

Ecuador
Obligaciones

GMAC del Ecuador S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Actual	Estatus	Ultimo Cambio
Cuarta emisión de obligaciones	AA-	En observación	24-09-10

Descripción de la cuarta emisión de obligaciones:

Clase	Fecha	Monto Original	Plazo	Tasa	Saldo en Circulación
Colocación	27/07/2006				
Recimiento legal	30/08/2011				
A		7,000,000.00	720 días	6.5% fija	-
B		7,000,000.00	1080 días	7.0% fija	492,150.00
C		6,000,000.00	1440 días	7.5% fija	334,375.00
Saldo		20,000,000.00			826,525.00
		Capital pagado:			19,173,475.00

Emisor:	GMAC del Ecuador S.A.
Moneda:	Dólares de los Estados Unidos de América
Amortización:	trimestral
Cupón:	trimestral
Garantía:	General y Específica.
Destino de la emisión:	Garantía emitida por GMAC INC. Necesidades generales de fondeo de la empresa.
Calificadora de riesgos:	BankWach Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Pichincha Casa de Valores
Agente Colocador:	Pichincha Casa de Valores
Agente Pagador:	Banco del Pichincha C.A.
Representante de los Obligacionistas	Corral y Rosales Cía. Ltda.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. reunido el 30 de noviembre de 2010, ha decidido mantener la calificación de la emisión de obligaciones de GMAC del Ecuador en "AA-, en observación".

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.

Actualmente la empresa se encuentra en un proceso de venta de activos y pasivos; la emisión de obligaciones objeto del presente seguimiento, está excluida de la transacción. Las partes esperan finalizar el proceso al 31 de enero de 2011, fecha en la que el saldo en circulación sería de alrededor de USD 200M.

El Comité de Calificación decidió mantener la calificación en "observación" hasta que concluya y se concrete la negociación que está en proceso; sin embargo considera que de darse la negociación como está planteada, GMAC mantendría su capacidad para hacer frente a sus obligaciones sin necesidad de recurrir a la garantía emitida por su Casa Matriz..

En el mercado ecuatoriano, la administración de la empresa ha sido eficiente y de buena calidad, lo que se ha traducido en resultados positivos, con una adecuada gestión de activos.

A sep-10, GMAC del Ecuador mantiene una operación local exitosa, que a través de una estrategia de márgenes le ha permitido sortear limitaciones de fuentes de fondeo, con una rentabilidad atractiva. Durante el proceso de venta la empresa mantendrá sus niveles de negocios, pues es lo conveniente para las partes. La transacción en curso no implica que se suspenda la operación del negocio.

Los resultados de la empresa continúan siendo importantes y provienen del giro del negocio, por tanto van a ser recurrentes y permiten garantizar con el flujo del negocio el pago de sus obligaciones. Tras la venta de los activos y pasivos, el balance proyectado muestra activos –en caja- suficientes para cubrir los pasivos remanentes.

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 1995. Financia vehículos GM.

FECHA COMITE: NOVIEMBRE 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Septiembre 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.

La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.

GMAC del Ecuador ha sido un importante participante en el mercado de valores, que ha honrado sus obligaciones en tiempo y forma, con la generación del negocio local. Durante 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**

- GMAC ha decidido vender activos y pasivos para retirarse del país a principios del próximo año.

▪ **DESCRIPCION DEL EMISOR**

GMAC del Ecuador se constituyó en 1.995 y es una subsidiaria de GMAC INC., corporación registrada en el estado de Delaware, 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: mejoría en márgenes y reducción de 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.

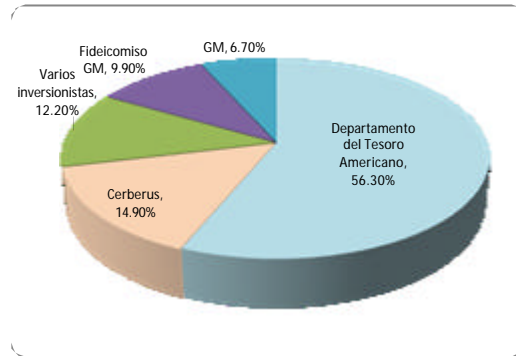
▪ **ESTRUCTURA DEL GRUPO**

GMAC del Ecuador, no hace parte de ningún grupo económico tras la venta de GMAC INC. 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**

Ver anexo 2.

▪ **RIESGO SECTORIAL**

Desde el año 2001, el sector automotor ha tenido un desempeño dinámico, dando lugar a una expansión en las ventas de automotores nuevos; dicha industria incluye también: repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz.

