



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a

Margarita Andrade P.

Tel. (56-2) 2433 5213

margarita.andrade@humphreys.cl

GMAC Comercial Automotriz Chile S.A.

Junio 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de efectos de comercio Tendencia	Nivel 1/A Estable
EEFF base	
	31 marzo 2014

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de efectos de comercio ¹	Nº 088 de 06.07.2011

Estado de resultados por función IFRS						
M\$ de cada período	2010	2011	2012	2013	Ene-Mar 2013	Ene-Mar 2014
Ingresos de activ. ordinarias	22.887.696	26.809.477	27.994.729	29.985.780	7.224.009	7.925.809
Costo de ventas	-5.837.783	-6.779.519	-8.040.359	-7.820.628	-1.995.489	-1.986.967
Ganancia bruta	17.049.913	20.029.958	19.954.370	22.165.152	5.228.520	5.938.842
Gastos de administración	-7.009.047	-7.568.279	-10.473.062	-12.630.535	-3.359.098	-3.403.711
Ganancia, antes de impuesto	10.055.288	12.735.600	9.651.775	9.695.247	1.872.462	2.527.071
Gasto por impto. a las gan.	-1.048.320	-2.474.114	-1.310.991	-1.485.269	830.227	-227.558
Ganancia	9.006.968	10.261.486	8.340.784	8.209.978	2.702.689	2.299.513

Estados de situación financiera clasificado consolidado IFRS					
M\$ de cada período	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-03-2014
Activos corrientes	84.533.395	86.173.221	109.654.074	115.294.895	112.237.749
Activos no corrientes	59.306.728	69.971.357	75.197.598	85.334.692	86.949.983
Total activos	143.840.123	156.144.578	184.851.672	200.629.587	199.187.732
Pasivos corrientes	88.685.566	53.705.983	88.481.659	59.739.246	52.368.806
Pasivos no corrientes	0	37.389.680	22.405.873	58.677.287	60.538.812
Total de pasivo	88.685.566	91.095.663	110.887.532	118.416.533	112.907.616
Patrimonio no controladores	122.676	153.427	178.280	202.127	207.333
Patrimonio controladores	55.031.881	64.895.488	73.785.860	82.010.927	86.072.781
Patrimonio total	55.154.557	65.048.915	73.964.140	82.213.054	86.280.114
Total patrimonio y pasivos	143.840.123	156.144.578	184.851.672	200.629.587	199.187.732
Colocaciones ²	136.561.966	143.548.593	163.124.614	182.231.458	179.492.299
Deuda financiera y EERR ³	81.724.178	84.612.665	104.020.771	110.132.545	107.511.973

¹ Línea por un monto máximo de UF 2.250.000. A la fecha, se encuentran vigentes las series B3, C1, C2, C3, D1, D2, D3 y D4.

² Considera las siguientes cuentas: Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes + Inventarios + Derechos por cobrar, no corrientes.

³ Considera las siguientes cuentas: Otros pasivos financieros, corrientes + Otros pasivos financieros, no corrientes + Cuentas por pagar a empresas relacionadas, corrientes.

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 y Opel.

Al 31 de marzo de 2014, en términos consolidados, la sociedad emisora presentaba activos por \$ 199.188 millones, con un *stock* de colocaciones netas de \$ 179.492 millones, de los cuales el 80% correspondía a créditos automotores y 20% a vehículos entregados en consignación. Los activos de la sociedad son financiados básicamente con patrimonio (\$ 86.280 millones) y con deuda financiera de terceros (\$ 100.205 millones). La estructura de activos permitió a la empresa generar durante el primer trimestre del año un ingreso y una ganancia bruta de \$ 7.926 millones y \$ 5.939 millones, respectivamente.

La clasificación de la línea de efectos de comercio de la sociedad en “*Categoría A/Nivel 1*” 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* adquirido, conocimiento que se hace extensivo a una mayor efectividad de los procesos de ejecución y de liquidación de garantías.

Asimismo, se reconoce el apoyo de la matriz, General Motors Financial Company, Inc., clasificado a escala global en Categoría *Ba2/BB*, lo que sumado a los *covenants* que incluyen los contratos de la línea de efectos de comercio, reducen significativamente el riesgo asociado al que el patrimonio de la compañía esté compuesto esencialmente con utilidades retenidas.

Se reconoce también la existencia de un área de cumplimiento cuyo objetivo es la mejora de procesos y procedimientos y con línea de reporte independiente de la gerencia local, proponiendo un plan de acción y plazos para la implementación de medidas correctivas que son revisadas y documentadas trimestralmente. La persona a cargo cuenta con una experiencia de más de quince años en la compañía con rotación en diferentes áreas.

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**.

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 mercado de 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 (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) 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. Con todo, se reconoce que este riesgo se ve matizado por el hecho que el emisor forma parte de una corporación de nivel mundial.

La clasificación de riesgo igualmente incorpora que dentro del negocio de la sociedad evaluada, por medio de su filial, se incluye la entrega de vehículos a concesionarios en consignación (en torno al 18% del activo) que se distribuyen en trece operadores, cuyo nivel de ventas está correlacionado entre sí y 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 tendencia de la clasificación se estima *Estable*, principalmente porque no se visualizan modificaciones en los factores de relevancia que incidan favorable o desfavorablemente en la clasificación de riesgo de la compañía.

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.

