

Quito, 22 de marzo del 2.008

Señores
ACCIONISTAS Y MIEMBROS DEL DIRECTORIO DE AGLOMERADOS COTOPAXI S.A. –
ACOSA
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 Aglomerados Cotopaxi S.A. (ACOSA) cortados al 31 de Diciembre del 2007.

En base al análisis realizado a los registros, documentos y resultados contables de ACOSA me permito expresar lo siguiente:

- 1.- El equipo gerencial de ACOSA, 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 ACOSA 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 \$ 16'500.000,00
- 4.- Los procesos internos de control cumplen debidamente su objetivo de permitir al equipo gerencial de la Compañía contar con 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 claro que la situación económico - financiera de Acosa se mantiene estable respecto al año anterior. A continuación detallo los aspectos más importantes del análisis realizado.



LIQUIDEZ y ENDEUDAMIENTO

- El índice de liquidez (Activo Corriente / Pasivo Corriente) se mantiene relativamente estable al cambiar desde 1,68 al cierre del año 2006 hasta 1,55 al cierre del año 2.007. Cuando se usa como parámetro de medición la prueba ácida ((Activo Corriente – Inventarios) / Pasivo Corriente), el índice también mejora desde 0,99 a 0,91.
- En ese sentido, ambos índices reflejan niveles de liquidez saludables que le permiten cumplir sus obligaciones de corto plazo sin mostrar dependencia de la realización de los inventarios.
- El ciclo de caja (Días de Cuentas por Cobrar + Días de Inventario – Días de Cuentas por pagar) mejora ligeramente desde 146 días a 131 días reflejando consistencia en las políticas de cobro, pago y uso de inventarios.
- La generación operativa de caja de ACOSA se mantiene un niveles muy saludables, alcanzando en el caso del último año US \$ 9'455 M, que se canalizaron principalmente a:
 - o Inversiones en Activos Fijos US \$ 273 M
 - o Adquisición Hacienda San Elías para Inversiones Forestales US \$ 262 M
 - o Valores aportados a Produastro C.A. US \$ 2.549 M
 - o Reducción de la deuda con costo US \$ 1.634 M
 - o Pago de Dividendos a los accionistas (ejercicio 2006) US \$ 1.200 M
 - o Pagos de 15% Part. Trabajadores e Imp. Renta 2.006 US \$ 1.366 M
 - o Gastos de Expansión Forestal US \$ 1.304 M
 - o Gastos Financieros US \$ 743 M
 - o Otros Gastos No operativos US \$ 190 M
- En el activo corriente, resaltan las variaciones de los siguientes rubros:
 - o Las cuentas por cobrar por US \$ 604 M con Edimca que crecen por efecto del incremento en el nivel de ventas,
 - o La reducción de US \$ 679 M en las cuentas por cobrar a relacionadas que pasan a contabilizarse como Aportes para Futuras Capitalizaciones de Produastro.
- En el pasivo corriente, la variación más importante se debe a:
 - o Un crecimiento de las cuentas por pagar a proveedores US \$ 332 M,
 - o Un incremento de los gastos acumulados por pagar US \$ 284 M,
 - o Un incremento en las otras cuentas por pagar por US \$ 290 M a Produbanco por futuros en euros y con Seguros Colonial por US \$ 236 M,
 - o Una reducción de los pasivos con costo de corto plazo por US \$ 294 M originada en menores pagos por la porción corriente de la deuda de largo plazo.
- El nivel de endeudamiento medido como Pasivo Total / Patrimonio Tangible se reduce desde 0,65 al cierre del 2006 a 0,57% al cierre del 2.007. Este nivel puede considerarse bajo dada la naturaleza industrial y forestal de la empresa. Esta reducción se debe principalmente a la reducción total de US \$ 1.634 M en los pasivos con costo y al fortalecimiento neto del patrimonio en US 2.062 M originado en los resultados del último año.
- Los movimientos mas importante en el pasivo con costo puede resumirse en el siguiente cuadro:



Institución	Monto
○ Produbanco	US \$ (858 M)
○ Banco Internacional	(697 M)
○ Laad Americas	(460 M)
○ Otros Varios Corto Plazo	(319 M)
○ EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd.	700 M
Total	US \$ (1.634 M)

