

Ecuador
Obligaciones

GMAC del Ecuador S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Actual	Ultimo Cambio
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	Descuento
08/05/2008	08/05/2010	20,000,000.00	410,000.00
Saldo Revolvente			19,590,000.00
Saldo en Circulación			11,780,000.00

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 GMACLLC.
 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	192,500.00
B		7,000,000.00	1080 días	7.0% fija	3,455,800.00
C		6,000,000.00	1440 días	7.5% fija	2,584,375.00
Saldo		20,000,000.00			6,232,675.00
Capital pagado:					13,767,325.00

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 y 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. Financia vehículos GM.

FECHA COMITE: 29/MAYO/2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Diciembre 2008 y Marzo 2009

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. reunido el 29 de mayo de 2009, ha decidido mantener la calificación de las emisiones de GMAC del Ecuador en "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"**.

Las calificaciones otorgadas son calificaciones locales que indican el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, por lo tanto no incorpora el riesgo país ni los efectos que se generarían por cambios en la política monetaria y/o cambiaria.

El seguimiento de la calificación de las operaciones de GMAC considera los acontecimientos suscitados internacionalmente en torno a GM USA y el comportamiento de las calificaciones otorgadas por FITCH a GMAC LLC, Casa Matriz de GMAC del Ecuador, quien ha otorgado a las emisiones analizadas su garantía específica.

GM ha venido experimentando una serie de problemas, que desembocaron en la incorporación de la empresa al capítulo 11 del código de bancarota de los Estados Unidos de América. Tras la culminación de las negociaciones, GM USA se quedaría con el 10% del paquete accionario de GMAC LLC, y mantendría con ésta un contrato de semi exclusividad para el financiamiento de sus vehículos.

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

	Sep-04	Oct-04	Sep-05	Dec-06	14-Nov-07	03-Mar-08	02-May-08	11-Nov-08	08-Ene-09
Calificación de largo plazo	BBB+	BBB	BB	BB+	BB	BB	BB	CCC	RD
Calificación de corto plazo			B	B	B	B	B	C	C*
Perspectiva					Negativa	Negativa	Negativa	Negativa	Positiva
Rating Watch									Posive

Debe mencionarse, que la calificación de GMAC LLC USA, está siendo continuamente monitoreada, y el "Rating Watch" positivo indica que se esperarían mejorías en su gestión.

La calificación RD en escala internacional de largo plazo, indica que una entidad no ha realizado los pagos a tiempo de algunas de sus obligaciones financieras aunque continúa pagando otros instrumentos.

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

A pesar de que las emisiones analizadas cuentan con la garantía específica de la Casa Matriz, y en vista de que al momento dicha garantía tiene muy poco valor crediticio, el Comité de Calificación ha decidido otorgar la calificación a las emisiones descritas en función a la posición local de GMAC del Ecuador sin considerar la garantía específica. La pérdida de valor de la garantía se ha venido reflejando en las decisiones del Comité de Calificación que ha reducido las calificaciones otorgadas de AAA a AA- desde marzo de 2008.

La situación de GMAC del Ecuador no se verá afectada por la situación de GM y su Matriz a nivel internacional por algunas razones pero principalmente porque los vehículos que financia provienen de ensambladoras locales y/o de países asiáticos con

lo cual se independiza de la crisis de USA. También los CKD's necesarios para la producción local provienen de mercados distintos a USA.

El abastecimiento de producto GM proviene principalmente de GM DAT (Coreana) y de otras marcas donde GM USA ya no es accionista, como son: Suzuki Japón e Isuzu Japón, de manera que en cuanto a la continuidad del negocio no hay ningún riesgo frente a la situación actual de GM USA.

La calificación incorpora el posicionamiento de la marca General Motors en el Ecuador que históricamente ha sido líder en el mercado ecuatoriano y que a marzo-09, alcanzó la mayor participación con 45%.

Por otro lado, si bien las regulaciones de límites de tasas y cupos a las importaciones afectarán los ingresos por financiamiento de GMAC del Ecuador, estos serán compensados con mejores márgenes. La gestión operativa de la empresa es rentable, y atractiva para los accionistas. Los resultados netos locales están influenciados por las políticas variables en cuanto a las transferencias a la casa matriz que se realizan a través del pago de gastos y comisiones.

Por la naturaleza del negocio GMAC del Ecuador es una empresa altamente apalancada que obtiene su fondeo del sistema financiero ecuatoriano, del mercado de valores y hasta el primer trimestre del 2009, de su Casa Matriz. Este fondeo se ha venido reestructurando con una creciente participación del mercado de valores. Se espera que durante este año la participación del fondeo del mercado de valores crezca ya que se sustituirá la deuda con la Casa Matriz para minimizar el riesgo de tipo de cambio al mantener tanto los activos como los pasivos de la empresa localmente. La mayor parte de la deuda contraída con el mercado de valores es a través de procesos de titularización. Los estados financieros analizados al 31.12.07 y al 31.12.08 son auditados y al igual que los estados financieros a marzo-09 consolidan los dos patrimonios autónomos constituidos hasta el momento.

