



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe (cambio tendencia)

A n a l i s t a

Bárbara Lobos M.

Tel. (56-2) 433 5200

barbara.lobos@humphreys.cl

GMAC Comercial Automotriz S.A.

Noviembre 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
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	Favorable
EEFF base	30 de junio de 2011

Línea efectos de comercio N°088	
Monto máximo línea (UF)	2,25 millones
Fecha inscripción línea	06 de julio de 2011
Plazo vencimiento línea (años)	10

Estado de resultados consolidado			
En miles de pesos de jun-11	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Ingresos de explotación	28.668.933	25.432.922	26.992.559
Costos de explotación (menos)	-11.958.544	-10.118.531	-10.991.792
Gastos de admin. y venta (menos)	-5.997.731	-7.849.482	-6.002.116
Resultado operacional	10.712.657	7.464.910	-9.998.651
Resultado no operacional	-3.810.134	1.510.997	-965.569
Utilidad (pérdida) del ejercicio	5.112.020	8.367.729	7.961.403

Balance general consolidado			
En miles de pesos de jun-11	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Total activos circulantes	54.551.135	46.641.007	60.358.070
Total activos fijos	200.291	134.721	253.447
Total otros activos	87.644.296	83.262.750	86.475.051
Total activos	142.395.722	130.038.478	147.086.569
Total pasivos circulantes	98.546.836	77.781.929	87.899.444
Total pasivos a largo plazo	1.023.407	1.047.499	0
Total patrimonio e interés minoritario	42.825.480	51.209.049	125.726
Total pasivos	142.395.722	130.038.478	147.086.569

Estado de resultados por función consolidado¹

En miles de \$ de Jun-11	01-01-2010 30-06-2010	01-01-2010 30-06-2011
Ingresos de actividades ordinarias	11.359.571	12.066.793
Costo de ventas (menos)	-2.504.868	-3.118.534
Ganancia bruta	8.854.703	8.948.259
Gasto de administración	-4.271.485	-3.690.265
Ganancia (pérdida)	4.362.467	4.478.989

Estado de situación financiera clasificado consolidado

En miles de \$ de Jun-11	Dic-10 (*)	Jun-11
Total activos corrientes	86.417.052	88.994.848
Total activos no corrientes	60.628.259	64.017.213
Total activos	147.045.311	153.012.061
Total pasivos corrientes	90.661.746	62.960.197
Total pasivos no corrientes	0	30.418.318
Total patrimonio	56.383.566	59.633.546
Total pasivos y patrimonio	147.045.311	153.012.061

(*) Incluye reclasificaciones de cuentas.

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 30 de junio de 2011, en términos consolidados, la sociedad emisora presentaba activos por US\$ 325 millones, de los cuales el 61% correspondía a créditos automotrices y 18% a vehículos entregados en consignación. Los activos de la sociedad son financiados en US\$ 127 millones con patrimonio y US\$ 172 millones con deuda financiera de terceros. La estructura de activos permitió a la empresa generar durante el

¹ Dada la estacionalidad del negocio, asociado al ciclo de las empresas agrícolas, las utilidades de la compañía se tienden a concentrar durante el segundo semestre. Por ello, los estados financieros a junio no reflejan la rentabilidad del negocio.

primer semestre un ingreso y un resultado operacional de US\$ 26 millones y US\$ 11 millones, respectivamente.

El cambio de la tendencia de la clasificación, desde “Estable” a “Favorable” obedece a la mejor posición de liquidez y de calce de plazos que se observan en los estados financieros al 30 de junio de 2011 en comparación con los terminados en años anteriores. Estos últimos exhibían una inadecuada posición de liquidez, elemento que restringía la categoría de riesgo asignada. **Humphreys** espera que el fortalecimiento de la liquidez del balance se mantenga y refuerce en el corto plazo.

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 de solvencia, 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 una baja proporción de capital pagado, sosteniéndose en utilidades retenidas susceptibles de ser repartidas a futuro, condición que podría 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 contable² que ha presentado su estructura de balance -producto de financiar parte de sus colocaciones, de carácter de largo plazo, con préstamos de corto plazo- ha tendido a ser revertida durante 2011 fortaleciendo, en parte, sus indicadores de liquidez y calce. Asimismo, se reconoce como atenuante que la compañía cuenta con líneas de crédito bancarias, una línea de efectos de comercio y un *facility agreement*, elementos que reduce el riesgo de iliquidez. Se espera que la emisión de efectos de comercio impacte positivamente la diversificación de sus fuentes de fondos.

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 23% del activo). La suma valorizada de las consignaciones equivale a la fecha al 47% 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 (dados en consignación) y posterior liquidación reducirían las posibles pérdidas de la operación.

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

² Medida como activos circulantes sobre pasivos circulantes.

financiamiento y que conserve la calidad de su cartera de colocaciones. De igual forma se requiere que permanezca su sólida relación con la red concesionarios de GM.

A futuro la clasificación podría verse mejorada en la medida que la empresa fortalezca su acceso a fuentes de financiamiento, mitigue significativamente los riesgos de iliquidez y descalce 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, condiciones que han favorecido nuevos cambios en su estructura de deuda durante 2011.

Así, con fecha 06 de julio de 2011, la empresa inscribió en la SVS una línea de efectos de comercio por 2,25 millones de unidades de fomento.

Durante el primer semestre de 2011 la empresa generó ingresos por US\$ 26 millones, lo que representó un aumento de 10% con respecto a igual período del año anterior. El costo por venta de la compañía ascendió a US\$ 7 millones, lo que representa un 26% de los ingresos del período y significa un alza de 29% respecto de igual período de 2010.

