



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## GMAC Comercial Automotriz Chile S.A.

Junio 2012

### Informe anual

Analista  
Antonio Velásquez Herrera  
Tel. (56-2) 433 5200  
antonio.velasquez@humphreys.cl

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
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	En Observación
EEFF base	31 de marzo de 2012

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de efectos de comercio	Nº 088 de 06-07-2011

Estado de Situación Financiera			
En M\$	2010	2011	Mar-2012
<b>Activos Corrientes</b>	84.533.395	86.173.221	97.404.897
<b>Activos No Corrientes</b>	59.306.728	69.971.357	73.389.297
<b>Total Activos</b>	143.840.123	156.144.578	170.794.194
<b>Pasivos Corrientes</b>	88.685.566	53.705.983	57.543.824
<b>Pasivos No Corrientes</b>	-	37.389.680	45.565.293
<b>Patrimonio</b>	55.154.557	65.048.915	67.685.077
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	143.840.123	156.144.578	170.794.194

Estado de Resultados Integrales			
En M\$	2010	2011	Mar-2012
<b>Ingresos de Actividades Ordinarias</b>	22.887.696	26.809.477	6.898.016
<b>Costo de Ventas</b>	- 5.837.783	- 6.779.519	- 1.852.578
<b>Ganancia Bruta</b>	17.049.913	20.029.958	5.045.438
<b>Gastos de Administración</b>	- 7.009.047	- 7.568.279	- 2.078.445
<b>Ganancia Antes de Impuesto</b>	10.055.288	12.735.600	3.070.579
<b>Impuesto a las Ganancias</b>	- 1.048.320	- 2.474.114	- 434.417
<b>Ganancia</b>	9.006.968	10.261.486	2.636.162

## 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 provee inventario en consignación a concesionarios Chevrolet.

Al 31 de marzo de 2012, en términos consolidados, la sociedad emisora presentaba activos por \$ 170.794 millones, con un *stock* de colocaciones netas de \$ 138.083 millones, de los cuales el 78% correspondía a créditos automotores y 22% a vehículos entregados en consignación. Los activos de la sociedad son financiados con patrimonio (\$ 67.685 millones) y con deuda financiera de terceros (\$ 91.521 millones). La estructura de activos permitió a la empresa generar durante el primer trimestre del año un ingreso y una ganancia bruta de \$ 6.898 millones y \$ 5.045 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 altos 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.

Se reconoce también la existencia de áreas de control interno y cumplimiento cuyo objetivo es la mejora de procesos y procedimientos y que reporta a la matriz los problemas identificados (*self identified issues*), proponiendo un plan de acción y una fecha de cierre de las deficiencias detectadas. No obstante, en el último año, debido a los problemas enfrentados por la sociedad matriz, la actividad de control interno ha estado abocada fundamentalmente a labores de monitoreo de lavado de activos, fraude y al entrenamiento de los empleados en la legislación local y estadounidense. Sin perjuicio de lo anterior, control interno ha programado una auditoría para el segundo semestre de este año, cuyo alcance aun está por definir. Además de los controles locales, existen distintas instancias de control interno en operaciones internacionales, una de las cuales se encuentra en Brasil y se encarga de realizar revisiones a las diferentes unidades y procesos de la compañía. Varias áreas de la compañía han sido auditadas directamente por esta unidad en el marco de auditorías periódicas a las filiales de GMAC en Sudamérica.

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**.

La clasificación de riesgo igualmente 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 B+” en escala global por Standard & Poor’s (grado especulativo, 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 que exhiben una robusta y sólida posición financiera, constituyéndose en 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 automotores 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 reducida proporción de capital pagado, sosteniéndose en utilidades retenidas susceptibles de ser repartidas a futuro, condición que podría afectar su 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**; sin embargo, en opinión de **Humphreys**, los problemas que está enfrentando la matriz y la búsqueda de alternativas estratégicas para sus negocios internacionales, podrían implicar el retiro de una parte de esos fondos.

Dentro del negocio de la sociedad evaluada, por medio de su filial, se incluye la entrega de vehículos a concesionarios en calidad de consignación (en torno al 18% del activo) que se distribuyen en trece operadores, cuyo nivel de ventas está correlacionado y tiende a covariar con el ciclo económico. Ninguno de los concesionarios cuenta 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 los automóviles son, en todo momento, propiedad de **GMAC**.

La perspectiva de la clasificación se califica "*En Observación*" debido a que la sociedad matriz ha comunicado su intención de explorar alternativas estratégicas para sus operaciones internacionales, incluyendo las de Sudamérica, con el propósito de acelerar el pago de sus obligaciones con el Tesoro de los Estados Unidos de América y a que su filial de financiamiento hipotecario, Residential Capital, LLC, ha presentado un convenio con acreedores bajo la ley de quiebras de EE.UU. (Capítulo 11). Al momento de la clasificación se desconoce cuál sería la nueva estrategia de Ally Financial Inc. respecto a sus negocios internacionales.

La perspectiva de la clasificación de la línea de efectos de comercio se mantendrá "*En Observación*" mientras no se conozcan las medidas concretas que Ally Financial Inc. tomará respecto a **GMAC** en el marco de las acciones estratégicas mencionadas.