En el mediano plazo, el *rating* podría verse favorecido en la medida que la empresa fortalezca la composición de su patrimonio, reduciendo la importancia de las utilidades retenidas en beneficio del capital y revierta su flujo de efectivo operacional negativo (menor incidencia porcentual del incremento de las cuentas por cobrar). También se consideraría positivo que el fuerte control interno que ejerce la matriz fuese complementado por equipos internos y locales, que aseguren la continuidad y estándar de dichos procesos ante un eventual cambio en la propiedad de la filial chilena.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Créditos automotrices atomizados.
- Fuertes sistemas de control interno provisto por la matriz.

Fortalezas complementarias

- Adecuado comportamiento de "mora dura" en ciclos económicos negativos.
- Bajo endeudamiento relativo.

Fortalezas de apoyo

- Experiencia y *know how*.
- Créditos colateralizados.
- Exposición reducida a competencia al interior de la industria (*spread* moderados).
- Apoyo de la matriz, General Motors Financial Company, Inc.

Riesgos considerados

- Modelo de negocios correlacionado con el volumen de ventas de una marca de automóviles (riesgo bajo en el corto y mediano plazo, pero que se incrementa en una perspectiva de largo plazo).
- Reducido capital (riesgo de retiro de utilidades; se estima con baja probabilidad de materialización, pero de impacto severo y de magnitud).
- Tamaño relativo reducido dentro del mercado de créditos de consumo (riesgo moderado).
- Riesgo del negocio de consignación, concentrado en quince concesionarios (bajo riesgo y administrable).

Hechos recientes

Enero-diciembre 2013

Durante el 2013 **GMAC** generó ingresos por \$ 29.986 millones, lo que en términos nominales representó un aumento de 7,1% con respecto al año anterior. El costo por venta (gastos financieros) de la compañía ascendió a \$ 7.821 millones, lo que representa un 26,1% de los ingresos del período y significa una disminución de 2,7% respecto de 2012.

Los gastos de administración alcanzaron a \$ 12.631 millones, registrando un crecimiento de 20,6% respecto del año anterior, explicado fundamentalmente por el deterioro de las cuentas por cobrar y el aumento de los gastos de cobranza judicial. Además esta partida en relación con los ingresos alcanzó el 42,1% (37,4% en el año 2012).

La ganancia del período ascendió a \$ 8.210 millones, lo que implicó una disminución de 1,6% a la ganancia obtenida por la compañía durante el año anterior.

Enero-marzo 2014

Durante el primer trimestre de 2014 **GMAC** generó ingresos por \$ 7.926 millones, lo que en términos nominales representó un aumento de 9,7% con respecto a igual período del año anterior. El costo por venta (gastos financieros) de la compañía ascendió a \$ 1.987 millones, lo que representa un 25,1% de los ingresos del período y significa una disminución de 0,4% respecto de igual período de 2013.

Los gastos de administración alcanzaron a \$ 3.404 millones, registrando un crecimiento de 1,3% respecto del primer trimestre del año anterior, explicado fundamentalmente por el aumento en la provisión de cuentas por cobrar. Además, a marzo de 2014, esta partida en relación con los ingresos alcanzaba el 42,9% (46,5% en el primer trimestre de 2013).

La ganancia del período ascendió a \$ 2.300 millones, lo que se compara negativamente en relación a la obtenida por la compañía durante igual período del año anterior, cuando se obtuvo una utilidad en torno a \$ 2.703 millones.

A marzo de 2014, las colocaciones correspondientes a créditos automotores alcanzaron los \$ 144.027 millones, lo que implica una variación positiva de 12,5% respecto de marzo de 2013 y de 2,8% respecto a diciembre de 2013. El valor de los vehículos entregados en consignación, en tanto, llegó a \$ 35.465 millones. A la misma fecha el patrimonio de la sociedad ascendía a \$ 86.280 millones.

Definición categorías de riesgo

Categoría A (títulos de largo plazo)

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.

Categoría Nivel 1 (N-1) (títulos de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa 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 80% de las colocaciones, mantiene una cartera de 47 mil deudores, en la que el promedio de los préstamos individuales es de alrededor de \$ 3,0 millones y el promedio de los diez mayores créditos es de aproximadamente \$ 27 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. Además, se trata de activos relativamente líquidos y que cuentan con mercados secundarios transparentes.

Adecuada 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 -1,3 veces a marzo de 2014, 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). Otro elemento importante a considerar es que en la recesión de 2009 la "mora dura" no superó el 1,22%. En contraposición se reconoce que la empresa ha ido perdiendo niveles de eficiencia y, por ende, bajo esa perspectiva, ha ido reduciendo su capacidad para enfrentar escenarios negativos.

Fuerte *know how*: Se considera que la sociedad cuenta con el *know how* necesario para sus operaciones, con más de 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%.

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 marzo de 2014, el *spread*⁴ ascendía a 10,4%, lo cual se considera moderado, dado el segmento objetivo y al compararlo con empresas similares.

⁴ Medido como ingresos sobre colocaciones promedio menos costo de venta sobre deuda promedio.

Apoyo del controlador: General Motors Financial Company, Inc., clasificado a escala global en Categoría *Ba2/BB*, cuenta con colocaciones por US\$ 33.300 millones y un patrimonio de US\$ 6.300 millones. Las líneas bancarias de **GMAC** se encuentran garantizadas por la casa matriz con *comfort letter*.

Factores de riesgo

Modelo de negocio asociado a una sola marca: En torno al 80% de las operaciones crediticias vigentes corresponden al financiamiento de la compra de automóviles marca Chevrolet y Opel, todos vendidos a través de la red de concesionarios de GM; por otra parte, el 20% 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. 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.

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\$ 29.398 millones a marzo del 2014. 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. Con todo, tal que se mencionó anteriormente, la sociedad está en buena posición para soportar mayor competencia.

