

Quito, 10 de marzo del 2.008

Señores

ACCIONISTAS Y MIEMBROS DEL DIRECTORIO DE BOSQUES TROPICALES
S.A. – BOTROSA

Presente.-

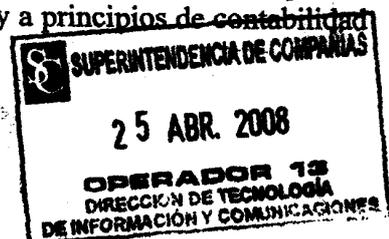
De mis consideraciones:

En cumplimiento a las disposiciones señaladas en el artículo No. 321 de la Ley de Compañías y a lo dispuesto mediante Resolución No. 92.1.4.3.014 del 18 de Septiembre de 1992 de la Superintendencia de Compañías, presento a ustedes el Informe de Comisario sobre el análisis de los estados financieros y de resultados de Bosques Tropicales S.A. (BOTROSA) cortados al 31 de Diciembre del 2007.

La revisión incluyó las pruebas necesarias para obtener racionalidad de los saldos expresados en el Balance General y el Estado de Resultados de BOTROSA y los procesos de control establecidos por la administración de la empresa de acuerdo a las funciones establecidas al Comisario.

En base al análisis realizado, me permito expresar lo siguiente:

- 1.- El equipo gerencial de BOTROSA, me ha brindado la debida colaboración en la revisión y verificación de los registros contables y sus soportes, así como de toda la documentación pertinente.
- 2.- De igual manera, el equipo gerencial de BOTROSA ha dado cumplimiento a las disposiciones estatutarias y reglamentarias vigentes al 31 de diciembre del 2.007. Así mismo ha acatado todas las disposiciones y resoluciones emanadas de los Directorios y Juntas de Accionistas durante el ejercicio 2.007.
- 3.- Los libros de acciones y accionistas se encuentran actualizados y concuerdan con el capital social pagado de US \$ 8'000.000,00
- 4.- Los procesos internos de control cumplen debidamente su objetivo de proveer al equipo gerencial de información fiable y oportuna que facilita la identificación de posibles riesgos para la empresa y la toma de decisiones.
- 5.- Los registros contables y los estados financieros, así como la documentación que los respalda, responden a normas legales y tributarias vigentes y a principios de contabilidad generalmente aceptados.



6.- Las cifras que se presentan en los estados financieros concuerdan con los registros contables respectivos y presentan de manera razonable la situación real de la empresa a esa fecha.

En los cuadros que adjunto, se presenta un análisis de los estados financieros de la Compañía para los ejercicios económicos 2.006 y 2.007. En la comparación de ambos ejercicios es evidente que la situación económico - financiera de Botrosa mejora nuevamente. Merecen resaltarse especialmente el mejoramiento de los niveles de rentabilidad, y las inversiones que ha ejecutado la administración en miras de tener un negocio más diversificado en el futuro.

LIQUIDEZ Y ENDEUDAMIENTO

- El índice de liquidez (Activo Corriente / Pasivo Corriente) se reduce desde 2.41 al cierre del año 2.006 a 1,57 al cierre del año 2.007. Cuando se usa como parámetro de medición la prueba ácida ((Activo Corriente - Inventarios) / Pasivo Corriente), el índice también se mantiene estable en niveles de holgura de 1,39 y 1,07 respectivamente.
- Es importante sin embargo mencionar que en el año 2.007 el activo corriente se ve distorsionado por las Cuentas por cobrar a Servicios Provemundo S.A. (US \$ 1'816 M), empresa en la que se están registrando las nuevas inversiones agroindustriales del grupo. Ese valor se encuentra por ahora registrado en el activo de corto plazo, pero se trata de una cuenta de largo plazo ya sea como Inversiones Permanentes o como Activo Fijo e Inversiones Forestales.
- En pos de tomar la mejor decisión posible, la administración ha analizado diversos escenarios para el análisis de esa reclasificación y espera ejecutarla antes del cierre de este año.
- Ajustando los índices de liquidez del año 2.007 a esa reclasificación, tendríamos niveles de 1,21 y 0,71 respectivamente. Dichos niveles si bien son sustancialmente menores a los del año pasado son naturales dado el nivel de inversión realizado este año y todavía le permiten a la empresa afrontar sus obligaciones durante el año 2.008.
- A El ciclo de caja (Días de Cuentas por Cobrar + Días de Inventario - Días de Cuentas por pagar) se mantiene relativamente constante en alrededor de 50 días, nivel que es bastante rápido dada la naturaleza del negocio de Botrosa. La rapidez con la que la empresa hace rotar su caja (casi 8 veces al año) evidentemente incentiva la rentabilidad y le favorece al enfrentar sus obligaciones de corto plazo.
- Dada la situación expresada anteriormente, la composición del activo corriente varía como puede apreciarse en el siguiente cuadro:

	<u>2.006</u>	<u>2.007</u>
Inventarios	42% (US \$ 2.072 M)	32% (US \$ 2.5)
Ctas por cobrar relacionadas	19% (US \$ 900 M)	46% (US \$ 3.59)
Otras ctas por cobrar	26% (US \$ 1.241 M)	14% (US \$ 1.107)

- Las Otras cuentas por cobrar son principalmente créditos tributarios (US \$ 1.143 M, US \$ 1.013 M respectivamente). La empresa ha tenido una experiencia positiva con estos reclamos en el pasado, lo cual permite tener un alto grado de confiabilidad en la realización de esos valores.
- El Pasivo Corriente también refleja cambios en su estructura. Los principales rubros del mismo son:

	<u>2.006</u>	<u>2.007</u>
Deuda Con costo	30% (US \$ 595 M)	46% (US \$ 2.317 M)
Proveedores	20% (US \$ 389 M)	15% (US \$ 762 M)
Gastos Acum. por Pagar	18% (US \$ 360 M)	13% (US \$ 644 M)
Cuentas con relacionadas	17% (US \$ 330 M)	16% (US \$ 797M)

- El incremento de la deuda con costo de corto plazo se refiere tanto a un incremento de la porción corriente de las deudas de largo plazo como de un nuevo crédito con Merrill Lynch (US \$ 1.235) contratado para fondear las proyectos agroindustriales del grupo.
- Los gastos acumulados por pagar se refieren principalmente a las obligaciones laborales y tributarias generadas en las utilidades anuales.
- Es importante mencionar que a pesar de que el nivel total de pasivos crece en casi US \$ 2.560 M en el año 2.007, el fortalecimiento patrimonial neto por US \$ 945 M producto de las utilidades generadas en el último período permite mantener los niveles de endeudamiento muy controlados.
- El nivel de endeudamiento medido como Pasivo Total / Patrimonio Tangible se incrementa ligeramente desde 1,0 a 1,1. Estos niveles de endeudamiento son muy manejables dada la naturaleza del negocio y los actuales costos del endeudamiento.
- El endeudamiento con costo total (corto plazo + largo plazo) crece desde US \$ 7.052 M a US \$ 8.222 M. El incremento se debe en su mayor parte a la deuda con Merrill Lynch que se destinó a las inversiones en Provenundo.
- Por otro lado, la concentración de la deuda con costo de corto plazo / deuda con costo total se incrementa desde el 8% al 28%, situación que si bien es manejable debe ser monitoreada constantemente por la administración.

Sin embargo, es importante explicar que gran parte de las inversiones que se ejecutan en el año 2.007 se están haciendo con generación de fondos provenientes de la operación y no solo con endeudamiento como se explicará más adelante.

- La generación operativa de caja de BOTROSA en el año 2.007 alcanzó US \$ 3.578 M, que sumados al flujo de financiamiento por US \$ 1.573 M se utilizaron principalmente en:

a) Inversiones en Activos Fijos	US \$ 1.048 M
b) Compras de tierras neto (Provemundo)	US \$ 1.632 M
c) Inversiones Forestales	US \$ 491 M
d) Establecimiento de inversiones agroindustriales	US \$ 441 M
e) Inv. otras empresas (Hidronanegal, Endesa)	US \$ 151 M
f) Gastos Financieros	US \$ 787 M
g) Otros pagos varios a Proveedores	US \$ 192 M

Es importante mencionar que la inversión más grande dentro del Activo Fijo (US \$ 480 M) se refieren a obras en un caldero del que si bien todas las importaciones se realizaron en el 2.007, las obras se iniciaron en la primera semana del 2.008.

