



## Ecuador Obligaciones

## GMAC del Ecuador S.A.

### Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Actual	Ultimo Cambio
Tercera emisión de Papel Comercial	AA-	05-10

### Descripción de la Emisión Propuesta (Tercera) de Papel Comercial:

Emisor:	GMAC del Ecuador S.A.
Monto:	USD. 20.000.000
Moneda:	Dólares de los Estados Unidos de América
Monto total del programa:	USD 20MM
Plazo total del programa:	720 días
Plazo revolvente del papel:	1-359 días
Amortización:	al vencimiento
Cupón:	Cero cupón
Rendimiento promedio:	5%
Garantía:	General
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:	Goldenbond S.A.

### RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. reunido el 26 de mayo de 2010, ha decidido otorgar la calificación de "AA-" a la tercera emisión de Papel Comercial de GMAC del Ecuador.

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.

Internacionalmente, desde 2008, la compañía matriz de GMAC del Ecuador experimentó una serie de cambios hasta en mayo del presente año pasar a denominarse Ally Financial Inc., la evolución de su calificación 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	21-Ene-10
Calificación de largo plazo	BBB+	BBB	BB	BB+	BB+	BB	BB-	CCC	RD	B
Calificación de corto plazo			B	B	B	B	B	C	C+	B
Perspectiva					Negativa	Negativa	Negativa	Negativa		Positiva
Rating Watch										

### Contactos

Patricia Pinto  
(593 2) 222 23 23  
[ppinto@bankwatchratings.com](mailto:ppinto@bankwatchratings.com)

Jeanneth Molina  
(593 2) 254 83 93  
[jmolina@bankwatchratings.com](mailto:jmolina@bankwatchratings.com)

### Perfil

GMAC es una empresa dedicada al financiamiento automotriz, que viene operando en el mercado ecuatoriano desde 1995. Financia vehículos GM.

**La calificación B en escala internacional de largo plazo,** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

**La calificación B en escala internacional de corto plazo,** Indica una capacidad mínima para hacer frente al pago de las obligaciones financieras, además de una vulnerabilidad a cambios adversos en condiciones financieras y económicas.

La posición local de GMAC del Ecuador no ha sido afectada por los cambios acaecidos a nivel internacional; localmente la operación ha mantenido una estructura autosuficiente y rentable. GMAC viene manteniendo una generación de cartera de buena calidad.

El negocio de la empresa es la intermediación, el año pasado generó resultados positivos y en niveles extraordinarios, durante 2009, las condiciones de mercado influyeron en el incremento de la tasa activa; mientras la reestructuración de pasivos realizada por la empresa abarató el costo de fondeo.

FECHA COMITE: 26/Mayo/2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Marzo 2010

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.



Adicionalmente, GMAC se enfocó en cartera minorista, que es más rentable y demanda menores niveles de capital de trabajo.

Para 2010, la reducción de la tasa máxima de consumo incidirá en el nivel de utilidades para el cierre del período; sin embargo, la generación operativa de la empresa continúa siendo positiva y colocándose en niveles atractivos. La estrategia de fondeo y la de colocación le permite manejar el margen bruto para mitigar el impacto del control de tasas.

Al igual que en períodos anteriores, los resultados netos locales están influenciados por políticas variables en cuanto a las transferencias a la casa matriz, a través del pago de gastos y comisiones. Cabe mencionar que, la operación consolidada con fideicomisos de titularización de cartera es positiva, mientras que al desagregarlos hay una pérdida originada en el peso del gasto administrativo, que bajo todos los contratos de titularización es responsabilidad del emisor.

GMAC mantiene elevados niveles de endeudamiento, especialmente en relación a su generación anual, lo cual es consistente con el negocio de intermediación de la empresa. El proceso de reestructuración de pasivos ha diversificado las líneas de fondeo y le ha significado menores costos y una mejoría en el calce de plazos entre activos y pasivos. Los procesos contratados con el mercado de valores han servido para refinanciar deuda, especialmente aquella con riesgo cambiario, más no para originar nuevos incrementos de cartera.

A mar-10, el 37.4% de las obligaciones con costo se originaron en fideicomisos y procesos de titularización de cartera, y cuentan con garantía específica de cartera.

La calificación a los valores de GMAC Ecuador, reconoce la mejora en la capacidad de pago del emisor y específicamente la calidad de los activos de la empresa, que le permiten acceder a fuentes de liquidez para refinanciar sus obligaciones de corto plazo y que en una situación extrema le permitirían cubrir la totalidad de sus pasivos; pues la cartera es de buena calidad y representa una fuente de fondeo accesible. En un escenario de restricciones de liquidez, 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.

La calidad del activo y el nivel patrimonial, actuales, le permiten a la empresa generar un patrimonio libre adecuado 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.

## ■ 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

- El 24 de diciembre de 2008, la Reserva Federal acepto la aplicación de GMAC para convertirse en un holding bancario, lo que le permitió acceder a la ayuda gubernamental.
- El 29 de diciembre de 2008, el Tesoro Americano le otorgó USD 5 billones de ayuda.
- El 15 de mayo de 2009, la división bancaria de GMAC oficialmente cambió su nombre a Ally Bank.
- El 21 de mayo de 2009, el Tesoro Americano anunció una inversión adicional de USD 7.5 billones en GMAC LLC, obteniendo la mayoría accionarial en la compañía.
- El 30 de junio de 2009, GMAC LLC se transformó de una sociedad de responsabilidad limitada a una corporación bajo la denominación de GMAC INC., con el Tesoro Americano como principal accionista individual y un 40% en manos de acreedores que aceptaron el canje de obligaciones en acciones.
- El 3 de mayo de 2010, GMAC Inc anunció el cambio de su nombre a Ally Financial Inc.

## ■ DESCRIPCION DEL EMISOR

GMAC del Ecuador se constituyó en 1.995 y es una subsidiaria de Ally Financial Inc., corporación registrada en los Estados Unidos de América.

El objeto principal de GMAC del Ecuador es el financiamiento automotriz, desde octubre de 2009 amplió la gama de marcas con las que trabaja. Al diversificar su operación, amplía sus perspectivas de mercado.