Para el mantenimiento de la clasificación es necesario que la sociedad, a lo menos, conserve la calidad de su cartera de colocaciones y el estándar de sus operaciones y de su capacidad comercial. De igual forma, se requiere que permanezca su sólida relación con la red concesionarios de GM. A futuro, la clasificación podría mejorar en la medida que la empresa fortalezca su acceso a fuentes de financiamiento y/o la base de capital que conforma su patrimonio, previa claridad de las decisiones que adopte su matriz en relación con las filiales.

## 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 líneas de crédito bancarias de corto plazo disminuyeron 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 que 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. Con fecha 06 de julio de 2011, la empresa inscribió en la Superintendencia de Valores y

Seguros (SVS) una línea de efectos de comercio por UF 2,25 millones, realizándose la primera emisión de carácter privado, el día 21 de junio de 2012 por un monto de \$ 500 millones, con vencimiento el 19 de Junio de 2013.

Como se mencionó, en mayo de 2012 la matriz de **GMAC**, Ally Financial Inc., comunicó su intención de explorar alternativas estratégicas para sus operaciones internacionales, incluyendo las de América Latina, con el fin de facilitar el repago de la inversión del Tesoro de los EE.UU.; junto con ello presentó un convenio con acreedores amparándose en el Capítulo 11 de la ley de quiebras de EE.UU. para su filial de financiamiento hipotecario.

Durante el primer semestre de 2011 GMAC Chile generó ingresos por \$ 6.898 millones, lo que en términos nominales representó un aumento de 4,3% con respecto a igual período del año anterior. El costo por venta de la compañía ascendió a \$ 1.853 millones, lo que representa un 26,9% de los ingresos del período y significa un alza de 26,5% respecto de igual período de 2011.

Los gastos de administración alcanzaron a \$ 2.078 millones, registrando una disminución de 25,5% respecto del año anterior. Además, a marzo de 2012, esta partida en relación con los ingresos alcanzaba el 30,13% (42,22% en el primer trimestre de 2011).

La ganancia del período ascendió a \$ 2.636 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 en torno a \$ 1.895 millones. A marzo de 2012, las colocaciones correspondientes a créditos automotores alcanzaron los \$ 108.093 millones, lo que implica una variación positiva de 4,5% respecto de marzo de 2011. El valor de los vehículos entregados en consignación, en tanto, llegó a \$ 29.990 millones. A la misma fecha el patrimonio de la sociedad ascendía a \$ 67.685 millones.

En cuanto a la Matriz de **GMAC** -Ally Financial Inc.-, a diciembre de 2011, obtuvo un ingreso por ventas de US\$ 7.033 millones y una pérdida de US\$ 201 millones. En tanto, sus activos ascendieron a US\$ 183.940 millones y su patrimonio alcanzó los US\$ 19.327 millones. Para el primer trimestre de 2012 el ingreso por ventas fue de US\$ 1.964 millones, con una ganancia de US\$ 310 millones. Sus activos ascendieron a US\$ 186.350 millones y su patrimonio alcanzó los US\$ 19.667 millones.

## Definición categorías de riesgo<sup>1</sup>

### 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 aproximadamente el 78% de las colocaciones, mantiene una cartera de unos 34.000 deudores, en la que el promedio de los préstamos individuales es de alrededor de \$ 5 millones, y el promedio de los diez mayores créditos es de aproximadamente \$ 29 millones. Además, la gran cantidad de deudores permite un comportamiento estadísticamente normal de la cartera crediticia.

**Activos subyacentes reducen riesgo de pérdida:** El negocio del crédito automotor, sin excepción, está caucionado con prenda de los automóviles cuya compra fue financiada. Respecto al inventario 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 -1,52 veces a marzo de 2012, medido como pasivo exigible sobre patrimonio- situación que se mantuvo constante durante los últimos años y 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 precios variables está circunscrita a operaciones con plazos inferiores a 30 días (riesgo muy acotado). Además, la empresa

<sup>1</sup> Si bien las definiciones están referidas a la capacidad de pago de títulos de deuda, ellas también se hacen extensibles a empresas.

presenta una adecuada rentabilidad y nivel de eficiencia (considerando los años 2010 y 2011, el promedio de la rentabilidad de los activos y de la relación gastos de administración sobre ingresos es de 6,0% y 25,2%, 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 internacional y sobre 30 años de experiencia en el mercado automotor chileno. En la práctica, el buen desempeño de la empresa local queda demostrado en los bajos niveles de mora sobre 90 días, situada a la fecha bajo el 1%. Sin embargo, esta situación podría modificarse en el futuro, ya que las alternativas estratégicas que está explorando la matriz respecto a sus negocios internacionales podrían implicar la enajenación de su filial en Chile.

**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 2011, el *spread*<sup>2</sup> ascendía a 11,8%, 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 22% corresponde al inventario otorgado a concesionarios a través de consignación. 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 afecten 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.

**Reducido capital:** El patrimonio de la empresa está constituido en más del 99% por utilidades retenidas, susceptibles de ser repartidas como dividendos. Debido a los problemas financieros de la matriz y a que debe repagar las inversiones del Tesoro de EE.UU., en opinión de **Humphreys**, se ha incrementado la probabilidad de que la matriz retire recursos de las utilidades retenidas, sin embargo es poco probable que lo haga hasta el punto de comprometer financieramente a su filial.

