normativa en cuestión permite compensar esta disminución con un mayor ingreso por intereses, aunque generando un efecto temporal de disminución de resultados pues a diferencia de las comisiones, el ingreso por intereses se devenga en el transcurso de la vida del crédito.

Posteriormente, desde septiembre 07 se establecieron tasas máximas legales para los distintos segmentos y subsegmentos de crédito creados, los cuales han empezado a presionar el cobro de intereses. A esta situación se suma la discrecionalidad que en diciembre se dio al Banco Central para determinar las tasas máximas, por lo que se esperan mayores recortes en el 2008.

El resultado bruto (margen bruto financiero) en términos nominales a julio-08, y octubre-08 representa el 45.9% y 82.65% respectivamente de lo alcanzado en el 2007 y es consistente con los menores niveles de financiamiento que ingresan al balance de GMAC Ecuador y la tendencia de los márgenes financieros a presionarse. El costo de fondeo para GMAC ha crecido más rápido que los ingresos por financiamiento debido a la menor entabidad de los activos productivos observada a partir de agosto de 2007. El cuadro que sigue muestra el desenvolvimiento del margen bruto financiero y de este en relación al activo productivo (NIM):

	2004	2005	2006	2007	JuL08	Oct.08
	%	%	%	%	%	%
NIM	4.68	4.19	3.25	2.92	2.41	3.76
Margen Bruto	46	37	30	22	21	26

GMAC genera resultados operativos altamente volátiles; mientras en 2005 éstos representan el 4.3% de los ingresos, a jun-08 son el -7.4% de y a octubre-08 -3.1% de aquellos (resultado operativo negativo). Adicionalmente al menor margen financiero, incide en estos resultados el comportamiento de los gastos administrativos y de comercialización que dependen de las políticas y requerimientos de la casa matriz.

El resultado operativo de GMAC a la fecha de análisis se originó en los ingresos por financiamiento, que provienen de: intereses de cartera

(84%), contribuyen también los ingresos por servicios de consignación y administrativos (15%) y cobros fijos por contratos (0.6%).

La utilidad bruta (antes de impuestos y participaciones) de GMAC a jul-08, y octubre 08, representa el 54% y el 124% de la de dic-07. Como se dijo anteriormente, la utilidad del período, dado que la utilidad operativa del período es negativa, proviene en un 100% de ingresos no operacionales que resultan en su mayoría de la cartera titularizada. Con respecto al 2005, la utilidad bruta se ha apretado mostrando una contracción del 27% entre el 2005 y el 2006, y del 17% entre el 2006 y el 2007.

En resumen, el desempeño de la utilidad bruta de GMAC Ecuador, se explica por el menor crecimiento de los ingresos, dada la sensibilidad de la estructura de la empresa a cambios en la tasa de interés, lo cual ha venido presionando el margen financiero.

El retorno anualizado sobre patrimonio promedio (5.1%) y sobre activos promedio (0.6%) obtenidos en este período (enero-julio 08) han sido los más bajos de los últimos años. A octubre-08, estos indicadores se recuperan aunque no a los niveles históricos, a 7.9% y 1% respectivamente..

Las proyecciones presentadas para fin de año muestran resultados similares a los del 2007.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

GMAC a jul-08 tiene activos por USD 336MM y por USD 302MM a oct-08, su principal activo es la cartera de créditos, continúa en el proceso de colocación de una titularización de cartera, por lo cual a octubre mantiene alrededor de USD 25MM en derechos fiduciarios. Al igual que en períodos anteriores, el grueso del activo es productivo (96.6%).

La cartera total de GMAC por tipo de deudor proviene de: clientes y de concesionarios; e históricamente se ha caracterizado por ser de corto plazo y buena calidad. La de clientes está constituida por aquella comprada por GMAC del Ecuador al concesionario, a jul-08 suma USD 206MM (deducidos los intereses no devengados) y continúa siendo la principal fuente de ingresos de la compañía. A octubre, esta cifra es de USD 218MM

La composición de la cartera de clientes muestra que el grueso de ella se concentra en vencimientos de hasta un año (71.81%); en la cartera vencida el 80.57% tiene menos de 60 días, observándose un incremento sostenido en la cartera vencida de plazos mayores.