Durante el 2008, la Casa Matriz capitalizó parte de la deuda contraída por la empresa local con lo cual los niveles de apalancamiento se redujeron.

La capacidad de fondeo de la empresa es la fuente de crecimiento del negocio de GMAC del Ecuador. Durante los próximos años se espera contracción del negocio pero resultados atractivos.

Si bien con las operaciones del mercado de valores el descalce de plazos de la empresa se ha reducido, éste se mantiene. Sin embargo se considera que la capacidad de recuperación periódica de la cartera es suficiente para cumplir con las obligaciones contraídas por la empresa aunque se sacrifique el crecimiento del negocio.

Por otro lado la calidad de la cartera es buena y representa fuente de fondeo aunque sea temporal.

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.

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.

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.

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.

HECHOS SUBSECUENTES Y RELEVANTES

Tras unas fallidas negociaciones con los acreedores para canjearles por acciones su deuda, que asciende a USD 27.000MM, General Motors tuvo que ingresar al capítulo 11 del código de bancarrota de USA, el 1 de junio del 2009. A la fecha, tiene activos por USD 91.000MM. La nueva compañía que emerja de la reestructuración financiera estará controlada por el Tesoro de EEUU, que desembolsará inicialmente USD 30.100MM, por los cuales obtendrá el 60% de las acciones de la empresa.

Adicionalmente, el Estado canadiense y la provincia de Ontario, donde GM posee numerosas fábricas, desembolsarán USD 9.500MM y obtendrán el 12% del capital.

El fondo de gestión sindical encargado de financiar la cobertura médica de los jubilados manejará el 17,5%.

Otro 10% quedará en manos de los poseedores de obligaciones, que el sábado pasado aceptaron una oferta gubernamental.

Los actuales accionistas de la empresa perderán sus inversiones.

GM confirmó que cerrará once fábricas y que pondrá otras tres en paro técnico. La firma pasará de contar con 62 mil obreros sindicalizados en 2008 en Estados Unidos a 38 mil en 2011.

DESCRIPCION DEL EMISOR

GMAC del Ecuador se constituyó en 1.995 y es una subsidiaria de GMAC LLC (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; también compra 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

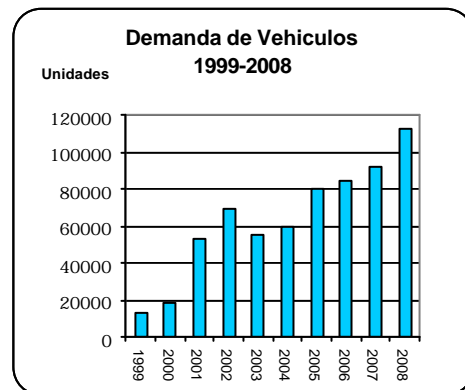
GMAC LLC mantiene el 99,99% de las acciones de GMAC del Ecuador. Esta corporación es de nacionalidad estadounidense y la inversión que realiza es extranjera directa. El segundo accionista es GMAC South America LLC.

Bajo la coyuntura actual, la estructura accionarial de GMAC LLC aún está en una etapa de definición, sin embargo podría quedar así: 25% Cerberus Co-Investors, Cerberus con el 15% o menos (previa aprobación de los reguladores de GMAC), 35,4% Tesoro Americano, 14,6% Fideicomisos de GM y 10% GM.

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.



Fuente: AEADE
Elaboración: BankWatch Ratings

Las ventas de automotores nuevos durante 2008 crecieron 22.8% frente a 2007. De acuerdo a su procedencia, el 58.5%

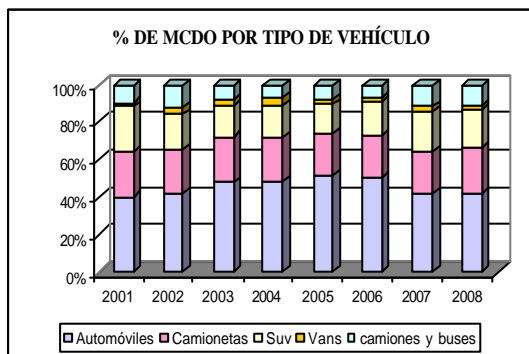
fueron importados y el 41.5% fueron ensamblados en el país, mejoraron su participación en alrededor de 6 puntos porcentuales; a dic-08, la producción local anual por ensambladoras fue de 71,210¹ unidades. En Ecuador las ventas de vehículos dependen del entorno macroeconómico, el cual incide directamente sobre las dos fuentes de abastecimiento del mercado de vehículos: producción local e importaciones. Para 2008 se estableció una nueva normativa para el ICE de vehículos, con una tasa escalonada de entre 5% y 35%.

En 2009, se introdujo adicionalmente un sistema de cupos para importaciones, incidiendo de esta manera sobre el comportamiento de la oferta de automotores. Esto podría dar lugar a un incremento de precios si es que la demanda mantiene su conducta expansiva.