ACTIVIDAD Y RENTABILIDAD

- Las ventas de Botrosa crecen un 10% en el año 2.007 respecto al año anterior. Esto se debió principalmente a un incremento en el precio promedio del m3 vendido, ya que el volumen total de m3 vendido se mantuvo prácticamente constante alrededor de los 48.000 m3 como puede apreciarse en el siguiente cuadro:

Volumen Total vendido (m3)	48.059	48.096	0%
Precio promedio por tablero	\$ 341	\$ 375	10%
Total Ventas de tableros en US \$	\$ 16.383.815	\$ 18.023.337	10%
Otras ventas en US \$	\$ 762.075	\$ 869.624	14%
Total Ventas en US \$	\$ 17.145.890	\$ 18.892.961	10%

- El incremento del precio promedio (10%) se origina en dos fuentes: incrementos de precios (7%-8%) y en una mayor concentración de las ventas en el mercado local donde el precio es comparativamente más alto tal como puede apreciarse en las siguientes tablas:

Precio Promedio Exportación	323	349	108%
Precio Promedio Mercado Local	415	444	107%
Precio Promedio	341	375	110%

Ventas Exportación	38.951	81%	35.108	73%
Ventas Mercado Local	9.108	19%	12.988	27%
Total Ventas	48.059	100%	48.096	100%

La razón de que Botrosa haya visto sus ventas mas concentradas en el mercado local se debe a una mayor demanda local de tableros.

- Por otro lado, existe una importante desviación de las ventas reales respecto a las presupuestadas porque la administración esperaba cambiar el caldero en el año 2.007, lo que finalmente se pospuso para el año 2.008.

	2006	2007	2008	Variación (%)
Volumen Total vendido (m3) Mercado Exportación	38.951	33.600	35.108	104%
Volumen Total vendido (m3) Mercado Local	9.108	11.450	12.988	113%
Volumen Total vendido (m3)	\$ 48.059	45.050	48.096	107%

- Los costos de ventas como porcentaje de las ventas se reducen ligeramente desde 76,1% a 75,6%. El incremento en precios, es la razón principal de ese mayor margen bruto ya que permite a Botrosa compensar por incrementos en los principales rubros del costo de producción como se resume en el siguiente cuadro:

	2006	2007	Variación (%)
Electricidad (USD/ Kw h)	0,0978	0,0978	0%
M.O.(USD/persona)	220,33	233,17	6%
Resina (USD / Kg)	0,51	0,68	33%
Madera (USD/m3)	71,60	72,08	1%
Harina (USD / Kg)	0,33	0,64	94%

- Por otro lado, los gastos operativos crecen un 1,2% en relación a las ventas principalmente debido a las inversiones que este año ha hecho en el mantenimiento de las plantaciones existentes.
- Los gastos financieros como porcentaje de las ventas se incrementan desde 3.7% a 4.2% producto del mayor nivel de endeudamiento. Es importante mencionar que la cobertura del gasto financiero se mantiene en niveles de mucha holgura para la empresa (3,63 y 3.36 para los años 2.006 y 2.007 respectivamente)
- Durante el año 2.007, la empresa cargó a resultados gastos que no implican desembolsos de caja como depreciaciones, amortizaciones y provisiones por US \$ 1'398 M. Este período la empresa termina de amortizar sus pérdidas por diferencial cambiario acumuladas desde el año 2.001.
- Como resultado de su actividad, en el año 2007, la empresa genera una utilidad neta después de impuestos y participaciones a trabajadores de US \$ 946 M que representan

Jyf

un retorno sobre el patrimonio tangible del 9.85%, un nivel muy superior al 4,09% registrado en el año 2.006.

Finalmente, se puede mencionar que las más importantes áreas de gestión administrativa en el próximo año deberían ser el ajuste a las nuevas regulaciones contables y tributarias que ha impuesto el nuevo gobierno, la valoración de los bosques nativos y el adecuado control de un negocio que cada día crece y se diversifica con su consiguiente complejidad estratégica y administrativa.

Atentamente



Francisco Félix S.
COMISARIO