La cartera de concesionarios, que corresponde al financiamiento otorgado por GMAC del Ecuador al concesionario para inventarios, a jul-08 asciende a USD 62.2MM. De acuerdo a la política establecida por la compañía para este tipo de financiamiento fija un plazo máximo de 180 días, y cuenta con el respaldo de garantías hipotecarias y bancarias.

La cartera bruta de clientes -incluye intereses no devengados y provisiones- a jul-08 totaliza USD. 260.8MM y muestra la siguiente estructura y comportamiento:

CARTERA POR MENOR *	2005	%	2006	%	2007	%	JuL08	%
CARTERA POR VENCER :	\$250,909	97.4%	\$382,170	97.4%	\$288,164	96.1%	\$250,378	96.0%
Vencimientos corrientes	\$115,122	44.7%	\$163,453	41.7%	\$129,716	43.3%	\$111,271	42.7%
Vencimiento a 1 año	\$83,541	32.4%	\$124,938	31.9%	\$92,914	31.0%	\$76,013	29.1%
Vencimiento a 2 años	\$43,019	16.7%	\$70,693	18.0%	\$50,378	16.8%	\$45,005	17.3%
Vencimiento entre 3 y 5 años	\$9,227	3.6%	\$23,084	5.9%	\$15,155	5.1%	\$18,089	6.9%
CARTERA VENCIDA :	\$4,949	1.9%	\$7,848	2.0%	\$8,268	2.8%	\$6,408	2.5%
30 días	\$3,512	1.4%	\$5,795	1.5%	\$5,557	1.9%	\$3,787	1.5%
60 días	\$778	0.3%	\$1,125	0.3%	\$1,387	0.5%	\$1,376	0.5%
90 días	\$278	0.1%	\$352	0.1%	\$480	0.2%	\$465	0.2%
91 a 180 días	\$251	0.1%	\$358	0.1%	\$530	0.2%	\$508	0.2%
desde 181 hasta 1 año	\$130	0.1%	\$218	0.1%	\$314	0.1%	\$272	0.1%
Sobre 1 año	\$0	0.0%	\$0	0.0%	\$0	0.0%	\$1	0.0%
CARTERA NON ACCRUAL :	\$1,643	0.6%	\$2,238	0.6%	\$3,408	1.1%	\$4,022	1.5%
TOTAL	\$257,500		\$392,255		\$299,839		\$260,808	
Cartera en riesgo	\$ 6.591	2.6%	\$10.086	2.6%	\$11.676	3.9%	\$10.430	4.0%

El desempeño de la cartera de la empresa ha sido consistente con el mercado automotriz, durante los años 2005 y 2006 a través un período fuertemente expansivo; sin embargo en 2007 decreció cuando el mercado automotor tuvo un año record de ventas, a jul-08 se observa también un crecimiento más lento que el del mercado.

A jul-08, la cartera en riesgo³ de GMAC es de USD 0.4MM, y representa el 89.33% de la de dic-07. A octubre la cartera en riesgo es de 10MM y frente a la de dic-07, representa el 85.40%. 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. A julio 08, la morosidad total de la cartera es 4%, mientras que a octubre 08, este indicador se ubica en 3.75%. (3.89% a dic-07).

Cabe destacar que la cartera vencida representa el 2.3% de la cartera total a julio-08 y 2.2% a octubre-08, y que el grueso de ella se concentra hasta 60 días.

El 59.09% de la cartera vencida se concentra en plazos menores a 30 días, con tendencia decreciente. Cabe acotar que en la cartera vencida se registran cuotas de créditos no vencidos, pero que presentan dividendos atrasados, y que siguen acumulando intereses.

La provisión de cartera a oct-08 es USD 12M y la cobertura para la cartera en riesgo es de alrededor el 1.25 veces. Adicionalmente la cartera de clientes cuenta con la garantía del vehículo (reserva de dominio).

Durante el año, hasta julio-08, GMAC tuvo recuperaciones netas de cartera por USD. 422M.