En Ecuador habría en promedio entre 12 a 13 personas por vehículo, lo cual indica que existe una demanda insatisfecha, en comparación con otros mercados de Latinoamérica, donde la tasa de ocupación es 4:1

De acuerdo a datos oficiales de la AEADE, de las ventas totales el segmento de automóviles fue el más importante y el segmento de mayor crecimiento fue el de camionetas (35%).

El cuadro que sigue muestra la participación de los distintos tipos de automotores en las ventas entre 2001 y 2008, reflejo de los gustos y preferencias del mercado ecuatoriano.



Dada la restricción para la importación de CKD (partes y piezas de vehículos), instrumentada por el Comexi, para 2009 se estima puedan ingresar al mercado ecuatoriano alrededor de 75.000 unidades nuevas. Las proyecciones de demanda, por otra parte, determinaron que Ecuador requeriría 95.000 unidades, considerando una reducción de liquidez en el sistema² y una menor propensión hacia el consumo de bienes de los hogares. Situación que permitiría a ciertas marcas mejorar sus márgenes de venta.

El efecto de la Resolución 466 del Comexi, sobre 39 partidas arancelarias relacionadas con la industria automotriz representará una reducción de USD 771.2MM en sus importaciones respecto al 2008.

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. Para 2009, dados los cambios en el entorno macroeconómico, las líneas de crédito podrían restringirse.

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 convertirá en su principal fuente generadora de ingresos³, especialmente si el sector espera una desaceleración en la colocación de nuevas unidades a futuro.

General Motors históricamente ha sido el líder en ventas de automóviles en el Ecuador, en 2008 tuvo una participación del 42.3% del mercado; mejoría que se explica por su política de diversificación de modelos de automotores con precios inferiores a USD 20M, lo que mejoró su nivel de penetración.

MARCAS	2006 %	2007 %	Dic-08 %	Mar.09 %
GENERAL MOTORS	44.7	40.0	42.3	45.3
HYUNDAI	10.7	11.0	11.6	11.7
MAZDA	8.4	9.8	9.3	8.3
TOYOTA	7.1	8.7	9.2	7.8
FORD	3.9	3.9	2.1	2.5
NISSAN	3.4	3.6	4.2	4.9
KIA	3.4	3.1	3.7	4.2
MITSUBISHI	2.2	3.2	1.7	1.3
RENAULT	2.3	2.4	2.4	2.1
VW	2.1	1.4	1.1	1.5
PEUGEOT	1.62	1.2	0.7	0.5
OTRAS	10.2	12.6	11.8	9.9
TOTAL MERCADO	100	100	100	100

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

El negocio de GMAC del Ecuador se enmarca en el sector automotor 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; marca que a dic-08 colocó 47.519 unidades, incluyendo ventas directas y flotas, GMAC financió el 28.9% de ellas. A mar-09, GMAC financió 1.461 unidades y las ventas totales de GM fueron de 10.902⁴ automotores, es decir un 13.40%.

Las políticas actuales de financiamiento de GMAC del Ecuador son: plazos de 36 meses, la cuota de entrada no puede ser menor al 40% y tasa fija individualizada. Las políticas sin embargo no están estrictamente definidas y varían según las condiciones de la empresa y del mercado.

PRESENTACIÓN DE CUENTAS:

El análisis subsecuente se ha realizado con cifras consolidadas de GMAC del Ecuador y los dos fideicomisos de titularización realizados por la empresa. Es decir que las cifras incorporan tanto la cartera transferida como la deuda asumida al y por el fideicomiso. Las cifras a dic-07 y dic-08 son auditadas por Deloitte & Touche.

GESTION OPERATIVA

	2004 %	2005 %	2006 %	2007 %	2008 %	Mar.09 %
NIM	4.68	4.19	3.25	2.92	4.82	1.74
Margen Bruto	46	37	30	22	34	47

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

² Dada la coyuntura mundial actual, se esperaría una contracción de: las remesas que envían los emigrantes, del gasto público, de las exportaciones y del financiamiento externo.

³ <http://www.aeade.net/cifras.htm>

⁴ 4265 unidades de ventas directas a gobierno y flotas.

GMAC cerró 2008 con una utilidad neta de USD 3.2MM, fruto de la generación operativa de la empresa. Dichos resultados registran un crecimiento del 26.9% frente a 2007, a pesar de que los ingresos por el financiamiento otorgado (ventas) crecieron solamente en 1%. Los resultados se respaldaron principalmente en un menor costo del fondeo (costo de ventas) gracias a su reestructuración, lo que repercutió en que el margen bruto crezca en 9 puntos porcentuales.

El crecimiento marginal de los ingresos por financiamiento de vehículos a dic-08 reflejó tanto una desaceleración en el número de operaciones nuevas de la compañía, como el efecto en la reducción de la tasa activa efectiva que no compensó el cobro de comisiones⁵.

