

CAPITULO V

ANALISIS DE LA FUSION AOL TIME WARNER

5.1 Introducción al análisis

Todas las personas que están circundadas por un entorno socio-económico cambiante, en el cual la incertidumbre de lo que pueda pasar con sus empresas es una constante, necesitan disponer de métodos o herramientas para evaluar su funcionamiento en cualquiera de los periodos de su existencia, en el pasado para apreciar la verdadera situación que corresponde a sus actividades, en el presente para realizar cambios en bien de la administración y en el futuro para realizar proyecciones para el crecimiento de la organización. (57).

Un análisis financiero permite identificar las principales fortalezas y debilidades de una empresa. Además, indica si una compañía tiene efectivo suficiente para cumplir con sus obligaciones, si tiene un periodo razonable de recuperación de cuentas por cobrar, una política eficaz de administración de inventarios, tamaño adecuado de planta, propiedades y equipo, y una estructura de capital adecuada, lo cual es necesario si pretende alcanzar la meta de maximizar la riqueza de los accionistas. El análisis financiero también puede utilizarse para evaluar la viabilidad de una empresa “en marcha” y determinar si recibe un rendimiento satisfactorio a cambio de los riesgos que asume. (58).

El pilar fundamental del análisis financiero está contemplado en la información que proporcionan los estados financieros de la empresa, teniendo en cuenta las características de los usuarios a quienes van dirigidos y los objetivos específicos que los originan, entre los más conocidos y usados son el Balance General y el Estado de Resultados (también llamado de Pérdidas y Ganancias), que son preparados, casi siempre, al final del periodo de

operaciones por los administradores y en los cuales se evalúa la capacidad del ente para generar flujos favorables según la recopilación de los datos contables derivados de los hechos económicos. También existen otros estados financieros que se toman en cuenta y que proporcionan información útil e importante sobre el funcionamiento de la empresa, tales como el estado de Cambios en el Patrimonio, el de Cambios en la Situación Financiera y el de Flujos de Efectivo. (59).

Además de los gerentes de finanzas, hay otras personas que también emplean los análisis financieros. Por ejemplo, los gerentes de crédito pueden examinar las razones financieras básicas de un posible cliente para decidir si le extienden un crédito. Los analistas de valores utilizan el análisis financiero para ayudarse a valorar distintos títulos. Los banqueros utilizan las herramientas del análisis financiero para decidir si conceden préstamos. Las razones financieras se han utilizado exitosamente para pronosticar los sucesos financieros, como sería, por ejemplo, una quiebra inminente. Los sindicatos, por su parte, los consultan para evaluar la postura de negociación de ciertos patrones. Por último, los estudiantes y otras personas que buscan empleo pueden realizar análisis financieros de sus posibles empleadores para determinar sus oportunidades profesionales. (60).

5.2 Razones financieras

Uno de los instrumentos más usados para realizar análisis financiero de entidades es el uso de las llamadas Razones Financieras, ya que éstas pueden medir en un alto grado la eficacia y comportamiento de la empresa. Estas razones presentan una perspectiva amplia de la situación financiera, pueden precisar el grado de liquidez, de rentabilidad, el apalancamiento financiero, la cobertura y todos los aspectos relacionados con su actividad. (61).

Una razón financiera es una relación que indica “algo” sobre las actividades de una empresa, como la proporción entre activos y pasivos circulantes, o entre sus cuentas por cobrar y sus ventas anuales. Además, permiten que el analista compare las condiciones de una empresa en el tiempo o en relación con otras empresas. En esencia, las razones financieras estandarizan diversos elementos de los datos financieros en cuanto a las diferencias en magnitud de una serie de datos financieros al realizar comparaciones en el tiempo o entre empresas. (62).

Es importante mencionar que ninguna razón financiera proporciona información suficiente como para juzgar las condiciones y desempeño financieros de la empresa. Sólo cuando se analiza un grupo de razones se puede llegar a conclusiones razonables. Debemos estar seguros de incluir cualquier característica estacional del negocio. Las tendencias subyacentes pueden ser determinadas sólo mediante una comparación de las cifras absolutas y las razones en la misma época del año. (63).

Las razones financieras, son comparables con las de la competencia y llevan al análisis y reflexión del funcionamiento de las empresas frente a sus rivales, a continuación se presentan los fundamentos y cálculo de cada una de ellas.

5.2.1 Razones financieras de liquidez

Las razones de liquidez indican la capacidad de una empresa para cumplir con sus obligaciones financieras a corto plazo (64), es decir, son mediciones rápidas de la capacidad que tiene una empresa de proporcionar efectivo suficiente para hacer negocios durante los siguientes meses.

