



Nueva Emisión

Analista

Pablo Besio M.

Tel. (56-2) 433 5200

pablo.besio@humphreys.cl

GMAC Comercial Automotriz S.A.

Abril 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16^o
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Efecto de Comercio	Nivel 2/BBB+
Tendencia	Estable
EEFF base	31 diciembre 2010

Estado de resultados consolidado			
En miles de pesos de dic-2010	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Ingresos de explotación	28.038.911	25.965.964	26.404.195
Costos de explotación (menos)	-11.695.746	-10.806.713	-10.752.201
Gastos de admin. y venta (menos)	-5.865.926	-7.680.885	-5.871.286
Resultado operacional	10.477.239	-7.478.366	-9.780.708
Resultado no operacional	-3.726.404	1.304.748	-944.522
Utilidad (pérdida) del ejercicio	4.999.680	8.203.495	7.787.866

Balance general consolidado			
En miles de pesos de dic-2010	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Total activos circulantes	53.352.332	45.639.213	59.042.428
Total activos fijos	195.890	131.827	247.923
Total otros activos	85.718.246	81.474.366	84.590.130
Total activos	139.266.468	127.245.406	143.880.481
Total pasivos circulantes	96.381.194	76.111.266	85.983.475
Total pasivos a largo plazo	1.000.916	1.025.000	-
Total patrimonio e interés minoritario	41.884.357	100.599	122.986
Total pasivos	139.266.468	127.245.406	143.880.481

Línea efectos de comercio en proceso de inscripción	
Monto máximo línea (UF)	2,25 millones
Plazo vencimiento línea (años)	10
Fecha de vencimiento de la línea	Julio 2021
Uso de fondos	A definir en cada escritura complementaria

Covenants línea en proceso de inscripción		
	Línea	Límite al 31/12/2010
Deuda Financiera/ Patrimonio	No superior a 8 veces	1,41
Activo libres de gravámenes/ Pasivo exigible no garantizado	Superior 0,75	-

Opinión

Fundamento de la clasificación

GMAC Comercial Automotriz Chile S.A. (GMAC) -sociedad constituida en 1980- tiene como objetivo la entrega de financiamiento para la adquisición de vehículos motorizados. Además, a través de su filial GMAC Automotriz Ltda., de la cual es dueña en un 99%, la sociedad evaluada otorga financiamiento a concesionarios Chevrolet.

Al 31 de diciembre de 2010, en términos consolidados, la sociedad emisora presentaba activos por US\$ 307 millones, de los cuales el 63% correspondía a créditos automotrices y 25% a vehículos entregados en consignación. Los activos de la sociedad son financiados en US\$ 123 millones con patrimonio y US\$ 174 millones con deuda financiera de terceros. La estructura del balance permitió a la empresa generar durante el año 2010 un ingreso y un resultado operacional de US\$ 56,4 millones y US\$ 21 millones, respectivamente.

La clasificación de la solvencia de la sociedad, "Categoría BBB+/Nivel 2", se fundamenta principalmente en las características del negocio, el que está enfocado, en un importante porcentaje, a créditos atomizados (financiamiento de vehículos de personas naturales) con garantías relativamente líquidas que atenúan las pérdidas ante eventuales incumplimientos por

parte de los deudores. En este mismo sentido, la elevada masa de clientes existente en esta línea de negocio favorece que se mantengan los elevados niveles de desconcentración y que la cartera tienda a un comportamiento estadísticamente normal (ley de los grandes números).

Complementariamente, la clasificación de riesgo incorpora como elemento positivo el bajo endeudamiento relativo de la compañía, lo que, sumado al volumen y al nivel de *spread* neto de sus operaciones, permite desarrollar un negocio que cubre adecuadamente sus gastos de administración y ventas, potenciado con un modelo de negocio que enfatiza la relación con los concesionarios (menor costo comercial) y una estructura financiera adecuada en términos de calce de moneda y, en menor medida, de tasa de interés (activos y pasivos). Todos estos factores contribuyen al fortalecimiento del balance de la sociedad y, por ende, a presentar una adecuada capacidad para enfrentar situaciones de estrés, sobre todo si se incluye la política conservadora en cuanto a provisiones.

Como elemento de juicio relevante se ha incluido, además, la capacidad de la empresa para administrar el riesgo de la cartera crediticia -tanto en la etapa de originación como en su cobranza-, lo cual queda reflejado en los bajos niveles de "mora dura" (superior a 90 días), más allá del crecimiento natural observado en períodos recesivos. En este aspecto, se reconoce la larga experiencia de la sociedad otorgando créditos automotrices en Chile y *el know how* que le aporta el grupo controlador, conocimiento que se hace extensivo a una mayor efectividad de los procesos de ejecución y de liquidación de garantías.

En contraposición, la clasificación de riesgo se ve restringida por el hecho de que -al margen de la libertad que tiene la empresa para definir su modelo de negocios- en la práctica está estrechamente correlacionada con el volumen de ventas de automóviles de General Motors (GM) en Chile, variable que está totalmente fuera del ámbito de control de **GMAC**.

También la clasificación de riesgo incorpora el hecho que la sociedad evaluada está inserta en un grupo económico -Ally Financial Inc. (anteriormente denominado GMAC Inc.)- que presenta una baja clasificación de riesgo, Categoría B1 en escala global ("no grado de inversión", incluso en equivalencia con la escala local). En este contexto, se debe considerar que en el mercado financiero chileno sobresalen las empresas del sector con matrices con una robusta y sólida posición financiera que constituyen un fuerte soporte a sus filiales en la obtención de fuentes de financiamiento.

Por otra parte, aun cuando se reconoce que entre las empresas especializadas en créditos automotrices la compañía mantiene una elevada participación de mercado, su tamaño relativo se

reduce significativamente al considerar a todos los agentes que participan en el créditos de consumo (bancos, cajas de compensación, cooperativas y otros), sobre todo si se incorpora como elemento de juicio el que muchos de ellos presentan un bajo costo de fondos y que el desarrollo del país llevará a una mayor “bancarización” de los consumidores. Si bien actualmente existe una diferenciación de los segmentos atendidos por las empresas especializadas y la banca, esta circunstancia no necesariamente se mantendrá en el futuro.

Otro elemento no ajeno a la clasificación se relaciona con que el patrimonio de la compañía presenta un bajo nivel de capital pagado, sosteniéndose en utilidades retenidas susceptibles de ser repartidas a futuro, que podrían afectar la posición de liquidez y revertir el bajo nivel de endeudamiento que actualmente presenta la empresa. Con todo, se valora que en el pasado no ha habido retiros de fondos que hubiesen impactado el balance ni la situación de liquidez de **GMAC**. Asimismo, se tiene que considerar la reducida liquidez contable¹ -descalce que se observa en el balance-, producto de financiar con préstamos de corto plazo colocaciones de largo plazo; no obstante, la compañía cuenta con líneas de crédito bancarias y un *facility agreement*, lo que reduce el riesgo. Sumado a lo anterior, en el presente esta situación se ha ido modificando y, según la administración, debiera revertirse en el corto plazo.