El comportamiento del costo del fondeo se explica porque desde 2007 GMAC ha estado reemplazando deuda cara con fuentes más baratas; el proceso se intensificó en 2008, como efecto de la intervención gubernamental en las tasas de interés a través de la normativa legal. Adicionalmente hay una carga impositiva adicional por endeudamiento del exterior⁶. La empresa reemplazó deuda con entidades extranjeras y parte de su fondeo con GMAC LLC con recursos provenientes del mercado de valores local. Esta política se mantiene y está en curso la tercera titularización para reestructurar pasivos. Esta medida pretende además eliminar el riesgo de cambio de moneda manteniendo tanto los activos como los pasivos vulnerables a este riesgo dentro del país.

De acuerdo a las proyecciones los ingresos por financiamiento caerían en 2009 y 2010, en 14.9% y 14.7%, respectivamente; y para el 2011 habría una recuperación de alrededor del 14%. El margen bruto se mantendría ligeramente superior al del 2008 aunque a marzo-09 es mayor en 13 puntos porcentuales que el del 2008. Si bien en términos absolutos tanto el margen operativo como el resultado neto se mantendrían por debajo de lo alcanzado en el 2008, en relación a las ventas llegarían a alrededor del mismo 6% alcanzado en el 2008.

El desempeño de los ingresos está relacionado a la capacidad de la empresa de obtener financiamiento.

Los gastos operacionales mantienen una participación decreciente sobre el margen bruto; a dic-08 representan el 58.4% y el 39.6% a mar-09 (fueron del 87.8% en dic-07). Lo que se explica por los menores cargos que cobra la Casa Matriz. Estos gastos históricamente muestran alta volatilidad ya que dependen de políticas cambiantes de la Casa Matriz. De incrementarse estas transferencias la gestión operativa de GMAC del Ecuador podría presionarse y no alcanzar las utilidades proyectadas.

A dic-08, el retorno anualizado sobre patrimonio promedio (7.9%) y sobre activos promedio (0.8%) son de los más bajos de los últimos años. Sin embargo, estos indicadores se recuperan a mar-09, llegando al 16% y 2.3% respectivamente (incluye provisiones para reparto de dividendos e impuesto a la renta). A futuro, el ROE caerá por debajo de sus niveles históricos; mientras el ROA mejoraría, por causa tanto del achicamiento del negocio y de la mayor rentabilidad de los activos productivos. GMAC planea enfocarse en clientes de primera calidad y continuar con reingeniería de pasivos para mejorar su margen. El comportamiento histórico y proyectado de estos indicadores también refleja las variaciones en las políticas de gastos transferidos a la Casa Matriz.

⁵ 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.

⁶ El costo de la deuda con casa matriz se redujo alrededor de tres puntos.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

GMAC a dic-08 en su balance consolidado con los fideicomisos de titularización, tiene activos por USD 392MM y por USD 358MM a mar-09; Al igual que en períodos anteriores, el grueso del activo es productivo (97%). Su principal activo es la cartera de créditos. Alrededor del 22% de la cartera total de la empresa a mar-09 corresponde a cartera transferida a los fideicomisos de titularización.

La cartera total de GMAC por tipo de deudor proviene de: clientes y de concesionarios; e históricamente se ha caracterizado por ser de buena calidad. La de clientes está constituida por aquella comprada por GMAC del Ecuador al concesionario, a dic-08 suma USD 29MM (deducidos los intereses no devengados y la cartera fideicomitada) y continua siendo la principal fuente de ingresos de la compañía. A mar-09 asciende a USD 211MM. La cartera de clientes representa el 59% y el 60% del total de la cartera a dic-08 y mar-09, respectivamente.

La composición de la cartera de clientes muestra que el grueso de ella se concentra en vencimientos de hasta un año (72% en dic-08 y 73% en mar-09); en la cartera vencida el 81% tiene plazos menores a 60 días.

La cartera de concesionarios, que corresponde al financiamiento otorgado por GMAC del Ecuador al concesionario para inventarios, a dic-08 asciende a USD 73MM y a USD 59MM a mar-09. 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.

A mar-08, la cartera bruta de clientes -incluye intereses no devengados y provisiones- a dic-08 totaliza USD 350.8MM y muestra la siguiente estructura:

CARTERA POR MENOR	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	Mar.09	%
CARTERA POR VENCER:	\$250,909	97.44%	\$382,170	97.43%	\$288,164	96.11%	\$368,139	96.98%	\$338,306	96.43%
Vencimientos corrientes	\$115,122	44.71%	\$163,453	41.67%	\$129,716	43.26%	\$160,994	43.73%	\$149,645	44.23%
Vencimiento a 1 año	\$83,541	32.44%	\$124,938	31.85%	\$92,914	30.99%	\$111,673	30.33%	\$105,585	31.21%
Vencimiento a 2 años	\$43,019	16.71%	\$70,693	18.02%	\$50,378	16.80%	\$65,769	17.87%	\$61,012	18.03%
Vencimiento entre 3 y 5 años	\$9,227	3.58%	\$23,084	5.89%	\$15,155	5.05%	\$29,704	8.07%	\$22,065	6.52%
CARTERA VENCIDA:	\$4,949	1.92%	\$7,848	2.00%	\$8,268	2.76%	\$7,518	1.98%	\$8,117	2.31%
30 días	\$3,512	1.36%	\$5,795	1.48%	\$5,557	1.85%	\$4,837	64.34%	\$5,230	64.43%
60 días	\$778	0.30%	\$1,125	0.29%	\$1,387	0.46%	\$1,184	15.75%	\$1,348	16.61%
90 días	\$278	0.11%	\$352	0.09%	\$480	0.16%	\$521	6.93%	\$569	7.01%
91 a 180 días	\$251	0.10%	\$358	0.09%	\$530	0.18%	\$588	7.83%	\$577	7.10%
desde 181 hasta 1 año	\$130	0.05%	\$218	0.06%	\$314	0.10%	\$386	5.13%	\$362	4.83%
Sobre 1 año	\$0	0.00%	\$0	0.00%	\$0	0.00%	\$1	0.02%	\$1	0.01%
CARTERA NON ACCRUAL:	\$1,643	0.64%	\$2,238	0.57%	\$3,408	1.14%	\$3,966	1.04%	\$4,417	1.16%
TOTAL	\$257,500		\$392,255		\$299,839		\$379,623		\$350,840	
Cartera en riesgo	\$ 6,591	2.56%	\$ 10,086	2.57%	\$ 11,676	3.89%	\$ 11,484	3.02%	\$ 12,534	3.57%

El desempeño de la cartera de la empresa ha sido consistente con el mercado automotriz. De la cartera de clientes se ha titularizado USD 100MM en dos procesos (el primero en 2007 y el segundo en 2008).

A dic-08, la cartera en riesgo⁷ de GMAC fue USD 11.5MM, de USD 12.5MM a mar-09, lo que representa una morosidad en análisis dinámico (sobre saldos de balance) del 3.02% y 3.57%, respectivamente. La cobertura vía provisiones, para esta cartera, tanto en 2008, como en el primer trimestre de 2009 es de 1.09 veces y 1.02 veces. 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.

⁷ Cartera en Riesgo = Cartera Vencida + Cartera Non Accrual.

La cartera vencida a dic-08 representa el 1.98% de la cartera total y a mar-09 sube a 2.31%, y es de corto plazo (alrededor del 64% a 30 días). Cabe señalar que en la cartera vencida se registran cuotas de créditos no vencidos, pero que presentan dividendos atrasados, y que siguen acumulando intereses.

La provisión para cartera a dic-08 es USD 11MM y de USD 12.5MM a mar-09. Adicionalmente la cartera de clientes cuenta con la garantía del vehículo (reserva de dominio).

En 2008, GMAC realizó castigos de cartera por USD 834.9M, y de USD 37.8M en mar-09.

Del análisis histórico, estático de la cartera de GMAC del Ecuador se deduce que la cartera que genera pérdida es aquella vencida desde los 121 días, lo que equivale a 5 cuotas y representa aproximadamente una pérdida del 3.50% de la cartera.

FONDEO

Dada la naturaleza del negocio, la cartera se financia con recursos de terceros, dando lugar a un negocio fuertemente apalancado. El crecimiento del negocio de GMAC del Ecuador, depende de su capacidad de fondeo. El fondeo de la empresa consiste en: obligaciones bancarias de corto y largo plazo, obligaciones financieras y cuentas por pagar a 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 valores⁸, a fin de reestructurar los plazos de sus pasivos y mejorar el precio de su fondeo.

Al igual que en períodos anteriores, en 2008, el fondeo es esencialmente de corto plazo, sin embargo la estructura del pasivo muestra una mayor participación de pasivos de largo plazo en el total del pasivo.

La deuda financiera a corto plazo fue USD 179MM a dic-08 y de USD 171MM a mar-09, incluyen ambas cifras la deuda con su casa matriz, misma que desde el año 2005 ha sido recurrente. Respecto de 2007, 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 financiamiento proviene esencialmente de pasivo financiero, con la siguiente estructura:

%	Bancos	Mercado de valores	Relacionadas	C/P	L/P
2006	23.8	9.8	23.3	67.6	13.6
2007	36.5	18.4	23.7	45.6	33.1
2008	35.9	28.0	25.7	58.9	37.2
Mar.09	32.1	32.2	28.8	60.9	34.7

GMAC del Ecuador mantiene una deuda con GMAC LLC, que a dic-08, llega a USD 95.8MM y a mar-09 a USD 91.7MM; en ambos casos USD 87MM corresponden 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. GMAC del Ecuador, planea cancelar durante el 2009, la deuda a su Casa Matriz y a futuro,

⁸ Ha colocado: obligaciones, papel comercial y valores de titularización de cartera.

pagar cada mes las cuentas sin costo de manera que en balance el saldo sea de alrededor de USD 600M.