- La variación en el patrimonio puede resumirse en el siguiente cuadro:

Rubro	Monto
○ Capital Social	US \$ 1.900 M
○ Reservas de Capital	(206 M)
○ Resultados Acumulados Capitalizados	(1.694 M)
○ Resultados Acumulados - Dividendos	(1.200 M)
○ Resultados del Ejercicio 2007 – Reserva Legal	326 M
○ Resultados del Ejercicio 2007 - Resultados Acumulados	2.937 M
Total	US \$ 2.063 M

- En el Activo de Largo Plazo, las variaciones más importante se deben a:
 - La reducción del Activo Fijo por US \$ 911 M producto principalmente de las depreciaciones del año 2.007
 - La reducción de las inversiones Forestales por US \$ 597 M por efecto del uso de bosques propios este año por US \$ 879 M
 - El incremento de las inversiones de largo plazo por US \$ 3.097 producto de Aportes para capitalizaciones en Produastro C.A. por US 3.228 y de la venta de Cotopaxi Perú por US \$ 131 M.
- La reducción neta de las inversiones forestales no quiere decir que no se hayan efectuado inversiones en plantaciones. Durante el año 2.007, ACOSA gastó US \$ 1.304 M en diferentes rubros de expansión forestal (US \$ 965 M más que el año 2.006).
- Es importante recalcar que la puesta en operación de la nueva planta de Novopan no implicó durante el año 2.007 incrementos en el costo de la madera en el mercado debido a que Novopan habría usado stocks acumulados de madera en planta. El impacto en el costo se ha sentido recién en el año 2.008, donde se espera un incremento en el costo promedio de la madera del 20%. Esta situación, hace evidente la necesidad de asegurar inversiones adicionales tendientes a garantizar el adecuado aprovisionamiento de madera en los próximos años. Dichas inversiones deberían incluir retomar la adquisición de tierras y acelerar la inversión en establecimiento de bosques propios.
- En ese sentido, a finales del 2.007 la administración había gestionado un crédito con el ICC/BID por US \$ 5.000 M, cuyo primer desembolso por US 4.000M se realizó en febrero de este año. Este crédito tiene condiciones de costo y tributarias favorables, lo que le permitirá a ACOSA mantener un nivel controlado de endeudamiento a un costo razonable, y complementar su cartera de inversiones actual con otras adicionales que mejoren la situación estratégica de la empresa en el largo plazo.



SITUACION PRODUASTRO C.A.

- Produastro C.A. es una empresa que se formó con el objeto de administrar el Proyecto Hidroeléctrico Angamarca con la participación de los grupos corporativos Pronaca, Acosa, Fadesa, Incasa, y Proquimsa. La participación máxima aprobada por la Junta General de accionistas de ACOSA para el proyecto fue del 20% sobre un monto de inversión de US \$ 58.469 M.
- El proyecto Angamarca generaría una energía media anual neta de 410 GWH de los cuales un 41% aproximadamente representa la generación demandada por los socios del proyecto, y la diferencia se comercializaría en el mercado eléctrico mayorista nacional.
- El proyecto ha pasado por algunas redefiniciones técnicas, que además de los impactos tributarios que genera la eliminación de exenciones de IVA han elevado el monto de inversión considerablemente desde US \$ 58.469 M a US \$ 92.162 M.

Rubro	Presupuesto Inversión (Nov. 2006)	Nuevo Presupuesto (Ene. 2008)
Vías de acceso	2.700.000	3.161.000
Compra de terrenos y servidumbres	560.000	560.000
Centro de Operaciones Permanentes		550.000
Obras civiles	7.595.000	10.385.000
Tubería de Acero Instalada	19.606.000	27.192.000
Equipos Electromecánicos	21.870.000	22.730.000
Equipos Hidromecánicos	388.000	388.000
Línea de Transmisión	3.150.000	3.150.000
Seguimiento Técnico	600.000	600.000
Ingeniería y Fiscalización	2.000.000	2.160.000
Consultoría		160.000
Seguro Todo Riesgo		500.000
IVA Pagado		8.675.040
Aportes a la Comunidad		600.000
Vehículos		105.000
Muebles y enseres		51.170
Imprevistos		2.168.760
Subtotal		83.135.970
Financieros Preoperativos		9.026.497
Total	58.469.000	92.162.467
35% aportes socios		32.256.863
65% Financiado		59.905.604

