

# INFORME SOBRE GENERAL MOTORS

ENERO, 2009

1. INTRODUCCIÓN	2
2. COTIZACIONES DE DEUDA	2
3. ANÁLISIS PATRIMONIAL Y DE RESULTADOS	2
a. ANÁLISIS PATRIMONIAL	2
b. REVISIÓN DE RESULTADOS	5
4. REESTRUCTURACIÓN DE LA FIRMA	6
5. CONCLUSIONES	7

**Analista: Alejandro Vinitzky**  
**avinitzky@maxinver.com**

## 1. Introducción

En los últimos días, el gobierno norteamericano, comunicó su interés por otorgar una ayuda financiera a General Motors (GM), con el objetivo de atenuar los problemas financieros de la firma. Para ello, ofreció poner a disposición de la misma y de Chrysler una suma cercana a los USD 17.400 millones, y permitió que la unidad financiera de GM se convirtiera en un banco a los efectos de recibir ayuda del Tesoro estadounidense por una suma cercana a los USD 6.000 millones.

Si bien dichos anuncios podrían contribuir en tal sentido, cabe realizar un análisis de las necesidades de recursos que presenta General Motors para sanear su situación económica y financiera.

El presente informe analiza los aspectos mencionados de GM como inversión de riesgo en el escenario internacional contemporáneo.

Cabe señalar que el estudio se basa en los últimos estados contables publicados por GM al 30/09/2008.

## 2. Cotizaciones de deuda

En base a precios correspondientes al 19/12/2008, puede observarse que los bonos corporativos de General Motors tienen paridades inferiores al 30% que llegan a ubicarse hasta el orden del 20%. Asimismo, el current yield de dichos activos asciende a aproximadamente un 35% tanto para títulos cortos como para los más largos, con casos extremos que se extienden hasta el 40%.

Es importante tomar en consideración que los precios indicados debajo son orientativos dada la reducida liquidez de estos instrumentos, y que las brechas entre los precios compradores y vendedores son en algunos casos del 30%.

Bono	Precio	Cupón (%)	Madurez	TIR (%)	Current yield (%)
GENERAL MTRS CORP	20.00	7.700	15-Apr-2016	47.199	38.500
GENERAL MTRS CORP	20.00	8.250	15-jul-23	41.830	41.250
GENERAL MTRS CORP	20.50	6.750	01-may-28	33.180	32.927
GENERAL MTRS CORP	21.00	7.125	15-jul-13	57.686	33.929
GENERAL MTRS CORP	21.00	8.375	15-jul-33	39.825	39.881
GENERAL MTRS CORP	21.25	7.200	15-Jan-2011	112.375	33.882
GENERAL MTRS CORP	22.00	7.400	01-sep-25	34.160	33.636
GENERAL MTRS CORP	24.00	8.800	01-mar-21	38.247	36.667
GENERAL MTRS CORP	29.00	9.400	15-jul-21	34.011	32.414

## 3. Análisis patrimonial y de resultados

### a. Evaluación patrimonial

El siguiente cuadro ha sido extraído de los estados contables consolidados de General Motors, y refleja la situación patrimonial de la firma al 30/09/2008 así como su comparación con trimestres anteriores.