Los gastos de administración alcanzaron a US\$ 8 millones, registrando una disminución de 11% respecto del año anterior. Además, a junio de 2011, esta partida en relación con los ingresos alcanzaba el 31% (38% en el primer semestre de 2010).

La ganancia del período ascendió a US\$ 10 millones aproximadamente, lo que se compara positivamente en relación al obtenido por la compañía durante igual período del año anterior, cuando se obtuvo una utilidad de US\$ 9 millones aproximadamente. En cuanto a las colocaciones netas, éstas alcanzaron a US\$ 258 millones a junio de 2011, implicando una variación negativa de 4% respecto de diciembre de 2010. A la misma fecha el patrimonio de la sociedad asciende a US\$ 127 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 riesgo

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 80% 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 endeudamiento relativo -1,6 veces a junio de 2011, 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%.

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 23% de las 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.

Descalce del balance y reducido capital: La empresa presenta créditos entre 36 días y hasta 540 días plazo, pero en el pasado ha financiado gran parte ellas con deuda de corto plazo. Se reconoce una mejora en la estructura de calce durante el primer semestre de 2011 (pasivos corrientes pasaron desde la totalidad de la deuda financiera en 2010 a 63% a junio de 2011), no obstante, se espera que la empresa muestre de forma sostenida una adecuada política de calce de plazos. 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. 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 (Aa3). 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

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

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 18% del total de activos de la compañía y el 47% de su patrimonio- se concentra en once concesionarios, donde más del 53% de la exposición está en los tres principales. Atenúa 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

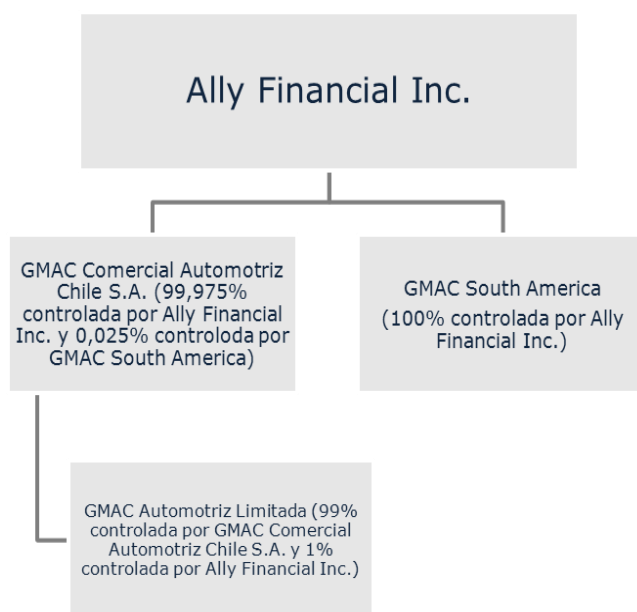
Empresa

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



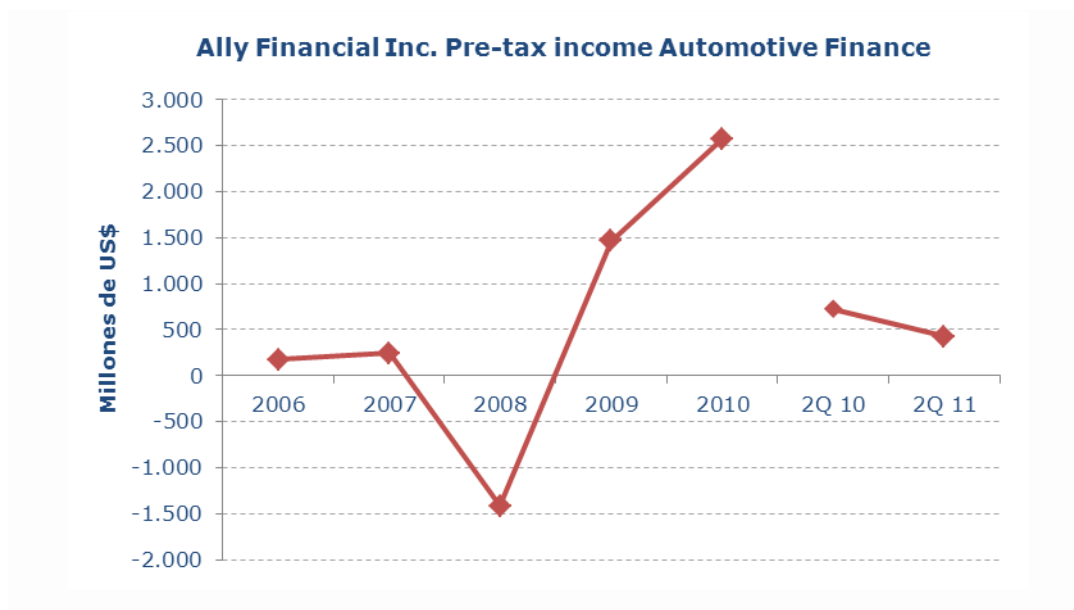
La propiedad de **GMAC**, por medio de sociedades intermedias, pertenece íntegramente a Ally Financial Inc., antiguamente GMAC Inc., entidad con destacada participación a nivel mundial en el negocio de servicios financieros, con más de 80 años de experiencia desde su inicio en Estados Unidos.

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.