La industria automotriz tiene un efecto multiplicador en la economía, y en los últimos años ha venido liderando el segmento de consumo; 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 y Casabaca

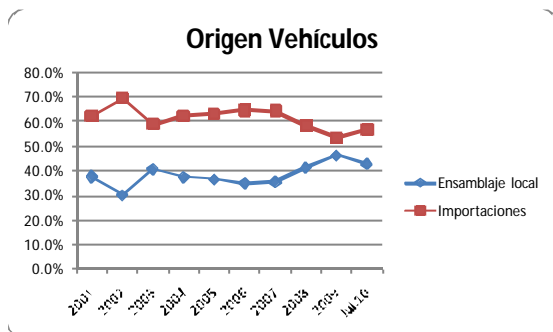
El mercado automotor se mantuvo dinámico en 2009, pese a los elementos exógenos que lo afectaron. En unidades, se

¹ 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.

colocaron 92.764 nuevos vehículos, lo que representa el 82.3% de las ventas de dic-08. La caída en el nivel de ventas estimada para 2009 inicialmente fue del 30%, como resultado de presiones por el lado de la oferta.

En este mercado, la demanda persiste, en 2010, el nivel de ventas de vehículos nuevos a julio representa el 74.4% de las del año pasado, y de acuerdo a las proyecciones podrían llegar a 130.000 unidades. El automotor es un mercado estacionario y el último trimestre suele acumular los mayores niveles de ventas.

El comportamiento de este mercado está estrechamente ligado a la disponibilidad de líneas de crédito. Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito; por ello, las facilidades y condiciones de este tipo de préstamos condicionan en gran medida el desempeño de esta industria. La dinámica de las ventas de vehículos depende del entorno macroeconómico, que incide directamente sobre las dos fuentes de abastecimiento del mercado de vehículos: producción local e importaciones.



Fuente: AEADE

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. Para 2009, el 53.6% de los vehículos vendidos en Ecuador son importados; en lo que va de 2010, el 57% de las unidades colocadas tiene dicha procedencia.

La competencia es fuerte entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importados) y exigencias de servicios postventa. Un tema común entre los empresarios del sector automotor es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente; rubro que ha incrementado su participación en los ingresos por ventas y que de persistir la tendencia a futuro pasara a ser la principal fuente generadora de ingresos².

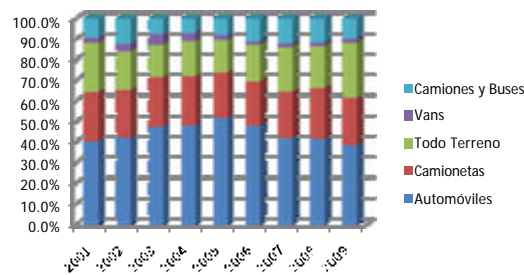
Frente a los cambios en el entorno macroeconómico, los participantes del sector han tomado medidas en función del nicho de mercado al que atienden; lo que ha llevado a cambios en la combinación de productos –en función de sus estrategias- de las principales marcas en el país.

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.

En el segundo semestre de 2009 se dio de baja el sistema de cupos y se estableció una normativa arancelaria adicional (el recargo arancelario fue 12%, se está desgravando) para ciertos ítems.

² AEADE, Anuario 2009.

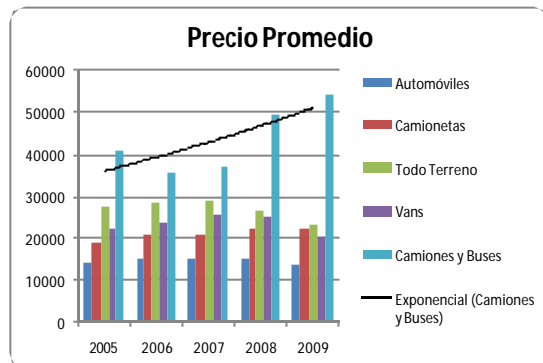
Mercado por tipo de vehículo



Fuente: AEADE

Como respuesta a los cambios en el entorno de los últimos períodos, los vehículos más comerciales son los modelos más pequeños y/o de menor equipamiento. Esto permitió que el precio promedio en casi todos los segmentos se redujera para 2009. Geográficamente, el grueso de las ventas de automotores nuevos se concentran en la provincia de Pichincha (42.48% a dic-09).

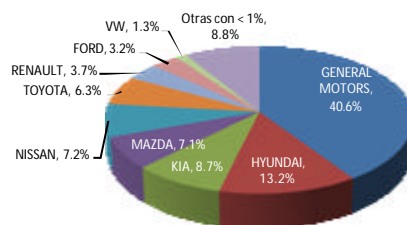
Las estadísticas del sector indican que el precio es un factor importante en la decisión de compra en los segmentos particulares, mientras que la demanda de vehículos de trabajo es menos elástica.



Fuente: AEADE

En Ecuador habría en promedio 9 vehículos por cada 100 personas, lo cual indica que existe una demanda insatisfecha en comparación con otros mercados de Latinoamérica, donde la tasa de ocupación es 15 autos por cada 100 habitantes.