Durante 2008, alrededor de USD 23.6MM de pagos pendientes con la matriz, fueron capitalizados; con dicho incremento, el patrimonio de la compañía cerró el año en USD 53.6MM, de los cuales 85.8% (83% a mar-09) corresponde a capital social (patrimonio primario). Dicho fortalecimiento patrimonial le permite mantener un patrimonio libre adecuado, para la cobertura de riesgos no previstos de momento en su balance (80.2% a dic-08 y 79.6% a mar-09) y para potenciales deterioros de activos productivos (24.3% en dic-08 y 14.5% en mar-09).

ENDEUDAMIENTO

El grueso de la capitalización (85% a dic-08 y 83.5% a mar-09) de la institución proviene de su endeudamiento financiero, sin embargo el patrimonio de la entidad prácticamente se ha duplicado respecto de dic-07, reduciendo así el riesgo transferido hacia el mercado de valores. Ello ha significado un menor indicador de endeudamiento sobre patrimonio, a dic-08 bajó a 6.32 y a 5.42 en mar-09. Adicionalmente, frente a dic-07, 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; esta garantía que cubren el riesgo de crédito de las operaciones, considerando su incierto valor al momento no están siendo tomadas en cuenta en el análisis de la calificación de las operaciones del caso. 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, al momento la calificación internacional de GMAC LLC y del Ecuador es prácticamente la misma.

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, ha significado que el patrimonio en relación a los activos (que principalmente están representados por la cartera) suba de 0.07 veces en el 2007 a 0.14 en dic-08 y a 0.16 veces en mar-09.

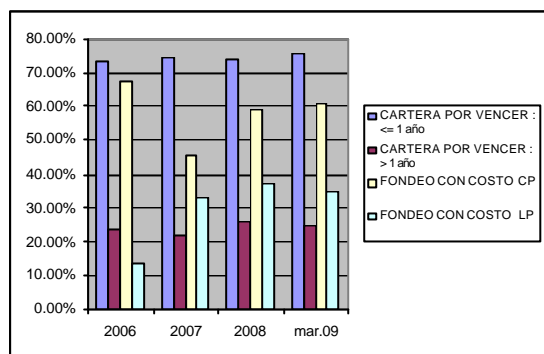
Durante el 2008, la empresa necesitó de nuevo financiamiento para el crecimiento del negocio y para sustituir pasivos bancarios. Esto lo realizó a través del mercado de valores. A marzo-09 el negocio se ha contraído por lo que la deuda financiera también se ha contraído.

El fondeo de GMAC seguirá cambiando de estructura hacia el mercado de valores mientras que se eliminará el fondeo de la Casa Matriz.

▪ **CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ**

Por la naturaleza financiera del negocio de GMAC del Ecuador, la generación operativa nunca será suficiente para pagar los pasivos de corto plazo. Es su activo principal, la cartera la que respalda los pasivos, por lo tanto es el calce de plazos entre activos y pasivos lo que definiría la capacidad de pago de la institución. Por otro lado, la generación operativa de flujos está influenciada por el nivel de transferencias a la Casa Matriz.

El descalce de plazos entre activos y pasivos persiste; pues se financian activos con vencimientos superiores a un año, a través de obligaciones con menores plazos, como se observa en el cuadro que sigue:



Históricamente, y bajo condiciones normales la empresa ha tenido capacidad para refinanciar su deuda en el sistema financiero. Sin embargo, la disponibilidad de esta fuente se ha contraído. En todo caso, las recuperaciones de la cartera son suficientes para honrar sus obligaciones aunque el crecimiento del negocio se vea afectado. Debe tomarse en cuenta adicionalmente, que la empresa genera cartera de buena calidad que es apetecida por instituciones financieras, por lo cual la venta de la misma (aunque sea con pacto de recompra) constituye otra fuente de fondeo.

■ **ANÁLISIS DE LA GARANTÍA 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.

GMAC a mar-09 tiene activos USD 358.241M, de los cuales USD 175.8MM corresponden a activos pignorados (cartera vendida con pacto de recompra, cartera fideicomitida, fondos disponibles e inversiones); dejando un activo libre para garantía de emisiones de USD 182MM. El saldo de las obligaciones y papel comercial en circulación suma USD 18.9MM (incluida la porción corriente y sin contabilizar los descuentos), generando una cobertura de 10 veces.

ACTIVOS	Mar-09	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Depositos en Instituciones Financieras	11,785,639.87	8,938,036.34	2,847,603.53		2,847,603.53
Inversiones Brutas	6,658,562.21	6,658,562.21			
Cartera clientes	337,793,761.67	160,240,462.42	177,553,299.25		177,553,299.25
Otras cuentas por cobrar					
Otros Activos Productivos Brutos					
Total Activos Productivos	356,237,963.75	175,837,060.97	180,400,902.78		180,400,902.78
Fondos Disponibles Improductivos	350.00		350.00		350.00
Cartera en Riesgo	12,533,620.55		12,533,620.55		12,533,620.55
Activo Fijo	479,040.22		479,040.22		479,040.22
Otros Activos Improductivos	1,794,008.86		1,794,008.86		1,794,008.86
Total Provisiones	-12,803,532.93		-12,803,532.93		-12,803,532.93
Total Activos Improductivos	2,003,486.70		2,003,486.70		2,003,486.70
Total Activos	358,241,480.45	175,837,060.97	182,404,389.48		182,404,389.48

Adicionalmente, GMAC mantiene cuentas por pagar con la matriz por USD 91.750M (a mar-09), que en un escenario de estrés sería lo primero que se cancele; por lo tanto, si se resta de los activos la cuenta por pagar a la matriz, los activos libres para cubrir las emisiones y el papel comercial en circulación serían de r USD 90.7MM, lo que reduce la cobertura a 5 veces.