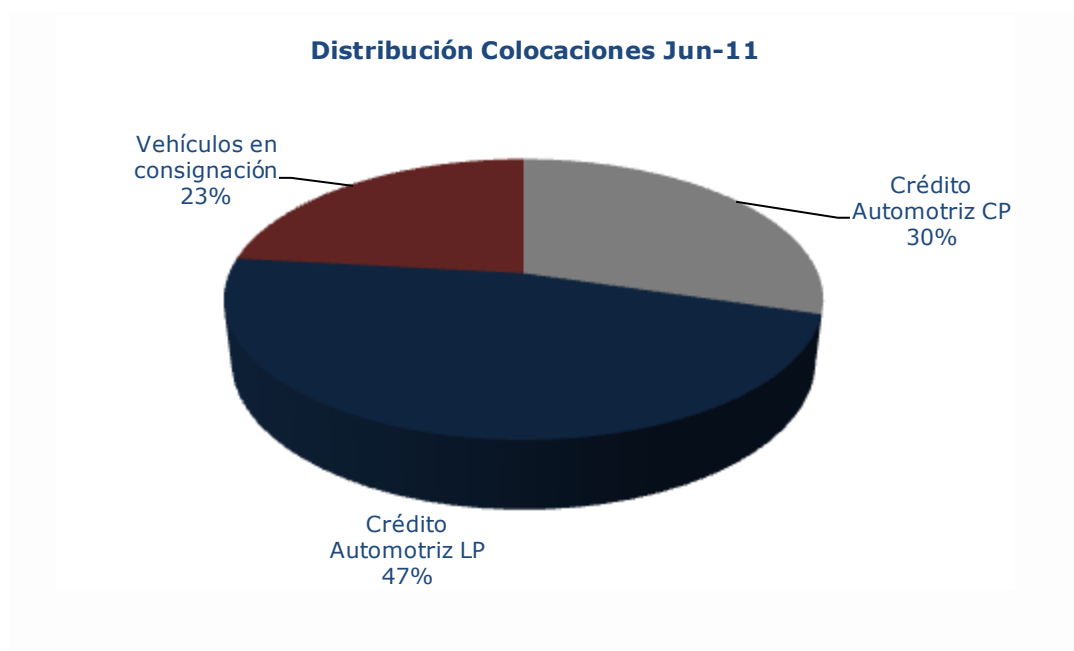
Junto con el fortalecimiento patrimonial, el grupo estructuró sus operaciones, proceso que implicó el cierre de algunas oficinas en el mundo y el incremento de la cobertura de sus ventas mediante el financiamiento de marca de vehículos de sociedades no relacionadas.

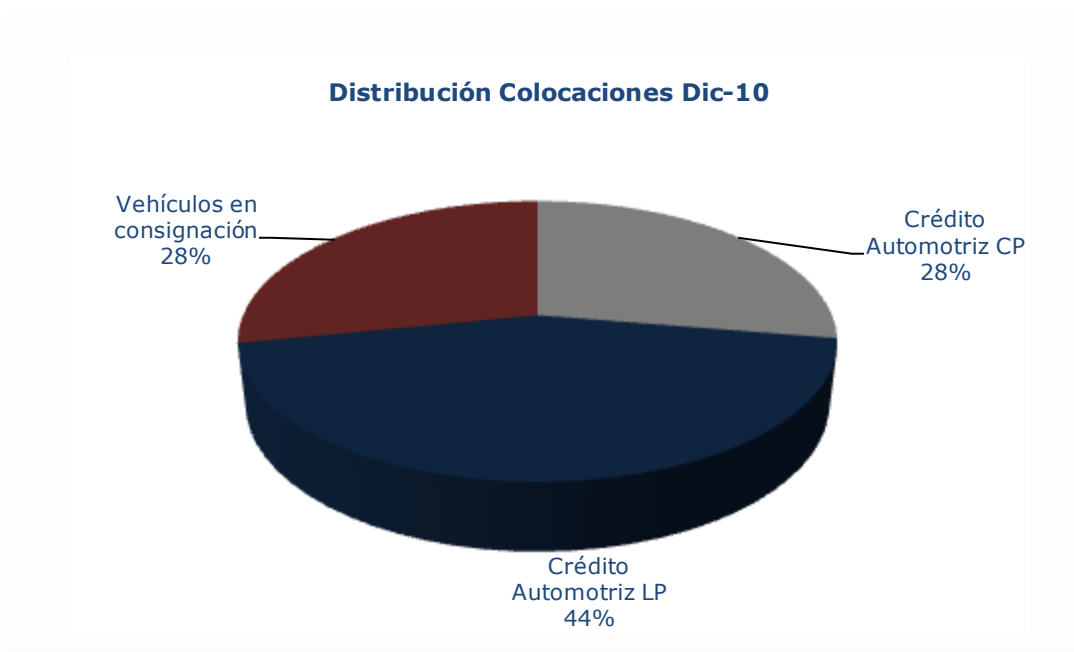
En la actualidad, por medio de su línea de negocios de financiamiento automotriz, la matriz realiza operaciones en alrededor de 23 países, habiendo financiado a la fecha más de 150 millones de vehículos en todo el mundo.



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).





Préstamos *retail*

Constituye la principal línea de negocio para **GMAC** en términos de colocaciones, representando del orden del 61% de los activos al 30 de junio de 2011, sumando cerca de US\$ 198 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.