Dentro del negocio de la sociedad evaluada, por medio de su filial, se incluye la entrega de vehículos a concesionarios en la calidad de consignación (en torno al 25% del activo). La suma valorizada de las consignaciones supera el 61% del patrimonio y se distribuye en sólo once operadores con actividades altamente correlacionadas, ninguno de ellos con clasificación de riesgo, al menos pública, realizada por agencias independientes y especializadas en la materia. Como atenuante se considera que la exposición es de corto plazo y la recuperación de los bienes y posterior liquidación reducirían las posibles pérdidas de la operación.

La perspectiva de la clasificación se califica “*Estable*” por cuanto, en nuestra opinión en el corto plazo, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

Para el mantenimiento de la clasificación es necesario que la sociedad no incremente significativamente sus niveles de endeudamiento mientras no alcance un adecuado calce en sus operaciones.

¹ Medida como activos circulantes sobre pasivos circulantes.

A futuro la clasificación podría verse mejorada en la medida que la empresa mantenga en el tiempo una apropiada relación entre sus activos y pasivos de corto plazo y/o fortalezca la base de capital que conforma su patrimonio.

Hechos recientes y posición de la matriz

Fundamentalmente debido a los problemas financieros que afectaron a la matriz en Estados Unidos, durante los años 2008 y 2009 el sistema financiero local restringió el financiamiento y las líneas de capital de trabajo para **GMAC** (Chile) y su filial. Así, las cuentas bancarias de corto plazo disminuyeron en 44% entre diciembre de 2008 y diciembre de 2009, lo que se vio compensado por préstamos provenientes de sociedades relacionadas del extranjero. Esta situación fue revertida el año 2010, período en donde la compañía logró incrementar sus líneas bancarias, alargar los plazos de sus créditos y amortizar por completo la deuda que mantenía con su matriz.

Durante el ejercicio 2010 la empresa generó ingresos por US\$ 56,4 millones, lo que representó un aumento real de 1,7% con respecto a igual período del año anterior. El costo por venta de la compañía ascendió a US\$ 22,9 millones, lo que representa un 41% de los ingresos del período y significa una disminución real de 0,5% respecto de igual período de 2009.

Los gastos de administración alcanzaron a US\$ 20,9 millones, registrando una disminución de 24% respecto del año anterior. Además, a diciembre de 2010, esta partida en relación con los ingresos alcanzaba el 22% (30% en 2009).

La utilidad del período ascendió a US\$ 16,6 millones aproximadamente, lo que se compara negativamente en relación al obtenido por la compañía durante igual período del año anterior, cuando se obtuvo una utilidad de US\$ 17,5 millones aproximadamente. En cuanto a las colocaciones netas, éstas alcanzaron a US\$ 268,7 millones a diciembre de 2010, implicando una variación de 12,4% respecto al año anterior. A la misma fecha el patrimonio de la sociedad asciende a US\$ 123,4 millones.

En cuanto a la Matriz de **GMAC** -Ally Financial Inc.-, a diciembre de 2010, obtuvo un margen bruto de US\$ 9.202 millones y una utilidad de US\$ 1.075 millones. En tanto, sus activos ascendieron a US\$ 172.008 millones.

Definición categorías de riesgo²

Categoría BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"+": Corresponde a los títulos de deuda con un menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría Nivel 2 (N-2)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Oportunidades y fortalezas

Atomización de créditos automotrices: El negocio de créditos a personas (*retail*), que representa del orden del 70% de la colocaciones, mantiene una cartera de más de 30 mil deudores donde los préstamos individuales no superan los \$ 45 millones, representando una exposición, sin considerar garantía, de menos del 0,1% del patrimonio. Además, la masa de deudores permite un comportamiento estadísticamente normal de la cartera crediticia.

Activos subyacentes reducen riesgo de pérdida: El negocio crediticio, sin excepción, está caucionado con prenda de los automóviles cuya compra fue financiada. Considerando los diez principales deudores, las garantías alcanzan sobre el 94% del saldo insoluto adeudado. Respecto al financiamiento de concesionarios, el riesgo se reduce por cuanto los automóviles sólo se entregan en consignación, siendo retirados en caso de incumplimiento de la contraparte. Se debe agregar que la relación con GM ha contribuido positivamente a una mayor eficiencia de los procesos de liquidación de las garantías; por lo demás, se trata de activos relativamente líquidos y que cuentan con mercados secundarios transparentes.

Fuerte capacidad para enfrentar escenarios negativos (estrés): Se reconoce como elemento positivo el hecho de que el negocio ha sido abordado con un bajo nivel de

² Si bien las definiciones están referidas a la capacidad de pago de títulos de deuda, ellas también se hacen extensibles a empresas.

endeudamiento relativo -1,5 veces a diciembre de 2010, medido como pasivo exigible sobre patrimonio- situación que no debiera cambiar en el corto plazo. A ello se debe agregar que no existe riesgo de moneda (tanto el pasivo como el activo se expresan en pesos) y que la exposición a tasa de interés variable está circunscrita a operaciones de plazo inferior a 30 días (riesgo muy acotado). Además, la empresa presenta una adecuada rentabilidad y nivel de eficiencia (considerando los años 2009 y 2010, siendo 2009 recesivo, el promedio de la rentabilidad de los activos y de la relación gastos de administración sobre ingresos es de 5,9% y 25,9%, respectivamente)

Fuerte know how: Se considera que la sociedad cuenta con el *know how* necesario para sus operaciones, producto de ser parte del grupo económico encabezado por Ally Financial Inc., empresa de servicios financieros de relevancia a nivel mundial, con más de 85 años de experiencia a nivel global y sobre 30 años de experiencia en el mercado automotriz chileno. En la práctica, el buen desempeño de la empresa queda demostrado en los bajos niveles de mora sobre 90 días, situada a la fecha bajo el 1% y no superando el 1,8% en el último período recesivo.

Exposición reducida a competencia al interior de la industria: El emisor ha logrado obtener resultados positivos con una política de precios competitiva (niveles de *spread* comparativamente moderados), situación que reduce su exposición ante eventuales descensos en la tasa de mercado para los créditos automotrices, producto del incremento en los niveles de competencia al interior de la industria. A diciembre de 2010, el *spread*³ ascendía a 8,2%, lo cual se considera moderado, dado el segmento objetivo y al compararlo con empresas similares.

Factores de riesgo

Modelo de negocio asociado a una sola marca: En torno al 84% de las operaciones crediticias vigentes corresponden al financiamiento de la compra de automóviles marca Chevrolet, todos vendidos a través de la red de concesionario de GM; por otra parte, el 25% de la colocaciones son realizadas a los mismos concesionarios. En este sentido, en un escenario de largo plazo y sin desconocer el aporte actual y pasado de la asociación, el crecimiento futuro podría estar condicionado por factores que afectaren a GM. Con todo se reconoce que la empresa, dada su experiencia, podría modificar el modelo de su negocio lo cual, en todo caso, no estaría exento de riesgos comerciales y operativos.