Adicionalmente, a oct -09 GMAC también decidió salirse del financiamiento de inventarios para concesionarios, lo que tiene dos efectos importantes en su balance: mejoran los márgenes y se reducen las necesidades de liquidez de la institución.

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.

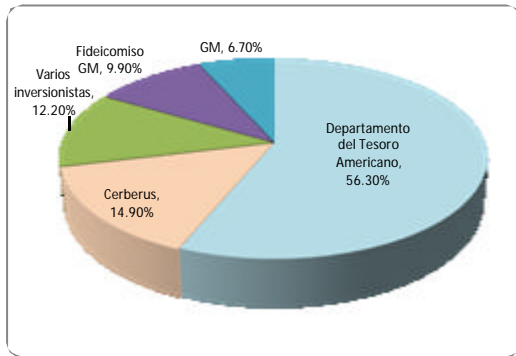
## ■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

GMAC del Ecuador, no hace parte de ningún grupo económico tras la venta de su casa matriz a un consorcio financiero en noviembre de 2006.

**ESTRUCTURA ACCIONARIAL**

Ally Financial Inc. 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.

La estructura accionarial de Ally Financial Inc. es:



**ENTORNO ECONÓMICO**

Indicadores de la economía ecuatoriana:

	2006	2007	2008	2009
PIB (Mill 2000)	21.962	22.410	24.032	24.119
Inc. % PIB (Mill. 2000)	4,75	2,04	7,24	0,36
Inflación	2,87	3,32	8,83	4,31
Deuda Públ. Ext. /PIB	24,7	23,9	19,2	14,4
Cta. Cte. /PIB	3,9	3,6	2,3	-3,1
Resultado Global /PIB	3,3	2,1	-0,4	-3 prov.

Algunas perspectivas de crecimiento para el 2010:

AÑO	BCE	CEPAL	FMI	BM	Fitch
2010	3,4	2,5	2,5	1,8	2,5

Luego del crecimiento importante que mostró el Ecuador en el 2008, durante el 2009 este se reduce significativamente influenciado por la crisis mundial y por un menor impulso por parte del gobierno comparado con años anteriores.

La inversión se desaceleró al mismo tiempo que las exportaciones se contrajeron como consecuencia principalmente, de la participación del petróleo en las exportaciones ecuatorianas.

También se ha podido apreciar en el 2009, que el consumo se ha desacelerado en relación a los mismos períodos del 2008, por el creciente desempleo, reducción de las remesas enviadas por los emigrantes ecuatorianos y el debilitamiento de la liquidez en la economía doméstica, lo cual se refleja en el magro crecimiento del 0.36% en el 2009.

Fitch considera que la economía ecuatoriana reasumirá su crecimiento en el 2010 pero a un ritmo muy lento quizás de 2.5%. La opinión en cuanto a ese crecimiento, se respalda en la débil estructura de inversión privada con la que cuenta el país, un marco institucional también muy debilitado y una producción petrolera en declive.

La incertidumbre en cuanto al desenvolvimiento de las políticas económicas y la creciente intervención del gobierno en la

economía, presionarán a la baja la disponibilidad de crédito y nuevas inversiones.

El consumo interno seguirá apretándose en relación al creciente desempleo y menores remesas. Las exportaciones del sector privado podrían verse afectadas por la pérdida de competitividad del país frente a los otros países de Latinoamérica que han firmado los Tratados de Libre Comercio con los socios comerciales más importantes.

Sin embargo, la opinión actual del FMI es que la economía ecuatoriana crecerá en el 2010, en 2.5%, por encima de lo previsto hace seis meses. La opinión de este organismo se sustenta en la recuperación de la economía mundial y por lo tanto de los precios del petróleo.

Lamentablemente, la crisis europea desatada en los últimos días constituye un limitante para la recuperación de la economía mundial, lo cual está presionando a la baja los precios del petróleo y por tanto amenaza el crecimiento esperado de la economía ecuatoriana que es cada vez más dependiente de los precios de esta materia prima.

Tomando en cuenta el comportamiento de los precios del petróleo y que de todos modos estos ya no están en los niveles que alcanzaron en el 2008, el punto de estímulo a la economía por parte del estado, a través de inversión pública, dependerá de su capacidad para acceder a fuentes de financiamiento.

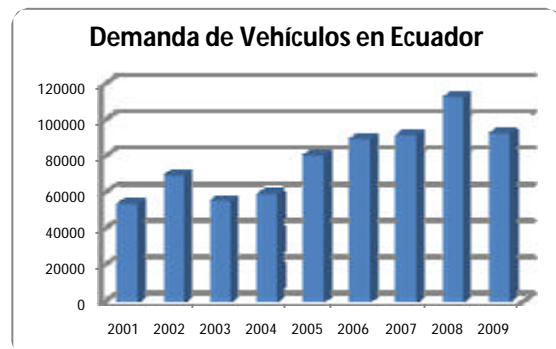
La decisión de este gobierno de haber caído en mora en el pago de la deuda, contrae el limitado acceso a mercados financieros internacionales y reduce las posibilidades en cuanto a flujos que no provengan de deuda.

Siendo una economía dolarizada, el ingreso limitado de flujos de capital podría presionar la oferta de dinero en el mercado doméstico con efectos negativos para el consumo y el crédito. Finalmente, el ingreso limitado de flujos de capital, especialmente frente al gasto, representa una amenaza al sistema monetario actual.

▪ **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; 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.

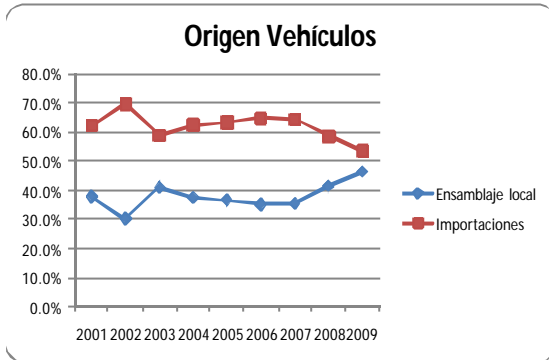
El mercado de combustibles que crece cada año al 5%, y la tasa de renovación del parque automotor es 10% anual.