Concentración de colocaciones por concesionarios: La consignación de automóviles -que representa 18% del total de activos de la compañía- se concentra en quince 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 y Opel 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 automotor").

Además, a través de su filial GMAC Automotriz Ltda., de la cual es dueña en un 99%, la sociedad provee inventario a concesionarios Chevrolet y Opel y, en menor medida, financia operaciones de *leasing* financiero a sus clientes.

La sociedad –producto de sus más de 30 años de operación en Chile- 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 más de 47 mil clientes-deudores y en total ha financiado la adquisición de más de 180 mil vehículos.

Propiedad y administración

La propiedad de **GMAC**, a partir de 1 de abril de 2013, pertenece íntegramente a General Motors Financial Company, Inc., subsidiaria de General Motors Company, entidad con destacada participación a nivel mundial en la producción y venta de vehículos, con más de 100 años de experiencia desde su inicio en Estados Unidos.

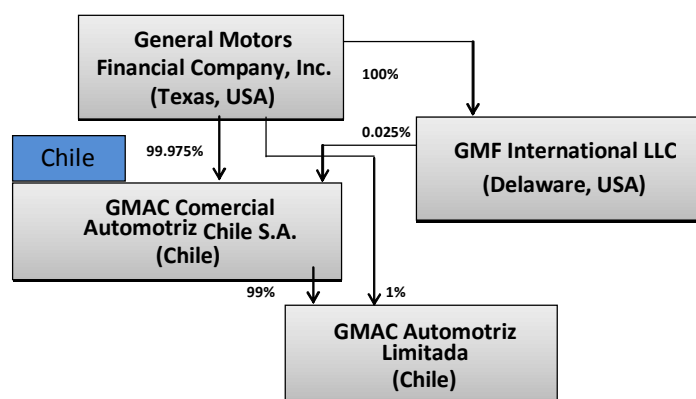


Ilustración 1: Estructura legal de la propiedad

En cuanto a la matriz de **GMAC** -General Motors Financial Company, Inc.-, a diciembre de 2013, obtuvo ingresos por US\$ 3.344 millones y una utilidad de US\$ 566 millones. En tanto, sus activos ascendieron a US\$ 37.990 millones y su patrimonio alcanzó los US\$ 6.285 millones.

El directorio de la compañía está formado por tres miembros titulares y tres suplentes, identificados a continuación:

Cargo	Nombre
Director titular	María Isabel Cisternas Fuentes
Director titular	Marcelo Soto Perretta
Director titular	Dino Ferdinandi ⁵
Director suplente	Jorge Zamora Toro
Director suplente	Rubén Rodríguez Castro
Director suplente	Michael Stanley Kanarios ⁶

La administración de la compañía está conformada por los siguientes ejecutivos:

Cargo	Nombre
Gerente General	Dino Ferdinandi ⁷
Directora de Operaciones	María Isabel Cisternas Fuentes
CFO	Felipe Florez Millán
Tesorero	Rubén Rodríguez Castro
Gerente Crédito	Fabián Neira Santander
Gerente de Riesgo	Jorge Zamora Toro
Gerente de Cobranza y <i>Customer Service</i>	Scarlett Keidong Cornejo
Gerente Comercial	Marcelo Soto Perretta
Controller	Lissetty Muñoz
Gerente de <i>Compliance</i>	Gianina Arias

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 provee de inventario a los concesionarios bajo la figura de consignación de vehículos Chevrolet y Opel).

⁵ Fecha de nombramiento: 30 de abril de 2014.

⁶ Fecha de nombramiento: 30 de abril de 2014.

⁷ Fecha de nombramiento: 25 de marzo de 2014.

Distribución colocaciones Marzo-2014

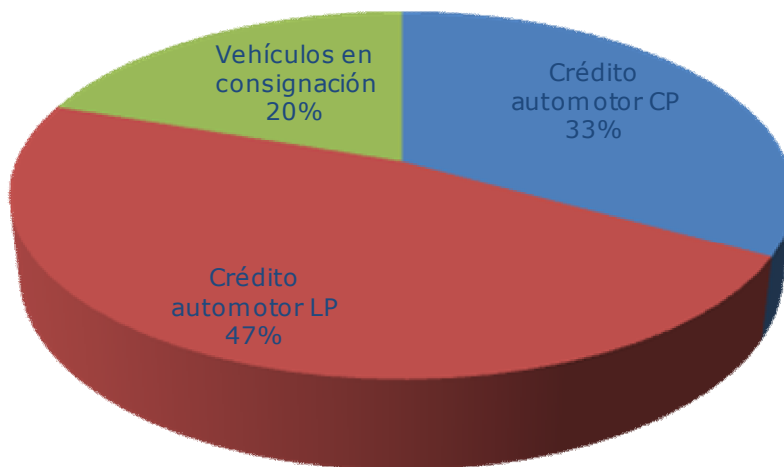


Ilustración 2: Distribución colocaciones

Préstamos *retail*

Constituye la principal línea de negocio para **GMAC** en términos de colocaciones, representando el 80% de las colocaciones al 31 de marzo de 2014, sumando \$ 144.027 millones. Estos créditos están altamente atomizados (los diez mayores alcanzan en promedio a \$ 27 millones) y están respaldados mediante prenda del vehículo cuya compra se está financiando, reduciendo la pérdida esperada por incumplimiento.

