



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de Clasificación**

Analista
Margarita Andrade P.
Tel. (56-2) 2433 5213
margarita.andrade@humphreys.cl

GMAC Comercial Automotriz Chile S.A.

Junio 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
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 2/BBB+ Favorable ¹
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	31 marzo 2013

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de efectos de comercio ²	N° 088 de 06.07.2011

Estado de resultados por función IFRS					
M\$ de cada período	2010	2011	2012	Ene-Mar 2012	Ene-Mar 2013
Ingresos de actividades ordinarias	22.887.696	26.809.477	27.994.729	6.898.016	7.224.009
Costo de ventas	-5.837.783	-6.779.519	-8.040.359	-1.852.578	-1.995.489
Ganancia bruta	17.049.913	20.029.958	19.954.370	5.045.438	5.228.520
Gastos de administración	-7.009.047	-7.568.279	-10.473.062	-2.078.445	-3.359.098
Ganancia, antes de impuesto	10.055.288	12.735.600	9.651.775	3.070.579	1.872.462
Gasto por impuesto a las ganancias	-1.048.320	-2.474.114	-1.310.991	-434.417	830.227
Ganancia	9.006.968	10.261.486	8.340.784	2.636.162	2.702.689

¹ Tendencia anterior: En Observación.

² Línea por un monto máximo de UF 2.250.000. Primera emisión, Serie A1 (SNGMAC190613), fue por M\$ 500.000 con vencimiento el 19 de junio de 2013.

Estados de situación financiera clasificado consolidado IFRS					
M\$ de cada período	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-03-2012	31-03-2013
Activos corrientes	84.533.395	86.173.221	109.654.074	97.404.897	106.768.959
Activos no corrientes	59.306.728	69.971.357	75.197.598	73.389.297	76.786.139
Total activos	143.840.123	156.144.578	184.851.672	170.794.194	183.555.098
Pasivos corrientes	88.685.566	53.705.983	88.481.659	57.543.824	81.948.620
Pasivos no corrientes	0	37.389.680	22.405.873	45.565.293	24.939.649
Total de pasivo	88.685.566	91.095.663	110.887.532	103.109.117	106.888.269
Patrimonio no controladores	122.676	153.427	178.280	160.837	185.943
Patrimonio controladores	55.031.881	64.895.488	73.785.860	67.524.240	76.480.886
Patrimonio total	55.154.557	65.048.915	73.964.140	67.685.077	76.666.829
Total patrimonio y pasivos	143.840.123	156.144.578	184.851.672	170.794.194	183.555.098
Colocaciones ³	136.561.966	143.548.593	163.124.614	149.181.618	163.539.157
Deuda financiera y EERR ⁴	81.724.178	84.612.665	104.020.771	95.969.229	100.228.622

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 2013, en términos consolidados, la sociedad emisora presentaba activos por \$ 183.555 millones, con un *stock* de colocaciones netas de \$ 163.539 millones, de los cuales el 78% correspondía a créditos automotores y 22% a vehículos entregados en consignación. Los activos de la sociedad son financiados básicamente con patrimonio (\$ 76.667 millones) y con deuda financiera de terceros (\$ 93.371 millones). La estructura de activos permitió a la empresa generar durante el primer trimestre del año un ingreso y una ganancia bruta de \$ 7.224 millones y \$ 5.229 millones, respectivamente.

La clasificación de la línea de efectos de comercio de la sociedad en "*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

³ Considera las siguientes cuentas: Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes + Inventarios + Derechos por cobrar, no corrientes.

⁴ Considera las siguientes cuentas: Otros pasivos financieros, corrientes + Otros pasivos financieros, no corrientes + Cuentas por pagar a empresas relacionadas, corrientes.

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.

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.

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 relativo 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**. Si a futuro la compañía tuviera un aumento de capital, este hecho por si solo tendría un alto impacto en la clasificación de riesgo.