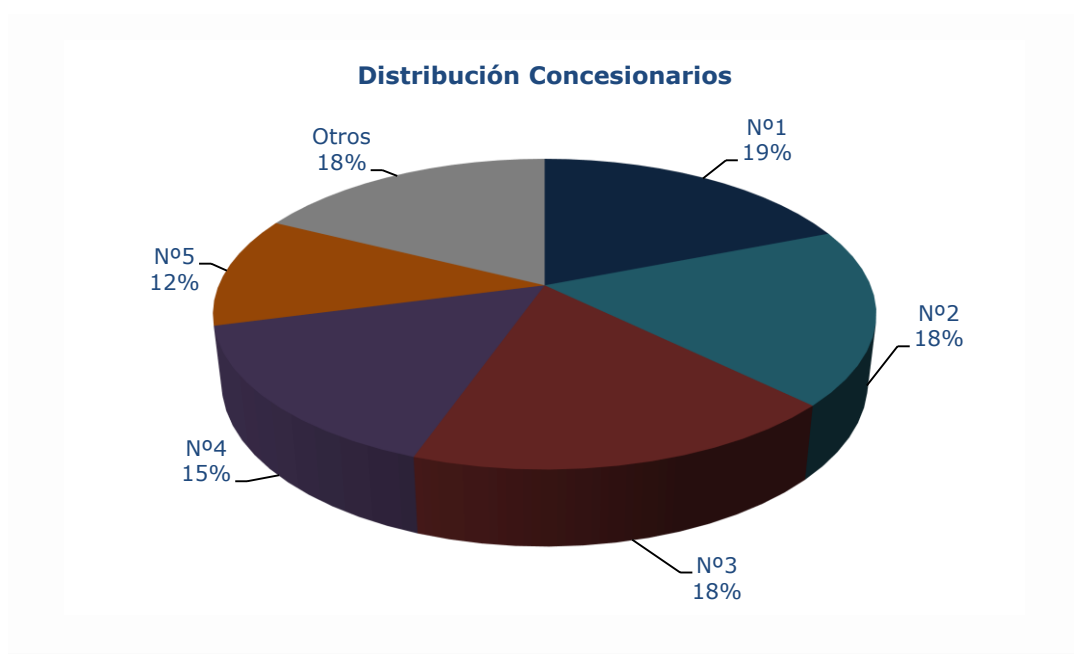
Existe flexibilidad para el pago de los créditos, existiendo convenio con distintos bancos, con empresas especializadas de recaudación y mecanismos automáticos de pago (descuento de línea de créditos).

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 junio de 2011 representaron cerca del 18% 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.

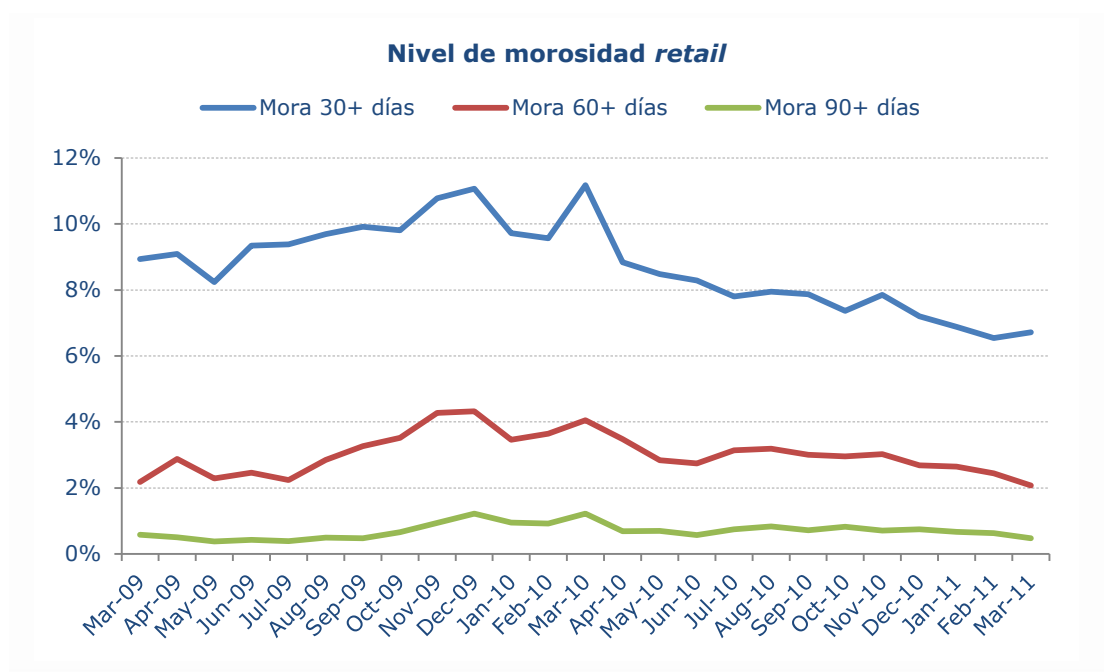
El financiamiento de las actividades de la empresa se realiza con recursos propios y de terceros, los cuales exigen una rentabilidad o tasa de interés (costo de fondeo). Otro costo relevante dice relación con la bonificación exigida por lo concesionarios por intermediar en la colocación de los créditos.

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 79% del activo a junio de 2011), han presentado un comportamiento más que adecuado, aun cuando, como es natural, han mostrado deterioro en entornos de crisis económica.