Mercado por marcas Jul-10



Fuente: Casabaca

Históricamente, el mercado automotor ecuatoriano ha estado concentrado: la marca dominante es GM, que mantiene una participación superior al 40%; sin embargo, en los últimos años el sector ha observado la entrada de diversas marcas. La mayoría disponen de una estrategia de precios y compiten en segmentos

similares. Sin embargo, General Motors mantiene su liderazgo en ventas de automóviles en el Ecuador, y pese a la creciente competitividad en el mercado, no se observa una amenaza real su posición en el corto o mediano plazo.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

GMAC del Ecuador opera a través de la compra de cartera originada por los concesionarios de General Motors y otras marcas -en menor nivel-. Hasta octubre de 2009, además manejó el financiamiento de inventarios a concesionarios. A sep-10 GMAC colocó 5.752 nuevos contratos de financiamiento automotriz, donde el 96.6% son de unidades de GM, y 3.4% de otras marcas. GM es la marca líder en el mercado local, que a sep-10 colocó 23.542 unidades, incluyendo ventas directas y flotas.

Las políticas actuales de financiamiento de GMAC del Ecuador son: plazos de 48 meses, cuota de entrada no 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 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	Sep.10
	%	%	%	%	%	%	%
NIM	4.68	4.19	3.25	2.92	4.82	6.68	3.82
Margen Bruto	46	37	30	22	34	44	40

A sep-10, GMAC presenta resultados positivos, originados en su negocio principal, de manera que hasta el cierre de sus operaciones, tras la decisión de salir del país, se esperaría recurrencia en la generación operativa. GMAC en Ecuador se ha caracterizado por ser una empresa autosuficiente, que desde 2008 viene manejando una política de márgenes, al fondearse con recursos más baratos, provenientes del mercado local; y desde el cuarto trimestre de 2009, concentrarse además en la generación de su producto más costoso.

La estrategia de la empresa, le ha permitido reducir el riesgo país y el de tipo de cambio, a la vez que rentabiliza la operación. La utilidad a sep-10 suma USD 2.7MM, e incluye los resultados de fideicomisos. El resultado alcanzado representa alrededor del 47.9% de la utilidad de 2009; al ser el negocio automotor cíclico, la utilidad podría mejorar en el último trimestre. El desempeño de los ingresos está relacionado a la capacidad la de la empresa de obtener financiamiento y mantener la generación de nuevos negocios.

La generación de GMAC, excluyendo fideicomisos, y debido a las cláusulas estipuladas en ellos -donde la empresa asume todos los gastos administrativos-, da lugar a un resultado neto negativo. Cabe destacar que GMAC es el beneficiario de los fideicomisos de titularización.

Históricamente GMAC ha financiado entre el 51% y el 13% de las ventas de GM, a sep-10 ha mejorado su participación al 24.4%, con un crecimiento del 28.5% en el número de contratos

respecto del 2009. A sep-10, el margen bruto subió a 48%, ello se explica además por la aplicación de economías de escala, y por el aumento del financiamiento sin costo. GMAC mantiene todas sus obligaciones con acreedores locales, mitigando el riesgo país y con cero exposición a riesgo cambiario.

Los gastos administrativos de GMAC a sep-10 suman USD 7.4MM y absorben el 59.3% del resultado bruto; cabe destacar que dicha relación se mantiene por debajo del 60% desde el año 2008. El comportamiento enunciado se explica en los menores cargos que cobra la Casa Matriz; dichos rubros históricamente muestran alta volatilidad pues están sujetos a cambios de política de la Casa Matriz.

A sep-10, GMAC ha mejorado el ritmo de generación de nuevos negocios, sin embargo, hay una caída en la rentabilidad de los activos productivos, explicada por la caída de ingresos por servicios administrativos, tras la salida del negocio de financiamiento a concesionarios. Ello ha dado lugar a un menor volumen de ingresos por ventas, y repercute en los resultados del período. Tanto el ROE como el ROA decrecieron frente a dic-09. Hacia fines de año, y durante el tiempo que GMAC permanezca en operación, como resultado del proceso de venta en el que se encuentra inmerso, se espera que la empresa mantenga el ritmo de crecimiento.

La estrategia que maneja la empresa actualmente es enfocarse en clientes de primera calidad y continuar con reingeniería de pasivos para mejorar su margen.

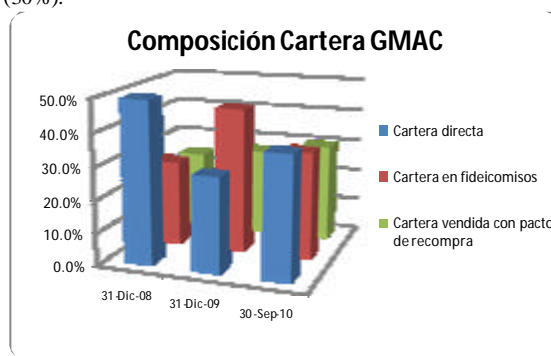
▪ **ESTRUCTURA DEL BALANCE**

ACTIVOS

A sep-10, el balance consolidado con los fideicomisos de titularización de GMAC registra activos por USD 231MM; al excluir dichos fideicomisos suman USD 152MM.