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.

■ **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 cobró la cuarta emisión de obligaciones USD 20MM., cuyo saldo a mar-09 es 6.2MM

GMAC también ha emitido papel comercial, tanto la primera operación de este tipo (del año 2005), como la segunda operación de papel comercial que se emitió en el primer semestre de 2008, han tenido muy buena acogida.

En septiembre de 2007, GMAC lanzó su primer programa de titularización de cartera, que colocó en su totalidad a diciembre del mismo año. En agosto de 2008 GMAC se inició la colocación del segundo programa de titularización.

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

EMPRESA: GMAC

	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Mar-09	Dic-09	Dic-10	Dic-11
RESULTADOS									
Ventas	29,746	31,051	43,120	52,226	52,819	13,381	44,947	38,335	43,503
% crecimiento	-15.6%	4.4%	38.9%	21.1%	1.1%	1.3%	-14.9%	-14.7%	13.5%
MARGEN BRUTO (%)	46%	37%	30%	25%	34%	47%	36%	42%	37%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5,542	1,163	625	3,127	5,919	3,229	4,149	3,865	3,863
MARGEN EBITDA (%)	18.6%	3.7%	1.4%	6.0%	11.2%	24.1%	9.2%	10.1%	8.9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5,542	1,163	625	3,127	5,919	3,229	4,149	3,865	3,863
MARGEN EBITDAR (%)	18.6%	3.7%	1.4%	6.0%	11.2%	24.1%	9.2%	10.1%	8.9%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones , Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos)	3,740	406	2,915	1,234	1,628	334	289	0	0
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,802	757	-2,290	1,894	4,291	2,896	3,860	3,865	3,863
Gasto Financiero del período	-16014	-19514	-30192	-39066	-34671	-7122	-28681	-22066	-27234
Impuestos a la renta	-868	-521	-524	-125	-1390	-730	-1003	-997	-1000
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	11.5%	11.9%	12.1%	13.5%	11.6%	10.1%	12.5%	8.5%	13.1%
UTILIDAD NETA	2,212	3,838	2,636	2,505	3,179	2,189	3,008	2,991	2,999
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	13.3%	19.5%	11.5%	11.5%	9.8%	7.9%	16.0%	5.5%	4.9%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	1.2%	1.7%	0.8%	0.6%	0.8%	2.3%	0.9%	1.1%	0.9%
FLUJO DE CAJA									
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	5,952	4,244	5,551	839	4,807	2,523	3,297	2,991	2,999
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	17,981	-81,393	-98,699	36,275	-58,962	21,123	118,994	-42,713	-26,448
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	23,933	-77,149	-93,148	37,114	-54,155	23,646	122,291	-39,722	-23,449
Inversión en Activos Fijos	-171	-271	-169	-282	-179	-1	-5	-6	-5
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no op)	23,762	-77,420	-93,317	36,832	-54,334	23,645	122,286	-39,728	-23,454
Variación Neta de Deuda Financiera	-27,653	76,445	94,978	-14,716	21,460	-22,107	-126,698	37,267	24,337
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	23,690	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	-4	1,504	0	-6,453	-1,128	922	-1	1,380	-620
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	-3,895	529	1,661	15,663	-10,312	2,461	-4,413	-1,081	263
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)									
EBITDA OPERATIVO	5,542	1,163	625	3,127	5,919	3,229	4,149	3,865	3,863
(-) Gasto Financiero del período	0	0	0	0	0	0	0	0	-27,234
(-) Impuesto a la renta del período	-868	-521	-524	-125	-1,390	-730	-1,003	-997	-1,000
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	4,674	642	101	3,003	4,529	2,500	3,146	2,868	-24,371
(-) Variación Capital de Trabajo	17,981	-81,393	-98,699	36,275	-58,962	21,123	118,994	-42,713	-26,448
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	22,655	-80,751	-98,598	39,278	-54,433	23,623	122,140	-39,845	-50,819
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	1,278	3,602	8,012	736	278	23	151	123	136
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-2,562	0	0	0	0	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-171	-271	-169	-282	-179	-1	-5	-6	-5
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	23,762	-77,420	-93,317	39,732	-54,334	23,645	122,286	-39,728	-50,688
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	15.71%	2.07%	0.23%	5.75%	8.57%	18.68%	7.00%	7.48%	-56.02%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	5,542	1,163	625	3,127	5,919	3,229	4,149	3,865	3,863
BALANCE									
Caja e Inversiones Corrientes	2,486	1,572	3,281	26,091	16,907	18,445	12,637	10,336	11,370
Activos Totales	181,797	268,760	389,641	384,858	392,382	358,241	256,158	302,737	332,962
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	115,650	157,718	246,939	163,312	177,425	176,221	67,971	110,074	120,162
Pasivo financiero Largo Plazo	9,582	43,959	49,716	118,627	125,974	105,071	108,731	103,894	118,143
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	125,232	201,677	296,655	281,939	303,399	281,292	176,701	213,968	238,306
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	17,747	21,585	24,221	26,726	53,595	55,784	56,745	59,895	63,045
Capitalización ****	142,979	223,262	320,876	308,665	356,994	337,076	233,446	273,863	301,351
Pasivos contingente	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	284,176	342,997	175,777	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	181,797	268,760	389,641	100,682	49,385	182,464	256,158	302,737	332,962
Emisión de Obligaciones en Circulación	19,000	34,082	35,877	66,052	83,953	85,512	18,013	18,087	62
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	10	8	11	2	1	2	14	17	5,327
Límite Legal para Emitir Obligaciones	145,438	215,008	311,713	80,546	39,508	145,971	204,926	242,190	266,370