En el gráfico "Nivel de Morosidad *Retail*" (los vehículos en consignación no presentan mora) se observa como el contexto económico recesivo del país en 2009, producto de la crisis *sub prime*, afectó la calidad de la cartera. Sin embargo, también se aprecia como a partir de marzo de 2010, junto con la recuperación económica, disminuyeron los niveles de morosidad en todos sus tramos, hasta alcanzar en diciembre de 2010, el 7,20% de la cartera en el tramo de mora sobre 30 días. También se evidencia que la "mora dura" (sobre 90 días) ha mantenido dentro de niveles controlables, pese al incremento que registró en 2009. A junio de 2011, la "mora dura" alcanzaba 0,37% de la cartera de colocaciones, representando menos del 1% del patrimonio, mientras que la mora sobre 30 días representaba un 5,33% de las colocaciones.

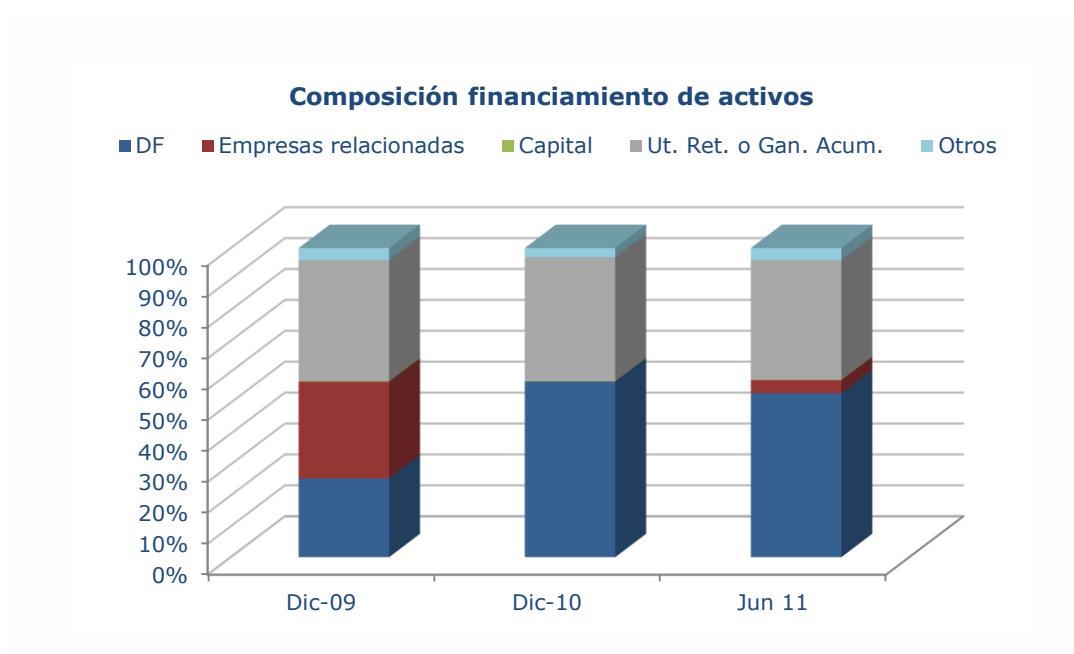


Es importante destacar que la baja relativa de la "mora dura" desde 2010 es resultado un mejoramiento efectivo en el comportamiento de la cartera crediticia y no es el resultado de un incremento significativo en

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).

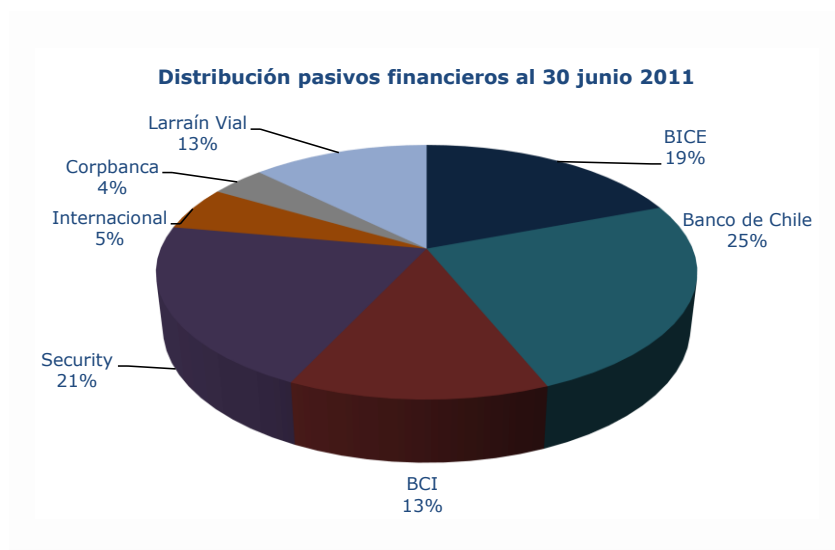
Estructura de financiamiento

En la actualidad la empresa financia sus actividades principalmente a través de deuda financiera, la que a junio de 2011 sumaba US\$ 172 millones. Como se observa en el siguiente gráfico, durante el año 2010 se produjo una baja significativa en la importancia relativa de las deudas con empresas relacionadas como fuente de financiamiento (desde 31% en diciembre 2009 a 0% en diciembre 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. De igual forma se reconoce la importancia de su patrimonio dentro de la estructura de financiamiento, compuesto esencialmente por utilidades retenidas.



En términos de acceso al sistema bancario, a junio de 2011 la empresa operaba con siete entidades financieras (siete en 2010 y ocho en 2009); sin embargo, tres de ellas concentraban el 65% del financiamiento de este tipo (60% a diciembre de 2010). 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%. A junio de 2011, la entidad contaba con líneas bancarias vigentes por \$104.000 millones, con una utilización del 76%, equivalente a \$ 81.154 millones.