<sup>2</sup> Medido como ingresos sobre colocaciones promedio menos costos de explotación sobre deuda promedio.

**Acotado respaldo financiero de los propietarios:** La matriz -Ally Financial Inc.- ha sido clasificada por Standard & Poor's en categoría B+ 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 de vulnerabilidad a la que no es inmune **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 de EE.UU.; empero, dicha situación no necesariamente será permanente en el tiempo.

**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\$ 22.126 millones a diciembre del 2011. 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 representa cerca del 18% del total de activos de la compañía se concentra en trece concesionarios. Sin embargo, este riesgo se encuentra atenuado porque se trata de operaciones de muy corto plazo y porque 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

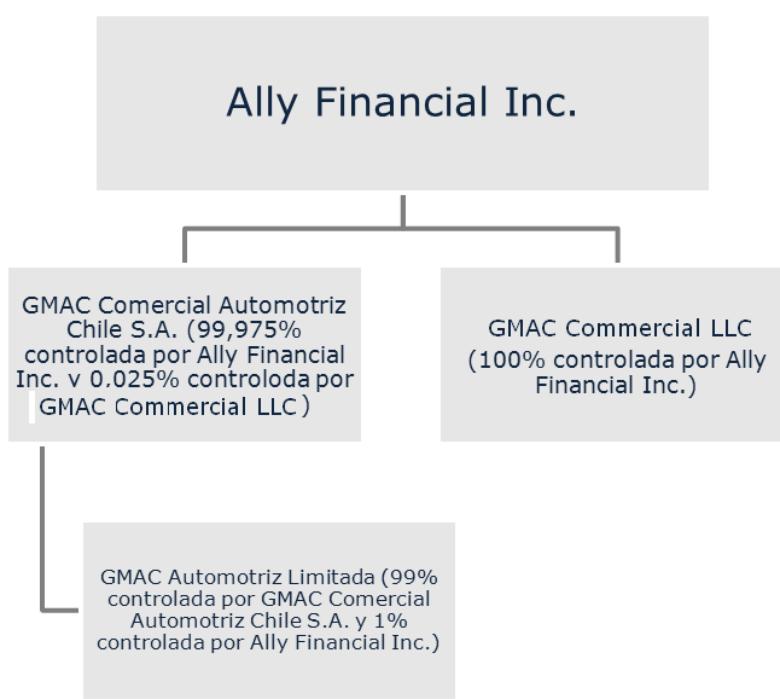
**GMAC** tiene como objetivo la entrega de financiamiento en Chile para la adquisición de vehículos motorizados, tanto a personas naturales como jurídicas que sean clientes de concesionarios GM, quienes tienen la exclusividad de la venta de vehículos Chevrolet nuevos en el país. Ello no inhibe el otorgamiento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

Además, a través de su filial GMAC Automotriz Ltda., de la cual es dueña en un 99%, la sociedad otorga inventario a concesionarios Chevrolet para la compra de vehículos a GM y, en menor medida, financia

operaciones de *leasing* financiero a sus clientes. También entrega financiamiento a los mismos concesionarios para capital de trabajo en repuestos de automóviles y accesorios.

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 34.000 clientes-deudores y en total ha financiado la adquisición de más de 180 mil vehículos. Por su parte, la matriz tiene presencia en más de 15 países y participación en préstamos de variada índole (hipotecarios y automotores entre otros).

## Propiedad



La propiedad de **GMAC**, por medio de sociedades intermedias, pertenece íntegramente a Ally Financial Inc., anteriormente 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.

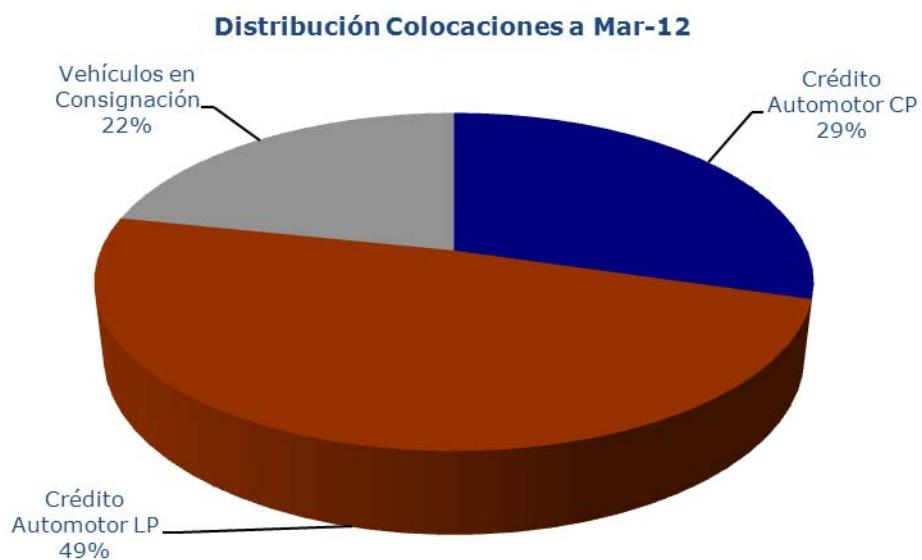
Ally Financial Inc. –post crisis *subprime*– tuvo una fuerte reestructuración en su propiedad, lo que ha implicado que, a la fecha, el 73,8% de la propiedad pertenezca al Departamento del

Tesoro de EE.UU. situación que permitió fortalecer el patrimonio de la sociedad luego del fuerte deterioro que había experimentado. A la fecha, con la intención de repagar la inversión del Departamento del Tesoro de los EE.UU., Ally Financial Inc. se encuentra buscando alternativas para sus negocios internacionales, los que incluyen su filial en Chile.