El otorgamiento de crédito se hace basado en un análisis que incluye: el perfil del cliente, sus hábitos de pago, su capacidad de pago, su estructura y términos y condiciones del préstamo. Dicho análisis incorpora el uso de un modelo propietario de puntuación (*scoring*). Las políticas de crédito definen los niveles aceptables en cada una de las mencionadas dimensiones de manera que se mantengan dentro de los rangos aceptables de riesgo crediticio. El proceso de monitoreo de riesgo de crédito se hace de manera constante, tanto en el total de la cartera como en la estructura de riesgo de los nuevos préstamos.

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. La recaudación de créditos se realiza por medio de cupones de pago y estados de cuenta, que se pueden cancelar en tres bancos.

Inventario *wholesale*

Esta línea de negocio tiene como propósito proveer de inventario a trece concesionarios de la red GM 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 2014 representaban el 18% de los activos de la sociedad y el 20% de las colocaciones, llegando a \$ 35.465 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).

Mercado del crédito automotor

Este mercado se caracteriza por la participación de agentes especializados, tales como **GMAC**, Forum y Mitsui, entre otros, y el sistema bancario en general a través de sus unidades de banca de personas. No obstante la amplitud de oferentes, el mercado presenta aún satisfactorias tasas de colocación, lo que favorece la obtención de adecuados márgenes, impulsado, en parte, por el dinamismo que muestra el crecimiento del parque automotriz que, según datos del Instituto Nacional de Estadísticas, se incrementó en cerca de 36% entre los años 2009 y 2013 (39% para automóviles particulares).

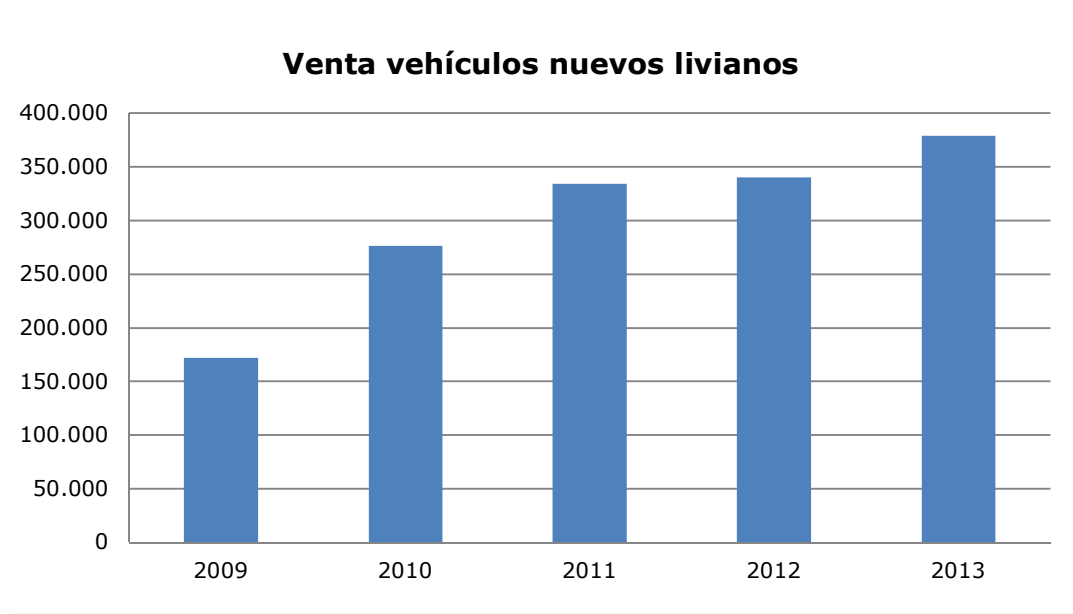


Ilustración 3: Venta vehículos nuevos livianos

Dentro de las ventas de vehículos nuevos el 2013, las principales marcas comercializadas fueron: Chevrolet, Hyundai y Kia, con una participación de 15,0%, 9,2% y 8,4%, respectivamente. De ello, **GMAC** registró una penetración del 31% en las ventas de la marca Chevrolet y Opel en Chile (entendida esta como el número de unidades financiadas sobre el total de ventas de GM en Chile).

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 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 pagada a 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 90% del activo a marzo de 2014), han presentado un comportamiento más que adecuado, aun cuando, como es natural, han mostrado deterioro en entornos de crisis económica.

En la Ilustración 4 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 6,01% de la cartera en diciembre de 2013, 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 diciembre de 2013, la "mora dura" alcanzaba el 0,72% de la cartera de colocaciones, representando 1,23% del patrimonio, mientras que la mora sobre 60 días llegaba al 2,42% de las colocaciones.