Una empresa que pretende seguir siendo un negocio viable debe tener suficiente efectivo disponible para pagar las facturas en la fecha en que se vencen. En otras palabras, la empresa debe permanecer “líquida”. (65).

5.2.1.1 Razón de circulante

Razón de circulante: Esta razón considera la verdadera magnitud de la empresa en cualquier instancia del tiempo y es comparable con diferentes entidades de la misma actividad. (66).

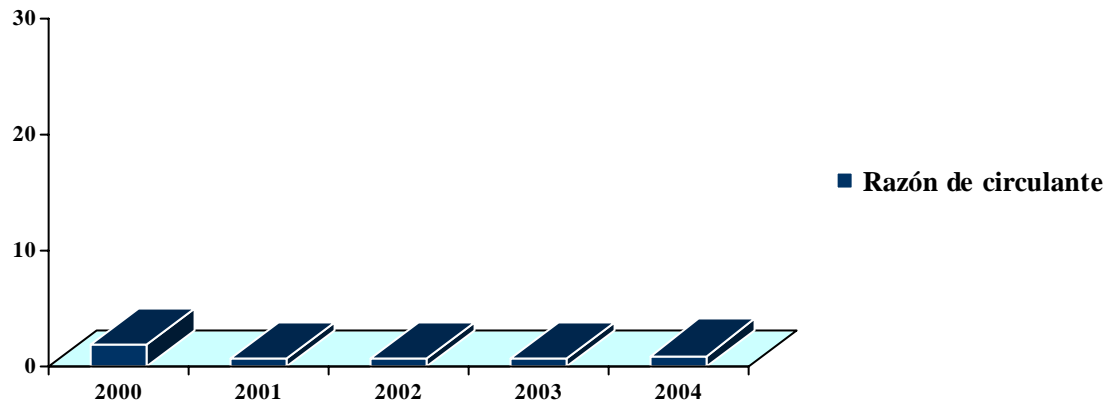
$$\text{Razón de circulante} = \text{Activos circulantes} / \text{Pasivos circulantes}$$

Tabla 1. Razón de circulante

31/12/2000	31/12/01	31/12/02	31/12/03	31/12/04
2.0	0.8	0.8	0.8	1.0

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfica 1. Razón de circulante



Fuente: Elaboración Propia.

La razón de circulante obtenida para el año 2000 se interpreta en el sentido de que para satisfacer las reclamaciones de los acreedores de corto plazo con base exclusivamente en el activo circulante existente, la compañía debe estar en posibilidades de convertir cada dólar del activo circulante en al menos 0.50 dólares de efectivo ($\$1.00/2.0=\0.50). El procedimiento para la interpretación de las razones de los años consecutivos es el mismo que el usado para la razón obtenida en el año 2000.

5.2.1.2 Prueba ácida

Prueba ácida: Esta razón es una medición más estricta de la liquidez de la empresa que la razón de circulante. Al restar los inventarios de los activos circulantes, esta razón financiera reconoce que muchas veces los inventarios de una compañía son uno de sus

activos circulantes menos líquidos. Los inventarios, sobre todo el trabajo en proceso, son muy difíciles de convertir con rapidez al valor en libros, o cerca de él. (67).

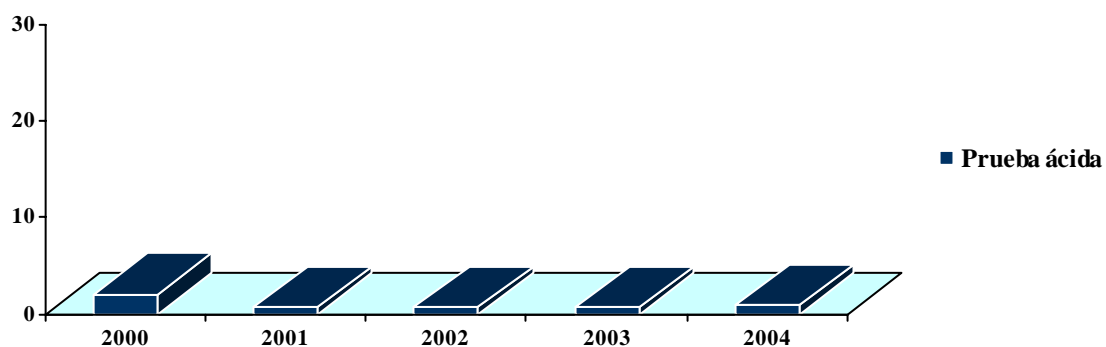
$$\text{Prueba ácida} = (\text{Activos circulantes} - \text{Inventario}) / \text{Pasivos circulantes}$$

Tabla 2. Prueba ácida

31/12/2000	31/12/01	31/12/02	31/12/03	31/12/04
2.0	0.7	0.7	0.7	0.9

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfica 2. Prueba ácida



Fuente: Elaboración Propia.