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 19% del activo) que se distribuyen en once 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 perspectiva de la clasificación se modifica desde “*En Observación*” a “*Favorable*” debido a que el nuevo controlador de la compañía es un operador conocido, con mejor *rating* que su antecesor, y a que el indicador de liquidez de **GMAC** se ha mantenido en niveles superiores a 1,0 veces. La clasificadora resolverá respecto al *rating* definitivo una vez que se tengan mayores antecedentes respecto a la gestión del negocio con el nuevo controlador, en particular respecto a la evolución de la tasa de pago de las cuentas por cobrar.

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.

Para alzas superiores a la *Categoría A-* se espera que la empresa fortalezca la composición de su patrimonio, reduciendo la importancia de las utilidades retenidas en beneficio del capital.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Créditos automotrices atomizados.
- Fuertes sistemas de control interno.

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).

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 once concesionarios (bajo riesgo y administrable).

Hechos recientes

Enero-diciembre 2012

Durante el 2012 **GMAC** generó ingresos por \$ 27.995 millones, lo que en términos nominales representó un aumento de 4,4% con respecto al año anterior. El costo por venta (gastos financieros) de la compañía ascendió a \$ 8.040 millones, lo que representa un 28,7% de los ingresos del período y significa un alza de 18,6% respecto de 2011.

Los gastos de administración alcanzaron a \$ 10.473 millones, registrando un crecimiento de 38,4% respecto del año anterior, explicado fundamentalmente por el deterioro de las cuentas por cobrar y el aumento de los gastos de cobranza judicial y de los gastos por asesoría de casa matriz. Además esta partida en relación con los ingresos alcanzaba el 37,4% (28,2% en el año 2011).

La ganancia del período ascendió a \$ 8.341 millones, lo que se compara negativamente en relación a la ganancia obtenida por la compañía durante el año anterior, cuando se obtuvo una utilidad en torno a \$ 10.261 millones.

Enero-marzo 2013

Durante el primer trimestre de 2013 **GMAC** generó ingresos por \$ 7.224 millones, lo que en términos nominales representó un aumento de 4,7% con respecto a igual período del año anterior. El costo por venta (gastos financieros) de la compañía ascendió a \$ 1.995 millones, lo que representa un 27,6% de los ingresos del periodo y significa un alza de 7,7% respecto de igual período de 2012.

Los gastos de administración alcanzaron a \$ 3.359 millones, registrando un crecimiento de 61,6% respecto del primer trimestre del año anterior, explicado fundamentalmente por el aumento en la provisión de cuentas por cobrar. Además, a marzo de 2013, esta partida en relación con los ingresos alcanzaba el 46,5% (30,1% en el primer trimestre de 2012).

La ganancia del período ascendió a \$ 2.703 millones, lo que se compara positivamente en relación a la obtenida por la compañía durante igual período del año anterior, cuando se obtuvo una utilidad en torno a \$ 2.636 millones.

A marzo de 2013, las colocaciones correspondientes a créditos automotores alcanzaron los \$ 128.027 millones, lo que implica una variación positiva de 7,4% respecto de marzo de 2012 y de 1,6% respecto a diciembre de 2012. El valor de los vehículos entregados en consignación, en tanto, llegó a \$ 35.512 millones. A la misma fecha el patrimonio de la sociedad ascendía a \$ 76.667 millones.

Hechos relevantes

El 8 de agosto de 2012 se informó la revocación indefinida de los mandatos que se encuentran contenidos en el Contrato de Consignación para que Grunfeld Automotriz S.A. y/o Trading Motors Corp. Chile S.A. vendan por cuenta de **GMAC** a terceros los vehículos entregados en consignación, notificando al público sobre esta revocación a través de inserciones en el diario El Mercurio, y la toma de conocimiento, con fecha 6 de agosto, de la solicitud de declaración de quiebra presentada por Finameris Servicios Financieros S.A. contra Grunfeld S.A., ante el 8° Juzgado Civil de Santiago, causa Rol N° C-048110, por una supuesta acreencia cercana a los \$440 millones. El 15 de agosto y 6 de septiembre del mismo año, **GMAC** informa a la SVS sobre el estado de los procesos de declaración de quiebra de estas compañías y el efecto a nivel de cuentas de activos, pasivos o resultados de **GMAC**, el detalle, estado, naturaleza y alcance de las garantías constituidas a favor de la sociedad y de su filial GMAC Automotriz Ltda. y la ratificación de que las quiebras de Grunfeld Automotriz S.A. y las potenciales quiebras de Trading Motors Corp. Chile S.A. y don Jaime Jesús Luongo Roca no afectarían la capacidad de pago de **GMAC** ni de su filial GMAC Automotriz Limitada respecto de sus obligaciones con terceros.