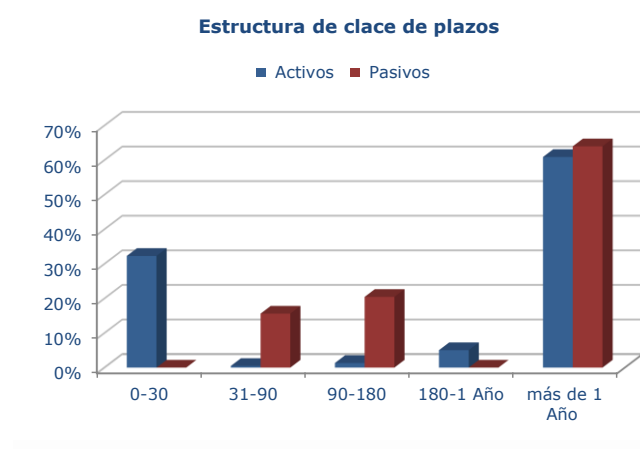
A continuación se presenta la composición de la deuda financiera de junio de 2011:



Durante el primer semestre de 2011 se observó un mayor acceso a financiamiento de mediano plazo. Mientras que la deuda corriente representaba la totalidad de la deuda con bancos a diciembre de 2010, a junio de 2011 representa solo el 63% de ella, situación que implica una mejoría su estructura de calce (la operación de la empresa se concentra en el mediano plazo).

Asimismo, cabe destacar que la empresa inscribió una línea de efectos de comercio por UF 2,25 millones (equivalente a \$50.000 millones, aproximadamente) durante el tercer trimestre, condición que posibilitará la diversificación de su estructura de financiamiento.

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 18% de los activos están a tasa variable (activos concesionados). 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.

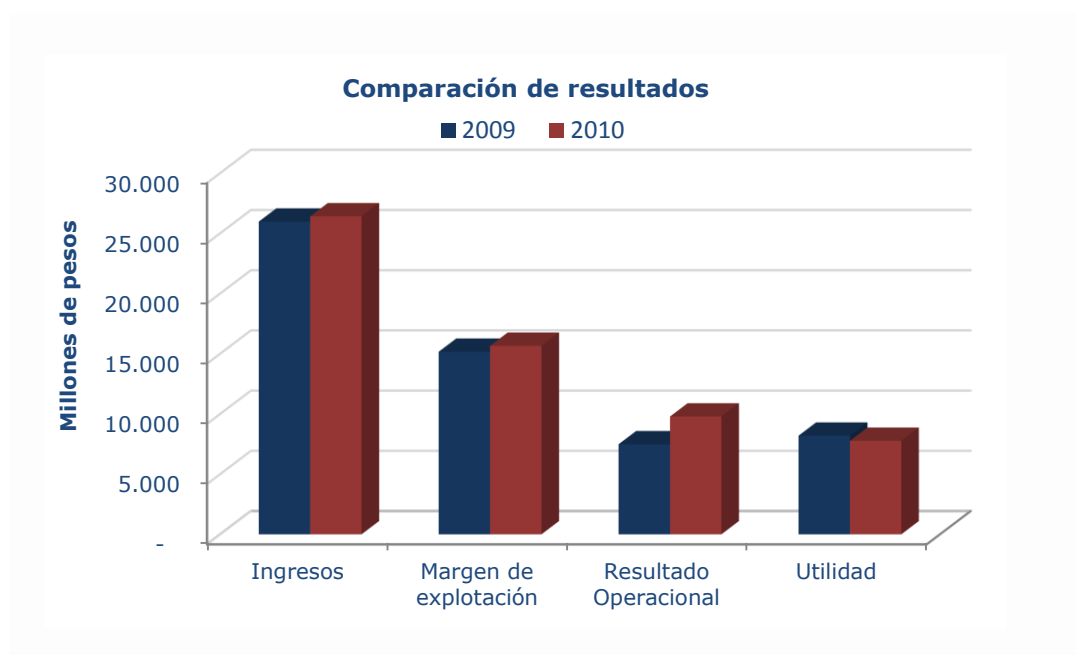
La estructura de calces por plazo ha mejorado, debido a una mayor presencia de activos no corrientes, no obstante persiste el descalce en las obligaciones a más de un año.

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). A junio de 2011 la empresa registraba colocaciones netas por \$ 121 millones, \$93 mil millones generadas por negocio *retail* y \$ 28 mil millones por el negocio *wholesale*.

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%.