La prueba ácida obtenida para el año 2001 se interpreta en el sentido de que el efectivo y demás activos circulante de la compañía, separados un paso del efectivo, es decir, las inversiones temporales y las cuentas por cobrar son iguales al 70% de los pasivos circulantes. El procedimiento para la interpretación de las razones de los demás años es el mismo que el usado para la razón obtenida en el año 2001.

5.2.1.3 Capital neto de trabajo

Capital neto de trabajo: El motivo del uso del capital neto de trabajo para evaluar la liquidez de una empresa, se halla en la idea de que en cuanto mayor sea el margen en el que los activos de un empresa cubren sus obligaciones a corto plazo, tanta más capacidad de pago generará para pagar sus deudas en el momentos de su vencimiento. (68). Aunque en realidad no es un índice, se utiliza comúnmente, además de que es útil para el control interno. En el contrato por lo generalmente se especifica un nivel mínimo de capital neto de trabajo que debe ser mantenido por la empresa. Este requisito tiene el propósito de forzar a la empresa a mantener suficiente liquidez operativa, lo cual ayuda a proteger a los préstamos del acreedor. (69).

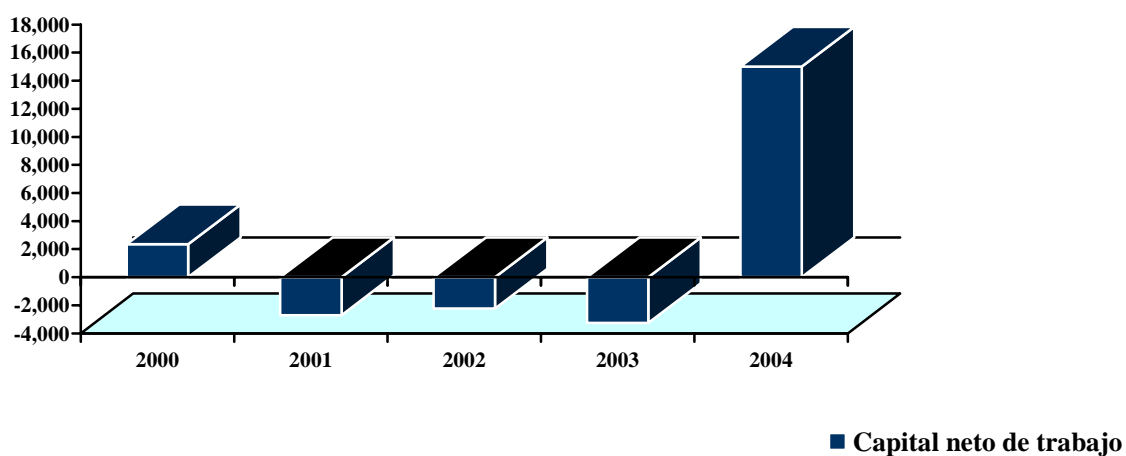
$$\text{Capital neto de trabajo} = \text{Activos circulantes} - \text{Pasivos circulantes}$$

Tabla 3. Capital neto de trabajo

31/12/2000	31/12/01	31/12/02	31/12/03	31/12/04
2,343 M	-2,698 M	-2,240 M	-3,250 M	15,000 k

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfica 3. Capital neto de trabajo



Fuente: Elaboración Propia.

Es importante mencionar que el capital neto de trabajo representado en la gráfica para los años 2000, 2001, 2002 y 2003 está expresado en millones, mientras que el expresado para el año 2004 está expresado en miles.

5.2.2 Razones de apalancamiento financiero

Cuando una empresa obtiene recursos para una parte de sus activos con cualquier tipo de financiamiento de costo fijo, como deuda, acciones preferentes o arrendamiento financiero se dice que emplea un apalancamiento financiero. Las razones de apalancamiento financiero miden el grado de utilización que hace una empresa del apalancamiento financiero, y como tales, son de interés para los acreedores y propietarios. (70).

5.2.2.1 Razón de deuda

Razón de deuda: Esta razón mide la proporción de los activos totales de una empresa que se financian con fondos de los acreedores. Una razón de deuda elevada supone una base de capital proporcionalmente menos, es decir, el porcentaje de activos financiados con fondos propios. Las razones de deuda se expresan en términos de porcentajes. (71).