El 22 de noviembre de 2012 se informó que Ally Financial, Inc., sociedad matriz de **GMAC** en ese momento, anunció un acuerdo para vender sus operaciones en Europa y América Latina, así como su participación en el *Joint-Venture* en China, a General Motors Financial Company, Inc. (GM Financial), subsidiaria controlada en su totalidad por General Motors Co. Esta transacción abarcaría las operaciones de financiamiento automotriz

en Colombia, Alemania, Reino Unido, Austria, Francia, Italia, Suiza, Suecia, Bélgica, Holanda, Luxemburgo, Brasil, México y Chile, así como el 40% de su participación en el *Joint Venture* en China, incluyendo la venta de la totalidad de su participación accionaria en **GMAC**.

El 01 de abril de 2013, General Motors Financial Company, Inc. (GM Financial) formalizó la adquisición de **GMAC** a Ally Financial Inc., quedando, al 30 de junio, por cerrar las operaciones de Brasil y China.

Definición categorías de riesgo

Categoría BBB (títulos de largo plazo)

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) (títulos de corto 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.

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 más de 37 mil deudores, en la que el promedio de los préstamos individuales es de alrededor de \$ 3,4 millones, y el promedio de los diez mayores créditos es de aproximadamente \$ 31 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 -1,39 veces a marzo de 2013, 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 2013, el *spread*⁵ ascendía a 9,7%, 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 78% 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 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. 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.

⁵ Medido como ingresos sobre colocaciones promedio menos costo de venta sobre deuda promedio.

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\$ 29.127 millones a marzo del 2013. 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 19% del total de activos de la compañía- se concentra en once 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”).

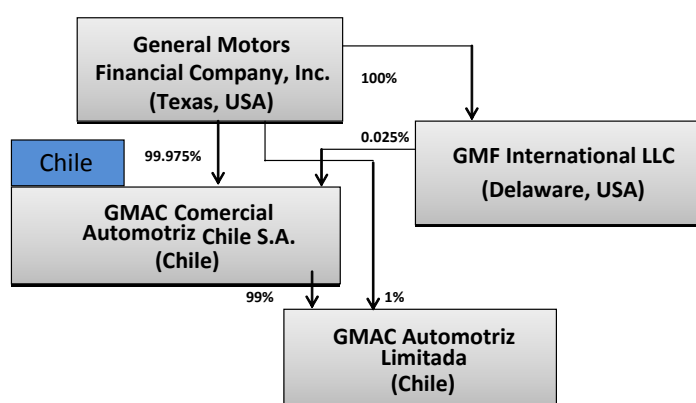
Además, a través de su filial GMAC Automotriz Ltda., de la cual es dueña en un 99%, la sociedad provee inventario a concesionarios Chevrolet y Opel y, en menor medida, financia operaciones de *leasing* financiero a sus clientes.

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 37 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.

La estructura legal de la propiedad de la compañía es la siguiente:



En cuanto a la matriz de **GMAC** -General Motors Financial Company, Inc.-, a diciembre de 2012, obtuvo ingresos por US\$ 1.960 millones y una utilidad de US\$ 463 millones. En tanto, sus activos ascendieron a US\$ 16.197 millones y su patrimonio alcanzó los US\$ 4.379 millones.

