

Ecuador  
Emisión Obligaciones

**GMAC del Ecuador S.A.**

**Calificación**

Tipo Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Ultimo Cambio
Cuarta emisión de obligaciones	AAA	AA-	14/06/2011

**Resumen Financiero**

(Millones USD)	2007	2008	2009	2010	Sep-11*
Activos	384.9	392.4	262.2	213.2	27.4
Pasivos	358.1	338.8	200.2	186.8	0.1
Ventas	52,226	52,819	48,744	35,156	
Margen EBITDA (%)	44%	1121%	946%	-1160%	
ROA (%)	65%	82%	159%	-812%	
Capitalización (%)	91%	85%	75%	1%	0,00
Deuda Financiera Total /FFO (x)	2.747,31	66,99	79,62	(0,05)	0,00

\* La información de Sep-11 corresponde a información interina, tras la venta de la operación a Banco del Pichincha, presentada bajo normas NEC. 2009 y 2010, son cifras auditadas bajo normas NIIF.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES			
Emisor:	GMAC del Ecuador S.A.		
Moonto por colocar:	USD 20.000.000	Plazo:	Tasa fija:
CLASE A:	USD 7.000.000	720 días	6,50%
CLASE B:	USD 7.000.000	1080 días	7,00%
CLASE C:	USD 6.000.000	1440 días	7,50%
Fecha de aprobación:	04/07/2006		
Fecha colocación:	27/07/2006		
Fecha de vencimiento:	30/11/2011		
Monto Colocado:	USD 20.000.000		
Monto en circulación:	USD 3.125		
Amortización:	trimestral		
Cupón:	trimestral		
Garantía:	General y Específica.		
	Garantía específica emitida por GMAC INC.		
Destino de la emisión:	Necesidades generales de fondeo de la empresa.		
Calificadora de riesgos:	BankWach Ratings S.A.		
Agente Estructurador:	Pichincha Casa de Valores		
Agente Colocador:	Pichincha Casa de Valores		
Agente Pagador:	Banco del Pichincha C.A.		
Representante de los Obligacionistas:	Corral y Rosales Cia. Ltda.		

**Contactos**

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

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

**Perfil**

GMAC es una empresa dedicada al financiamiento automotriz (fundamentalmente de vehículos GM), que operó en el mercado ecuatoriano desde 1995 hasta enero de 2011.

**FECHA COMITE: Noviembre 2011**

**ESTADOS FINANCIEROS A: Septiembre 2011**

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.

**RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION**

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., con información al 30 de septiembre de 2011 ha decidido mantener la calificación de la emisión de obligaciones de GMAC del Ecuador en "AAA". Esta calificación "corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general".

La calificación otorgada es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación si incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

El último dividendo de la emisión de GMAC vence hacia finales de noviembre y asciende a USD 3.125,00; tras la venta de la operación de GMAC del Ecuador S.A., que excluyó de la operación a la emisión en mención, los activos de la compañía corresponden casi exclusivamente a caja, en una cuantía suficiente para afrontar todos los pasivos remanentes.

A sep-11, ya no existen pagos pendientes con trabajadores, e impuestos arroja una cuenta a favor por el pago anticipado. Dichos rubros tienen prelación sobre el resto de pasivos, incluida la deuda con el mercado de valores. A la fecha de análisis, el activo paga 195 veces el pasivo total. El saldo de la emisión en circulación representa el 0.0115% del patrimonio y el 0.0114% de la caja disponible.

Cabe destacar también que la emisión objeto del presente estudio cuenta con garantía específica de casa matriz. 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 y casa matriz ante todo preservar su marca.

**▪ HECHOS SUBSECUENTES Y RELEVANTES**

- El 1 de febrero de 2011, GMAC del Ecuador S.A. transfirió la mayor parte de sus activos y pasivos a través de una operación de venta al Banco del Pichincha.

**▪ DESCRIPCION DEL EMISOR**

GMAC del Ecuador se constituyó en 1.995, como una subsidiaria de GMAC INC., corporación registrada en el estado de Delaware, Estados Unidos de América, para dedicarse al financiamiento automotriz, y operó en el mercado local con resultados positivos a lo largo de los años.