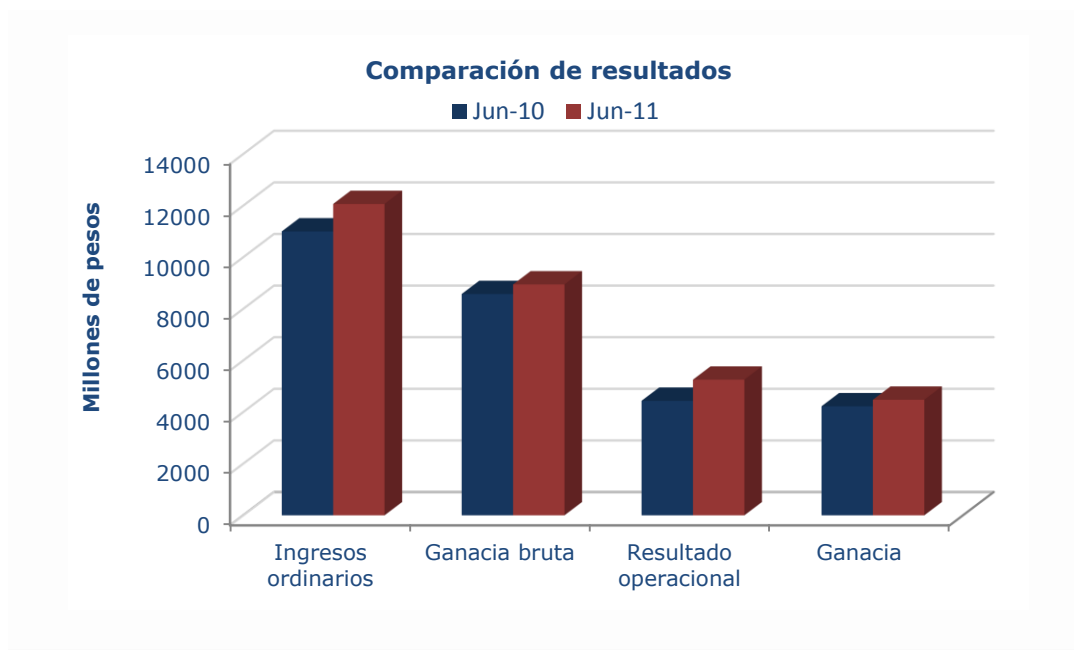


Durante el primer semestre de 2011, los ingresos de **GMAC** crecieron en 10% en relación a igual periodo de 2010, debido al alza del *spread*⁵. En paralelo, los costos de venta aumentaron su importancia relativa respecto de los ingresos pasando desde 22% en 2010 a 26% en 2011, así la ganancia bruta se incrementó

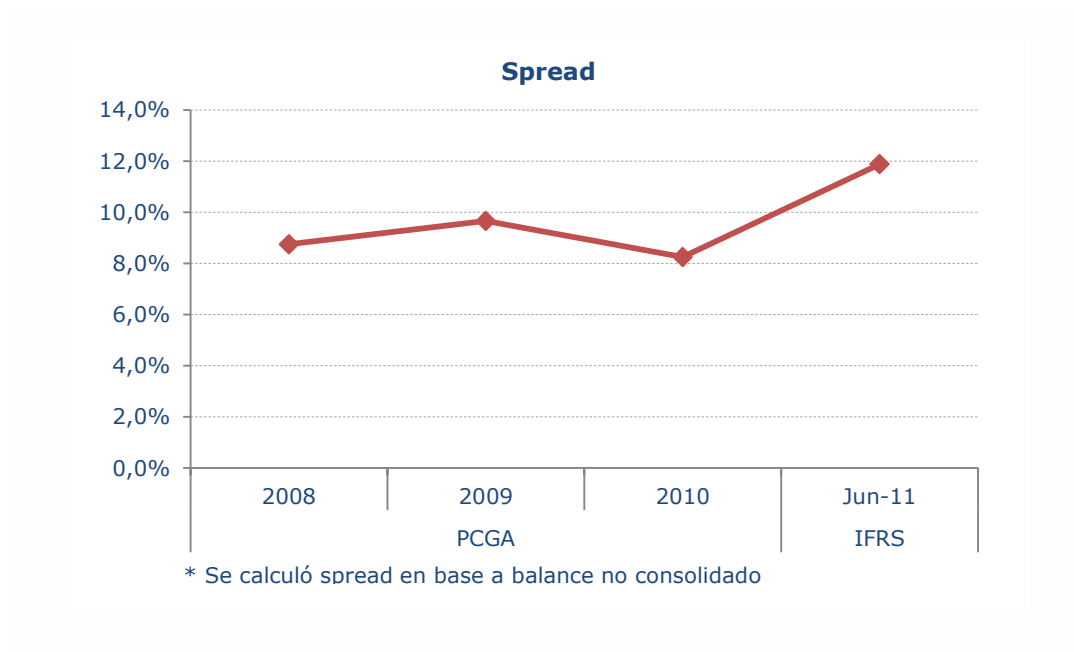
⁴ Calculado como ingresos sobre colocaciones promedio menos costos de explotación sobre deuda promedio.

⁵ Calculado como ingresos sobre colocaciones promedio menos costos de explotación sobre deuda promedio.

en 4%. El resultado operacional⁶ se incrementó en 18% por el alza en la ganancia bruta, y potenciado por una mayor eficiencia en los gastos de administración (su importancia sobre las ventas pasó desde 38% a 31% de los ingresos ordinarios. Así la ganancia creció 6%.



A continuación se muestra la evolución de *spread*⁷):



⁶ Calculado como ganancia bruta neta de los gastos de administración y ventas.