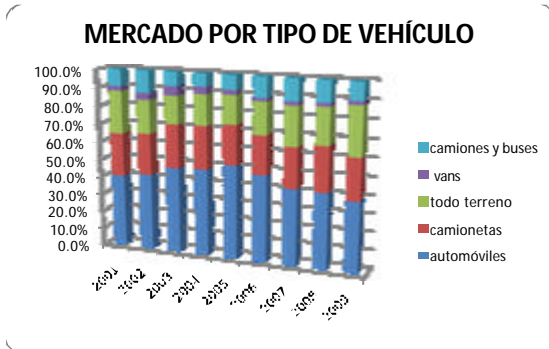
Fuente: AEADE

El mercado automotor se ha mantenido dinámico; en 2009, a pesar de los elementos exógenos<sup>1</sup> que lo han venido afectando, cerró el año con una caída del 17.7%, cuando se esperaba un recorte de alrededor del 30%, la contracción se explica por presiones por el lado de la oferta, pues la demanda persiste; incluso durante el primer trimestre del año pasado cuando las fuentes de fondeo se restringieron.

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 país no tiene una industria automotriz autosuficiente, tradicionalmente, la mayor parte de los vehículos comercializados localmente son importados; sin embargo desde el año 2007 la participación de los de ensamblaje local ha mantenido una tendencia creciente; en 2009, el 53.6% de los vehículos vendidos en Ecuador son importados. De acuerdo a datos oficiales de la AEADE, de las ventas totales el segmento más importante es el de automóviles (38.7%); mientras el de vehículos todo terreno fue el único que creció (en 8.9%) durante 2009.



Desde finales de 2007 ha habido una serie de medidas exógenas<sup>2</sup> orientadas a desincentivar las importaciones de vehículos, favoreciendo la producción local. Como resultado de la intervención gubernamental y por restricción de la oferta, el nivel de ventas en este sector cayó en 2009 por primera vez desde el año 2003; sin embargo, no hay cambios significativos en las preferencias de los consumidores.

El impulso de la demanda ha persistido y el mercado se ha mantenido activo, con precios mayores. Frente a la coyuntura,

participantes del sector han tomado medidas en función del nicho de mercado al que atienden; lo que ha llevado a cambios en el mix de productos –en función de sus estrategias– de las principales marcas en el país.

En el mercado automotor local hay una fuerte competencia entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importados) y exigencias de servicios postventa, con el fin de fortalecer operaciones y consolidar marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente, que a corto plazo se convertirá en su principal fuente generadora de ingresos<sup>3</sup>.

El comportamiento de la demanda se explica porque 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

El año pasado, las proyecciones de demanda, determinaron que Ecuador requería 95.000 unidades nuevas en 2009, situación que permitió a ciertas marcas mejorar sus márgenes de venta.

MARCAS	2007	%	2008	%	2009	%
GENERAL MOTORS	36,174	39.48%	47,493	42.19%	40,185	43.32%
HYUNDAI	9,951	10.86%	13,167	11.70%	11,814	12.74%
MAZDA	8,918	9.73%	10,416	9.25%	7,692	8.29%
TOYOTA	7,848	8.56%	10,360	9.20%	6,372	6.87%
FORD	3,554	3.88%	2,452	2.18%	2,245	2.42%
NISSAN	3,282	3.58%	4,543	4.04%	4,930	5.31%
KIA	2,867	3.13%	4,149	3.69%	5,432	5.86%
HINO	3,519	3.84%	4,693	4.17%	3,279	3.53%
MITSUBISHI	2,925	3.19%	1,865	1.66%	1,254	1.35%
RENAULT	2,168	2.37%	2,722	2.42%	1,802	1.94%
VW	1,315	1.44%	1,287	1.14%	1,739	1.87%
PEUGEOT	1,111	1.21%	812	0.72%	418	0.45%
OTRAS	8,001	8.73%	8,614	7.65%	5,602	6.04%
<b>TOTAL MERCADO</b>	<b>91,633</b>	<b>100%</b>	<b>112,573</b>	<b>100%</b>	<b>92,764</b>	<b>100%</b>

Por marcas, históricamente General Motors ha sido el líder en ventas de automóviles en el Ecuador, a 2009 mantiene sus niveles de participación de mercado y es uno de los ganadores del sistema de cupos de importación (vigente durante el primer semestre). En el mercado hay varias marcas que van creciendo sostenidamente, pero en niveles que no amenazan el liderazgo de GM en el corto o mediano plazo.

**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 –hasta 2009–, 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-09 colocó 40.185 unidades, incluyendo ventas directas y flotas. GMAC financió alrededor del 13% de las unidades GM en 2009.

Las políticas actuales de financiamiento de GMAC del Ecuador son: plazos de 48 meses, la cuota de entrada no puede ser menor al 30% y tasa fija individualizada. Las políticas sin embargo no están estrictamente definidas y varían según las condiciones de la empresa y del mercado. En el último trimestre de 2009 se llegaron a conceder créditos de hasta 60 meses, como parte de una promoción navideña.

**PRESENTACIÓN DE CUENTAS:**

El análisis subsecuente se ha realizado con cifras consolidadas de GMAC del Ecuador y los tres fideicomisos de titularización

<sup>1</sup> Para 2008 se estableció una nueva normativa para el ICE de vehículos, con una tasa escalonada de entre 5% y 35%; y en 2009, se introdujo adicionalmente un sistema de cupos para importaciones

<sup>2</sup> Para 2008 se estableció una nueva normativa para el ICE de vehículos, con una tasa escalonada de entre 5% y 35%; y en 2009, se introdujo adicionalmente un sistema de cupos para importaciones.

<sup>3</sup> <http://www.aeade.net/cifras.htm>

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, dic-08 y dic-09 son auditadas por Deloitte & Touche. Las cifras intermedias se consolidan bajo los criterios empleados por la auditora externa.