Dada la naturaleza del negocio, la cartera se financia con recursos de terceros, dando lugar a un negocio fuertemente apalancado. El pasivo de la empresa contempla: obligaciones bancarias de corto y largo plazo, obligaciones financieras y cuentas por pagar con la matriz; y deuda con el mercado de valores.

Históricamente el pasivo de la compañía se ha caracterizado por ser de corto plazo, debido a las condiciones del mercado financiero; incluso la línea de financiamiento directo de la matriz es de corto plazo; por ello la compañía ha sido un actor recurrente con el mercado de valores⁴, a fin de reestructurar los plazos de sus pasivos y mejorar el precio de su fondeo.

Durante el 2008, la estructura del pasivo muestra una menor participación del pasivo corriente en el total del pasivo. A jul-08, la deuda financiera a corto plazo fue USD 210.7MM y a octubre-08 fue de USD168.4MM, en los que se incluye la deuda con su casa matriz, misma que desde el año 2005 ha sido recurrente. La composición del pasivo ha mejorado, se ha reducido el peso de la deuda de corto plazo y del financiamiento bancario y ha crecido el endeudamiento de largo plazo, a través del mercado de valores, mejorando el descalce de plazos entre activos y pasivos.

El pasivo financiero de GMAC tiene la siguiente estructura:

%	Bancos	Mercado de valores	Relacionadas	C/P	L/P
2007	55.8	8.0	36.2	81.8	18.2
Jul.08	51.2	12.0	36.8	78.9	21.1
Oct.08	56.9	13.4	29.7	62.5	37.5

A jul-08, GMAC del Ecuador tiene una deuda con GMAC LLC por USD 102.8MM, de los cuales el 95.3% corresponde a préstamos con costo, y la diferencia a cuentas por pagar a la casa matriz, originadas en: licencias de uso de marcas, honorarios por garantía solidaria y asesoramiento administrativo. La deuda con la matriz bajó a USD 73.6MM en oct-08, de los cuales USD 67MM tienen costo. En el transcurso del primer trimestre de 2008, parte de los pagos pendientes con la matriz, fueron contabilizados como aportes para futuras capitalizaciones.

Con dicho incremento, a oct-08, el patrimonio de la compañía suma USD 53.3MM, de los cuales 86.3% corresponde a capital social (patrimonio primario). GMAC por tanto registra un fortalecimiento patrimonial que le permite mantener un patrimonio libre del 81% para la cobertura de riesgos no previstos de momento en su balance, y del 16.4% para potenciales deterioros de activos productivos.

ENDEUDAMIENTO

El grueso de la capitalización (84%) de la institución proviene de su endeudamiento financiero, sin embargo el patrimonio de la entidad prácticamente se ha duplicado respecto de dic-07, mitigando así el riesgo transferido hacia el mercado de valores.

Ello se ha traducido en un menor nivel de endeudamiento sobre patrimonio, a oct-08 es 4.67, fue 5.49 a jul-08, cuando a dic-07 fue de 11.61. Adicionalmente, parte de la deuda fue refinanciada y se contrató un tramo a largo plazo.

Tanto el pasivo bancario, como las emisiones de obligaciones están garantizados en su totalidad por la casa matriz; y aunque esta garantía cubre el riesgo de crédito pero no el riesgo país, mitiga de cierto modo los riesgos que muestra el balance. A medida que GMAC LLC acerca su calificación internacional a la del país, el margen adicional que otorga la garantía a la calificación se hace más estrecho.

GMAC del Ecuador no ha pagado dividendos a sus accionistas desde su creación en 1993.

La capitalización de parte de las cuentas por pagar a la casa matriz, a significado que el patrimonio en relación a los activos (que principalmente están representados por la cartera) suba de 7.93% en el 2007 a 15.41% a jul-08.

▪ **CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ**

A octubre de 2008, dada la naturaleza del negocio y tal como ha sucedido siempre, el descalce de plazos entre activos y pasivos persiste; pues se financian activos con vencimientos superiores a un año, a través de obligaciones financieras de corto plazo.

El EBITDA operativo a jun-08 fue de USD -766M y de USD434M a oct-08. El nivel de generación operativa resulta insuficiente para financiar el capital de trabajo necesario para mantener el negocio en crecimiento, dando lugar a un flujo de caja libre negativo que requiere de financiamiento externo. Por lo tanto, cualquier nivel de crecimiento requeriría de nuevo financiamiento ya sea a través de patrimonio o deuda.