- El 65% de la inversión requerida se financiaría con préstamos internacionales y locales en los que los socios garantizarían la parte proporcional correspondiente a su participación accionaria.
- En vista del nuevo valor de inversión, el valor que debería aportar Acosa hasta la finalización del proyecto sería de US \$ 6.380 M vs. su exposición actual de US \$ 3.362 M.

Accionista	Total	Aportes Requeridos	Aportes Pendientes	Aportes al Final
Acosa	3.421.505	3.361.837	134.332	6.380.333,92
Fadesa	1.025.279	2.288.061	1.394.782	4.341.258,13
G. Araque	20.000	-	-	-
Incasa	176.500	884.694	759.194	1.677.304,28
Pronaca	8.931.967	8.940.612	524.445	16.963.795,03
Proquimsa	1.652.313	1.524.796	-39.517	2.894.172,09
Total	15.227.564	17.000.000	2.773.236	32.256.863,45

Información al 6 de Dic/07.

Estados Financieros Auditados de Produastro C.A. reflejan aportes Totales por US \$ 15.352 M. Diferencia de US \$ 124 M.

- El Grupo Fadesa, uno de los grupos corporativos participantes, dejó de aportar sus valores correspondientes en el mes de abril de 2.007. Tanto Fadesa como Proquimsa han expresado su decisión de no aportar recursos adicionales al proyecto.
- En términos de los valores financiados, que los socios deberían garantizar, el desglose sería el siguiente:

Accionista	% actual	Aportado	Aportes al Final	Finaniamiento Garantizado	Exposición Total
Acosa	19,38%	3.421.505	6.380.334	11.849.192	18.229.525,49
Fadesa	13,19%	1.025.279	4.341.258	8.062.337	12.403.594,66
G. Araque	2,00%	-	-	-	-
Incasa	5,10%	-	1.677.304	3.114.994	4.792.297,94
Pronaca	51,54%	176.500	16.963.795	31.504.191	48.467.985,81
Proquimsa	8,79%	8.931.967	2.894.172	5.374.891	8.269.063,11
Total	100,00%	13.555.251	32.256.863	59.905.604	92.162.467,00

En ese sentido, la exposición total sería proporcionalmente muy grande al tamaño patrimonial de Acosa (US \$ 21.792 M) y por otro lado limitaría su capacidad de endeudamiento a futuro para el giro normal de su negocio.

- El hecho de que algunos de los socios no hayan aportado los valores proporcionales requeridos ha hecho que Pronaca, Acosa y Proquimsa sobrepasen los porcentajes de participación originalmente convenidos. En el caso de ACOSA, ese porcentaje alcanza el 22,47%.

Accionista	% actual	Capital	Futura Capitalización	Total	Aportes a la fecha
Acosa	19,38%	194.000	3.227.505	3.421.505	22,47%
Fadesa	13,19%	132.000	893.279	1.025.279	6,73%
G. Araque	2,00%	20.000	-	20.000	0,13%
Incasa	5,10%	51.000	125.500	176.500	1,16%
Pronaca	51,54%	515.800	8.416.167	8.931.967	58,66%
Proquimsa	8,79%	88.000	1.564.313	1.652.313	10,85%
Total	100,00%	1.000.800	14.226.764	15.227.564	100,00%

- El 17 de septiembre del 2.007, Produastro se vio obligado a suspender las obras por la intervención de diversos entes sociales opuestos a la construcción del proyecto como son el Prefecto Provincial de Cotopaxi y Acción Ecológica. Si bien se han tomado una serie de acciones tendientes a solucionar ese problema, aún está por verse el desenlace de un proceso que tiene connotaciones políticas más que técnicas y en las cuales el rol del gobierno aún está por definirse.