En la actualidad, por medio de su línea de negocios de financiamiento automotor, la matriz realiza operaciones en más de 15 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) e inventario *wholesale* a través de su filial GMAC Automotriz Ltda. (básicamente proveen de inventario a los concesionarios bajo la figura de consignación de vehículos Chevrolet)



### Préstamos *retail*

Constituye la principal línea de negocio para **GMAC** en términos de colocaciones, representando aproximadamente el 78% de las colocaciones al 30 de marzo de 2012, sumando cerca de \$ 108.093 millones. Estos créditos están altamente atomizados (los diez mayores alcanzan en promedio a \$ 29 millones) 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 cuatro 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. Adicionalmente, la compañía cuenta con varios

mecanismos de recaudación de créditos, pues tienen convenios con distintos bancos, con empresas especializadas de recaudación y mecanismos automáticos de pago (descuento de línea de crédito).

En cuanto al tipo de activos financiados, aproximadamente el 92% del *stock* de deuda corresponde a automóviles nuevos, de los cuales cerca del 100% lo conforman vehículos Chevrolet y el restante 8% corresponde a vehículos usados, de los que el 72% son de la misma marca.

## **Inventario wholesale**

Esta línea de negocio tiene como propósito proveer de inventario a trece 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 marzo de 2012 representaron cerca del 18% de los activos de la sociedad y el 22% de las colocaciones, llegando a \$ 29.990 millones. Dado que no existe transferencia del activo, el riesgo es bajo tal como se ha comprobado en el pasado (no se han registrado pérdidas en estas operaciones).

## **Administración del negocio**

En términos sucintos, el negocio de *retail* 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 las comisiones por los seguros asociados a las operaciones. Todos estos ingresos están supeditados a la capacidad que tenga la compañía de realizar adecuadamente el proceso de cobranza de los créditos. El negocio *wholesale*, por su parte, implica la entrega de inventario en consignación a concesionarios en el corto plazo.

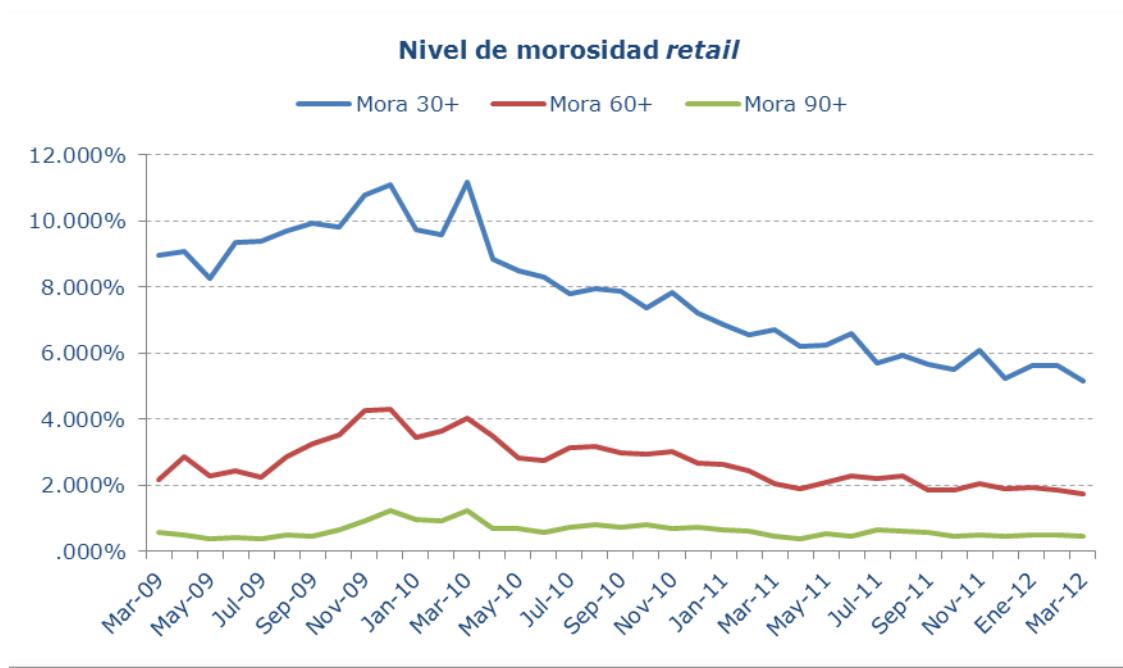
El financiamiento de las actividades de la empresa se realiza con recursos propios y de terceros, los cuales exigen una rentabilidad o tasa de interés (costo de fondeo). Otro costo relevante es la bonificación exigida por los concesionarios por intermediar en la colocación de los créditos.