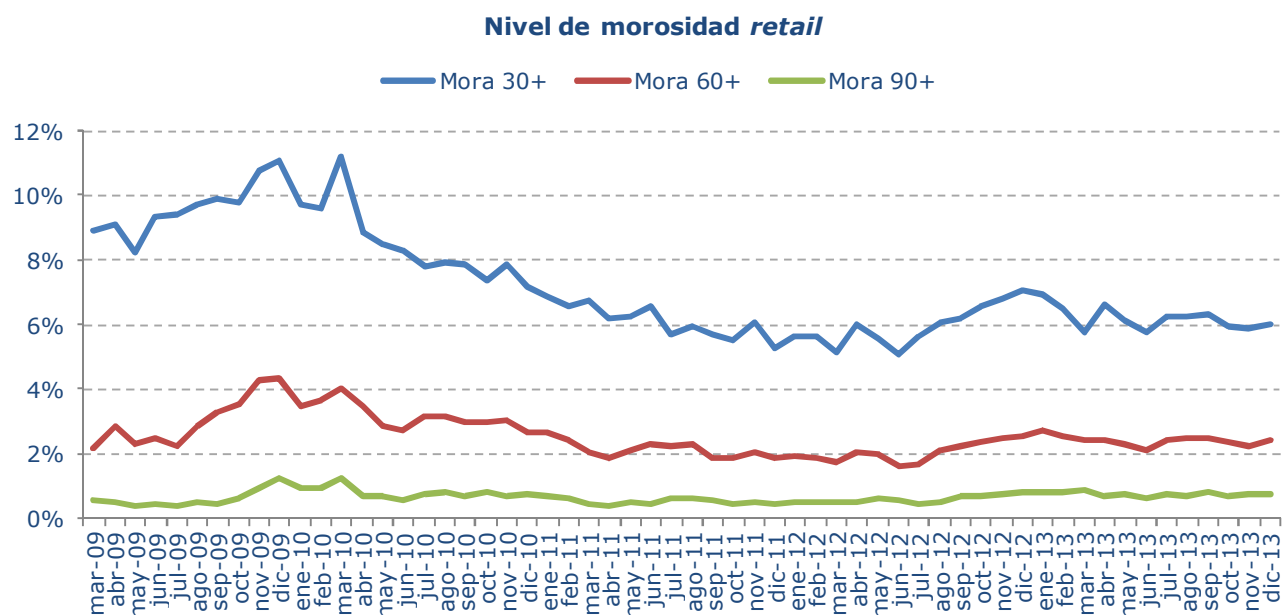


Ilustración 4: Morosidad retail

Estructura de financiamiento

En la actualidad la empresa financia sus actividades principalmente a través de deuda financiera de terceros, la que a marzo de 2014 sumaba \$ 100.205 millones.

Como se observa en la Ilustración 5, durante el año 2010 se produjo una baja significativa en la importancia relativa de las deudas con empresas relacionadas como fuente de financiamiento, lo que se deriva de la política *self funding* establecida por la matriz –en ese entonces Ally Financial Inc.–, que implicaba que las filiales debían ser capaces de financiar sus operaciones mediante captaciones en el mercado en el cual participaban.

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.

Composición financiamiento de activos

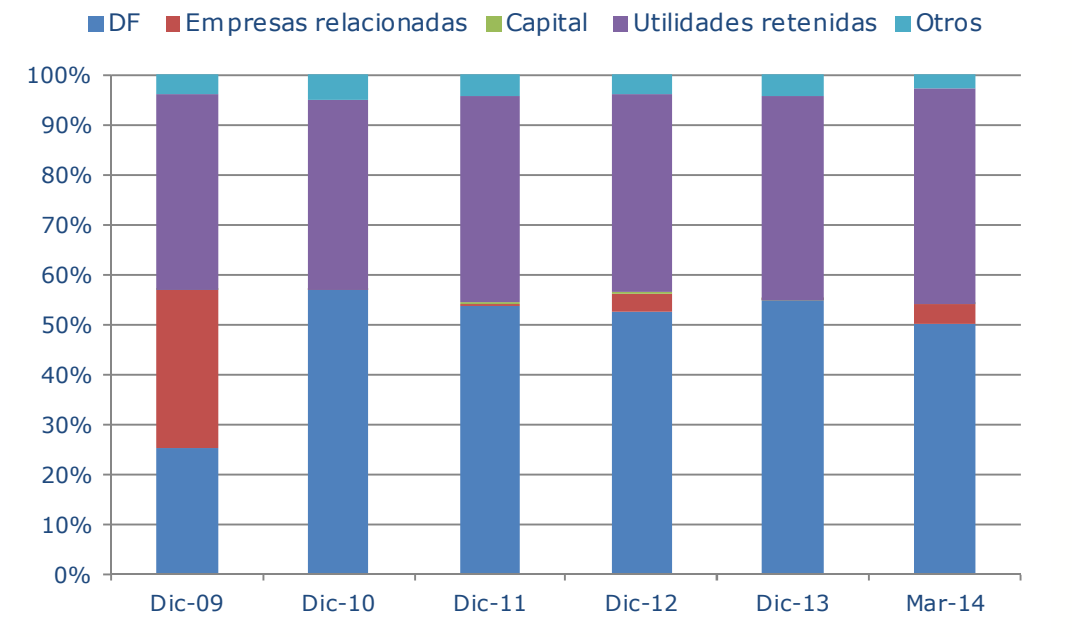


Ilustración 5: Composición financiamiento de activos

En términos de acceso al sistema bancario, a marzo de 2014 la empresa operaba con nueve entidades financieras (siete en 2010 y 2011); sin embargo, tres de ellas concentraban el 73% del financiamiento de este tipo. A diciembre de 2013, la entidad contaba con líneas bancarias vigentes por \$ 148.450 millones, con una utilización del 71%, equivalente a \$ 106.087 millones.

En cuanto a estructura de plazo de la deuda bancaria, a marzo de 2014 un 37% correspondía a deuda de corto plazo y un 63% a deuda mayor a un año. Se evidencia una reducción paulatina de la proporción de deuda bancaria de corto plazo, entre 2008 y 2010 representó entre un 97% y 100% de la deuda financiera bancaria y entre 2011 y 2012 la proporción estuvo entre 55% y 77%, bajando a 45% el 2013. Esta situación favorece su estructura de calce (la operación de la empresa se concentra en el mediano plazo).

Cabe destacar que el 2011 la empresa inscribió una línea de efectos de comercio por UF 2,25 millones (equivalente a \$ 50.000 millones, aproximadamente), condición que ha posibilitado la diversificación de su estructura de financiamiento.