³ Medido como ingresos sobre colocaciones promedio menos costos de explotación sobre deuda promedio.

Descalce del balance y reducido capital: La empresa presenta créditos entre 36 días y hasta 540 días plazo, por lo que está financiada básicamente en el corto plazo; a diciembre de 2010 la razón circulante es 0,69 veces (0,6 veces en diciembre de 2009). Además, su patrimonio está constituido en más del 99% por utilidades retenidas, susceptibles de ser repartidas como dividendos. Sin embargo, en opinión de **Humphreys**, al menos en el corto plazo, existe una baja probabilidad que la matriz retire recursos si ello compromete financieramente a su filial. Sumado a lo anterior, se espera que la compañía cambie la estructura de su deuda financiera hacia un perfil más acorde con sus colocaciones.

Acotado respaldo financiero de los propietarios: La matriz -Ally Financial Inc.- ha sido clasificada en categoría B1 en escala global, muy por debajo del riesgo soberano de Chile (A+ o A1). Su *rating* no sólo manifiesta una reducida capacidad para apoyar financieramente a sus filiales, sino que refleja una situación vulnerable que no es inocua para **GMAC** en su relación con la banca local por cuanto repercute en la percepción de riesgo, pudiendo perjudicar la disponibilidad de líneas de créditos y/o el costo del endeudamiento. En este contexto, se debe considerar que en el mercado financiero chileno sobresalen las empresas del sector con matrices con una robusta y sólida posición financiera. Se entiende que este riesgo se ve reducido por el hecho de que actualmente la matriz es controlada por el Departamento del Tesoro Público de Estados Unidos, empero dicha situación no es permanente en el tiempo. Pese a lo anterior, su matriz muestra una mejora en sus resultados del último año, manteniendo una amplia liquidez en su balance.

Creciente competitividad del negocio crediticio en Chile: La mayor bancarización esperada a futuro, como la mayor relevancia que están tomando otros agentes en los créditos de consumo (por ejemplo, cajas de compensación) debiera repercutir en una mayor competencia al interior de la industria, tomando mayor relevancia el buen acceso a economías de escala y a bajo costo de financiamiento. Los créditos de consumo de la banca ascendían a aproximadamente US\$ 20.809 millones y las colocaciones de las cajas de compensación alcanzaban del orden de los US\$ 2.652 millones a diciembre del 2010. En general, los operadores del mercado, ya sea por las características propias de la industria o por el soporte esperado de sus matrices, tienen acceso a bajo costo de fondeo.

Concentración de colocaciones por concesionarios: La consignación de automóviles -que representan cerca del 25% del total de activos de la compañía y el 61% de su patrimonio- se concentra en once concesionarios, donde más del 53% de la exposición está en los tres principales. Atenua este riesgo que se trata de operaciones de muy corto plazo y que el

automóvil es de propiedad de **GMAC**. No obstante, más allá de la seguridad legal, se reconocen los riesgos operativos de la recuperación de los activos.

Antecedentes generales

Historia

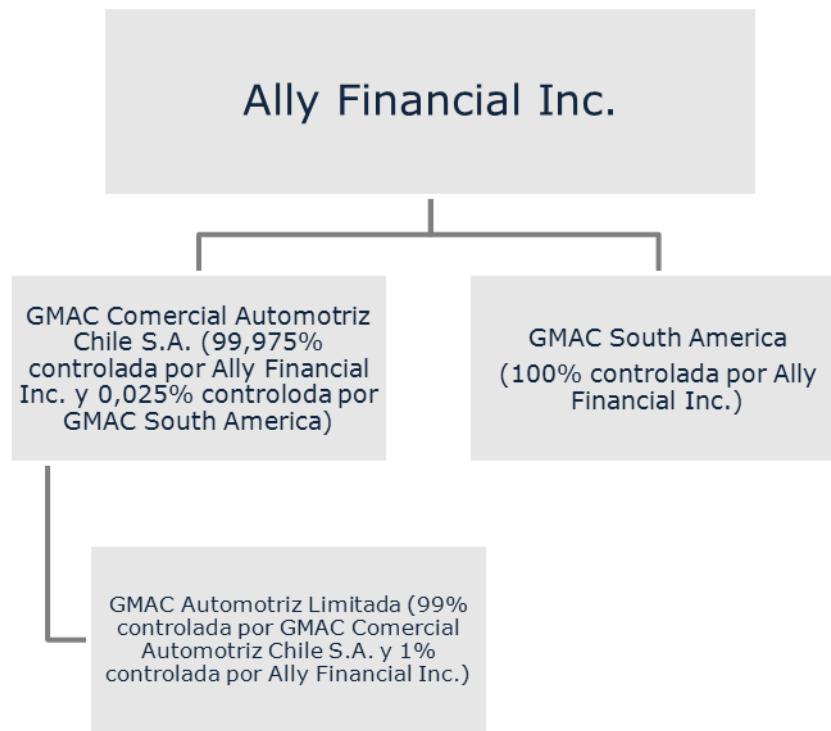
GMAC tiene como objetivo la entrega de financiamiento en Chile para la adquisición de vehículos motorizados, tanto a personas naturales como jurídicas que sean clientes de concesionarios GM, quienes tienen la exclusividad de la venta de vehículos Chevrolet nuevos en el país. Ello no inhibe el otorgamiento de créditos para clientes de los mismos concesionarios que adquieren vehículos usados, independiente de la marca de éstos. La actividad de la sociedad se materializa vía préstamos con prenda del activo financiado ("crédito automotriz").

Además, a través de su filial GMAC Automotriz Ltda., de la cual es dueña en un 99%, la sociedad otorga financiamiento a concesionarios Chevrolet para la compra de vehículos a GM y, en menor medida, les financia operaciones de *leasing* financiero a sus clientes. También entrega financiamiento a los mismos concesionarios para capital de trabajo en repuestos de automóviles u otros.

La sociedad –producto de sus más de 30 años de operación en Chile y de ser parte de un conglomerado financiero de extensa experiencia en diferentes países con distintos niveles de desarrollo- cuenta con un fuerte *know how* en materia de evaluación crediticia, procesos de cobranza y liquidación de los activos subyacentes a los créditos. En el mercado local mantiene cerca de 31 mil clientes-deudores y en total ha financiado la adquisición de más de 180 mil vehículos. Por su parte, la matriz, tiene presencia en alrededor 23 países y participación en préstamos de variada índole (hipotecarios y automotrices entre otros).