### ■ GESTION OPERATIVA

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Mar.10
	%	%	%	%	%	%	%
NIM	4.68	4.19	3.25	2.92	4.82	6.68	6.99
Margen Bruto	46	37	30	22	34	44	46

El balance consolidado de GMAC muestra un negocio generador de resultados positivos y suficientes para cubrir sus requerimientos operacionales. La utilidad del período se origina en el negocio de intermediación, que en el último año obtuvo una mejoría en el margen bruto, situación que se explica por la reestructuración de pasivos emprendida desde el año 2007, que le ha permitido fondearse con recursos más baratos, y reducir el riesgo país y el de tipo de cambio. Adicionalmente, desde el cuarto trimestre de 2009, se concentró en la generación su producto más costoso. El desempeño de los ingresos está relacionado a la capacidad de la empresa de obtener financiamiento y crear nuevos negocios.

La generación de GMAC descontados fideicomisos, y debido a las cláusulas estipuladas en ellos –donde la empresa asume todos los gastos administrativos, da lugar a un resultado neto negativo. A futuro, se esperaría crecimientos en el nivel de negocios de la cartera propia. Cabe destacar que GMAC es el beneficiario de los fideicomisos de titularización.

A mar-10, el resultado consolidado representa alrededor del 16.2% de la utilidad de 2009, mientras que la utilidad proyectada para 2010 decrecería alrededor de 29%; sin embargo, el negocio automotor es cíclico, y generalmente el cuarto trimestre es el período de mayores niveles de actividad, y esto podría beneficiar a la empresa.

Para los próximos tres años, GMAC no proyecta crecimientos importantes, sino mantiene el tamaño de su negocio, cubriendo con esta generación sus obligaciones financieras actuales.

Históricamente GMAC ha financiado entre el 51% y el 29% de las ventas de GM, participación que en 2009 fue del 13%, y que se mantendría a futuro, de acuerdo al tamaño del negocio proyectado. Mayores crecimientos futuros requerirían del endeudamiento adicional; situación que podría presionar el margen de ventas de GMAC. Bajo dicho esquema, el financiamiento de la cartera de vehículos GM, se relaciona a las posibilidades que GMAC tiene de fondear sus activos.

El margen bruto consolidado a mar-10 es 46%, mejora respecto de dic-09, en las proyecciones, la relación porcentual entre ingresos y costos de ventas se mantiene por encima de los niveles actuales, y tampoco se esperan grandes incrementos en el gasto administrativo o comercial; de manera que GMAC hasta el 2013 continuará generando resultados operativos positivos y suficientes para cubrir sus requerimientos operacionales.

Los gastos administrativos de la empresa suman USD 2.4MM a mar-10, y absorben el 59.3% del resultado bruto. De acuerdo a las proyecciones, la relación se mantendría por debajo del 60% a futuro. El comportamiento de este rubro está atado a los cargos que cobra la Casa Matriz; dichos rubros históricamente muestran alta volatilidad pues están sujetos a cambios de política de la Casa Matriz, actualmente representan alrededor del 7% de los ingresos totales.

2009 fue un año con excepcionales resultados en términos de rentabilidad, para 2010 y en adelante, la empresa espera menores niveles de ROE y ROA, sin embargo, éstos continuarán

en niveles atractivos para los inversionistas. De momento en el entorno macroeconómico no se vislumbran nuevas intervenciones sobre las tasas de interés. Sin embargo, dada la sensibilidad del negocio de GMAC frente a dicha variable y en medio de un entorno inestable, la empresa deberá mantener sus niveles de flexibilidad con el fin de sortear potenciales riesgos.

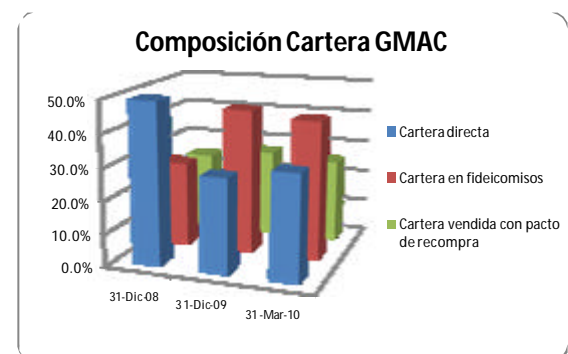
### ■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

#### ACTIVOS

El balance de GMAC mantiene una estructura de buena calidad, con activos de GMAC, en su balance consolidado con los fideicomisos de titularización, por USD 236.9MM, a mar-10; y USD 144.5MM al excluir dichos fideicomisos.

El portafolio de créditos representa el 89.6% del activo total y está formado por cartera de clientes y de concesionarios, esta última atañe a remanentes, ya que desde octubre de 2009 GMAC decidió salir de este tipo de línea de financiamiento.

A mar-10, el 42.5% de la cartera de clientes del balance consolidado corresponde a aquella transferida a los fideicomisos de titularización (fue 44.3% en dic-09 y 22.4% en dic-08).

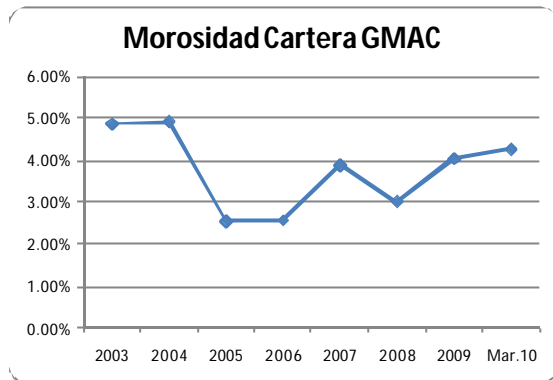


La cartera de clientes (incluye intereses no devengados) está constituida por aquella comprada por GMAC del Ecuador a concesionario y a la fecha de análisis muestra la siguiente estructura interna:

CARTERA POR MENOR *	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	Mar.10	%
CARTERA POR VENCER:	\$382,170	97.43%	\$288,164	96.11%	\$308,138	96.98%	\$267,851	95.96%	\$258,823	95.72%
Vencimientos corrientes	\$163,453	41.67%	\$129,716	43.26%	\$100,994	43.73%	\$127,510	47.60%	\$122,909	47.49%
Vencimiento a 1 año	\$124,938	31.85%	\$92,914	30.99%	\$111,673	30.33%	\$85,182	31.80%	\$82,164	31.75%
Vencimiento a 2 años	\$70,693	18.02%	\$50,378	16.80%	\$65,769	17.87%	\$40,021	14.94%	\$37,404	14.45%
Vencimiento entre 3 y 5 años	\$23,084	5.89%	\$15,155	5.05%	\$29,704	8.07%	\$15,138	5.65%	\$16,346	6.32%
CARTERA VENCIDA:	\$7,848	2.00%	\$8,268	2.76%	\$7,518	1.99%	\$6,259	2.24%	\$5,887	2.18%
30 días	\$5,795	1.48%	\$5,557	1.85%	\$4,837	64.34%	\$3,237	11.72%	\$2,980	50.62%
60 días	\$1,125	0.29%	\$1,387	0.46%	\$1,184	15.75%	\$1,159	18.51%	\$1,010	17.15%
90 días	\$352	0.09%	\$490	0.16%	\$521	6.93%	\$587	9.38%	\$538	9.10%
91 a 180 días	\$358	0.09%	\$530	0.18%	\$588	7.83%	\$757	12.09%	\$816	13.87%
desde 181 hasta 1 año	\$218	0.06%	\$314	0.10%	\$387	5.13%	\$519	8.29%	\$545	9.26%
CARTERA NON ACCRUAL:	\$2,238	0.57%	\$3,408	1.14%	\$3,966	1.04%	\$5,032	1.80%	\$5,681	2.10%
<b>TOTAL</b>	<b>\$392,255</b>		<b>\$299,839</b>		<b>\$379,623</b>		<b>\$279,142</b>		<b>\$270,390</b>	
Cartera en riesgo	\$ 10,086	2.57%	\$ 11,676	3.89%	\$ 11,484	3.02%	\$ 11,291	4.04%	\$ 11,567	4.28%

La estructura de plazos de la cartera de clientes, muestra que el 79.23% tiene vencimientos de hasta un año; el tramo más corto el de recuperación entre 3 y 5 años. La cartera vencida también es de corto plazo, pues el 67.775% con plazos de hasta 60 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.

GMAC ha llevado adelante tres procesos de titularización de su cartera de clientes: USD 130MM en tres procesos (el primero en 2007, el segundo en 2008 y el tercero en 2009).



A feb-10, la cartera en riesgo<sup>4</sup> de GMAC suma USD 11.6MM y, lo que representa una morosidad en análisis dinámico (sobre saldos de balance) del 4.28% (fue 4.04% en dic-09). La cobertura vía provisiones para esta cartera, es de 1.15 veces en dic-09 y de 1.14 veces en mar-10. 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 la fecha de análisis, la provisión para incobrables suma USD 13.2MM. Adicionalmente la cartera de clientes cuenta con la garantía del vehículo (reserva de dominio).

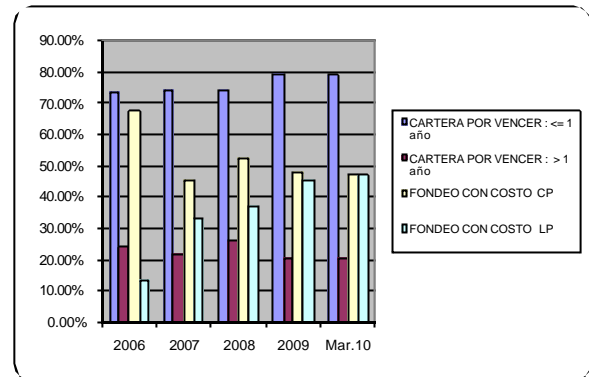
Del análisis histórico, estático de la cartera de GMAC del Ecuador se deduce que la cartera que genera pérdida es aquella vencida desde los 121 días, lo que equivale a 5 cuotas y representa aproximadamente una pérdida del 3.50% de la cartera.

A mar-10, GMAC registra castigos de cartera por USD 34.567 y recuperaciones de USD 49.478.

**FONDEO**

Debido a 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 pasivo de la empresa consiste en: obligaciones bancarias de corto y largo plazo, deuda con el mercado de valores y cuentas por pagar a la matriz y relacionadas comerciales.

La estructura de fondeo actual mejora el calce de plazos del balance, gracias a la contratación de deuda de largo plazo, tanto por los procesos de venta de cartera, como por operaciones con el mercado de valores.



En el balance consolidado a mar-10, la deuda financiera a corto plazo (incluida porción corriente) de GMAC suma USD 83.8MM y USD 88.75MM la de largo plazo, parte de dicho endeudamiento corresponde a procesos de titularización.

Fondeo relacionado a fideicomisos	Dic-08	Dic-09	Mar-10
Ob. Financieras de CP (incluye porción corriente)	51.8%	65.3%	63.7%
Ob Financieras de LP	48.2%	34.7%	36.3%

Tal como se ha mencionado en reportes anteriores, el acceso a fuentes de fondeo es fundamental para garantizar el crecimiento del negocio; a la fecha de análisis, el financiamiento proviene de las siguientes fuentes:

%	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%	52.4%	37.2%
2009	62.5%	31.3%	0.0%	48.1%	45.7%
Mar-10	55.3%	39.5%	0.0%	47.4%	47.4%

\* Relacionadas: La deuda financiera que GMAC del Ecuador mantenía con GMAC INC., fue liquidada completamente en octubre.

A marzo en balance hay cuentas por pagar a la casa matriz, originadas en: licencias de uso de marcas, honorarios por garantía solidaria y asesoramiento administrativo, cuyo saldo es USD 353M y a futuro no se espera que exceda los USD 600M al corte de cada mes.

El patrimonio consolidado de GMAC a mar-10 suma USD 60MM, y se fortalece esencialmente con utilidades. La empresa cuenta con un capital positivo.