En los cierres de los últimos nueve trimestres, la compañía ha mantenido un saldo promedio en "efectivo y equivalentes al efectivo" de \$ 16.038 millones, que a marzo de 2014 alcanzó a \$ 16.438 millones, lo que le permite a la empresa soportar situaciones de falta de liquidez y hacer frente al crecimiento natural del negocio.

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, el 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 en relación a los años 2008 al 2010, debido a una mayor presencia de pasivos no corrientes, lo que ha influido también en una mejor posición de liquidez de la compañía.

Análisis financiero⁸

Nivel de resultados

El primer trimestre del año terminó con un nivel de colocaciones netas del orden de los \$ 179.492 millones, incluyendo *retail* (\$ 144.027 millones) y *wholesale* (\$ 35.465 millones).

Pese al aumento de las colocaciones que se registró entre 2008 y marzo de 2014, los ingresos de **GMAC** crecieron a un ritmo menor, de forma que la relación entre ingresos y colocaciones pasó del 23,4% en diciembre de 2008 a 17,3% a marzo de 2014 (ver Ilustración 6).

⁸ La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2010. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a marzo de 2013.

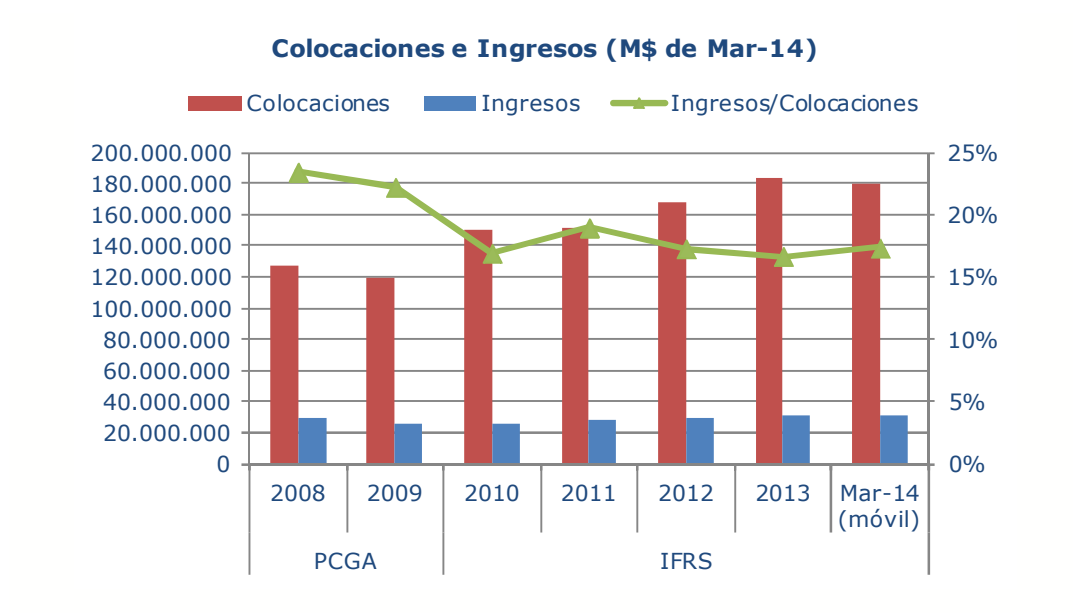


Ilustración 6: Colocaciones e ingresos

En la Ilustración 7 se muestra la evolución del *spread*⁹ anual, indicador que entre 2009 y marzo de 2014 ha fluctuado entre 9,6% y 11,0%:

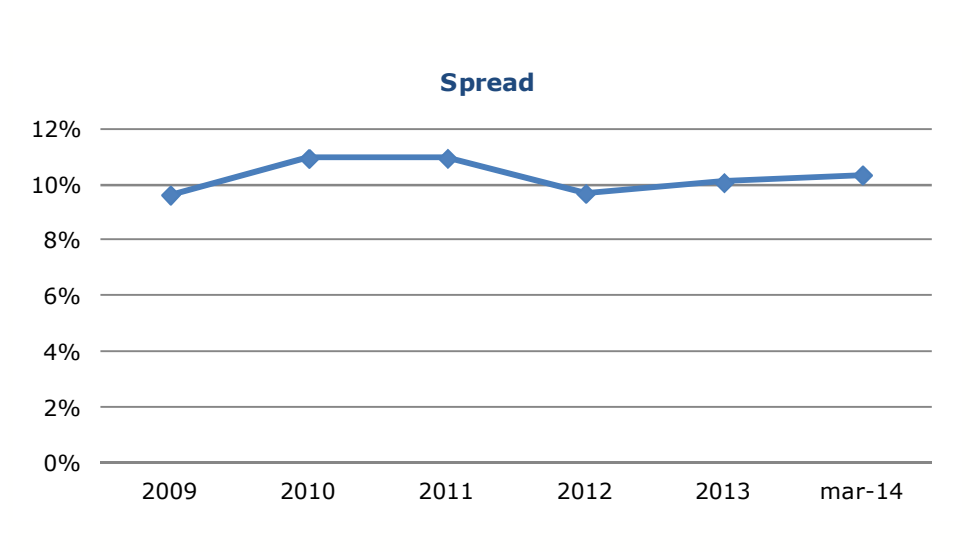


Ilustración 7: Spread

Tasa de pago

Entre octubre de 2011 y diciembre de 2013, la tasa de pago mensual promedio de las colocaciones de la compañía (recaudación como porcentaje del *stock* de colocaciones) ha sido de 6,0% y ha presentado un comportamiento estable a través del tiempo.