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

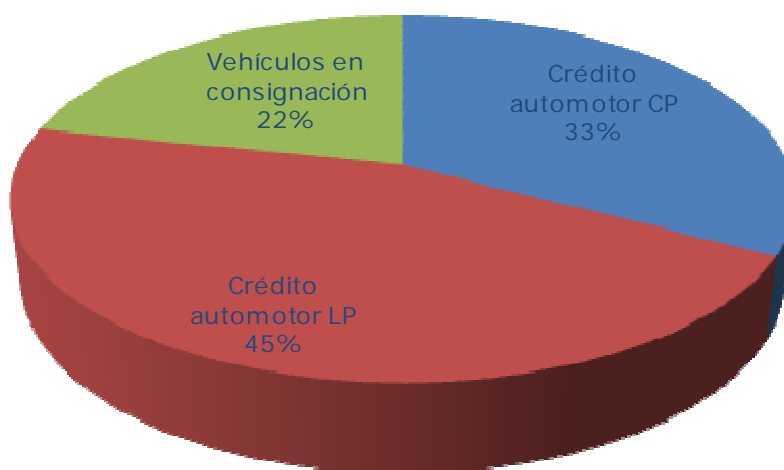
Cargo	Nombre
Gerente General	María Gabriela Nallar Kauak
Gerente Operaciones	María Isabel Cisternas
CFO	Felipe Florez Millán ⁶
Tesorero	Rubén Rodríguez Castro
Gerente de Riesgo	Jorge Zamora Toro
Gerente de Cobranza y <i>Customer Service</i>	Scarlett Keidong Cornejo
Gerente Comercial	Marcelo Soto Perretta

⁶ Fecha de nombramiento: 1 de noviembre de 2012.

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).

Distribución colocaciones Marzo-2013



Préstamos *retail*

Constituye la principal línea de negocio para **GMAC** en términos de colocaciones, representando el 78% de las colocaciones al 31 de marzo de 2013, sumando \$ 128.027 millones. Estos créditos están altamente atomizados (los diez mayores alcanzan en promedio a \$ 31 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 incluye 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 que se pueden cancelar en tres bancos.

Inventario *wholesale*

Esta línea de negocio tiene como propósito proveer de inventario a once concesionarios de la red 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 2013 representaban el 19% de los activos de la sociedad y el 22% de las colocaciones, llegando a \$ 35.512 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 negocios *wholesale*, por su parte, implica la entrega de inventario en consignación a concesionarios en el corto plazo.

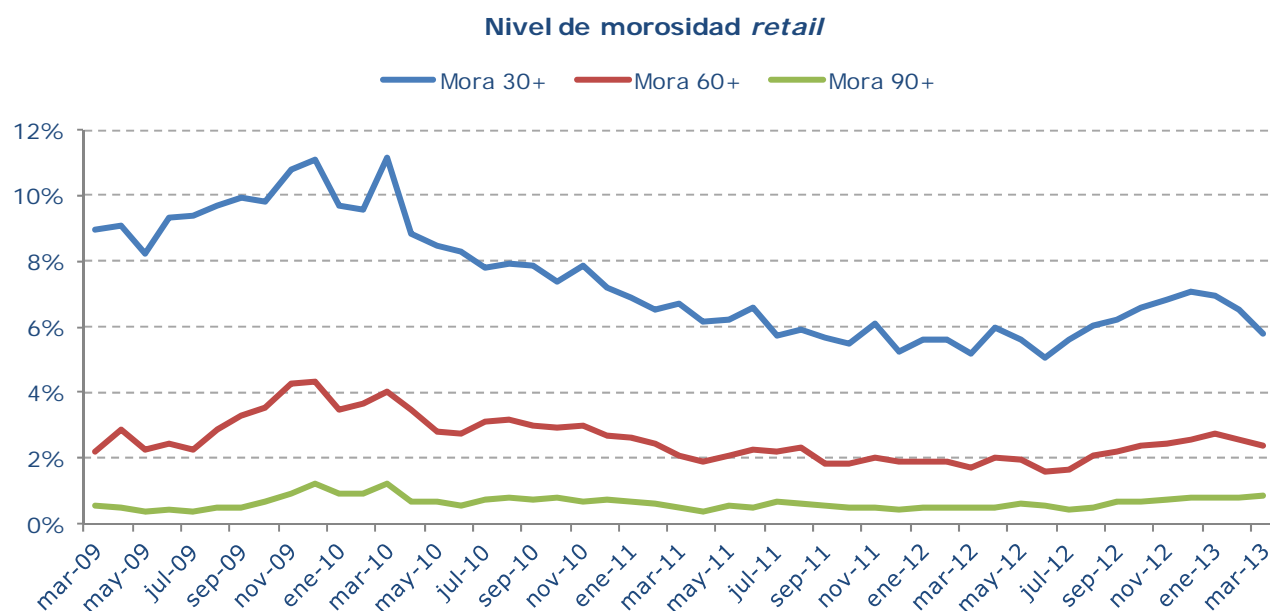
El financiamiento de las actividades de la empresa se realiza con recursos propios y de terceros, los cuales exigen una rentabilidad o tasa de interés (costo de fondeo). Otro costo relevante es la bonificación exigida por los concesionarios por intermediar en la colocación de los créditos.