En 2010, la matriz Ally Financial Inc.<sup>1</sup> decidió liquidar su inversión en el Ecuador y por ello vendió los activos y pasivos, excluyendo a la emisión de obligaciones, de su filial a Banco del Pichincha; operación que fue finiquitada el 1 de febrero de 2011.

---

<sup>1</sup> Ally Financial Inc. mantiene el 99.99% de las acciones de GMAC del Ecuador.



**ENTORNO ECONÓMICO**

Las perspectivas hasta fines de año, siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo (2012-2013) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global que pudiera contraer sus niveles de crecimiento. Adicionalmente, se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

**COMPORTAMIENTO HISTÓRICO**

	2007	2008	2009	2010	interino 2011
PIB ( USD Mill 2000)	22,410	24,032	24,19	24,983	26,292
Inc. PIB (Mill.2000)%	2.04	7.24	0.36	3.60	5.24
Inc. anual oferta y demanda global%	3.90	8.10	-3.60	7.40	4.13 prev.
Inflación Anual %	3.32	8.83	4.31	3.33	4.84**
Deuda total del Gobierno/PIB%	30.49	25.34	19.67	23.40	20.11***
Deuda externa del Gobierno/PIB %	23.90	19.19	14.39	15.22	13.3****
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.59	6.15	5.28	8.18	6.8****
Cuenta Corriente/PIB %	3.60	2.0	-0.35	-3.31	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-0.10	-1.10	-5.07	-1.95	
Ingreso Sector Público/PIB %	29.56	40.70	35.33	39.98	45.73****
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	20.10	27.20	26.80	29.20	31.92****
Inversión del Gobierno /PIB %	7.49	12.91	12.84	12.45	12.96****
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	72.70	97.70	64.00	84.50	79.07****
*estimación BCE					
**inflación anual a agosto/2011					
*** deuda a juli 2011 PIB corriente proyectado de 65.145MM					
****actualizado con cifras hasta mayo 2011/PIB corriente proyectado					
*****sept 23/2011					

El primer trimestre del 2011 mostró un crecimiento del PIB de 8.6% en relación al primer trimestre del 2010 y del 1.8% en relación al cuarto trimestre del 2010. El comportamiento real fue mejor de lo esperado. Se expanden todas las actividades económicas.

El gasto público sigue siendo la influencia más importante en la expansión económica y contribuye también el crédito del BIESS. La construcción representa el sector de la economía que más aporta al crecimiento económico, seguido por el sector servicios.

Al comportamiento de la construcción ha contribuido el crédito del BIESS pero principalmente la construcción en el sector público de obras de infraestructura.

Algunos de los sectores que se han destacado en relación al primer trimestre del 2010, se muestran a continuación:

sectores	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Refinación de Petróleo	-27.9%	43.2%
Electricidad y Agua	-15.2%	30.7%
Construcción	5.9%	17.5%
Comercio	3.8%	6.3%
Servicios	1.9%	11.7%
Intermediación Financiera	10.9%	13.4%
Agricultura/Ganadería	-1.5%	3.3%
Pesca	3.7%	7.6%

\* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica con respecto al mismo trimestre del año anterior.

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 8.4% en el primer trimestre del 2011 con respecto al primer trimestre del 2010 cuando este crecimiento (de la oferta y demanda global) en el mismo trimestre del 2010 fue de 2.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones durante el 2010, mientras que en el primer trimestre 2011, tanto las importaciones como las exportaciones muestran un crecimiento importante en relación al primer trimestre del 2010:

Comercio Exterior	2010	1T2010	1T2011
Importaciones	16.3%	8.0%	8.0%
Exportaciones	2.3%	-3.1%	10.8%

Por el lado de la demanda, a más de las exportaciones, tenemos la demanda interna que se ha expandido significativamente como lo demuestra la tabla que sigue:

	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Formación Bruta de Capital	2.7%	16.7%
Consumo de Hogares	3.4%	7.6%
Consumo de Administraciones Públicas	0.3%	2.7%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china, mientras que mayores impuestos financian el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas y que el sector productivo sea el de menor crecimiento.