Tanto a jul-08, como a octubre-08, las cifras muestran que GMAC necesita financiamiento tanto para los pagos de la porción corriente como del capital de la deuda de corto plazo. Esta situación es consistente con la naturaleza de intermediación financiera y se mantendrá a menos que se decida capitalizaciones adicionales o reducción del negocio.

Por las características del negocio, es la cartera, principal activo productivo, la que respalda los pasivos de GMAC, su principal fuente de fondeo. En un escenario de estrés, como el que se asume frente a la externalidad que ha motivado la presente revisión de calificación, se ve que GMAC puede pagar todas las deudas de la compañía, y generaría un remanente de flujo. De manera que, el activo resulta suficiente para cubrir los pasivos y todavía se admite un deterioro importante de la cartera.

La empresa ha demostrado que posee la capacidad para refinanciar su deuda bajo condiciones normales. Al cambiar negativamente la percepción del mercado, las condiciones de dichos créditos podrían endurecerse, afectando la cobertura de las emisiones en circulación. Cabe destacar que mientras el nivel de endeudamiento se mantenga en las proporciones actuales, aún con condiciones de crédito más rígidas, la cobertura y calidad de la cartera continúa siendo excedentaria.

▪ **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 oct-08, los activos de la empresa ascienden a USD 302.445M, de los cuales USD 80.500M corresponden a activos pignorados (cartera vendida con pacto de recompra) y USD 579M a activos diferidos; dejando un activo libre para garantía de emisiones de USD 221.337M. El saldo de las obligaciones y papel comercial en circulación suma USD 30.130M (incluida la porción corriente y sin contabilizar los descuentos), generando una cobertura de 7.37 veces. Todo esto bajo condiciones normales.

³ Cartera en Riesgo = Cartera Vencida + Cartera Non Accrual.

⁴ Ha colocado: obligaciones, papel comercial y valores de titularización de cartera.

Sin embargo, frente a la amenaza de continuidad del negocio de GM, cuyo efecto sobre GMAC sería dejarle sin activos para financiar, usando la peor alternativa –cierre de operaciones-, se ve que los activos de la compañía deberían considerar el pago inmediato de la totalidad de sus pasivos bancarios, e incluso para el análisis se incluyó el pago de todas las acreencias de la matriz, dando lugar a activos libres para cubrir las emisiones y el papel comercial en circulación por USD 99 MM, lo que reduce la cobertura a 3 veces.

ACTIVOS	Oct-08	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía General
Depositos en Instituciones Financieras	8,033.52		8,033.52		8,033.52
Inversiones Brutas	0		-		-
Cartera Productiva Bruta	270,435.21	80500.00	189,935.21	579.34224	189,355.87
Otros Activos Productivos Brutos	24,998.69		24,998.69		24,998.69
Total Activos Productivos	303,467.42	80,500.00	222,967.42	579.34	222,388.08
Fondos Disponibles Improductivos	0.35		0.35		0.35
Cartera en Riesgo	8888.34717		8,888.35		8,888.35
Activo Fijo	545.62		545.62		545.62
Otros Activos Improductivos	1,943.01		1,943.01		1,943.01
Total Provisiones	-12,398.88		-12,398.88		-12,398.88
Total Activos Improductivos	-1,021.55	-	-1,021.55	-	-1,021.55
Total Activos	302,445.87	80,500.00	221,945.87	579.34	221,366.53

Todas las emisiones de obligaciones, así como la de papel comercial, cuentan con una garantía específica otorgada por GMAC LLC (USA).

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

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. A octubre de 2008 suma USD 266.9MM, hay que tomar en cuenta que una parte (30%) de esa cartera está pignorada.

■ 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 la cuarta emisión de obligaciones USD 15.270M.

GMAC también ha emitido papel comercial, la primera operación de este tipo salió a circulación en el cuarto trimestre del año 2005, con muy buena acogida.

Una segunda operación de papel comercial se emitió en el primer semestre de 2008.