Cuadro I. Balances trimestrales consolidados de General Motors

(Dollars in millions) (Unaudited)			
	September 30, 2008	December 31, 2007	September 30, 2007
<b>ASSETS</b>			
<b>Current Assets</b>			
Cash and cash equivalents	\$ 15,831	\$ 24,549	\$ 24,402
Marketable securities	67	2,139	1,978
Total cash and marketable securities	15,898	26,688	26,380
Accounts and notes receivable, net	9,461	9,659	10,728
Inventories	16,914	14,939	15,530
Equipment on operating leases, net	4,312	5,283	5,572
Other current assets and deferred income taxes	3,511	3,566	3,170
Total current assets	50,096	60,135	61,380
<b>Financing and Insurance Operations Assets</b>			
Cash and cash equivalents	176	268	328
Investments in securities	273	215	209
Equipment on operating leases, net	2,892	6,712	7,856
Equity in net assets of GMAC LLC	1,949	7,079	6,852
Other assets	2,034	2,715	3,010
Total Financing and Insurance Operations assets	7,324	16,989	19,155
<b>Non-Current Assets</b>			
Equity in net assets of nonconsolidated affiliates	2,351	1,919	2,031
Property, net	42,156	43,017	42,264
Goodwill and intangible assets, net	949	1,066	1,084
Deferred income taxes	907	2,116	975
Prepaid pension	3,602	20,175	18,920
Other assets	3,040	3,466	3,691
Total non-current assets	53,005	71,758	68,965
<b>Total Assets</b>	<b>\$ 110,425</b>	<b>\$ 148,833</b>	<b>\$ 149,500</b>
<b>LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' DEFICIT</b>			
<b>Current Liabilities</b>			
Accounts payable (principally trade)	\$ 27,839	\$ 29,439	\$ 30,514
Short-term borrowings and current portion of long-term debt	7,208	6,047	5,263
Accrued expenses	33,959	34,822	33,927
Total current liabilities	69,006	70,308	69,704
<b>Financing and Insurance Operations Liabilities</b>			
Debt	1,890	4,908	5,962
Other liabilities and deferred income taxes	768	905	1,666
Total Financing and Insurance Operations liabilities	2,658	5,813	7,628
<b>Non-Current Liabilities</b>			
Long-term debt	36,057	33,384	34,670
Postretirement benefits other than pensions	33,714	47,375	48,336
Pensions	11,500	11,381	12,214
Other liabilities and deferred income taxes	16,484	16,102	17,019
Total non-current liabilities	97,755	108,242	112,239
Total liabilities	169,419	184,363	189,571
Commitments and contingencies			
Minority interests	945	1,614	1,700
<b>Stockholders' Deficit</b>			
Preferred stock, no par value, 6,000,000 shares authorized, no shares issued and outstanding	—	—	—
Common stock, \$1 2/3 par value (2,000,000,000 shares authorized, 800,937,541 and 610,462,606 shares issued and outstanding as of September 30, 2008, respectively, 756,637,541 and 566,059,249 shares issued and outstanding as of December 31, 2007, respectively, and 756,637,541 and 565,877,391 shares issued and outstanding as of September 30, 2007, respectively)	1,017	943	943
Capital surplus (principally additional paid-in capital)	15,732	15,319	15,264
Accumulated deficit	(61,014)	(39,392)	(38,528)
Accumulated other comprehensive loss	(15,674)	(13,964)	(19,450)
Total stockholders' deficit	(50,939)	(37,084)	(41,771)
<b>Total Liabilities, Minority Interests and Stockholders' Deficit</b>	<b>\$ 110,425</b>	<b>\$ 148,833</b>	<b>\$ 149,500</b>

Fuente: Estados contables consolidados de General Motors, 2008.

Puede observarse que GM tiene un patrimonio neto negativo del orden de los USD 60.000 millones. Esta brecha surge de la diferencia entre el pasivo total de la compañía de casi USD 170.000 millones, y el activo total de la misma que oscila en el orden de los USD 110.000 millones.

A los efectos de evaluar una eventual reestructuración de dichos rubros, cabe evaluar la composición de cada uno de los mismos.

En materia de activo, General Motors tiene cerca del 38% de sus activos totales y casi el 79% del activo no corriente bajo la forma de bienes de uso. Respecto del activo corriente, cerca de un tercio está colocado en disponibilidades, un 16% son créditos por ventas y un 30% se encuentra en inventarios.

Cuadro II. Composición del activo

Concepto	Importe nominal	Análisis	
<b>Activo</b>	<b>110</b>	<b>% sobre activo total</b>	
<i>Corriente</i>	57	52%	<b>% sobre activo corriente</b>
Cuentas por cobrar	9	8%	16%
Caja e inversiones de corto plazo	18	16%	32%
Inventarios	17	15%	30%
Otros activos	13	12%	23%
<i>No corriente</i>	53	48%	<b>% sobre activo no corriente</b>
Activos fijos	47	43%	89%
Otros activos	6	5%	11%
Nota: los números están redondeados y expresados en billones de USD			

Fuente: Elaboración propia en base a los estados contables consolidados de General Motors (2008).

Respecto del pasivo, el 41% es corriente en tanto el 59% restante es no corriente. En cuanto al primero, aproximadamente el 89% son cuentas por pagar. Dentro del pasivo no corriente, el 38% es deuda larga, y el 62% restante está conformado por los siguientes conceptos: beneficios de retiro al personal (53%), pensiones (11%), impuestos diferidos y otros pasivos (29%).

Cuadro III. Composición del pasivo

Concepto	Importe nominal	Análisis	
<b>Pasivo</b>	<b>170</b>	<b>% sobre pasivo total</b>	
<i>Corriente</i>	70	41%	<b>% sobre pasivo corriente</b>
Cuentas por pagar	62	36%	89%
Deuda corta	8	5%	11%
<i>No corriente</i>	100	59%	<b>% sobre pasivo no corriente</b>
Deuda larga	38	22%	38%
Otros pasivos	62	36%	62%
Nota: los números están redondeados y expresados en billones de USD			

Fuente: Elaboración propia en base a los estados contables consolidados de General Motors (2008).