(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-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Mar-09	Dic-09	Dic-10	Dic-11
INDICADORES FINANCIEROS									
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	22.60	173.41	474.65	90.15	51.26	21.78	42.59	55.36	61.69
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	22.15	172.06	469.40	81.81	48.40	20.35	39.55	52.68	58.74
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	26.79	314.14	2,937.18	93.90	66.99	28.13	56.18	74.61	-9.78
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	0.19	-0.38	-0.31	0.14	-0.18	0.34	0.69	-0.19	-0.21
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	0.88	0.90	0.92	0.91	0.85	0.83	0.76	0.78	0.79
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.21	0.35	0.40	0.42	0.32	0.32	0.08	0.05	0.05
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	0.76	0.82	0.81	0.79	0.90	0.93	0.89	0.88	0.88
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	9.24	11.45	15.09	13.40	6.32	5.42	3.51	4.05	4.28
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	9.24	11.45	15.09	13.40	6.32	5.42	3.51	4.05	4.28
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	9.24	11.45	15.09	13.40	6.32	5.42	3.51	4.05	4.28
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	9.24	11.45	15.09	13.40	6.32	5.42	3.51	4.05	4.28
LIQUIDEZ									
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	92.35%	78.20%	83.24%	57.92%	58.48%	62.65%	38.47%	51.44%	50.42%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	2.15%	1.00%	1.33%	15.98%	9.53%	10.47%	18.59%	9.39%	9.46%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.04	0.00	0.00	0.02	0.03	0.06	0.05	0.03	-0.20
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.20	-0.51	-0.40	0.24	-0.31	0.54	1.80	-0.36	-0.42
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.50	-	0.00	0.41	0.06	0.14	0.07	0.04	-0.31
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	2.41	-	-0.81	5.41	-0.78	1.33	2.84	-0.52	-0.64
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.05	0.01	0.00	0.02	0.03	0.07	0.06	0.04	0.03
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período)	0.05	0.01	0.00	0.02	0.03	0.07	0.06	0.04	0.03
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	0.59	-	0.01	0.43	0.08	0.18	0.10	0.05	0.05
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.21	-0.49	-0.38	0.24	-0.31	0.54	1.80	-0.36	-0.42
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	2.52	-	-1.28	10.05	-1.34	2.28	5.25	-0.90	-1.27
OTROS INDICES									
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	-45,053	-70,619	-145,144	82,544	105,879	101,422	124,064	96,857	107,611
Liquidez Acida (x)	0.71	0.65	0.54	1.34	1.50	1.51	2.37	1.70	1.71
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.71	0.65	0.54	1.34	1.49	1.50	2.35	1.69	1.70
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.67	0.54	0.47	0.90	0.94	0.99	1.08	0.97	0.96
Patrimonio / Activo Total (x)	0.10	0.08	0.06	0.07	0.14	0.16	0.22	0.20	0.19
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Días de cuentas por cobrar	2,273	3,193	3,316	2,531	2,633	2,356	2,039	2,848	2,750
Rotación de cuentas por pagar (x)	0	-	1	1	3	7	4	2	2
Días de cuentas por pagar	753	0	500	373	136	54	92	193	172
Rotación Capital de Trabajo	-0	-	-0	0	0	0	0	0	0
Días de Capital de Trabajo	-1013	0	-1731	761	1099	1282	1557	1580	1422
Costo de Ventas / Obligaciones Financieras Promedio	11.52	15.92	12.12	13.50	7.86	1.64	5.50	-	-
Vencimientos Deuda Financiera									
Año	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Mar-09	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	0	0	18,321	8,490	7,193	11,487	9,635	3,258
Vencimientos Papel Comercial	0	0	0	650	10,820	11,780	12,740	8,960	0
Vencimientos Otra deuda Financiera	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	0	0	0	18,971	19,310	18,973	24,227	18,595	3,258

(x) Índice expresado en número de veces