La estructura del activo de la empresa es de buena calidad, corresponde en un 95.4% a cartera productiva. El portafolio de créditos 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.

La cartera de clientes del balance consolidado a sep-10 está conformada por cartera trasferida a fideicomisos (37.2%), cartera directa (32.8%) y cartera vendida con pacto de recompra (30%).

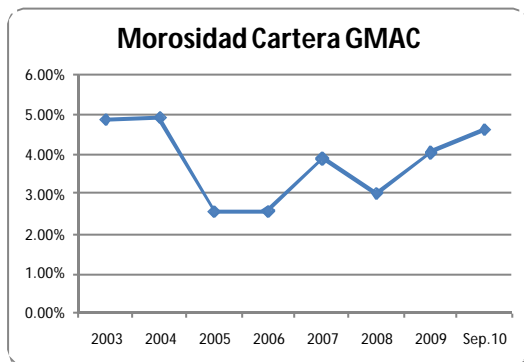


La cartera de clientes (incluye intereses no devengados) está constituida por aquella comprada por GMAC del Ecuador a concesionarios y a la fecha muestra la siguiente estructura interna:

CARTERA POR MENOR*	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	Sep-10	%
CARTERA POR VENCER:	\$382.170	97.43%	\$288.164	96.11%	\$368.139	96.98%	\$267.851	95.96%	\$252.662	95.38%
Vencimientos corrientes	\$163.453	41.67%	\$129.716	43.26%	\$160.994	43.73%	\$127.510	47.60%	\$116.087	45.99%
Vencimiento a 1 año	\$124.938	31.85%	\$92.914	30.99%	\$111.673	30.33%	\$85.182	31.80%	\$76.711	30.36%
Vencimiento a 2 años	\$70.693	18.02%	\$50.378	16.80%	\$65.769	17.87%	\$40.021	14.94%	\$41.677	16.50%
Vencimiento entre 3 y 5 años	\$23.084	5.89%	\$15.155	5.05%	\$29.704	8.07%	\$15.138	5.65%	\$18.186	7.20%
CARTERA VENCIDA:	\$7.848	2.00%	\$8.268	2.76%	\$7.518	1.98%	\$6.259	2.24%	\$5.519	2.08%
30 días	\$5.795	1.48%	\$5.557	1.85%	\$4.837	64.34%	\$3.237	51.72%	\$2.868	51.97%
60 días	\$1.125	0.29%	\$1.387	0.46%	\$1.184	15.75%	\$1.159	18.51%	\$933	16.90%
90 días	\$352	0.09%	\$480	0.16%	\$521	6.93%	\$587	9.38%	\$465	8.97%
91 a 180 días	\$358	0.09%	\$530	0.18%	\$988	7.83%	\$757	12.09%	\$733	13.28%
desde 181 hasta 1 año	\$218	0.06%	\$314	0.10%	\$387	5.13%	\$519	8.29%	\$480	8.88%
CARTERA NON ACCRUAL:	\$2.238	0.57%	\$3.408	1.14%	\$3.966	1.04%	\$5.032	1.80%	\$6.727	2.54%
TOTAL	\$392.255		\$299.839		\$379.623		\$279.142		\$264.908	
Cartera en riesgo	\$10.086	2.57%	\$11.676	3.89%	\$11.484	3.02%	\$11.291	4.04%	\$12.246	4.62%

En cuanto a su estructura de plazos, al igual que en períodos anteriores, fundamentalmente la cartera se concentra hasta 1 año de vencimiento, siendo el tramo de entre 3 y 5 años, el más corto. La cartera vencida también es de corto plazo, con el 68.87% con plazos menores a 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.

De la cartera de clientes se han titularizado USD 130MM en tres procesos (el primero en 2007, el segundo en 2008 y el tercero en 2009). A oct-10 quedan en circulación USD 47.4MM, de los cuales, USD 7.1MM corresponde a la primera titularización, USD 16.3MM a la segunda y USD 24MM a la tercera.



La cartera en riesgo³ de GMAC, a sep-10, suma USD 12.2MM y las provisiones USD 13.8MM, lo que representa una morosidad en análisis dinámico (sobre saldos de balance) del 4.62%. La cobertura vía provisiones, para esta cartera, es de 1.13 veces. Adicionalmente la cartera de clientes cuenta con la garantía del vehículo (reserva de dominio). 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.

Como se mencionó antes, la cartera de concesionarios corresponde al financiamiento otorgado por GMAC del Ecuador para inventarios, a sep-10 tiene un saldo de USD 240.6M. Esta línea tiene un plazo máximo de 180 días, y cuenta con el respaldo de garantías hipotecarias y bancarias. De acuerdo a la política actual de la compañía, las líneas a concesionarios están suspendidas, con la empresa enfocada en el financiamiento de clientes.

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.