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 89% del activo a marzo de 2013), han presentado un comportamiento más que adecuado, aun cuando, como es natural, han mostrado deterioro en entornos de crisis económica.

En el gráfico siguiente (nivel de morosidad *retail*) 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 5,79% de la cartera en marzo 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 marzo de 2013, la “mora dura” alcanzaba el 0,87% de la cartera de colocaciones, representando menos del 1,5% del patrimonio, mientras que la mora sobre 60 días llegaba al 2,40% de las colocaciones.



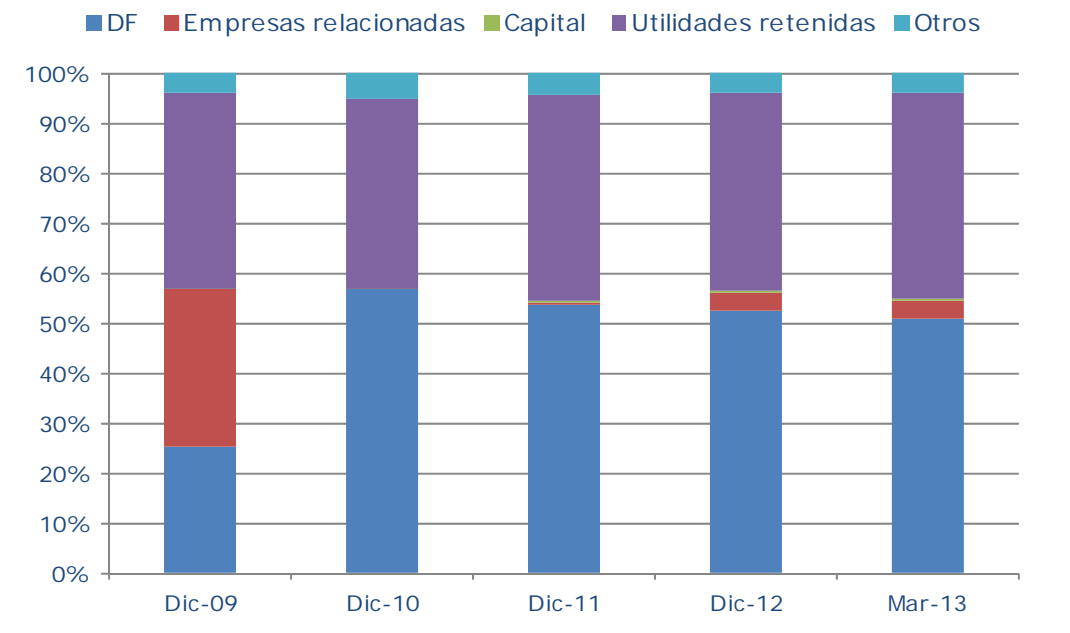
Estructura de financiamiento

En la actualidad la empresa financia sus actividades principalmente a través de deuda financiera, la que a marzo de 2013 sumaba \$ 93.371 millones.

Como se observa en el siguiente gráfico (composición financiamiento de activos), 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 produjo por 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



En términos de acceso al sistema bancario, a marzo de 2013 la empresa operaba con nueve entidades financieras (siete en 2010 y 2011); sin embargo, tres de ellas concentraban el 70% del financiamiento de este tipo. A marzo de 2013, la entidad contaba con líneas bancarias vigentes por \$ 136.650 millones, con una utilización del 68%, equivalente a \$ 92.881 millones.