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

## **Comportamiento cartera de activos**

Los activos, compuestos esencialmente por créditos automotores y vehículos en consignación (alrededor del 88% del activo a marzo de 2012), han presentado un comportamiento más que adecuado, aun cuando, como es natural, han mostrado deterioro en entornos de crisis económica.

En el gráfico siguiente se observa que el contexto económico recesivo del país en 2009, producto de la crisis financiera global, afectó la calidad de la cartera. Sin embargo, también se aprecia que a partir de marzo de 2010, junto con la recuperación económica, disminuyeron los niveles de morosidad en todos sus tramos, hasta alcanzar el 5,17% de la cartera en marzo de 2012, en el tramo de mora sobre 30 días. También se evidencia que la “mora dura” (sobre 90 días) se ha mantenido dentro de niveles controlados, pese al incremento que registró en 2009. A marzo de 2012, la “mora dura” alcanzaba el 0,48% de la cartera de colocaciones, representando menos del 1% del patrimonio, mientras que la mora sobre 60 días llegaba al 1,73%.

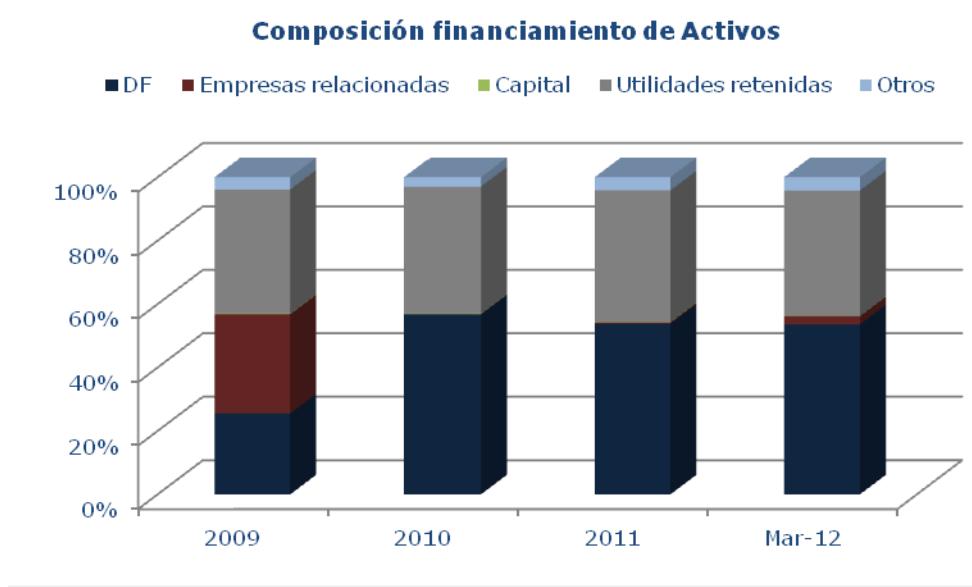


Es importante destacar que la baja relativa de la mora dura desde 2010 es resultado de un mejoramiento efectivo en el comportamiento de la cartera crediticia y no de un incremento significativo en el nivel de colocaciones, como tampoco es el efecto de un castigo excesivo por incumplimiento.

## Estructura de financiamiento

En la actualidad la empresa financia sus actividades principalmente a través de deuda financiera, la que a marzo de 2012 sumaba US\$ 91.521 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; no obstante, cabe destacar que éste está compuesto esencialmente por utilidades retenidas.



En términos de acceso al sistema bancario, a marzo de 2012 la empresa operaba con ocho entidades financieras (siete en 2011 y 2010); sin embargo, tres de ellas concentraban cerca del 72% del financiamiento de este tipo. A mayo de 2012, la entidad contaba con líneas bancarias vigentes por \$ 102.479 millones, con una utilización cercana 95%, equivalente a \$ 97.124 millones. El alto monto de utilización de sus líneas vigentes, de no mediar un incremento de las mismas, podría eventualmente inhibir el crecimiento de las colocaciones; sin embargo, se reconoce que en parte la alta proporción de utilización de las líneas se traduce en una caja promedio mensual de alrededor de los \$ 15.000 millones, lo que le permite a la empresa soportar situaciones de falta de liquidez y hacer frente al crecimiento natural del negocio.

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 representaba el 63% de ella y a marzo de 2012 llegó solo al 50%, situación que favorece 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 del año 2011, condición que posibilitará la diversificación de su estructura de financiamiento; habiéndose realizado la primera emisión de carácter privado, el día 21 de junio de 2012 por un monto de \$ 500 millones, con vencimiento el 19 de Junio de 2013.

## 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 precio variable (activos consignados). 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 pasivos no corrientes, lo que ha influido también en una mejor posición de liquidez de la compañía.