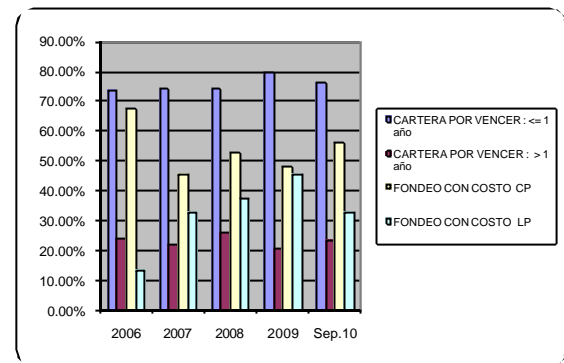
A sep-10, GMAC registra castigos de cartera por USD 175.353 y recuperaciones de USD 245.111.

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

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, cuentas por pagar a la matriz y deuda con el mercado de valores.

El tramo de largo plazo en la estructura de fondeo de la empresa mantiene una participación superior al 30%, dicha mejora contribuye a mejorar el calce de activos y pasivos en balance. Dicho comportamiento obedece a la colocación de obligaciones, papel comercial y valores de titularización a través del mercado de valores. GMAC en la última década ha sido un actor recurrente de este mercado.



En el balance consolidado a sep-10, la deuda financiera a corto plazo (incluida porción corriente) suma USD 100.7M y USD 60MM, la de largo plazo. Parte de dicha deuda (32.9%) corresponde a los procesos de titularización, éste tramo que va acortando su plazo de vencimiento.

Fondeo relacionado a fideicomisos	Dic-08	Dic-09	Sep-10
Ob. Financieras de CP (incluye porción corriente)	51.8%	65.3%	68.3%
Ob Financieras de LP	48.2%	34.7%	31.7%

Dado el giro de negocio, 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%
Sep.10	71.3%	17.9%	0.0%	55.9%	33.3%

* Relacionadas: La deuda financiera que GMAC del Ecuador mantenía con GMAC INC., fue liquidada completamente en oct-09.

Con su matriz quedan en balance cuentas por pagar, originadas en: licencias de uso de marcas, honorarios por garantía solidaria y asesoramiento administrativo, cuyo saldo ronda los USD 600M al corte de cada mes.

GMAC tiene un patrimonio consolidado de USD 50.6MM, donde el 91% corresponde a capital social. En 2010, la empresa estableció el dividendo por pagar a sus accionistas en USD 11.3MM. A sep-10, el indicador de capital libre frente a activos productivos y fondos disponibles subió a 49.1%.

ENDEUDAMIENTO

INDICADORES	Consolidado		Solo GMAC		Consolidado		Solo GMAC	
	Dic-07	Dic-08	Dic-08	Dic-09	Dic-09	Sep-10	Sep-10	
Deuda Financiera Total /EBIDTA o	90.15	51.26	-1,348.98	23.11	-74.74	26.84	-40.22	
EBITDA(x) Anual	81.81	48.40	-1,340.79	18.96	-64.60	22.89	-36.79	
Deuda Financiera Neta /EBITDA o								
EBITDA(x) Anual								
Deuda Financiera Total (ajustada	93.90	66.99	-138.07	30.74	-30.99	33.99	-27.37	
leasing si es el caso) / FFO (x)								
(FCF)Flujo de caja libre /deuda financiera								
total (%)	14%	-18%	-13%	71%	105%	14%	-12%	
Deuda Financiera Total ajust.leas. /								
Capitalización (%)	91.34%	84.99%	81.82%	76.02%	72.61%	76.08%	81.15%	
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	41.72%	32.15%	43.71%	0.69%	0.76%	0.19%	0.07%	
Deuda Financiera Total ajust.leas. /								
Pasivo Total (%)	78.72%	89.55%	85.80%	93.76%	90.21%	89.16%	84.92%	
Pasivo Total ajustado leasing/								
Patrimonio (x)	13.40	6.32	5.24	3.38	2.94	3.57	5.07	
Pasivo Total ajustado								
leasing-Patrimonio Tangible	13.40	6.32	5.24	3.38	2.94	3.57	5.07	

GMAC maneja un negocio fuertemente apalancado, cuya capacidad para generar nuevos negocios depende fundamentalmente del acceso a fuentes de fondeo. El grueso de la capitalización (76%) proviene de endeudamiento financiero; cabe destacar que tras la capitalización de 2008, se ha reducido el riesgo transferido hacia el mercado de valores.

Los niveles de endeudamiento consolidado son superiores a los de GMAC sin titularizaciones, y se mantienen por debajo de los máximos históricos. Tanto el pasivo bancario, como las emisiones de obligaciones están garantizados por la casa matriz.

A sep-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 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. El riesgo de refinanciamiento se mitiga por la probada capacidad de la empresa para obtener líneas de crédito en el Sistema Financiero, dada la calidad de sus activos.