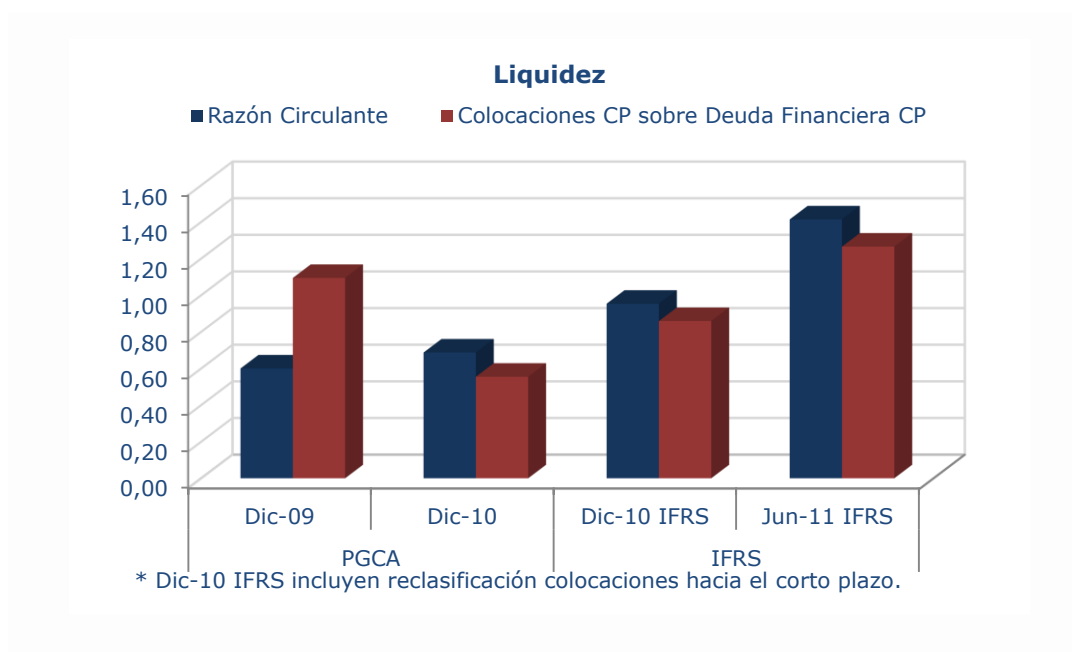
⁷ Calculado como ingresos sobre colocaciones promedio menos costos de explotación sobre deuda promedio.

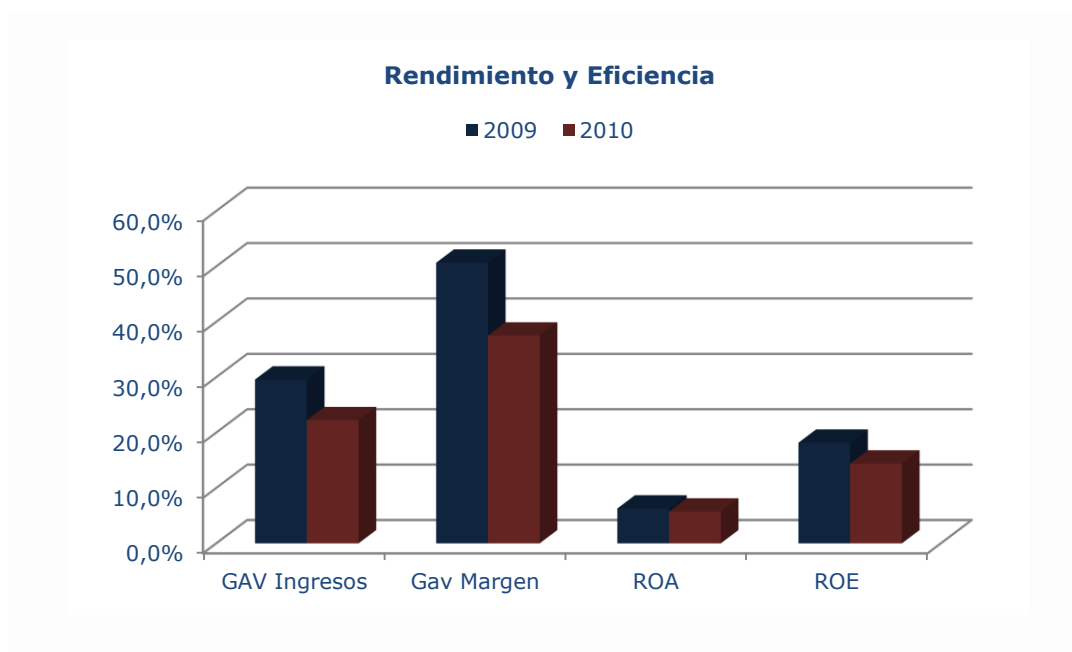
Liquidez

Durante el primer semestre de 2011 la empresa presentó un fortalecimiento de sus indicadores de liquidez asociado a una restructuración de su deuda bancaria que implicó una mayor presencia de pasivos no corrientes. No obstante a ello, la empresa presentó en 2010 una débil posición de liquidez por el incremento líneas cortas que reemplazaron los pasivos con entidades relacionadas.

Desde que la deuda relacionada se reemplazó por deuda bancaria, **GMAC** cuenta con 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**. Por otra parte se considera que las líneas de crédito bancario activas exhiben una razonable probabilidad de re financiamiento.

Por su parte, la cobertura de la deuda financiera de corto plazo, mediante colocaciones de corto plazo, se vio favorecida durante el primer semestre de 2011 tanto por la mayor presencia de colocaciones de corto plazo (influenciada de forma positiva por una reclasificación contable) como por el cambio en la estructura de deuda.





Características de los instrumentos

Línea efectos de comercio N°088

Monto máximo línea (UF)	2,25 millones
Fecha inscripción línea	06 de julio de 2011
Plazo vencimiento línea (años)	10
Fecha de vencimiento de la línea	06 de julio de 2021
Uso de fondos	A definir en cada escritura complementaria

Covenants línea efectos de comercio N°088

	Línea	Límite al 30/06/2011
Deuda Financiera/ Patrimonio	No superior a 8 veces	1,41
Activo libres de gravámenes/ Pasivo exigible no garantizado	Superior 0,75	-

"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 aquella 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