## Análisis financiero

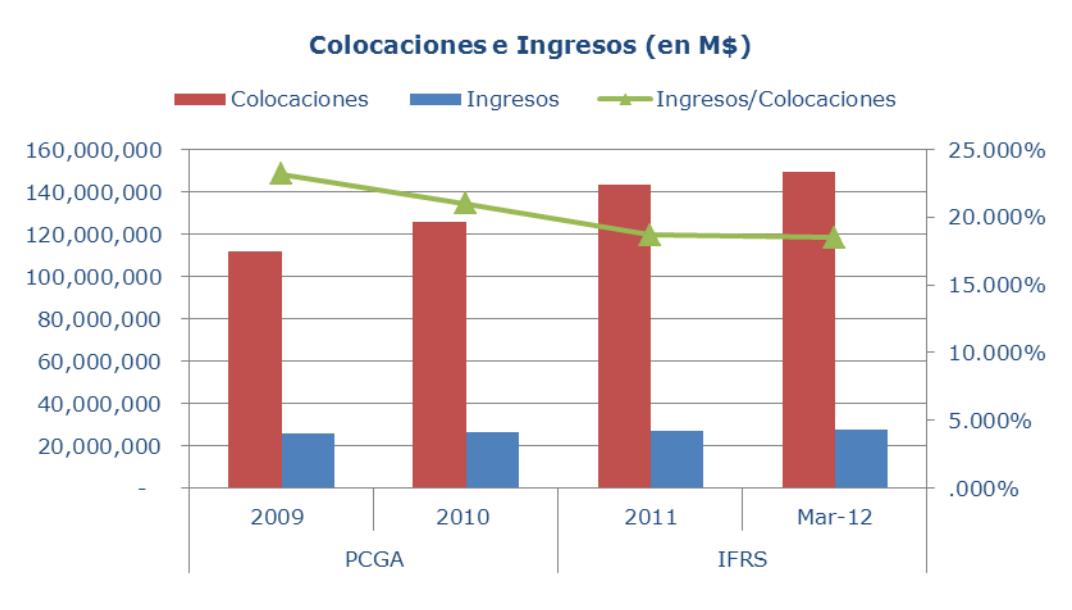
### Nivel de resultados

El primer trimestre del año terminó con un nivel de colocaciones netas del orden de los \$ 138.083 millones, incluyendo *retail* (\$ 108.093 millones) y *wholesale* (\$ 29.990 millones).

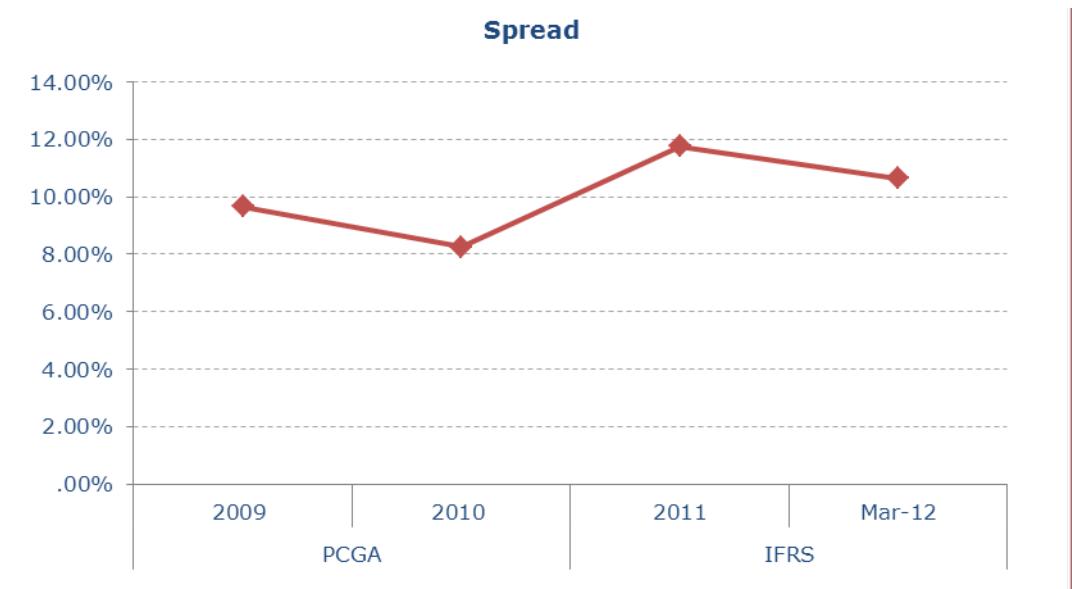
Pese al aumento de las colocaciones que se registró entre 2009 y 2011, los ingresos de **GMAC** crecieron a un ritmo menor, de forma que la relación entre ingresos y colocaciones pasó del 23,2% en diciembre de 2009 a 18,7% en diciembre de 2011 (ver gráfico). Entre 2010 y 2011, la ganancia antes de impuesto se incrementó en un 26,6%, principalmente por una mejor gestión en los gastos de administración y ventas, y, como consecuencia, la utilidad creció casi 14% en el mismo período.