En cuanto a estructura de plazo de la deuda bancaria, a marzo de 2013 un 67% correspondía a deuda de corto plazo y un 27% a deuda mayor a un año. Si bien se considera alta la proporción de deuda bancaria de corto plazo, se evidencia una reducción en relación a años anteriores (2008 al 2010), cuando representó entre un 97% y 100% de la deuda financiera bancaria. 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; 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.

En los cierre de los últimos cinco trimestres, la compañía ha mantenido un saldo promedio en "efectivo y equivalentes al efectivo" de \$ 16.861 millones, que a marzo de 2013 alcanzó a \$ 14.576 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, alrededor del 22% 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 financiero⁷

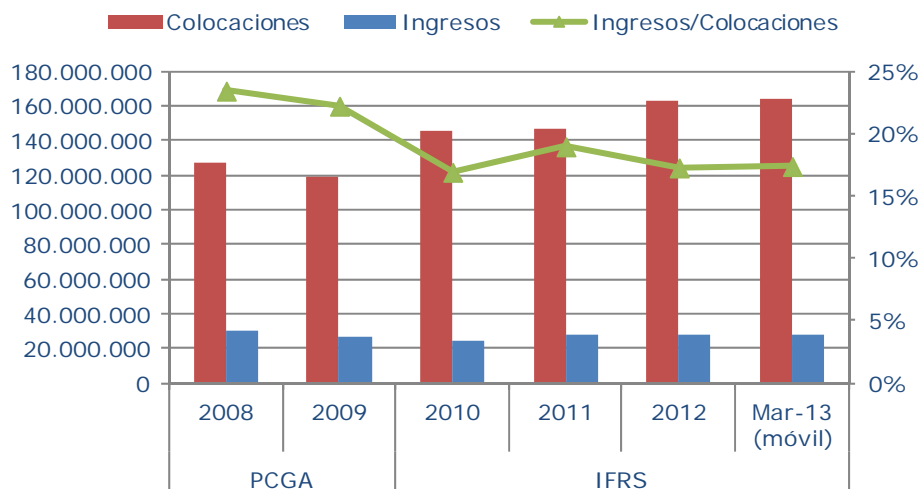
Nivel de resultados

El primer trimestre del año terminó con un nivel de colocaciones netas del orden de los \$ 163.539 millones, incluyendo *retail* (\$ 128.027 millones) y *wholesale* (\$ 35.512 millones).

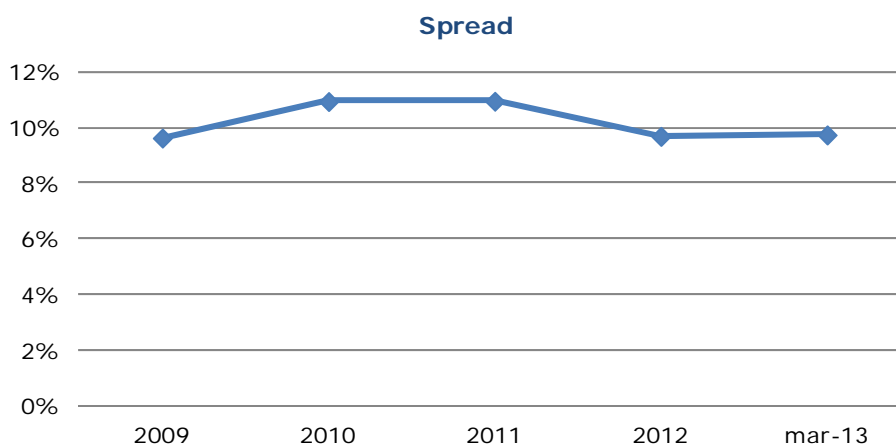
Pese al aumento de las colocaciones que se registró entre 2008 y marzo de 2013, los ingresos de **GMAC** crecieron a un ritmo menor, de forma que la relación entre ingresos y colocaciones pasó del 23,4% en diciembre de 2008 a 17,4% a marzo de 2013 (ver gráfico Colocaciones e Ingresos).