Propiedad

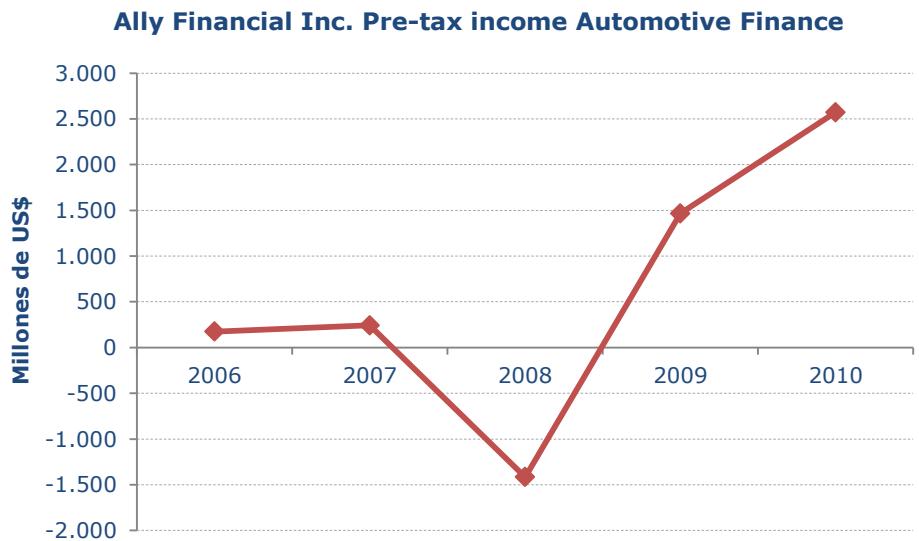
La propiedad de **GMAC**, por medio de sociedades intermedias, pertenece íntegramente a Ally Financial Inc., antiguamente GMAC Inc., entidad con destacada participación a nivel mundial en el negocio de servicios financieros, con más de 80 años de experiencia desde su inicio en Estados Unidos.



Ally Financial Inc. –post crisis subprime- tuvo una fuerte reestructuración en su propiedad, lo cual ha implicado que a la fecha el 73,8% de la propiedad pertenezca al Departamento del Tesoro Público de Estados Unidos, situación que permitió fortalecer el patrimonio de la sociedad luego del fuerte deterioro que había experimentado. A la fecha, la entidad informó que en el corto plazo, hará una IPO con las acciones que mantiene el Departamento del Tesoro Público de Estados Unidos, es decir, se iniciará su salida de la propiedad de la empresa.

Junto con el fortalecimiento patrimonial, el grupo estructuró sus operaciones, proceso que implicó el cierre de algunas oficinas en el mundo y el incremento de la cobertura de sus ventas mediante el financiamiento de marca de vehículos de sociedades no relacionadas.

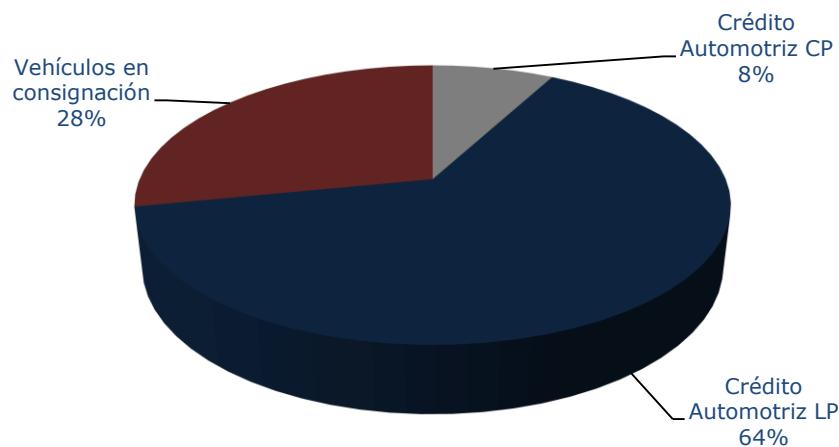
En la actualidad, por medio de su línea de negocios de financiamiento automotriz, la matriz realiza operaciones en alrededor 23 países, habiendo financiado a la fecha más de 150 millones de vehículos en todo el mundo.



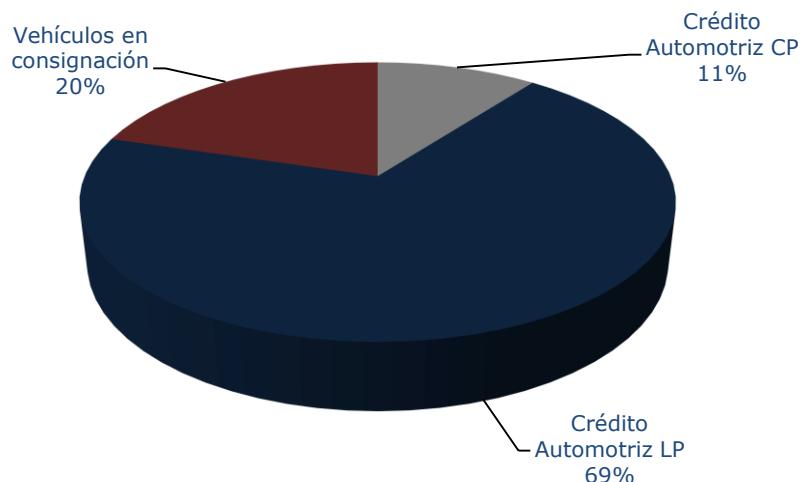
Descripción del negocio

El negocio de **GMAC** se desarrolla básicamente a través de dos líneas: financiamiento *retail* (préstamo a personas para la compra de vehículos) y financiamiento *wholesale* a través de su filial GMAC Automotriz Ltda. (básicamente financiamiento de capital de trabajo mediante consignación de vehículos GMC).

Distribución Colocaciones 2010



Distribución Colocaciones 2009



Préstamos retail

Constituye la principal línea de negocio para **GMAC** en términos de colocaciones, representando del orden del 63% de los activos al 31 de diciembre de 2010, con montos aproximados de US\$ 193 millones.

Estos créditos son altamente atomizados (los de mayor monto oscilan en torno los US\$ 90 mil) y están respaldados mediante prenda del vehículo cuya compra se está financiando, reduciendo la pérdida esperada por incumplimiento.

Los créditos son otorgados, por lo general, a mediano plazo (entre tres y cinco años), con pago de cuotas fijas y tasa de interés fija. Disponen de seguros de desgravamen, de automóvil y de cesantía, todos tomados con compañías con adecuada clasificación de riesgo.