■ **CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ**

INDICADORES	Consolidado		Solo GMAC		Consolidado		Solo GMAC	
	Dic-07	Dic-08	Dic-08	Dic-09	Dic-09	Sep-10	Sep-10	
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera								
Total (ajustado a leasing)	57.92%	58.48%	61.29%	51.28%	40.64%	62.66%	44.98%	
FFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x)								
Anual	0.02	0.03	-0.01	0.06	-0.08	0.05	-0.08	
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x)								
Anual	0.24	-0.31	-0.20	1.38	2.58	0.37	0.05	
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.41	0.05	-0.02	0.09	-0.11	0.05	-0.05	
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	5.41	-0.78	-0.38	2.05	3.61	0.42	0.03	
EBITDA/Deuda Financiera Corto								
Plazo+cuota leasing del periodo (x)								
anual	0.02	0.03	-0.00	0.08	-0.03	0.06	-0.06	
EBITDA/Deuda Financiera Corto								
Plazo+cuota leasing del periodo+gasto								
financiero periodo (x) anual	0.02	0.03	-0.00	0.08	-0.03	0.06	-0.06	
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera								
Corto Plazo (x) Anual	0.24	-0.31	-0.20	1.38	2.58	0.22	-0.26	
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente								
de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	10.05	-1.34	-0.66	3.32	7.21	0.48	-0.29	

La generación operativa consolidada de GMAC es positiva y suficiente para cubrir los requerimientos del negocio, generando un FCL de USD 16.7MM; excluyendo a las titularizaciones, el flujo se hace negativo.

A sep-10, persiste la mejoría en la capacidad de pago de GMAC, si bien la liquidez está más apretada que a dic-09, se mantiene por encima de los niveles de períodos precedentes. Dicha situación se explica por el tamaño del negocio actual, que exige menores niveles de capital de trabajo, y por la mejoría en el calce de plazos en el balance.

Si bien, mientras se concreta la venta de activos y pasivos de GMAC del Ecuador, la empresa va a continuar en operaciones, se esperan bajos requerimientos de capital de trabajo, que deberían cubrirse la generación normal del negocio. Los niveles

de flujos operativos están influenciados por transferencias a la Casa Matriz.

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 diluye por la facilidad con que esta cartera puede hacerse líquida a través de la venta o de constituirse en garantía de financiamiento.

■ **ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS**

Las emisiones en circulación tienen garantía general y garantía específica.

Según el artículo 13 de la Sección 1, del Capítulo 3, Subtítulo 1 del Título 3 "Oferta Pública de Valores", de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores: "El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Para este efecto no se consideran los activos diferidos. Para el cálculo de la proporción antedicha deberán considerarse el monto no redimido de cada emisión de obligaciones. La relación porcentual determinada en los incisos anteriores deberá mantenerse hasta la total redención de las correspondientes obligaciones.

A sep-10 los activos de GMAC suman USD 231MM, donde USD 89.9MM corresponden a activos pignorados y cartera vendida con pacto de recompra; dejando un activo libre para garantía de emisiones de USD 141MM. Sin embargo, USD 83.3MM (descontados intereses no devengados) pertenecen a fideicomisos de cartera y sirven como garantía de los valores titularizados.

ACTIVOS	Sep-10	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Depositos en Instituciones Financieras	13,873,147	4,662,030	9,211,116		9,211,116
Inversiones Brutas	9,783,012	9,783,012	0		0
Cartera clientes	207,816,546	170,627,765	37,188,780		37,188,780
Otras cuentas por cobrar			0		0
Otros Activos Productivos Brutos			0		0
Total Activos Productivos	231,472,704	185,072,808	46,399,897	0	46,399,897
Fondos Disponibles Improductivos	350		350		350
Cartera en Riesgo	11,921,247	2,536,947	9,384,300		9,384,300
Activo Fijo	404,103		404,103		404,103
Otros Activos Improductivos	961,692		961,692		961,692
Total Provisiones	-13,797,832		-13,797,832		-13,797,832
Total Activos Improductivos	-510,440	2,536,947	-3,047,387	0	-3,047,387
Total Activos	230,962,265	187,609,755	43,352,510	0	43,352,510

Adicionalmente, GMAC mantiene cuentas por pagar con la matriz por USD 259M, que en un escenario de estrés sería lo primero que se cancele, por lo cual los activos en garantía se reducen a 43MM. El saldo de las obligaciones en circulación es USD 827MM (incluida la porción corriente y sin contabilizar los descuentos), para el cual la cobertura es de 52.1 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 15.000M, colocada en ese mismo mes.

La tercera emisión por USDD 20.000M se colocó a partir de abril del año 2005, divididos en tres tramos, misma que recibió igual respuesta del mercado.