⁷ 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.

Colocaciones e Ingresos (M\$ de Mar-13)



A continuación se muestra la evolución del *spread*⁸, indicador que entre 2009 y marzo de 2013 ha fluctuado entre 9,6% y 11,0%:

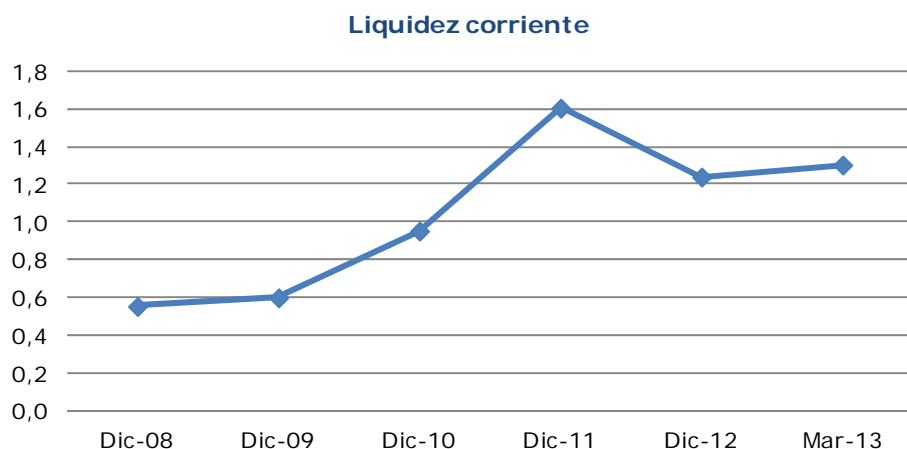


Liquidez

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

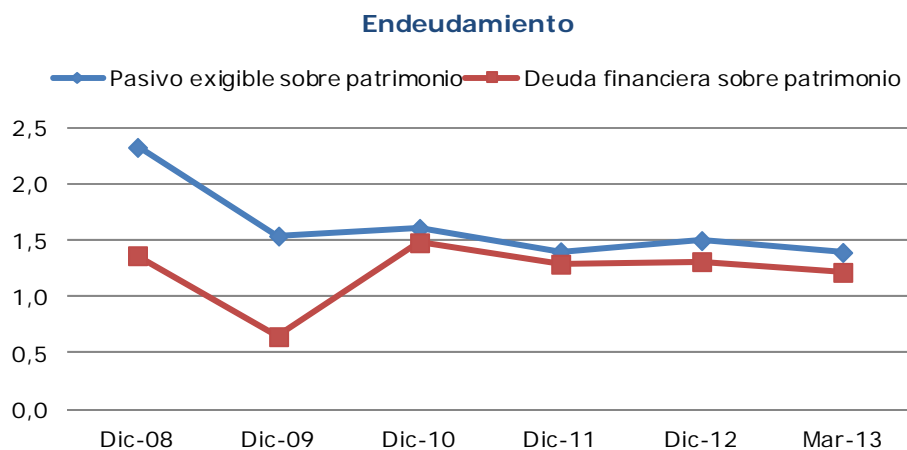
⁸ Calculado como ingresos sobre colocaciones promedio menos costos de explotación sobre deuda promedio.

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 1,30 veces a marzo de 2013.