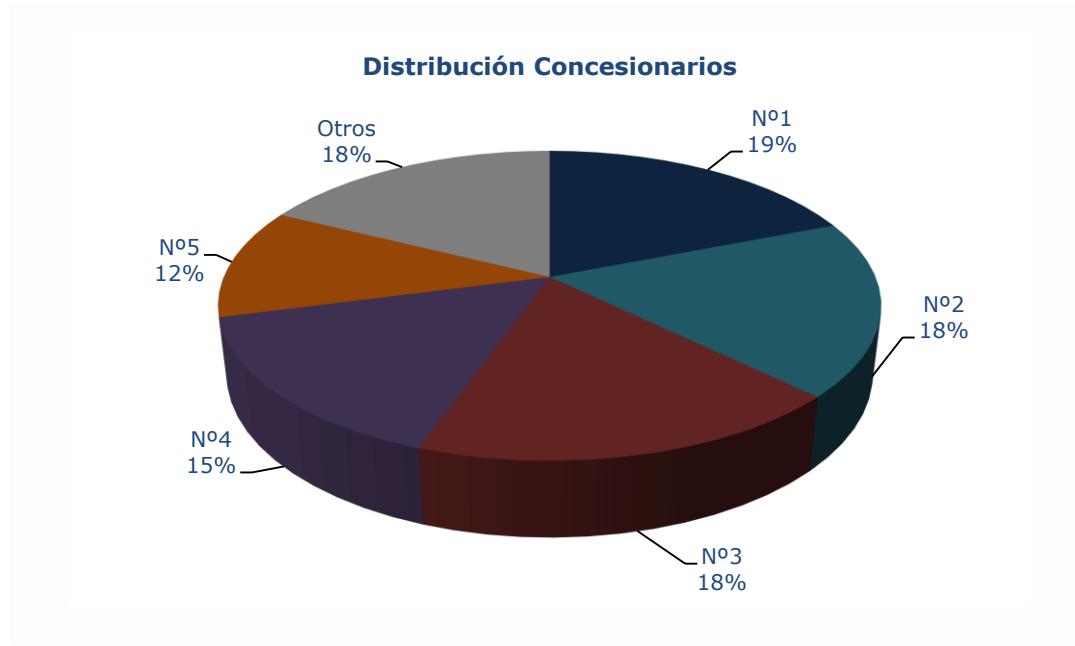
Existe flexibilidad para el pago de los créditos, existiendo convenio con distintos bancos, con empresas especializadas de recaudación y mecanismos automáticos de pago (descuento de línea de créditos).

En cuanto al tipo de activos financiados, aproximadamente el 89% del stock de deuda corresponde a automóviles nuevos, de los cuales cerca del 99% lo conforman vehículos de General Motors.

Financiamiento wholesale

Esta línea de negocio tiene como propósito proveer de capital de trabajo a los once concesionarios Chevrolet que, a la vez, son los que intermedian el crédito *retail*. Las operaciones implican la entrega en consignación de los automóviles (se mantiene la propiedad de los mismos) y son de corto plazo. A diciembre de 2010 representaron cerca del 25% de los activos de la sociedad, constituyéndose los segundos en importancia en términos de monto.

No obstante que se trabaja con once concesionarios, los tres principales concentran sobre el 50% de la exposición; sin embargo, dado que no existe transferencia del activo el riesgo es bajo tal como se ha comprobado en el pasado (la pérdida ha tendido a 0% de las operaciones).



Administración del negocio

En términos sucintos, el negocio de **GMAC** consiste en otorgar préstamos y/o financiamiento a su cartera de clientes. Por ello recibe como retribución el pago de intereses (o un concepto equivalente) más comisiones por los seguros asociados a las operaciones y, en menor medida, ingresos por prepago de los préstamos. Todos estos ingresos están supeditados a la capacidad que tenga la compañía de realizar adecuadamente el proceso de cobranza de devolución de los créditos.

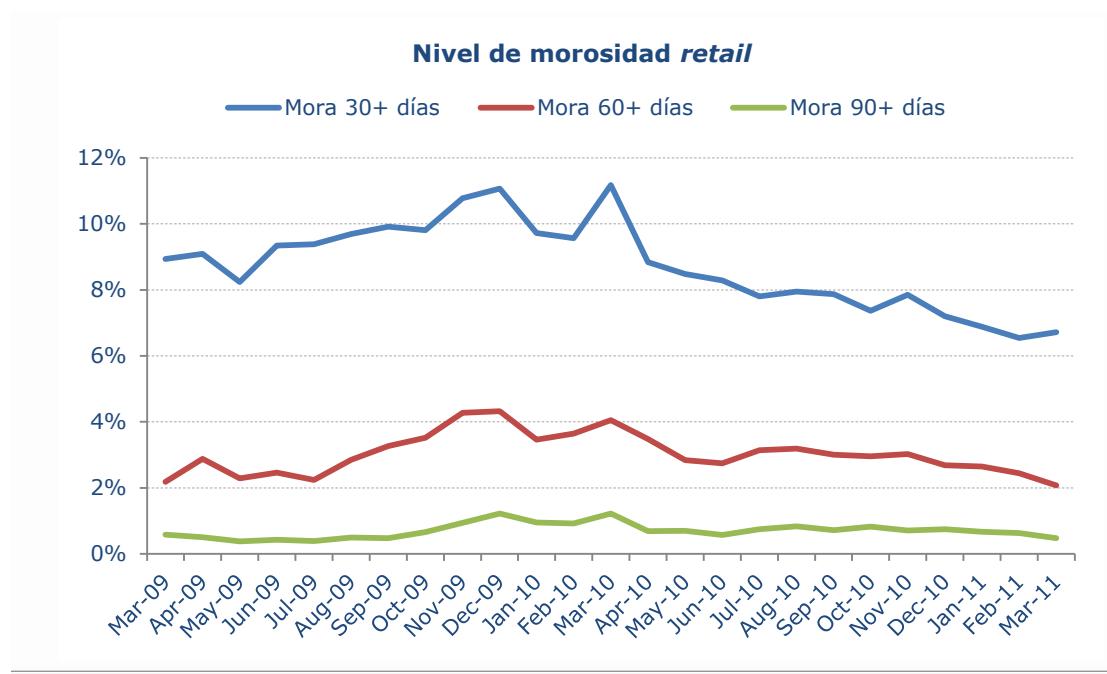
El financiamiento de las actividades de la empresa se realiza con recursos propios y de terceros, los cuales exigen una rentabilidad o tasa de interés (costo de fondeo). Otro costo relevante dice relación con la bonificación exigida por los concesionarios por intermediar en la colocación de los créditos.

La capacidad de la compañía para administrar su cartera crediticia y sus fuentes de financiamiento determinan su riesgo y viabilidad de largo plazo.

Comportamiento cartera de activos

Los activos, compuestos esencialmente por créditos automotrices y vehículos en consignación (alrededor del 88% del activo), han presentado un comportamiento más que adecuado, aunque, como es natural, mostraron un deterioro durante la crisis económica.