**ENDEUDAMIENTO**

INDICADORES	Consolidado		Solo GMAC		Consolidado		Solo GMAC	
	Dic-07	Dic-08	Dic-08	Dic-09	Dic-09	Mar-10	Mar-10	
Deuda Financiera Total /EBIDTA o EBITDA(x) Anual	90.15	51.26	-1,348.98	23.11	-74.74	28.91	-33.60	
Deuda Financiera Neta /EBITDA o EBITDA (x) Anual	81.81	48.40	-1,340.79	18.96	-64.60	24.84	-31.78	
Deuda Financiera Total (ajustada leasing si es el caso) / FFO (x) (FCF)Flujo de caja libre/ deuda financiera total (%)	93.90	66.99	-138.07	30.74	-30.99	36.56	-23.65	
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Capitalización (%)	91.34%	84.99%	81.82%	76.02%	72.61%	73.60%	71.31%	
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	41.72%	32.15%	43.71%	0.69%	0.76%	0.41%	0.35%	
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Pasivo Total (%)	78.72%	89.55%	85.80%	93.76%	90.21%	94.79%	91.79%	
Patrimonio (x) Total ajustado leasing	13.40	6.32	5.24	3.38	2.94	2.94	2.71	
Pasivo Total ajustado leasing/Patrimonio Tangible	13.40	6.32	5.24	3.38	2.94	2.94	2.71	

GMAC maneja un negocio fuertemente apalancado, cuya capacidad para generar nuevos negocios depende fundamentalmente del acceso a fuentes de fondeo; a mar-10, el grueso de la capitalización (73.6%) proviene de su endeudamiento financiero. A mar-10, la generación operativa de la empresa no cubre toda la deuda financiera, pero dada la variación positiva en el capital de trabajo y los bajos

<sup>4</sup> Cartera en Riesgo = Cartera Vencida + Cartera Non Accrual.

requerimientos de inversiones en CAPEX, el flujo de caja libre paga la porción corriente y parte de la deuda de corto plazo.

GMAC requiere de continuos refinanciamientos de su pasivo financiero, e históricamente ha reestructurado pasivos empleando diversos instrumentos financieros que le permiten mantener o mejorar su margen de intermediación. A futuro, se espera que dicho comportamiento se mantenga.

A mar-10, los niveles de endeudamiento sobre patrimonio se mantienen a la baja, mientras la estructura de la deuda mantiene una importante porción en el largo plazo. Los niveles de endeudamiento consolidado son superiores a los de GMAC sin titularizaciones.

Tanto el pasivo bancario, como las emisiones de obligaciones están garantizados por la casa matriz; el papel comercial propuesto no cuenta con dicha cobertura.

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

■ **CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ**

INDICADORES	Consolidado		Solo GMAC		Consolidado		Solo GMAC	
	Dic-07	Dic-08	Dic-08	Dic-09	Mar-10	Mar-10	Mar-10	Mar-10
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera	57.92%	58.48%	61.29%	51.28%	40.64%	50.03%	40.05%	
Total (ajustado a leasing)								
FFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x)	0.02	0.03	-0.01	0.06	-0.08	0.05	-0.11	
Anual								
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x)	0.24	-0.31	-0.20	1.38	2.58	0.48	0.09	
Anual								
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.41	0.06	-0.02	0.09	-0.11	0.07	-0.08	
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	5.41	-0.78	-0.38	2.05	3.61	0.57	0.07	
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo (x) anual	0.02	0.03	-0.00	0.08	-0.03	0.07	-0.07	
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo+gasto financiero periodo (x) anual	0.02	0.03	-0.00	0.08	-0.03	0.07	-0.07	
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.24	-0.31	-0.20	1.38	2.58	0.48	0.10	
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	10.05	-1.34	-0.66	3.32	7.21	1.07	0.13	

GMAC a la fecha de análisis muestra niveles de liquidez holgados. La generación operativa consolidada de GMAC es positiva, el flujo de fondos operativo se hace negativo únicamente al excluir titularizaciones; sin embargo, al no encontrarse el negocio en una etapa expansiva, a mar-10, la variación de capital de trabajo es positiva, devolviendo recursos al flujo de caja operativo. Adicionalmente que la generación operativa de flujos está influenciada por el nivel de transferencias a la Casa Matriz.

Desde 2009 se observa un incremento de la liquidez, tanto por la reducción del negocio, como por la mejoría en el calce de plazos de balance, lo que ha mejorado la capacidad de pago de la empresa.

La reestructuración del pasivo ha sido muy efectiva; sin embargo, el descalce de plazos entre activos y pasivos es estructural y persiste. Tanto los procesos de venta de cartera, como los de titularización de cartera han sido una herramienta útil para mejorar la liquidez de la compañía, así como para mejorar su estructura de financiamiento; sin embargo, la velocidad de generación de nuevos negocios es insuficiente para compensar el volumen de la cartera titularizada o comprometida, afectando la cobertura general para otros valores en circulación.

Debe tomarse en cuenta adicionalmente, que la empresa genera cartera de buena calidad, la cual es suficiente para cubrir los pasivos de la empresa; el descalce de plazos y el riesgo de liquidez en escenarios normales se mitigan por la facilidad con que esta cartera puede hacerse líquida a través de la venta o de constituirse en garantía de financiamiento.

■ **ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS**

La emisión propuesta tiene garantía general.

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 mar-10 los activos consolidados de GMAC suman USD 236.9MM, donde USD 82.24MM corresponden a activos pignorados y cartera vendida con pacto de recompra; dejando un activo libre para garantía de emisiones de USD 154.7MM. Sin embargo, USD 96.2MM (descontados intereses no devengados) pertenecen a fideicomisos de cartera y sirven como garantía de los valores titularizados.

ACTIVOS	Mar-10	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Depositos en Instituciones					
Financieras	15,614,300	10,367,112	5,247,188		5,247,188
Inversiones Brutas	8,020,510	8,020,510	0		0
Cartera clientes	213,774,931	178,329,691	35,445,240		35,445,240
Otras cuentas por cobrar			0		0
Otros Activos Productivos					
Brutos			0		0
<b>Total Activos Productivos</b>	<b>237,409,741</b>	<b>196,717,313</b>	<b>40,692,428</b>	<b>0</b>	<b>40,692,428</b>
Fondos Disponibles					
Improductivos	350		350		350
Cartera en Riesgo	11,695,447		11,695,447		11,695,447
Activo Fijo	412,904		412,904		412,904
Otros Activos Improductivos	622,813		622,813		622,813
<b>Total Provisiones</b>	<b>12,731,514</b>		<b>-13,215,445</b>		<b>-13,215,445</b>
<b>Total Activos Improductivos</b>	<b>-483,931</b>	<b>0</b>	<b>-483,931</b>	<b>0</b>	<b>-483,931</b>
<b>Total Activos</b>	<b>236,925,810</b>	<b>196,717,313</b>	<b>40,208,497</b>	<b>0</b>	<b>40,208,497</b>

Adicionalmente, GMAC mantiene cuentas por pagar con la matriz por USD 353M, que en un escenario de estrés sería lo primero que se cancele, por lo cual los activos en garantía se reducen a 39.9MM. El saldo de las obligaciones y papel comercial en circulación a mar-10 suma USD 7.2MM (incluida la porción corriente y sin contabilizar los descuentos), generando una cobertura de 5.5 veces. Al considerar la totalidad de la emisión de papel comercial propuesta para reemplazar a la que venció en abril, la cobertura es de 1.7 veces.