Durante el primer trimestre de 2012, los ingresos de GMAC crecieron 4,3% en relación a igual periodo de 2010, debido al alza del spread<sup>3</sup> y al incremento en las colocaciones. En paralelo, los costos de venta aumentaron su importancia relativa respecto de los ingresos pasando desde 22% en los primeros tres meses de 2011 a 27% en similar período de 2012; como resultado, la ganancia bruta se redujo 2%. En el mismo período, la ganancia creció 39%, fundamentalmente por una reducción considerable en los gastos de administración y ventas.

<sup>3</sup> Calculado como ingresos sobre colocaciones promedio menos costos de explotación sobre deuda promedio.



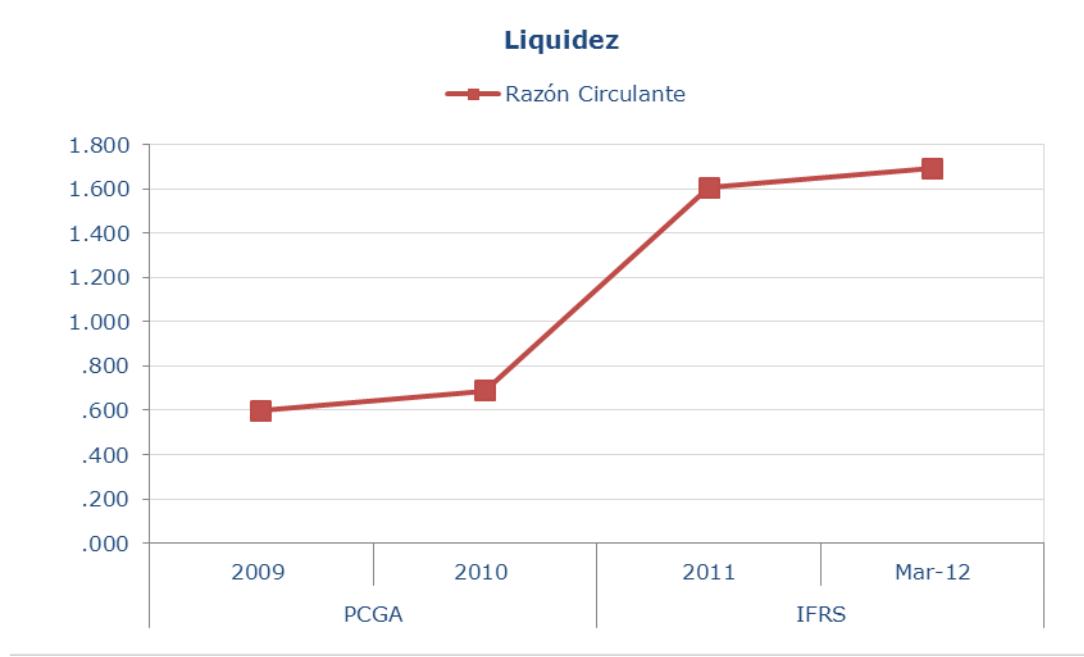
A continuación se muestra la evolución de *spread*<sup>4</sup>, indicador que en los últimos años se movió entre 8% y 12%:



<sup>4</sup> Calculado como ingresos sobre colocaciones promedio menos costos de explotación sobre deuda promedio.