En el gráfico "Nivel de Morosidad *Retail*" (los vehículos en consignación no presentan mora) se puede observar como la recesión del país, producto de la crisis *sub prime*, afecta la calidad de la cartera. Sin embargo, también se aprecia como a partir de marzo de 2010, junto con la recuperación económica, comienzan a disminuir los niveles de morosidad en todos sus tramos, hasta alcanzar en diciembre de 2010, el 7,20% de la cartera. También se evidencia que la "mora dura" (sobre 90 días) se mantiene dentro de niveles controlables, pese al incremento que tiene el 2009.



Es importante destacar que la baja relativa de la "mora dura" implicó un mejoramiento efectivo en el comportamiento de la cartera crediticia y no es el resultado de un incremento significativo en el nivel de colocaciones, como tampoco es el efecto de un castigo excesivo por incumplimiento (durante 2008 se castigaron \$ 2.370 millones, en el 2009 la suma ascendió a \$ 2.520 millones y en 2010 alcanzó los \$ 3.117 millones).

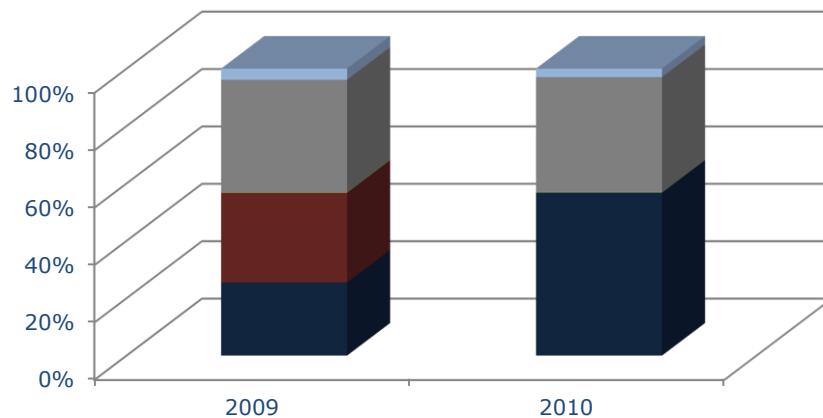
Estructura de financiamiento

La fuente de financiamiento de la sociedad se sostiene, principalmente, en deudas con bancos e instituciones financieras de corto plazo y en su patrimonio, compuesto esencialmente por utilidades retenidas.

Como se observa en el siguiente gráfico, durante el año 2010 se produjo una baja significativa en la importancia relativa de las deudas relacionadas como fuente de financiamiento (desde 34% en 2009 a 0% en 2010), lo que se explica por la política establecida por la matriz de *Self Funding*, que implica que las filiales deben ser capaces de financiar sus operaciones mediante captaciones en el mercado en el cual participan. Pese a lo anterior, Ally Financial Inc. mantiene un *Facility Agreement*, en el cual mantiene abierta una línea de financiamiento por US\$ 200 millones, en caso de iliquidez del mercado o de su filial.

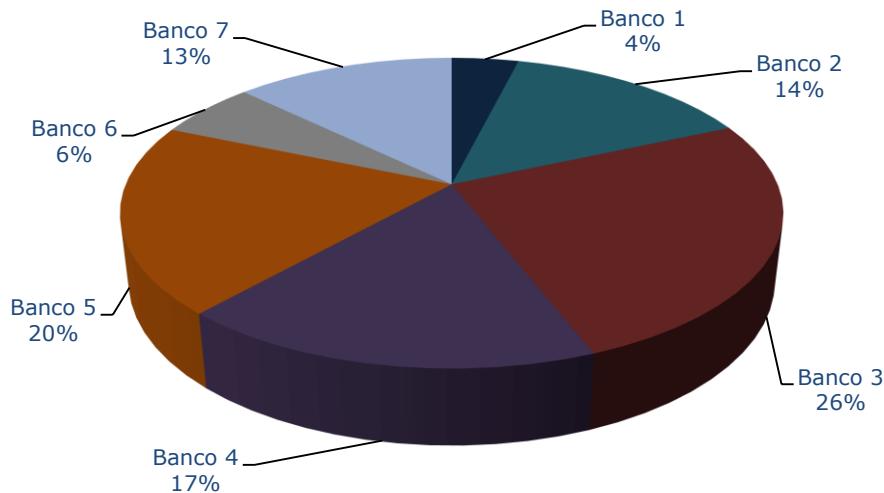
Composición financiamiento de Activos

■ DF ■ Empresas relacionadas ■ Capital ■ Utilidades retenidas ■ Otros



En términos de acceso al sistema bancario, durante 2010 la empresa operó con siete entidades financieras (ocho en 2009); sin embargo, tres de ellas concentraban más del 60% del financiamiento (dos en 2009, ver gráfico "Distribución Pasivos Bancos 2010"). En este aspecto cabe destacar que entre diciembre de 2009 y diciembre de 2010, se produjo un aumento en los montos de las líneas bancarias disponibles de casi 200%.

Distribución Pasivos Bancos 2010

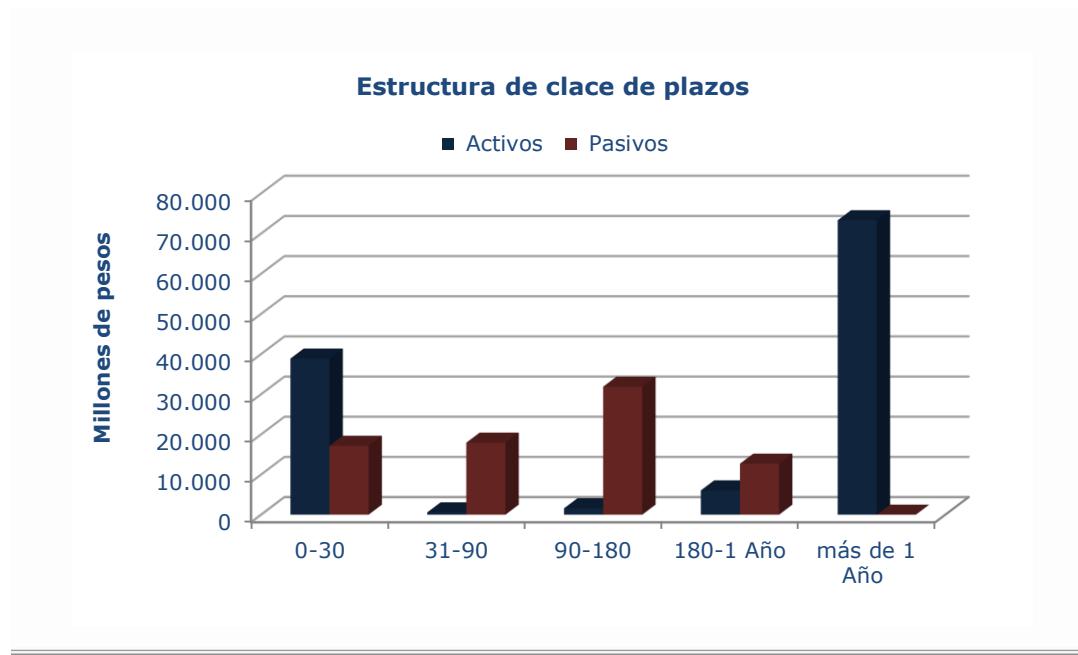


Estructura de calce de activos y pasivos

Los activos y pasivos de la sociedad se expresan en pesos, por lo tanto, la empresa no tiene exposición a variaciones en las paridades cambiarias.