- Por otro lado, la confiabilidad del estudio técnico del proyecto se ha visto afectada por los constantes cambios y redefiniciones y la viabilidad financiera del proyecto también se ha visto afectada dado el importante incremento de la inversión inicial. Según estimaciones de Produastro, la rentabilidad del proyecto estaría avaluada bajo las condiciones actuales en un 18,1% y en el caso de un consultor independiente en 13,85%. La diferencia radica en la posible venta de Bonos de Carbono en el mercado bursátil mundial.
- El incremento de los costos del proyecto ha obligado a los accionistas a reconsiderar su exposición financiera, buscando posibles salidas. Las alternativas evaluadas son básicamente tres:
 - o La incorporación de nuevos socios. Se ha planteado al DINE la posibilidad de que acceda con el 50% del valor del proyecto situación que está siendo evaluada por esa institución
 - o La venta total del proyecto. Esta posibilidad no tiene aún un posible comprador identificado
 - o La venta de las planchas de acero y los tubos fabricados para pagar las obligaciones pendientes con contratistas. Según la administración de Produastro, la valoración de la posible pérdida en ese caso sería de entre US \$ 7 MM a US \$ 10 MM. La parte proporcional de Acosa en ese escenario estaría entre US \$ 1.400 M y US \$ 2.000 M.
- En conclusión, el proyecto Angamarca tiene a la fecha problemas con el entorno legal y tributario vigente, de ejecución debido a la influencia política de grupos interesados y del compromiso de los diferentes grupos accionariales con el futuro del proyecto. Por lo tanto, el Directorio de Produastro y el Directorio de Acosa deberán buscar la solución más adecuada y rápida para proteger los intereses de sus accionistas.

ACTIVIDAD Y RENTABILIDAD

- ACOSA consigue durante el año 2007 un incremento bruto del 9,01% en las ventas, que puede desglosarse de la siguiente manera:

	Real 2006	Real 2007	Var. Vs. 2006
Ventas en M3	127.968	121.553	-5,01%
Precio Promedio US \$ / m3	272	312	14,76%
Ventas Totales US \$	34.841.553	37.979.172	9,01%

- Como puede apreciarse, los ingresos por lo tanto crecieron solo debido a un mejor precio promedio del tablero vendido ya que ACOSA vende un volumen menor de m3 este año. El menor volumen se debió a dos razones:
 - o Un incremento de las horas de para a partir del mes de septiembre, ya que el nuevo esquema prioriza el servicio al cliente al procesar pequeños lotes en lugar de grandes lotes de productos.
 - o Una reducción en las ventas de madera debidas a que este año fue difícil encontrar madera de suficiente grosor para el aserradero.
- A pesar de la reducción en volúmenes vendidos, el mejor precio promedio del m3 vendido le permite a ACOSA prácticamente alcanzar el presupuesto de ingresos que se había planteado a inicios de año a como puede verse a continuación:

by

	Presup. 2007	Real 2007	Var. Vs. Presup.
Ventas en M3	134.505	121.553	-9,63%
Precio Promedio US \$ / m3	285	312	9,66%
Ventas Totales US \$	38.324.401	37.979.172	-0,90%

- El incremento porcentual del precio, viene originado nuevamente por un mejor precio en el mercado local ya que las distribuciones de los diferentes productos y los mercados de destino se mantuvieron relativamente constantes como puede apreciarse en los siguientes cuadros:

	Real 2006 US \$	Presup. 2007 US \$	Real 2007 US \$	Var. vs. Presup. %	Var. vs. 2006 %
Precio Promedio Nacional	306	324	373	14,93%	21,90%
Precio Promedio Exportación	224	232	232	-0,35%	3,47%
Precio Promedio Total	272	285	312	9,66%	14,76%

	Real 2006 m3	%	Presupuesto 2007 m3	%	Real 2007 m3	%
Ventas Mercado Local	70.670	55%	73.467	55%	65.990	54%
Ventas Exportación	57.298	45%	61.038	45%	55.563	46%
Total Ventas	127.968	100%	134.505	100%	121.553	100%

A nivel de producto, el resultado puede apreciarse en los siguientes cuadros:

	Real 2006 m3	%	Presupuesto 2007 m3	%	Real 2007 m3	%
Ventas Aglomerado	39.762	31%	40.782	30%	39.450	32%
Ventas MDF	65.240	51%	70.847	53%	66.453	55%
Ventas de Madera	22.966	18%	22.876	17%	15.650	13%
Total Ventas	127.968	100%	134.505	100%	121.553	100%

	Real 2006 m3	%	Presupuesto 2007 m3	%	Real 2007 m3	%
Ventas Productos Recubiertos	50.477	39%	51.533	38%	53.597	44%
Ventas Productos Crudos	54.525	43%	60.096	45%	52.306	43%
Ventas de Madera	22.966	18%	22.876	17%	15.650	13%
Total Ventas	127.968	100%	134.505	100%	121.553	100%

- El margen bruto en ventas mejora desde 24,9% en el año 2006 hasta 27,0% en el año 2.007 gracias a que la empresa pudo incrementar sus precios promedios en mayor proporción al incremento de los costos de producción. El costo promedio de producción de cada m3 producido creció 11.54% durante el año 2.007.
- El crecimiento de los costos se debió tanto a un incremento en el precio de algunos insumos como a otros factores que se detallan a continuación:
 - o Al usar madera delgada, el aprovechamiento de la madera se reduce de 40% al 36%.
 - o Al producir un mix de productos diferente, el consumo de resina por m3 de tablero se incrementa.
 - o Al producir un mayor porcentaje de productos recubiertos, el consumo por m3 de tablero producido se incrementa.

[Firma]

- Los insumos mencionados: madera, resina, papel y chapa representan 60,44% del costo de producción.
- El incremento en los Gastos de Fabricación se refiere principalmente a un mayor uso de repuestos y lubricantes en planta y a mayores costos por servicios de mantenimiento y reparación que suman un valor incremental neto de US \$ 574 M.
- Por otro lado, las depreciaciones de planta se reducen en el año 2.007 en US \$ 740 M debido a que una buena parte de los activos de la planta se encuentran ya totalmente depreciados.
- Los gastos operativos como porcentaje de las ventas crecen desde 9.2% en el 2.006 a 11,6% en el 2.007, principalmente debido al incremento de los gastos del personal administrativo (US \$ 120 M) y por el incremento en los Gastos de Expansión Forestal (US \$ 965 M) que se explicaron anteriormente.
- Los gastos financieros decrecen en relación a las ventas desde 2.4% en el 2006 hasta 2.0% en el 2.007 debido a la reducción del stock de la deuda ya que el costo promedio del endeudamiento financiero fue de 8.78% y 6,96% para ambos años analizados. Incluyendo otros costos de servicios más gastos ocasionados en la exposición al tipo de cambio el costo financiero total se mantuvo casi constante (10,42% y 10,38%).
- Como efecto neto de todos los componentes de su gestión la empresa mantiene su margen antes de participaciones a trabajadores e impuestos en niveles muy similares a los del año 2.006 (13,15% vs. 13,16%).
- Para el año 2007, la empresa arroja un resultado después de impuestos y participaciones a trabajadores de US \$ 3.268 M, que representan un margen neto de 8,59% y una utilidad sobre el patrimonio de 15,76%. Dichos niveles, a pesar de ser algo inferiores a los registrados en el año 2.006 (9,23% y 17,59% respectivamente), representan aún niveles de rentabilidad bastante buenos.
- Durante el año 2.007, la empresa cargó a resultados gastos que no implican desembolsos de caja por US \$ 2.220 M que incluyen principalmente:

o Depreciaciones	US \$ 1.184 M
o Provisiones para Jubilación Patronal	127 M
o Consumo de bosques propios	879 M
o Otras Provisiones y ajustes	30 M

Finalmente, se puede mencionar que las más importantes áreas de gestión administrativa en el próximo año deberían ser el definir el curso de acción óptimo al caso de Produastro C.A., la búsqueda estratégica de nuevos proyectos de inversión, el monitoreo de la evolución de los costos de la materia prima, la protección del aprovisionamiento de madera en el largo plazo y el ajuste a las nuevas regulaciones contables y tributarias impuestas por el gobierno para los próximos ejercicios fiscales.

Atentamente


Francisco Félix S.
COMISARIO