⁹ Calculado como ingresos sobre colocaciones promedio menos costos de explotación sobre deuda promedio.

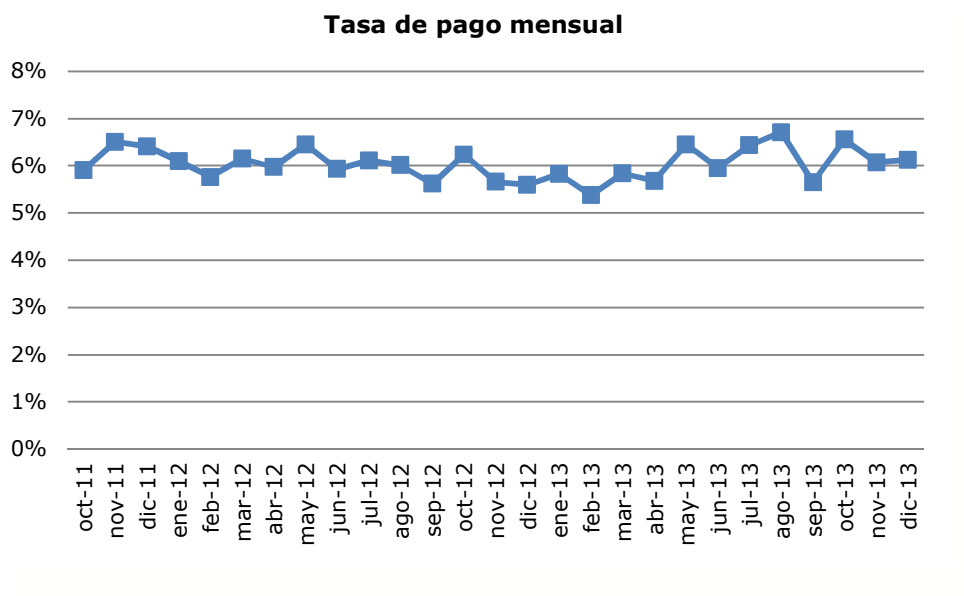


Ilustración 8: Tasa de pago mensual

Liquidez

Hasta el 2010 la empresa mostró una débil posición de liquidez; a partir de marzo de 2011 la empresa ha evidenciado un fortalecimiento de este indicador debido a una mejora en la estructuración de su deuda bancaria, que ha implicado una mayor presencia de pasivos no corrientes. La razón corriente, medida como activos corrientes sobre pasivos corrientes, ha pasado de 0,55 veces en 2008 a 2,14 veces a marzo de 2014.

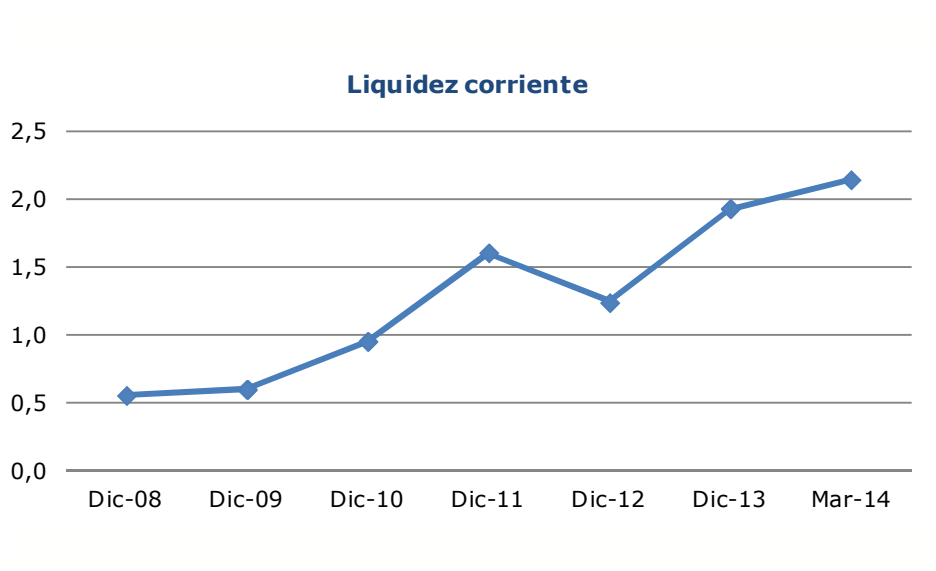


Ilustración 9: Liquidez corriente

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 ha mantenido entre 1,3 y 1,6 veces entre 2009 y marzo de 2014. En tanto, la deuda financiera en relación al patrimonio pasó de 0,6 veces en 2009 a 1,2 veces a marzo de 2014. Este incremento se debe a que en 2010 la compañía sustituyó financiamiento proveniente de entidades relacionadas por deuda financiera.