Los pasivos están contratados a tasa de interés fija, en cambio alrededor del 32% de los activos están a tasa variable. Sin embargo, la exposición a cambios en la tasa de interés es limitada por cuanto se trata de colocaciones de muy corto plazo, inferiores a 30 días (concesionarios).

En cuanto al calce de plazo, se evidencian descalces producto de la baja liquidez del balance, en particular en los vencimientos entre 90 y 360 días.



Análisis financiero

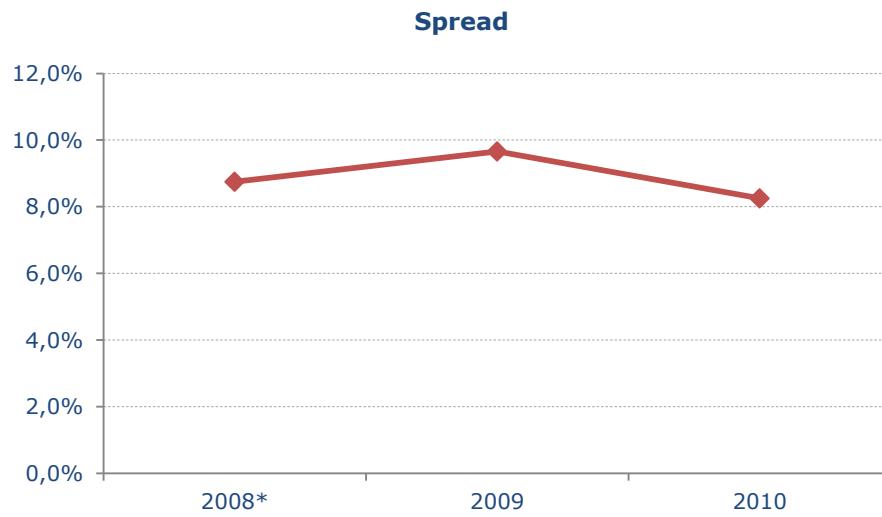
El nivel de actividad de la empresa presentó un fuerte dinamismo en 2010 producto de la positiva coyuntura económica. De esta forma, el ejercicio pasado terminó con un nivel de colocaciones netas del orden de los \$ 125 mil millones, incluyendo *retail* (\$ 90 mil millones) y *wholesale* (\$ 35 mil millones).

Nivel de resultados

Pese al aumento de las colocaciones que se registró en 2010, desde \$ 111.917 millones a \$ 125.740 millones, los ingresos de **GMAC** crecieron en 1,7%, debido a la reducción del *spread*⁴ que cayó desde 9,7% a 8,2% en diciembre de 2010. En tanto, el resultado operacional se incrementó en 31%, principalmente por una mejor gestión en los gastos de administración y ventas (ver gráfico “Comparación Resultados”). No obstante, dado el efecto negativo de la corrección monetaria, se registró una disminución en la utilidad final de 5,2%.

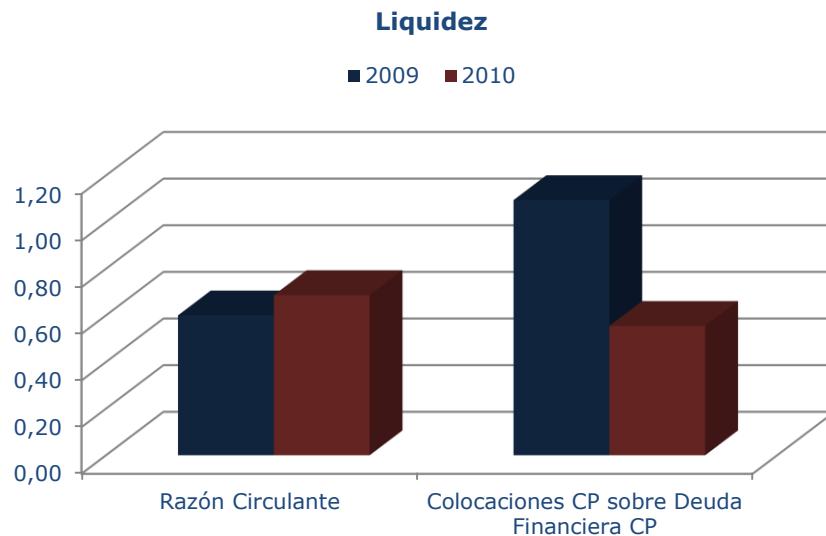


⁴ Calculado como ingresos sobre colocaciones promedio menos costos de explotación sobre deuda promedio.



Liquidez

Los indicadores de la compañía muestran que presenta una débil posición de liquidez. Pese a lo anterior, el siguiente gráfico muestra que la razón circulante de **GMAC** pasó de 0,6 veces en diciembre de 2009 a 0,69 veces en diciembre de 2010, debido a nuevas políticas de crédito que está implementando la compañía y que buscan mejorar la posición de liquidez. En tanto, la deuda financiera se incrementó debido a que se extinguieron las deudas con empresas relacionadas, provocando la disminución del indicador colocaciones sobre deuda financiera, desde 1,1 en 2009 a 0,6 veces en diciembre de 2010.



En la práctica, la deuda relacionada se reemplazó por deuda con bancos e instituciones financieras, pero se firmó un acuerdo (*Facility Agreement*) que mantiene abierta una línea de crédito con Ally Financial Inc. por US\$ 200 millones. Tomando en cuenta el acuerdo y mientras la situación de la liquidez de la compañía no mejore, vemos que esta línea de crédito puede cubrir el total de la deuda financiera de **GMAC**.

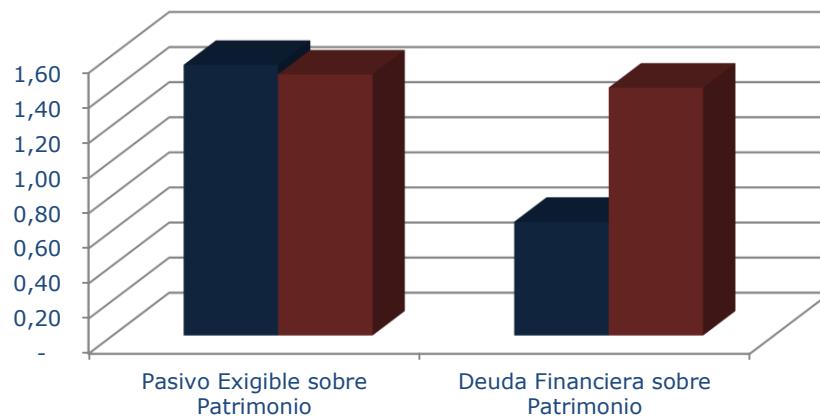
	Millones de US\$
Pasivo circulante	183,7
Disponible	3,8
Valores negociables	5,4
Deudores por venta neto	21,1
Vehículos en consignación	75,6
Impuestos por recuperar	14,3
Otros activos circulantes	6
Déficit circulante	-57,5

Endeudamiento

GMAC presenta muy bajo apalancamiento financiero tomando en cuenta que está orientada al negocio del crédito, actividad que se destaca por ser intensiva en deuda (ver gráfico "Endeudamiento"). Si bien el 2010 se observa un descenso en el endeudamiento relativo, en relación con el año 2009, la situación debiera revertirse en la medida que se vayan incrementando las colocaciones.