**PERSPECTIVAS 2011 – 2012 -2013.....**

De acuerdo a la opinión de algunos economistas, las proyecciones de crecimiento de la economía por parte del BCE (5.24%) para el año 2011 podrían cumplirse o



superarse considerando el comportamiento de lo que va del año. Así, por ejemplo, el FMI estima que el crecimiento económico del Ecuador para el 2011 sería de 5.8%.

Para el año 2012 sin embargo las proyecciones no son tan optimistas y se podría esperar una desaceleración ya que el crecimiento se fundamenta en inversión pública y ésta a su vez en el precio del petróleo y deuda. Se ha comprobado que el precio del petróleo puede ser altamente volátil y que los recursos de deuda para el Ecuador son limitados.

Podría esperarse que la línea de crédito de los bancos chinos vaya llegando a su tope aunque el secretario de la SENPLADES, piensa que el próximo año se podría recurrir nuevamente a esta fuente.

Los indicadores de deuda presentados por el BCE y que se incorporan en la primera tabla de este reporte, no incluyen las obligaciones cuyos vencimientos sean menores a 360 días, por lo tanto se estaría omitiendo el saldo por pagar de la facilidad petrolera con la China que tiene un año plazo pero que es revolvente. Incluyendo este rubro en la deuda externa ésta subiría a representar aproximadamente el 18% del PIB y no el 13.3%, según algunos analistas.

La deuda interna también ha venido creciendo de manera importante, entre el 2009 y 2010, según los datos del BCE, aumentó en 64% y entre julio 2010 y julio 2011 se incrementa en un 2.77%. La deuda interna también podría estar subestimada si existen créditos con vencimientos menores de un año, no registrados. En todo caso, la deuda del Gobierno estaría en alrededor del 26% del PIB según analistas, con lo cual se reduce su capacidad de endeudamiento frente al límite legal del 40%, establecido en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas aprobado en octubre de 2010.

La ministra coordinadora de la Política Económica estima que el crecimiento económico del próximo año sería del 4%. En ese escenario se estima un precio del petróleo no más bajo de USD70 por barril y una inversión pública de USD4000 millones. El año 2012 es considerado como el año más vulnerable.

Para el año 2013, fuentes oficiales estiman que la producción petrolera incrementaría de 503 mil barriles diarios en promedio a 567 mil barriles diarios. Sin embargo, las metas estimadas se han incumplido con frecuencia por lo que esta fuente de ingresos no es necesariamente confiable.

La fuente de ingresos más sólida para el estado podría ser la minería en gran escala, sin embargo esta fuente de ingresos se concretaría dependiendo de cuando se firmen los nuevos contratos. Si los contratos se firman hasta fines de este año se podría esperar ingresos por esta industria a partir del 2014. De ahí en adelante se esperaría que las exportaciones y la renta minera crezcan sustancialmente por algunos años.

A partir del 2015 se podrían esperar que las nuevas centrales hidroeléctricas, el aumento importante en la producción del gas del Golfo de Guayaquil y la Refinería del Pacífico, si se llega a construir, contribuyan con energía eléctrica más barata y combustibles de mejor calidad.

Dado que la expansión esperada al menos en el corto y mediano plazo no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario (ya se observa) como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

## **SECTOR PRIVADO**

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante actual y que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es el proyecto de Ley de "Control de Poder de Mercado".

Esta ley entrará en vigencia el 30 de septiembre próximo si la Asamblea Nacional no ha concluido su tratamiento. El texto de esta ley ha sido aprobado para primer debate sin tomar en cuenta los planteamientos realizados por el sector privado, sino en función de los intereses y aspiraciones del ejecutivo.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo. Parecería que las posibilidades de cambiar la ley para limitar esta interferencia en las empresas, gremios de la producción y empresariales y en el sector privado en general son escasas.

Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

Fuentes: BCE, Ecuador Análisis, El Comercio; Elaboración BWR.