En septiembre de 2007, GMAC lanzó su primer programa de titularización de cartera, que colocó en su totalidad a diciembre del mismo año. En julio de 2008 GMAC tiene en balance derechos

fiduciarios correspondientes a un segundo programa de titularización, cuya colocación habría iniciado en agosto.

A jul-08, GMAC tenía USD 68MM en derechos fiduciarios, de los cuales el 12% provienen de la titularización GMAC 1: USD 4MM por sobre colateral y caja chica, y USD 3.8MM de intereses netos ganados. La diferencia -USD 60MM- corresponden a la titularización GMAC 2. A oct-08, el saldo de la colocación de estos documentos generó un saldo en dicho rubro de USD 24MM.

GMAC, ha cumplido en tiempo y forma con todas sus obligaciones con el mercado de valores.

EMPRESA: GMAC

	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Jul-08	Oct-08
RESULTADOS							
Ventas	35,242	29,746	31,051	43,120	48,336	22,809	33,524
% crecimiento	22.1%	-15.6%	4.4%	38.9%	12.1%	-19.1%	-16.8%
MARGEN BRUTO (%)	40%	46%	37%	30%	22%	21%	26%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,778	5,542	1,163	625	407	-766	434
MARGEN EBITDA (%)	7.9%	18.6%	3.7%	1.4%	0.8%	-3.4%	1.3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,778	5,542	1,163	625	407	-766	434
MARGEN EBITDAR (%)	7.9%	18.6%	3.7%	1.4%	0.8%	-3.4%	1.3%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos)	1,371	3,740	406	2,915	1,102	916	1,482
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,407	1,802	757	-2,290	-695	-1,682	-1,048
Gasto Financiero del período	-21091	-16014	-19514	-30192	-37764	-17959	-24787
Impuestos a la renta	-109	-868	-521	-524	-125	-501	-1206
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	13.8%	11.5%	11.9%	12.1%	14.2%	15.3%	25.8%
UTILIDAD NETA	2,236	2,212	3,838	2,636	2,505	1,170	2,642
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	0	13.3%	19.5%	11.5%	9.8%	5.1%	7.9%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	0	1.2%	1.7%	0.8%	0.7%	0.6%	1.0%
FLUJO DE CAJA							
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	3,607	5,952	4,244	5,551	707	2,086	4,123
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	112	17,981	-81,393	-98,699	87,491	-11,043	-15,829
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	3,719	23,933	-77,149	-93,148	88,198	-9,956	-11,705
Inversión en Activos Fijos	-183	-171	-271	-169	-150	-307	-316
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no o	3,536	23,762	-77,420	-93,317	88,048	-9,263	-12,021
Variación Neta de Deuda Financiera	-870	-27,653	76,445	94,978	-61,797	32,098	-9,251
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	23,934	23,934
Pago de Dividendos	0	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	-100	-4	1,504	0	-26,927	-41,275	1,929
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	2,566	-3,895	529	1,661	-676	5,493	4,591
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)							
EBITDA OPERATIVO	2,778	5,542	1,163	625	407	-766	434
(-) Gasto Financiero del período	0	0	0	0	0	0	0
(-) Impuesto a la renta del período	-109	-868	-521	-524	-125	-501	-1,206
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2,669	4,674	642	101	282	-1,267	-773
(-) Variación Capital de Trabajo	112	17,981	-81,393	-98,699	87,491	-11,043	-15,829
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	2,781	22,655	-80,751	-98,598	87,773	-12,309	-16,601
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	938	1,278	3,602	8,012	3,324	3,353	4,896
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-2,562	0	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-183	-171	-271	-169	-150	-307	-316
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	3,536	23,762	-77,420	-93,317	90,948	-9,263	-12,021
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	7.57%	15.71%	2.07%	0.23%	0.58%	-5.55%	-2.30%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	2,778	5,542	1,163	625	407	-766	434
BALANCE							
Caja e Inversiones Corrientes	6,340	2,486	1,572	3,281	19,300	8,939	8,034
Activos Totales	196,561	181,797	268,760	389,641	337,065	336,348	302,447
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	129,885	115,650	157,718	246,939	192,214	210,752	141,019
Pasivo financiero Largo Plazo	23,000	9,582	43,959	49,716	42,645	56,204	84,588
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	152,885	125,232	201,677	296,655	234,858	266,956	225,607
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	15,535	17,747	21,585	24,221	26,726	51,829	53,301
Capitalización ****	168,420	142,979	223,262	320,876	261,584	318,785	278,909
Pasivos contingente	0	0	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	0	60,864	71,433	80,500
Activo Diferido + (Activo Intangible si no está pignorado)	0	0	0	0	0	579	579
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	196,561	181,797	268,760	389,641	276,202	264,336	221,367
Emisión de Obligaciones en Circulación	15,000	19,000	34,082	35,877	18,971	32,737	30,310
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	13	10	8	11	15	8	7
Límite Legal para Emitir Obligaciones	157,249	145,438	215,008	311,713	220,962	211,469	177,094