A partir de agosto de 2006, se colocó la cuarta emisión de obligaciones USD 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	Sep-10
RESULTADOS					
Ventas	43,120	52,226	52,819	47,490	26,089
% crecimiento	38.9%	21.1%	1.1%	-10.1%	-26.8%
MARGEN BRUTO (%)	30%	25%	34%	44%	48%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	625	3,127	5,919	8,120	4,495
MARGEN EBITDA (%)	1.4%	6.0%	11.2%	17.1%	17.2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	625	3,127	5,919	8,120	4,495
MARGEN EBITDAR (%)	1.4%	6.0%	11.2%	17.1%	17.2%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	2,915	1,234	1,628	597	942
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	-2,290	1,894	4,291	7,523	3,553
Gasto Financiero del período	-30192	-39066	-34671	-26696	-13652
Impuestos a la renta	-524	-125	-1390	-2014	-946
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	12.1%	13.5%	11.6%	11.4%	9.7%
UTILIDAD NETA	2,636	2,505	3,179	5,609	2,689
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	11.5%	9.8%	7.9%	9.9%	6.5%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	0.8%	0.6%	0.8%	1.7%	1.5%
FLUJO DE CAJA					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	5,551	839	4,807	6,206	3,631
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-98,699	36,275	-58,962	126,367	24,576
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-93,148	37,114	-54,155	132,574	28,207
Inversión en Activos Fijos	-169	-282	-179	-56	-82
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-93,317	36,832	-54,334	132,518	28,126
Variación Neta de Deuda Financiera	94,978	-14,716	21,460	-115,739	-26,824
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	23,690	0	0
Pago de Dividendos	0	0	0	0	-11,331
Otros Financiamientos, Neto	0	-6,453	-1,128	-3,386	1,184
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	1,661	15,663	-10,312	13,393	-8,845
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)					
EBITDA OPERATIVO	625	3,127	5,919	8,120	4,495
(-) Gasto Financiero del período	0	0	0	0	0
(-) Impuesto a la renta del período	-524	-125	-1,390	-2,014	-946
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	101	3,003	4,529	6,106	3,549
(-) Variación Capital de Trabajo	-98,699	36,275	-58,962	126,367	24,576
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-98,598	39,278	-54,433	132,473	28,125
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	8,012	736	278	101	82
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-2,562	0	0	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	0	-11,331
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-169	-282	-179	-56	-82
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-93,317	39,732	-54,334	132,518	16,795
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	0.23%	5.75%	8.57%	12.86%	13.60%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	625	3,127	5,919	8,120	4,495
BALANCE					
Caja e Inversiones Corrientes	3,281	26,091	16,907	33,686	23,657
Activos Totales	389,641	384,858	392,382	259,354	230,962
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	246,939	163,312	177,425	96,228	100,781
Pasivo financiero Largo Plazo	49,716	118,627	125,974	91,432	60,055
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	296,655	281,939	303,399	187,660	160,837
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	24,221	26,726	53,595	59,204	50,562
Capitalización ****	320,876	308,665	356,994	246,864	211,399
Pasivos contingente	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	284,176	342,997	82,744	89,892
Activo Diferido + (Activo Intangible si no está pignorado)	0	0	0	373	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	389,641	100,682	49,385	176,237	141,070
Emisión de Obligaciones en Circulación	35,877	18,971	19,310	19,420	827
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	11	5	3	9	171
Límite Legal para Emitir Obligaciones	311,713	80,546	39,508	140,990	112,856
ACTIVO QUE NO SIRVE PARA GARANTÍA	0	284,176	342,997	197,621	187,868
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	389,641	100,682	0	53,110	43,093
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) (sensibilizada)	11	5	49,385	3	52.1
Límite Legal para Emitir Obligaciones (sensibilizada)	311,713	80,546	19,310	42,488	34,475

(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-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Sep-10
INDICADORES FINANCIEROS					
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	474.65	90.15	51.26	23.11	26.84
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	469.40	81.81	48.40	18.96	22.89
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	2,937.18	93.90	66.99	30.74	33.99
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-0.31	0.14	-0.18	0.71	0.14
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	0.92	0.91	0.85	0.76	0.76
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.40	0.42	0.32	0.01	0.00
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	0.81	0.79	0.90	0.94	0.89
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	15.09	13.40	6.32	3.38	3.57
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	15.09	13.40	6.32	3.38	3.57
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	15.09	13.40	6.32	3.38	3.57
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	15.09	13.40	6.32	3.38	3.57
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	83.24%	57.92%	58.48%	51.28%	62.66%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	1.33%	15.98%	9.53%	35.01%	23.47%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.00	0.02	0.03	0.06	0.05
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.40	0.24	-0.31	1.38	0.37
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.00	0.41	0.06	0.09	0.05
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-0.81	5.41	-0.78	2.05	0.42
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.00	0.02	0.03	0.08	0.06
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x) Anual	0.00	0.02	0.03	0.08	0.06
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	0.01	0.43	0.08	0.13	0.07
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.38	0.24	-0.31	1.38	0.22
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-1.28	10.05	-1.34	3.32	0.48
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	(145,144)	82,544	79,608	146,183	109,972
Liquidez Acida (x)	0.54	1.34	1.37	2.34	1.91
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.54	1.34	1.37	2.33	1.91
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.47	0.90	0.86	1.27	1.28
Patrimonio / Activo Total (x)	0.06	0.07	0.14	0.23	0.22
Costo de Ventas / Obligaciones Financieras Promedio	12.12	13.50	7.86	5.41	4.08
Vencimientos Deuda Financiera					
Año	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Sep-10
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	18,321	8,490	3,280	827
Vencimientos Papel Comercial	0	650	10,820	16,140	0
Vencimientos Otra deuda Financiera	0	0	0	0	128,570
Total	0	18,971	19,310	19,420	129,396