Por otra parte, es importante tomar en cuenta que -hasta el tercer trimestre de 2007- GM contabilizó USD 39.000 millones como un activo, ya que la firma tuvo quebrantos que decidió registrar como créditos impositivos deducibles de futuros pagos de impuesto a las ganancias (obviamente, en caso de que la compañía alcanzara resultados finales positivos en los siguientes ejercicios). Sin embargo, en el último trimestre de 2007, General Motors canceló la utilización de este criterio para los impuestos diferidos que habían sido activados -para USA, Canadá y Alemania- sobre la base de la menor posibilidad que se den los siguientes factores que justificaron la activación en su momento: I) el grado en que las pérdidas de los últimos tres años fueron atribuidas a ítems inusuales o cargos, algunos de los cuales fueron incurridos como resultados de acciones para mejorar la rentabilidad, II) la larga duración de los impuestos diferidos activados, III) las expectativas de la firma sobre mejoras en las ganancias futuras de GMAC (unidad financiera) y GMNA (General Motors North America).

En función de dicha baja aplicada sobre los impuestos diferidos activados, puede comprenderse la caída significativa registrada en el patrimonio neto de GM durante los últimos trimestres. Es decir, que la contabilización como pérdida de los USD 39.000 millones mencionados, presentó en consecuencia una reducción nominal por dicho importe en el patrimonio neto de la firma, que explica cerca de dos tercios del mismo. Cabe considerar que el importe señalado es un activo potencial ya que si la futura gestión de la empresa produce ganancias podrán entonces deducirse éste del pago del impuesto a la renta. Esto último es difícil de preverse para el futuro cercano.

b. Revisión de resultados

El siguiente cuadro muestra el estado de resultados consolidado de General Motors al 30/09/2008 y su comparación con los valores correspondientes al mismo período de 2007. Tal como puede observarse, la compañía tiene un margen bruto cercano al 10% con el cual no logra cubrir los gastos generales y administrativos. Como a estas partidas también se adicionan otros gastos, intereses e impuestos, puede entonces comprenderse el origen de las pérdidas recurrentes verificadas a lo largo de los últimos trimestres.

Cabe señalar que los resultados negativos de GM probablemente serán más deficitarios ante nuevas caídas en las ventas de la firma.

Cuadro IV. Resultados trimestrales de General Motors

(Dollars in millions, except per share amounts)  
(Unaudited)

	Three Months Ended September 30,		Nine Months Ended September 30,	
	2008	2007	2008	2007
Net sales and revenue				
Automotive sales .....	\$ 37,503	\$ 43,002	\$ 117,120	\$ 131,076
Financial services and insurance revenue .....	438	700	1,466	2,530
Total net sales and revenue .....	<u>37,941</u>	<u>43,702</u>	<u>118,586</u>	<u>133,606</u>
Costs and expenses				
Automotive cost of sales .....	34,521	41,373	116,219	121,768
Selling, general and administrative expense .....	3,251	3,601	10,704	10,205
Financial services and insurance expense .....	400	640	1,475	2,334
Other expenses .....	652	350	4,136	925
Total costs and expenses .....	<u>38,824</u>	<u>45,964</u>	<u>132,534</u>	<u>135,232</u>
Operating loss .....	(883)	(2,262)	(13,948)	(1,626)
Equity in loss of GMAC LLC .....	(1,235)	(809)	(4,777)	(874)
Automotive and other interest expense .....	(542)	(839)	(2,037)	(2,319)
Automotive interest income and other non-operating income, net .....	78	572	165	1,775
Loss from continuing operations before income taxes, equity income and minority interests .....	(2,582)	(3,338)	(20,597)	(3,044)
Income tax expense .....	68	39,186	1,029	38,805
Equity income, net of tax .....	50	114	310	440
Minority interests, net of tax .....	58	(102)	52	(361)
Loss from continuing operations .....	(2,542)	(42,512)	(21,264)	(41,770)
Discontinued operations				
Income from discontinued operations, net of tax .....	—	45	—	256
Gain on sale of discontinued operations, net of tax .....	—	3,504	—	3,504
Income from discontinued operations .....	—	3,549	—	3,760
Net loss .....	<u>\$ (2,542)</u>	<u>\$ (38,963)</u>	<u>\$ (21,264)</u>	<u>\$ (38,010)</u>

Fuente: Estados contables consolidados de General Motors, 2008.

Por otro lado, es interesante mencionar que General Motors ha presentado -desde 2005 hasta 2007- mejoras en sus ventas y en su margen bruto, tal como puede observarse a continuación.