■ **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 15MM, colocada en ese mismo mes.

La tercera emisión por USDD 20MM 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 20MM.



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.

GMAC también ha desarrollado programas de titularización de cartera, a la fecha existen tres procesos, los cuales se colocaron en: septiembre de 2007, agosto de 2008 y septiembre de 2009.

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

EMPRESA: GMAC

	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Mar-10	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13
<b>RESULTADOS</b>									
Ventas	43,120	52,226	52,819	47,490	8,736	34,370	34,880	36,141	40,435
% crecimiento	38.9%	21.1%	1.1%	-10.1%	-26.4%	-25.5%	1.5%	3.6%	11.9%
<b>MARGEN BRUTO (%)</b>	30%	25%	34%	44%	46%	48%	49%	49%	49%
<b>EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>625</b>	<b>3,127</b>	<b>5,919</b>	<b>8,120</b>	<b>1,449</b>	<b>5,473</b>	<b>5,634</b>	<b>5,614</b>	<b>6,718</b>
<b>MARGEN EBITDA (%)</b>	1.4%	6.0%	11.2%	17.1%	16.6%	15.9%	16.2%	15.5%	16.6%
<b>EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>625</b>	<b>3,127</b>	<b>5,919</b>	<b>8,120</b>	<b>1,449</b>	<b>5,473</b>	<b>5,634</b>	<b>5,614</b>	<b>6,718</b>
<b>MARGEN EBITDAR (%)</b>	1.4%	6.0%	11.2%	17.1%	16.6%	15.9%	16.2%	15.5%	16.6%
Cuota leasing del periodo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	2,915	1,234	1,628	597	291	365	237	255	304
<b>EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>-2,290</b>	<b>1,894</b>	<b>4,291</b>	<b>7,523</b>	<b>1,159</b>	<b>5,108</b>	<b>5,398</b>	<b>5,359</b>	<b>6,414</b>
Gasto Financiero del periodo	-30192	-39066	-34671	-26696	-4696	-17795	-17694	-18492	-20734
Impuestos a la renta	-524	-125	-1390	-2014	-303	-1327	-1393	-1387	-1654
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	12.1%	13.5%	11.6%	11.4%	9.9%	7.8%	10.8%	12.4%	13.9%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>2,636</b>	<b>2,505</b>	<b>3,179</b>	<b>5,609</b>	<b>909</b>	<b>3,980</b>	<b>4,178</b>	<b>4,161</b>	<b>4,963</b>
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	11.5%	9.8%	7.9%	9.9%	6.1%	6.5%	6.4%	6.0%	6.7%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	0.8%	0.6%	0.8%	1.7%	1.5%	1.6%	1.8%	1.8%	2.1%
<b>FLUJO DE CAJA</b>									
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	5,551	839	4,807	6,206	1,200	4,345	4,415	4,416	5,267
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-98,699	36,275	-58,962	126,367	8,824	13,744	-4,838	-6,082	-12,624
<b>Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>-93,148</b>	<b>37,114</b>	<b>-54,155</b>	<b>132,574</b>	<b>10,023</b>	<b>18,089</b>	<b>-423</b>	<b>-1,666</b>	<b>-7,357</b>
Inversión en Activos Fijos	-169	-282	-179	-56	-21	-17	-17	-12	-9
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>-93,317</b>	<b>36,832</b>	<b>-54,334</b>	<b>132,518</b>	<b>10,002</b>	<b>18,072</b>	<b>-440</b>	<b>-1,679</b>	<b>-7,366</b>
Variación Neta de Deuda Financiera	94,978	-14,716	21,460	-115,739	-20,053	-35,660	-5,436	-76	5,812
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	23,690	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	0	-6,453	-1,128	-3,386	2,947	-683	6,028	1,443	2,039
<b>Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo</b>	<b>1,661</b>	<b>15,663</b>	<b>-10,312</b>	<b>13,393</b>	<b>-7,104</b>	<b>-18,271</b>	<b>152</b>	<b>-313</b>	<b>485</b>
<b>FLUJO DE CAJA (AJUSTADO FITCH)</b>									
EBITDA OPERATIVO	625	3,127	5,919	8,120	1,449	5,473	5,634	5,614	6,718
(-) Gasto Financiero del periodo	0	0	0	0	0	0	-17,694	-18,492	-20,734
(-) Impuesto a la renta del periodo	-524	-125	-1,390	-2,014	-303	-1,327	-1,393	-1,387	-1,654
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>101</b>	<b>3,003</b>	<b>4,529</b>	<b>6,106</b>	<b>1,146</b>	<b>4,146</b>	<b>-13,452</b>	<b>-14,265</b>	<b>-15,670</b>
(+) Variación Capital de Trabajo	-98,699	36,275	-58,962	126,367	8,824	13,744	-4,838	-6,082	-12,624
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>-98,598</b>	<b>39,278</b>	<b>-54,433</b>	<b>132,473</b>	<b>9,970</b>	<b>17,891</b>	<b>-18,290</b>	<b>-20,347</b>	<b>-28,294</b>
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	8,012	736	278	101	53	199	174	189	204
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-2,562	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-169	-282	-179	-56	-21	-17	-17	-12	-9
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-93,317</b>	<b>39,732</b>	<b>-54,334</b>	<b>132,518</b>	<b>10,002</b>	<b>18,072</b>	<b>-18,134</b>	<b>-20,171</b>	<b>-28,100</b>
<b>FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)</b>	<b>0.23%</b>	<b>5.75%</b>	<b>8.57%</b>	<b>12.86%</b>	<b>13.12%</b>	<b>12.06%</b>	<b>-38.57%</b>	<b>-39.47%</b>	<b>-38.75%</b>
Cuota leasing del periodo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)</b>	<b>625</b>	<b>3,127</b>	<b>5,919</b>	<b>8,120</b>	<b>1,449</b>	<b>5,473</b>	<b>5,634</b>	<b>5,614</b>	<b>6,718</b>
<b>BALANCE</b>									
Caja e Inversiones Corrientes	3,281	26,091	16,907	33,686	23,635	15,385	9,508	7,753	6,200
<b>Activos Totales</b>	<b>389,641</b>	<b>384,858</b>	<b>392,382</b>	<b>259,354</b>	<b>236,925</b>	<b>226,780</b>	<b>226,136</b>	<b>231,117</b>	<b>243,116</b>
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	246,939	163,312	177,425	96,228	83,849	116,982	102,666	79,898	79,140
Pasivo financiero Largo Plazo	49,716	118,627	125,974	91,432	83,759	35,018	43,898	66,590	73,160
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	296,655	281,939	303,399	187,660	167,608	152,000	146,564	146,488	152,300
<b>Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)</b>	<b>24,221</b>	<b>26,726</b>	<b>53,595</b>	<b>59,204</b>	<b>60,113</b>	<b>63,184</b>	<b>67,362</b>	<b>71,523</b>	<b>76,486</b>
<b>Capitalización ****</b>	<b>320,876</b>	<b>308,665</b>	<b>356,994</b>	<b>246,864</b>	<b>227,721</b>	<b>215,184</b>	<b>213,926</b>	<b>218,010</b>	<b>228,786</b>
<b>Pasivos contingente</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>ACTIVO PIGNORADO</b>	<b>0</b>	<b>284,176</b>	<b>342,997</b>	<b>82,744</b>	<b>82,190</b>	<b>48,113</b>	<b>22,667</b>	<b>9,000</b>	<b>9,000</b>
Activo Diferido + (Activo Intangible si no está pignorado)	0	0	0	373	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	<b>389,641</b>	<b>100,682</b>	<b>49,385</b>	<b>176,237</b>	<b>154,735</b>	<b>178,668</b>	<b>203,468</b>	<b>222,117</b>	<b>234,116</b>
Emisión de Obligaciones en Circulación	35,877	18,971	19,310	19,420	7,227	22,667	42,667	9,000	1,800
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	11	5	3	9	21	8	5		
Límite Legal para Emitir Obligaciones	<b>311,713</b>	<b>80,546</b>	<b>39,508</b>	<b>140,990</b>	<b>123,788</b>	<b>142,934</b>	<b>162,775</b>	<b>177,694</b>	<b>187,293</b>