Endeudamiento

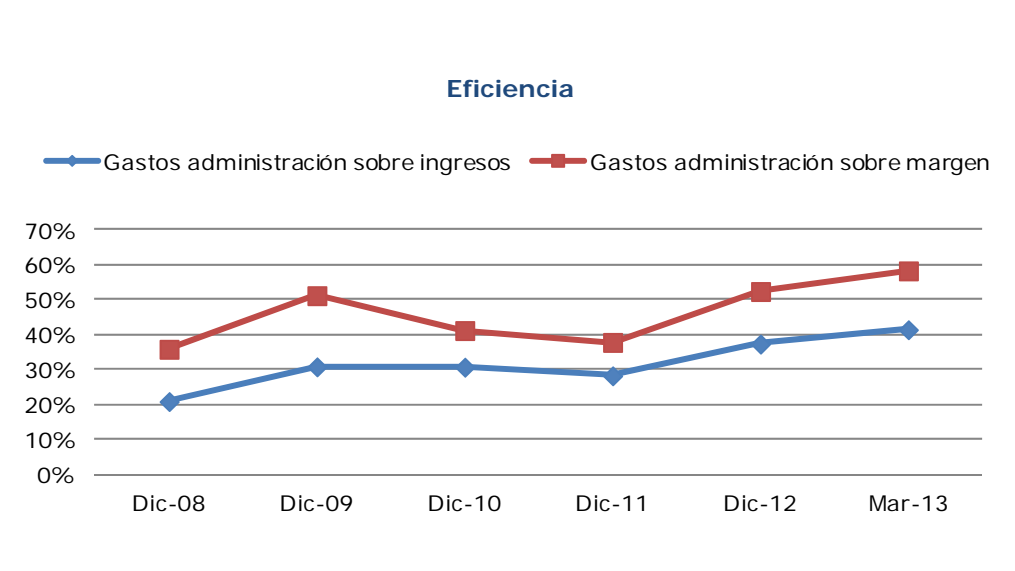
GMAC presenta muy bajo apalancamiento financiero tomando en cuenta que está orientada al negocio del crédito, actividad que se destaca por ser intensiva en deuda. El endeudamiento medido como pasivo exigible sobre patrimonio se ha mantenido entre 1,4 y 1,6 veces entre 2009 y marzo de 2013. En tanto, la deuda financiera en relación al patrimonio pasó de 0,6 veces en 2009 a 1,2 veces a marzo de 2013. Este incremento se debe a que en 2010 la compañía sustituyó 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

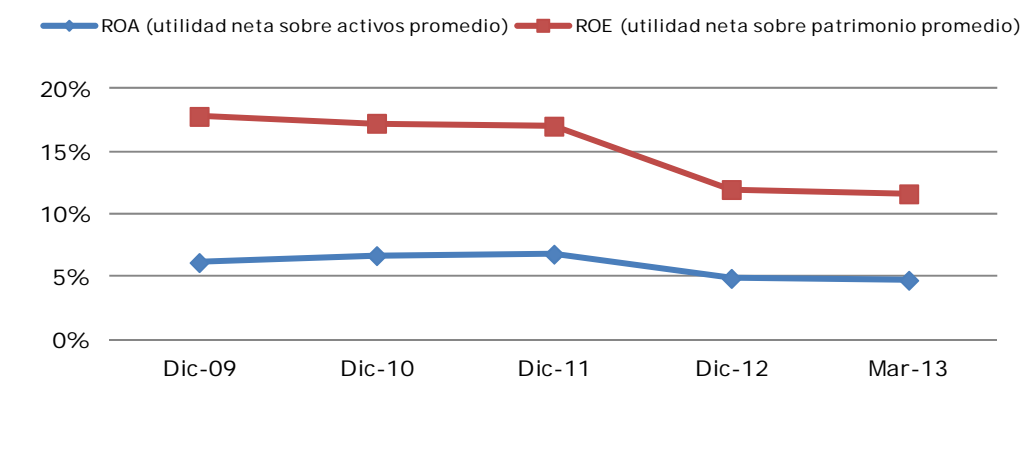
La compañía ha debilitado sus indicadores de eficiencia. Los gastos de administración como proporción de los ingresos se mantuvieron entre el 21% y el 31% entre 2008 y 2011, el que aumentó a 37,4% el 2012 y a 41,5% a marzo de 2013.



GMAC presenta, comparativamente, una adecuada rentabilidad de sus activos; entre 2009 y marzo de 2013 el ROA promedio de la sociedad se encuentra en torno al 5,9%. 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.

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	31/03/2013
Deuda Financiera/ Patrimonio	No superior a 8 veces	1,22
Activo libres de gravámenes/ Pasivo exigible no garantizado	A lo menos igual a 0,75 veces	1,34 ⁹

“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.”

⁹ Cálculo realizado en base a cuentas de los Estados Financieros de la sociedad al 31 de marzo de 2013.