(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	Dic-07	Jul-08	Oct-08
INDICADORES FINANCIEROS							
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	55.03	22.60	173.41	474.65	576.98	-203.39	433.56
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	52.75	22.15	172.06	469.40	529.57	-196.58	418.12
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	57.28	26.79	314.14	2,937.18	832.25	-122.95	-243.31
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	0.02	0.19	-0.38	-0.31	0.39	-0.06	-0.06
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	0.91	0.88	0.90	0.92	0.90	0.84	0.81
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.12	0.21	0.35	0.40	0.48	0.38	0.30
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	0.84	0.76	0.82	0.81	0.76	0.94	0.91
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	11.65	9.24	11.45	15.09	11.61	5.49	4.67
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	11.65	9.24	11.45	15.09	11.61	5.49	4.67
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	11.65	9.24	11.45	15.09	11.61	5.49	4.67
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	11.65	9.24	11.45	15.09	11.61	5.49	4.67
LIQUIDEZ							
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustada a leasing)	84.96%	92.35%	78.20%	83.24%	81.84%	78.95%	62.51%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	4.88%	2.15%	1.00%	1.33%	10.04%	4.24%	5.70%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.02	0.04	0.00	0.00	0.00	-0.01	-0.01
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.02	0.20	-0.51	-0.40	0.46	-0.10	-0.14
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.05	0.50	-	0.00	0.01	-0.04	-0.02
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.06	2.41	-	-0.81	2.08	-0.36	-0.34
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.02	0.05	0.01	0.00	0.00	-0.01	0.00
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período)	0.02	0.05	0.01	0.00	0.00	-0.01	0.00
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	0.06	0.59	-	0.01	0.01	-0.02	0.01
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.03	0.21	-0.49	-0.38	0.47	-0.08	-0.10
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0.12	2.52	-	-1.28	4.23	-0.54	-0.49
OTROS INDICES							
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	-38,821	-45,053	-70,619	-145,144	6,199	45,247	75,891
Liquidez Acida (x)	0.75	0.71	0.65	0.54	1.02	1.20	1.46
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.75	0.71	0.65	0.54	0.98	0.89	1.30
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.66	0.67	0.54	0.47	0.88	0.96	0.97
Patrimonio / Activo Total (x)	0.08	0.10	0.08	0.06	0.08	0.15	0.18
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	0	0	0	0	0	0	0
Días de cuentas por cobrar	1,991	2,273	3,193	3,316	2,356	2,472	2,500
Rotación de cuentas por pagar (x)	1	0	-	1	1	5	16
Días de cuentas por pagar	324	753	0	500	386	66	22
Rotación Capital de Trabajo	-1	-0	-	-0	6	1	0
Días de Capital de Trabajo	-663	-1013	0	-1731	59	529	919
Costo de Ventas / Obligaciones Financieras Promedio	13.76	11.52	15.92	12.12	14.21	4.50	6.81
Vencimientos Deuda Financiera							
Año	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Jul-08	Oct-08
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	0	0	0	0	12,626	12,026
Vencimientos Papel Comercial	0	0	0	0	0	19,416	19,416
Vencimientos Otra deuda Financiera	0	0	0	0	0	0	0
Total	0	0	0	0	0	32,042	31,442

(x) Índice expresado en número de veces