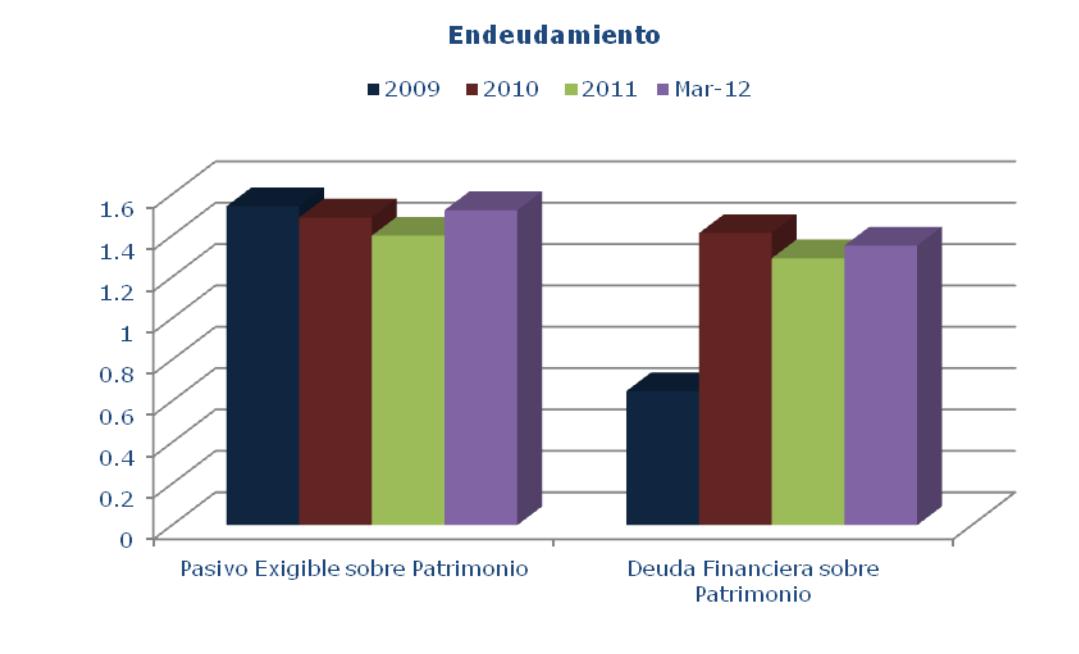
## Liquidez

A pesar de que en 2010 la empresa mostró una débil posición de liquidez por el incremento en líneas cortas que reemplazaron los pasivos con entidades relacionadas, durante 2011 y el primer trimestre de 2012, la empresa presentó un fortalecimiento de este indicador debido a una mejora en la estructuración de su deuda bancaria, que implicó una mayor presencia de pasivos no corrientes. La razón circulante, medida como activos corrientes sobre pasivos corrientes, pasó de 0,6 veces en 2009 a 1,69 veces en marzo de 2012. El incremento pronunciado en el indicador entre 2010 y 2011 se debe al incremento de la deuda financiera no corriente.



## 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. El endeudamiento medido como pasivo exigible sobre patrimonio se mantuvo entre 1,4 y 1,6 veces entre 2009 y marzo de 2012. La deuda financiera en relación al patrimonio pasó de 0,65 veces en 2009 a 1,35 veces en 2012. Este incremento se debe a que en 2010 la compañía sustituyó el financiamiento proveniente de entidades relacionadas por deuda financiera.



Si bien exhibe un bajo endeudamiento en relación a su patrimonio, es necesario señalar que este último está conformado con una muy baja base de capital pagado, con una alta acumulación de resultados.

## Eficiencia y rentabilidad

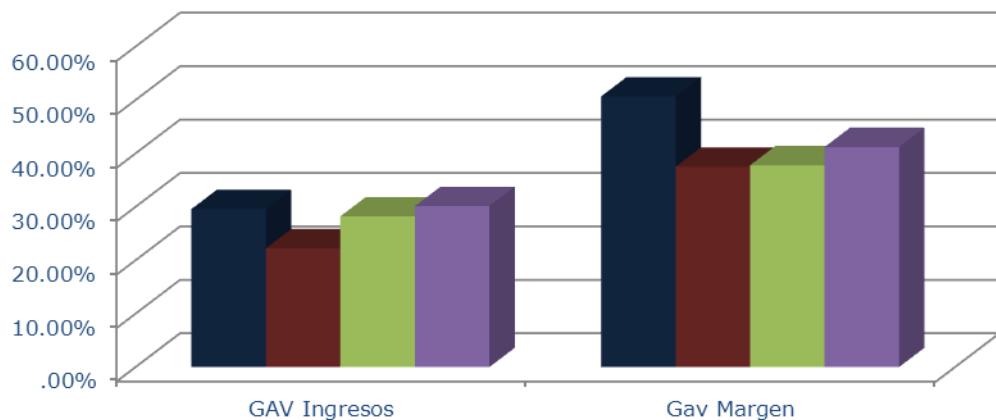
La compañía presenta mejores indicadores de eficiencia que otras empresas de la industria financiera. Los gastos de administración y ventas como proporción de los ingresos se mantuvieron entre el 20% y el 30% entre 2009 y marzo de 2012.

**GMAC** presenta, comparativamente, una elevada rentabilidad de sus activos; entre 2009 y marzo de 2012 el ROA de la sociedad se mantuvo en torno al 6,5%. Los niveles de rentabilidad del activo se explican por un alto *spread* y un nivel de eficiencia adecuado que se incrementó durante el último año, producto de la contracción de los gastos de administración y ventas.

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

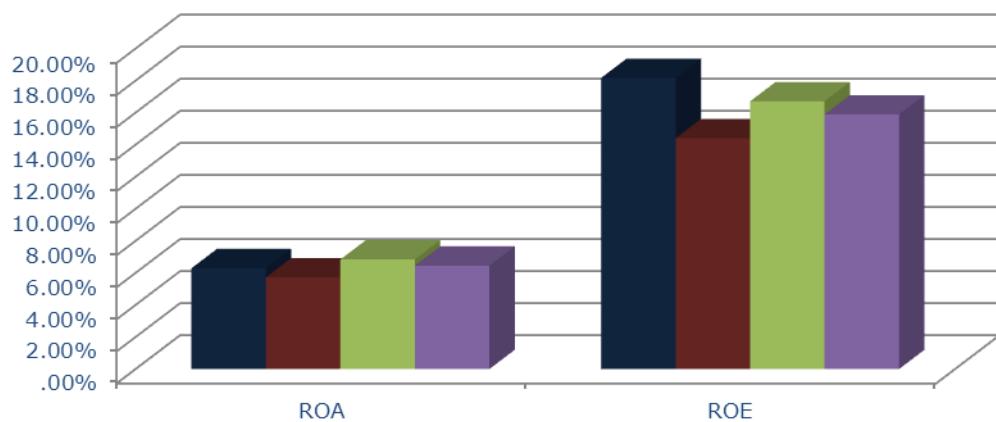
### Efficiencia

■ 2009 ■ 2010 ■ 2011 ■ Mar-12



### Rentabilidad

■ 2009 ■ 2010 ■ 2011 ■ Mar-12



## 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 31/03/2012
Deuda Financiera/ Patrimonio	No superior a 8 veces	1,35
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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*