(x) Índice expresado en número de veces

Entorno Macroeconómico

Ecuador

■ ENTORNO MACROECONOMICO

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009
PIB (USD Mill 2000)	21.962	22.410	24.032	24.119
Inc. PIB (Mill.2000)%	4,75	2,04	7,24	0,36
Inflación Anual %	2,87	3,32	8,83	4,31
Deuda del Gobierno/PIB%	32,3	30,2	25,2	19,2
Cuenta Corriente/PIB %	3,9	3,6	2,0	-0,6
Presupuesto General del Estado/PIB	-0,2	-0,1	-1,1	-4,8
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	65,4	72,7	97,7	64,0

	enero-junio	junio-junio
crecimiento PIB 2010	1,59%	1,70%

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2010	julio de 2010
IPC	3.4%	3.4%
IPP	5.2%	6%

INDICADORES PROYECTADOS

Previsiones FITCH	2010f	2011f	2012f
Inc. PIB (Mill.2000)%	2,6	2,8	2,9
Inflación Anual %	3,7	3,6	4,1
Deuda del Gobierno/PIB%	22,3	24,9	27,4
Cuenta Corriente/PIB %	-0,8	-1,2	-1,3
Presupuesto General del Estado/PIB	-4,2	-4,1	-4,4
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	80	85	85

Las estimaciones oficiales de crecimiento para el 2010, se han reducido del 6% al 3.7%, lo cual parecería ser una proyección más realista pero todavía optimista en relación a las expectativas de otros analistas que en general estiman un crecimiento de alrededor del 3%.

Algunos aspectos que han afectado negativamente en la economía:

1. La economía mundial en el segundo semestre del 2010 no se reactivó al mismo ritmo que en el primer semestre, limitando la demanda de nuestros productos y el aumento de las remesas.
2. En el primer semestre del 2010, la producción petrolera cae en -4.2% en relación al mismo período del año anterior y la producción de combustible en -12,8% (obras de rehabilitación de la refinería de Esmeraldas). Si bien la producción petrolera se ha recuperado en el segundo semestre, el crecimiento estable y sostenido de la producción petrolera es todavía un tema incierto.
3. La estructura de inversión privada no ha logrado fortalecerse y el marco institucional sigue siendo débil, no se ha logrado generar las fuentes necesarias de empleo ni fomentar el gasto de capital.

4. Las exportaciones no petroleras y que no dependen del gasto público ni de las importaciones se están desacelerando, en parte debido al deterioro de marco jurídico y regulatorio para la producción y exportación de productos. Es de esperarse presión adicional tanto en la balanza comercial como en la global, las mismas que al momento ya son deficitarias.

Factores que han influenciado positivamente en la economía:

1. El precio del petróleo todavía se mantiene alto. Si baja a menos de USD73/b, sería un factor negativo.
2. El gobierno ha logrado obtener el financiamiento para la ejecución de al menos una parte de la inversión pública que llegará a ser el 80% de lo presupuestado (préstamos de China y Fondos del IESS).
3. Incremento en recaudación tributaria.
4. El consumo de los hogares se seguirá beneficiando de las inyecciones de dinero a la economía a través de subsidios y del permanente crecimiento del gasto en la administración pública.

Según "Análisis Semanal", las industrias que resultarán beneficiadas del crecimiento en el 2010 serán las que alimenten el consumo interno, entre ellas : manufactura, servicios , agricultura. Según la misma fuente, el fomento al consumo interno resultará también en el crecimiento de las importaciones en un 9% luego de la contracción del -11% en 2009. La demanda interna crecerá en 6%, y el 30% de esta sería satisfecha por importaciones. Si se estima que las exportaciones crecerán en 3%, significa que la demanda interna crecerá el doble que la economía.

El reto para la economía ecuatoriana es soportar el incremento del gasto sin fuentes estructurales de generación y con alternativas limitadas de financiamiento.

La estrategia de crecimiento económico a través de los fondos del IESS, de crédito externo (que es limitado) y de impuestos adicionales no constituye una estrategia sostenible en el tiempo, por lo que tanto analistas económicos internos como externos coinciden en que el crecimiento económico del Ecuador se desacelerará a partir del 2011.

A menos que surjan fuentes adicionales de nuevo financiamiento, la economía ecuatoriana irá perdiendo gradualmente su liquidez y por lo tanto se esperaría que el volumen de ventas en el 2011 sea menor que en el 2010.

Fuentes: BCE y Ecuador Analysis
 Superintendencia de Bancos y Seguros
 FitchRatings-Rating Report Ecuador

Elaboración: BWR