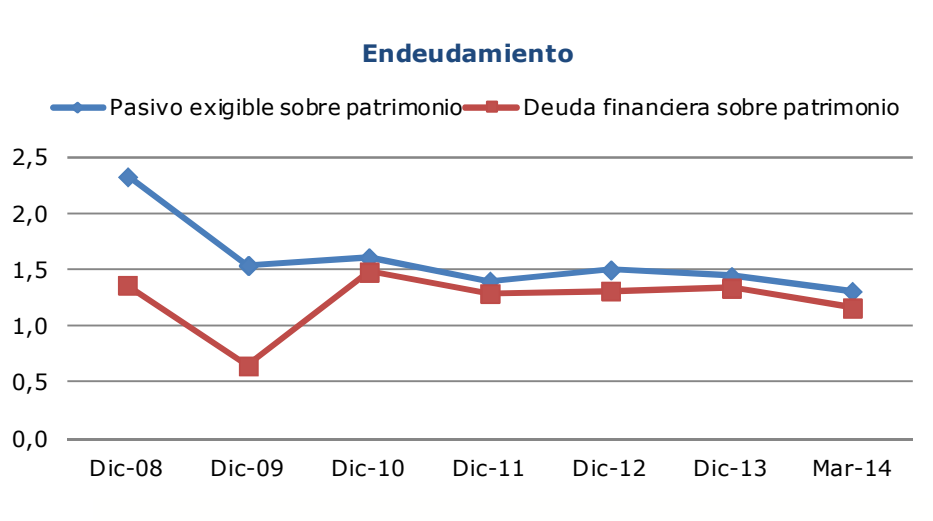


Ilustración 10: Endeudamiento

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 ha debilitado sus indicadores de eficiencia. Los gastos de administración como proporción de los ingresos se mantuvieron entre el 21% y el 31% entre 2008 y 2011, el que aumentó a 37,4% el 2012, 42,1% el 2013 y 41,3% a marzo de 2014. Esto se explica por el incremento que se ha producido en el ítem “deterioro cuentas por cobrar”, debido al crecimiento de la cartera en los últimos dos años de la mano de una política de riesgo más agresiva y el impacto de los cambios regulatorios de los últimos años (borronazo, cambio ley de prendas).

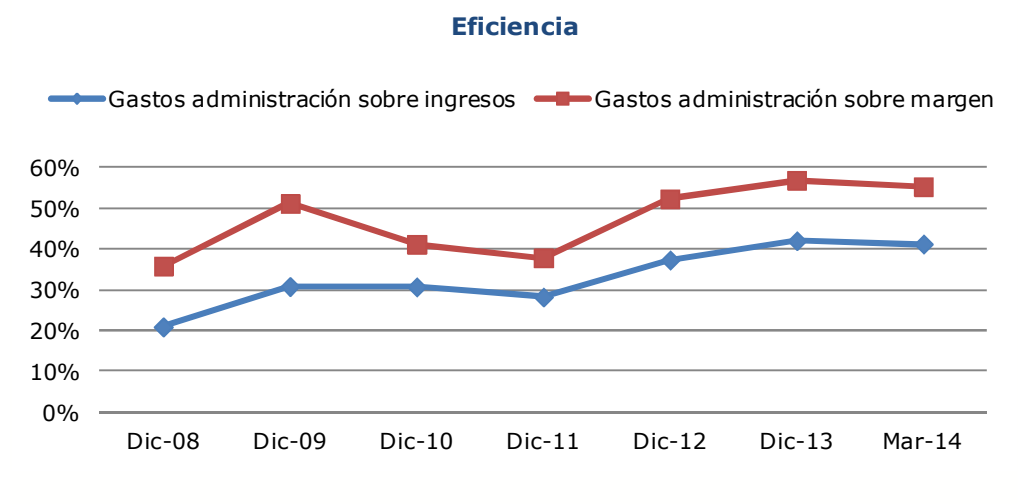


Ilustración 11: Eficiencia

GMAC presenta, comparativamente, una adecuada rentabilidad de sus activos; entre 2009 y marzo de 2014 el ROA promedio de la sociedad se encuentra en torno al 5,5%. Los niveles de rentabilidad del activo se explican por un alto *spread* y un nivel de eficiencia que se ha reducido durante los últimos dos años, producto del aumento de las provisiones de las cuentas por cobrar.

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

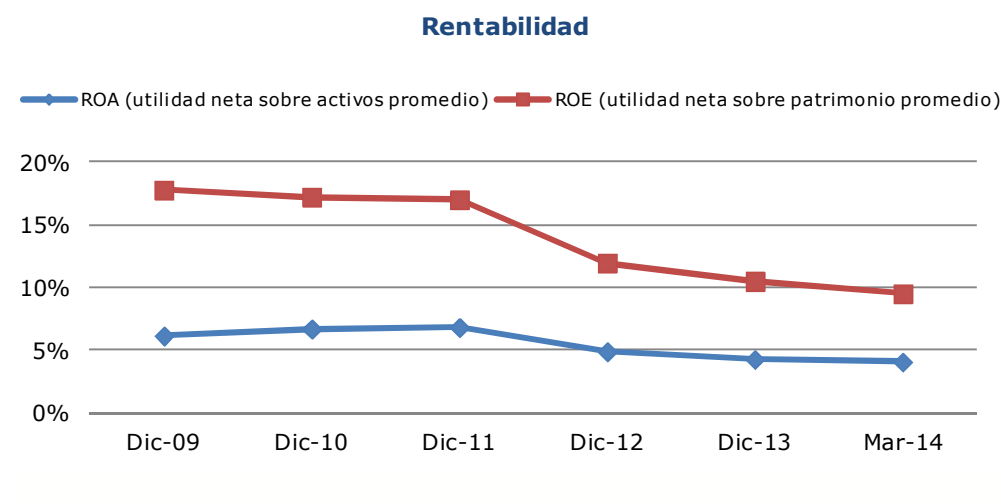


Ilustración 12: Rentabilidad

Características de los instrumentos

Línea efectos de comercio	
Número y fecha de inscripción	Nº 088 de 06 de julio de 2011
Monto máximo línea (UF)	2.250.000
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		
	Límite	31/03/2014
Deuda Financiera/ Patrimonio	No superior a 8 veces	1,16
Activo libres de gravámenes/ Pasivo exigible no garantizado	A lo menos igual a 0,75 veces	1,43

"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."