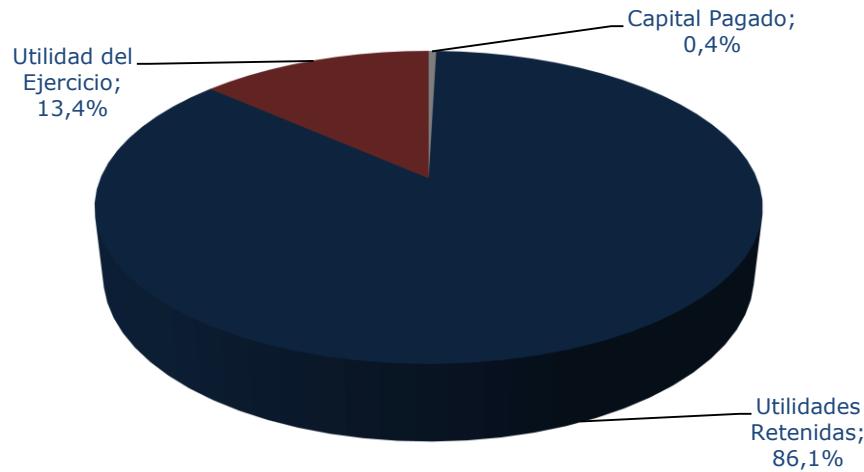
Endeudamiento

■ 2009 ■ 2010



El bajo endeudamiento exhibido por la compañía se observa cuando se lo mide sobre la base de su patrimonio. No obstante, es necesario señalar que este último está conformado con una muy baja base de capital pagado, tal como se observa en el gráfico siguiente:

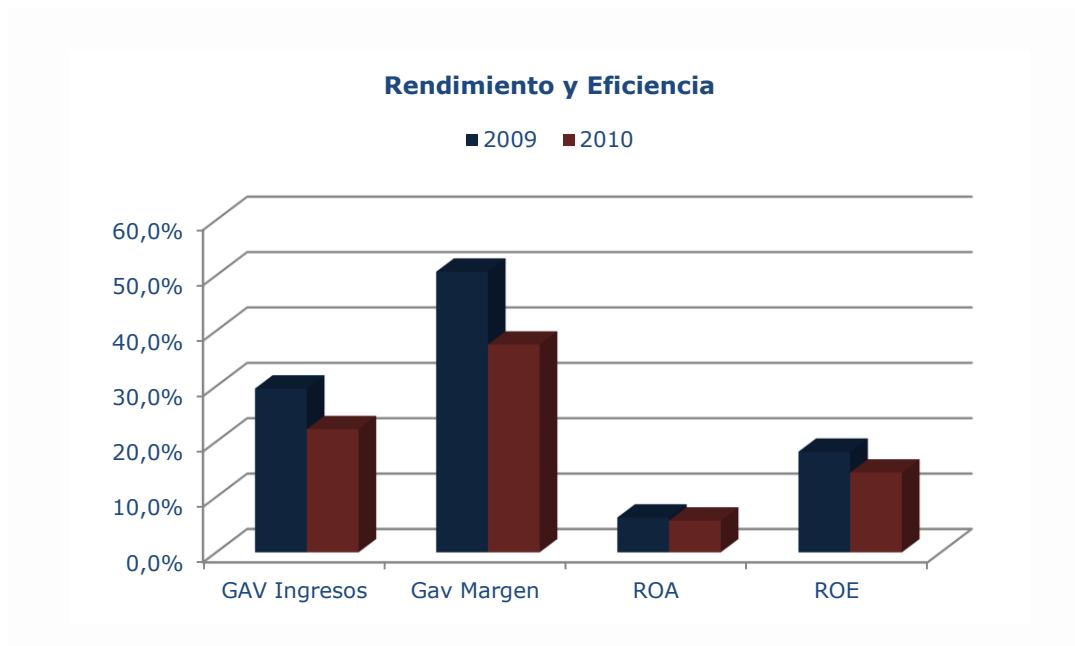
Composición del Patrimonio



Eficiencia y rentabilidad

GMAC presenta, comparativamente, una elevada rentabilidad de sus activos; entre los años 2009 y 2010 pasó de 6,3% a 5,7%. Los niveles de rentabilidad del activo se explican por un alto *spread* y un nivel de eficiencia adecuado; este último se incrementó el último año, ello obedece a la contracción de los gastos de administración y ventas.

La rentabilidad del patrimonio, en tanto, se encuentra moderado para un negocio financiero lo que responde al bajo apalancamiento que utiliza la sociedad.



"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."

Anexo
Estados Financieros Individual

Estado de resultados individual					
En miles de pesos de dic-2010	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Ingresos de explotación	16.968.416	17.081.046	16.995.524	17.546.351	15.592.635
Costos de explotación (menos)	-5.127.704	-5.280.112	-6.549.733	-5.819.386	-4.561.596
Gastos de admin. y venta (menos)	-3.587.103	-5.296.465	-4.332.091	-5.677.349	-4.116.783
Resultado de explotación	8.253.609	6.504.469	6.113.700	6.049.616	6.914.256
Resultado fuera de explotación	974.733	-776.262	-8.949	2.651.828	1.516.446
Utilidad (pérdida) del ejercicio	7.791.320	4.663.027	4.999.680	8.188.000	7.765.479

Balance general individual					
En miles de pesos de dic-2010	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Total activos circulantes	102.320.762	101.049.318	28.815.790	25.648.272	19.516.791
Total activos fijos	13.084	-15.264	3.736	3.738	3.738
Total otros activos	4.799.522	6.347.473	89.477.287	87.508.615	92.642.868
Total activos	107.133.368	107.381.527	118.296.813	113.160.625	112.163.397
Total pasivos circulantes	64.699.788	69.997.727	76.497.511	63.152.084	54.389.377
Total pasivos a largo plazo	10.983.733	583.287	0	0	0
Total patrimonio	31.449.848	36.800.512	41.799.302	50.008.541	57.774.020
Total pasivos	107.133.368	107.381.527	118.296.813	113.160.625	112.163.397