(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+Herceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

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

EMPRESA: GMAC

	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Mar-10	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>									
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	474.65	90.15	51.26	23.11	28.91	27.77	26.01	26.09	22.67
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	469.40	81.81	48.40	18.96	24.84	24.96	24.33	24.71	21.75
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	2,937.18	93.90	66.99	30.74	36.56	36.66	-10.90	-10.27	-9.72
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-0.31	0.14	-0.18	0.71	0.24	0.12	-0.12	-0.14	-0.18
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	0.92	0.91	0.85	0.76	0.74	0.71	0.69	0.67	0.67
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.40	0.42	0.32	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	0.81	0.79	0.90	0.94	0.95	0.93	0.92	0.92	0.91
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	15.09	13.40	6.32	3.38	2.94	2.59	2.36	2.23	2.18
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	15.09	13.40	6.32	3.38	2.94	2.59	2.36	2.23	2.18
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	15.09	13.40	6.32	3.38	2.94	2.59	2.36	2.23	2.18
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	15.09	13.40	6.32	3.38	2.94	2.59	2.36	2.23	2.18
<b>LIQUIDEZ</b>									
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	83.24%	57.92%	58.48%	51.28%	50.03%	76.96%	70.05%	54.54%	51.96%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	1.33%	15.98%	9.53%	35.01%	28.19%	13.15%	9.26%	9.70%	7.83%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.00	0.02	0.03	0.06	0.05	0.04	-0.13	-0.18	-0.20
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.40	0.24	-0.31	1.38	0.48	0.15	-0.18	-0.25	-0.36
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.00	0.41	0.06	0.09	0.07	0.06	-0.54		
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-0.81	5.41	-0.78	2.05	0.57	0.26	-0.73		
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.00	0.02	0.03	0.08	0.07	0.05	0.05	0.07	0.08
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x) Anual	0.00	0.02	0.03	0.08	0.07	0.05	0.05	0.07	0.08
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	0.01	0.43	0.08	0.13	0.08	0.08	0.22		
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.38	0.24	-0.31	1.38	0.48	0.15	-0.18	-0.25	-0.36
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-1.28	10.05	-1.34	3.32	1.07	0.52	-1.45		
<b>OTROS INDICES</b>									
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	(145,144)	82,544	79,608	146,183	142,976	97,772	110,813	137,653	149,178
Liquidez Acida (x)	0.54	1.34	1.37	2.34	2.54	1.76	1.96	2.48	2.60
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.54	1.34	1.37	2.33	2.53	1.75	1.96	2.47	2.58
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.47	0.90	0.86	1.27	1.33	1.38	1.42	1.45	1.46
Patrimonio / Activo Total (x)	0.06	0.07	0.14	0.23	0.25	0.28	0.30	0.31	0.31
Costo de Ventas / Obligaciones Financieras Promedio	12.12	13.50	7.86	5.41	1.39	-	-	-	-
<b>Vencimientos Deuda Financiera</b>									
Año	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Mar-10	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	18,321	8,490	3,280	2,427	2,667	244	0	0
Vencimientos Papel Comercial	0	650	10,820	16,140	4,800	20,000	20,000	0	0
Vencimientos Otra deuda Financiera	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>18,971</b>	<b>19,310</b>	<b>19,420</b>	<b>7,227</b>	<b>22,667</b>	<b>20,244</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

(x) Índice expresado en número de veces