Cuadro V. Resultados trimestrales de General Motors

Years Ended December 31, (Dollars in millions)	2007	2006	2005
Total net sales and revenue	\$ 178,199	\$ 171,435	\$ 158,879
Automotive cost of sales	165,632	164,107	157,531
Selling, general and administrative expense	13,590	12,965	12,560
Other expenses	—	—	812
Operating loss	(1,023)	(5,637)	(12,024)
Automotive interest and other income (expense)	(961)	(698)	(1,688)
Loss from continuing operations before income taxes, equity income and minority interests and cumulative effect of a change in accounting principle	(1,984)	(6,335)	(13,712)
Equity income, net of tax	522	521	596
Minority interests, net of tax	(406)	(334)	(112)
Loss from continuing operations before income taxes	\$ (1,868)	\$ (6,148)	\$ (13,228)

Fuente: Estados contables consolidados de General Motors, 2007.

#### 4. Reestructuración de la firma

Actualmente, General Motors tiene un patrimonio neto negativo del orden de los USD 60.000 millones. A los efectos de reducir este diferencial hasta que se torne positivo, cabe mencionar algunas alternativas de reestructuración de los pasivos de la compañía.

Dentro del pasivo total de USD 170.000 millones, el 36% (USD 62.000 millones) son cuentas por pagar a los proveedores, donde quitas de alguna significancia podrían tener efectos en cascada sobre los mismos, generando que “se tape un agujero pero se abran otros”.

Otro componente importante del pasivo de General Motors son los beneficios de retiro otorgados al personal y las pensiones asignadas a los mismos, que en forma conjunta asciende al aproximadamente 25% del pasivo total o USD 44.000 millones. Dadas las características de este ítem, desconocemos las posibilidades de su eventual reducción. Quedaría entonces un saldo de USD 64.000 millones (o 39% del pasivo total) para eventuales renegociaciones.

Por otro lado, cerca del 11% del pasivo total (USD 18.000-19.000 millones) corresponde a impuestos diferidos y otros pasivos.

También, existen vencimientos cortos de deuda por alrededor de USD 8.000 millones (o 5% del pasivo total) que podrían renegociarse mediante algún nivel de quita y un canje por otros títulos de mayor plazo. A esta deuda se adiciona la larga, que asciende el orden de los USD 38.000 millones (o 22% del pasivo total) y sobre la cual podría aplicarse alguna quita. Es decir, que sobre un total de USD 46.000 millones (o 27% del pasivo total) de deuda, podrían aplicarse quitas que reduzcan el nivel de compromisos de GM y dilaten los plazos de pagos respectivos.

En síntesis, sobre el pasivo total de USD 170.000 millones existen cuentas por pagar (USD 62.000 millones) y seguros de retiro / pensiones (USD 44.000 millones). Sobre los aproximadamente USD 64.000 millones restantes, existen impuestos diferidos (USD 18.000-19.000 millones) y deudas (USD 46.000 millones) que podrían renegociarse mediante alguna quita y modificación de plazos de pago.

De esta forma, aún con la ayuda financiera de los USD 17.400 millones indicados, GM no lograría mejorar –en principio– su situación patrimonial en la medida necesaria.

En síntesis, inclusive frente a una quita del 60% sobre un monto del orden de los USD 66.000 millones, GM seguiría teniendo un patrimonio neto negativo superior a los USD 20.000 millones. De todas formas, cabe destacar que el gobierno norteamericano podría permitir la continuidad de la empresa mediante préstamos del Tesoro a la unidad financiera de dicha

empresa, aunque hasta ahora éstos ascenderían a USD 6.000 millones lo cual no cubriría las necesidades financieras totales de la compañía analizada.

## 5. Conclusiones

General Motors tiene un patrimonio neto negativo del orden de los USD 60.000 millones. Considerando esta situación y la continua caída en las ventas de la empresa, cabría la posibilidad de revisar los activos y pasivos de la firma para evaluar alguna reestructuración de la misma.

En materia de activos, las potenciales reducciones de la caja y las cuentas por cobrar derivadas de caídas esperadas en las ventas, podrían compensarse mediante la liquidación de activos y el préstamo del gobierno norteamericano a GM y Chrysler por aproximadamente USD 17.400 millones.

Respecto del pasivo, aún frente a una quita del 60% sobre una parte del mismo en ciertas deudas de la empresa, persistiría un patrimonio neto negativo.

En términos de inversiones, considerando el riesgo implícito en los bonos corporativos de GM, no recomendamos su compra ya que las probabilidades de no cumplimiento son muy elevadas y debido a que la paridad de dichos activos (cercana al 30%) es superior a la de otros títulos de riesgo. Por ejemplo, los títulos públicos argentinos ofrecen paridades similares junto con un repago acelerado: el PR12 tiene una paridad cercana al 30%, un repago nominal al 31/12/2009 del 51% y una paridad sobre el capital remanente del orden del 18%, tomando como parámetro el precio de cierre al día 02/01/2009.