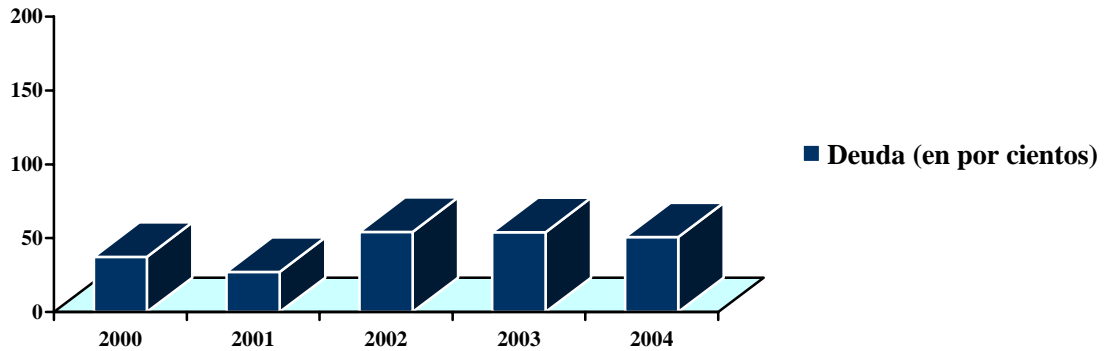
$$\text{Razón de deuda} = \text{Deuda total} / \text{Total de activos}$$

Tabla 4. Razón de deuda

31/12/2000	31/12/01	31/12/02	31/12/03	31/12/04
37.4	27.1	54.3	54.0	50.7

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfica 4. Razón de deuda



Fuente: Elaboración Propia.

La razón de deuda obtenida para el año 2002 se interpreta en el sentido de que los acreedores de la compañía financian 54.3% de los activos totales de la empresa. El procedimiento para la interpretación de las razones de los demás años es el mismo que el usado para la razón obtenida en el año 2002.

5.2.2.2 Razón de deuda a capital

Razón de deuda a capital: Esta razón es similar a la razón de deuda y relaciona la cantidad de financiamiento por deuda de una empresa con la cantidad de financiamiento por capital. La razón de deuda a capital también se expresa como porcentaje. (72).

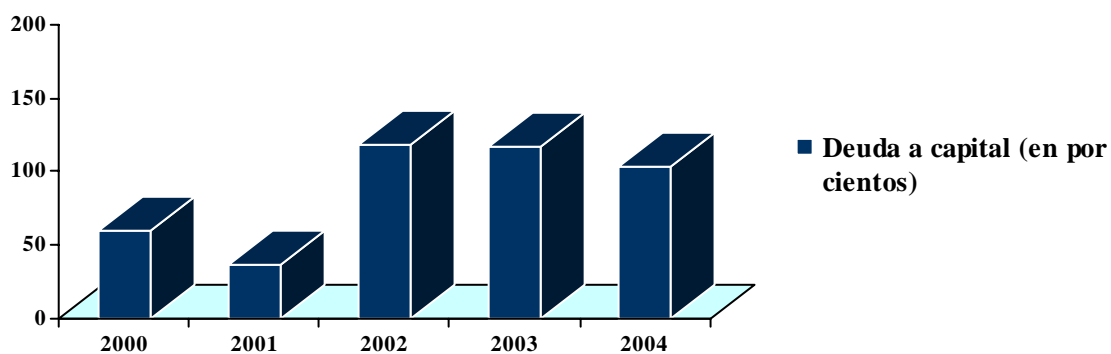
$$\text{Deuda a capital} = \text{Deuda total} / \text{Capital contable total}$$

Tabla 5. Razón de deuda a capital

31/12/2000	31/12/01	31/12/02	31/12/03	31/12/04
59.7	37.1	118.6	117.3	103.0

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfica 5. Razón de deuda a capital



Fuente: Elaboración Propia.

La razón de deuda a capital de la compañía para el final del año 2003 es de 117.3 por ciento. Concretamente, la compañía recibe de sus acreedores aproximadamente \$1.173 por cada dólar invertido por sus accionistas. El procedimiento para la interpretación de las razones de los demás años es el mismo que el usado para la razón obtenida en el año 2003.

5.2.3 Razones financieras de rentabilidad

Más que cualquier otra medición contable, las utilidades de una empresa demuestran qué tan bien está tomando la dirección de sus decisiones de inversión y financiamiento. Estas razones miden la eficacia con que la dirección de una empresa genera utilidades sobre ventas, los activos totales y, lo más importante, la inversión de los accionistas. Por tanto, cualquiera cuyos intereses económicos estén ligados a la supervivencia de la empresa en el largo plazo estará interesado en las razones de rentabilidad. (73).

5.2.3.1 Razón de margen de utilidad bruta

Razón de margen de utilidad bruta: Esta razón mide la rentabilidad relativa de las ventas de una empresa después de deducir el costo de venta, lo cual revela con qué eficacia la dirección de la empresa toma las decisiones relativas al precio y al control de los costos de producción. (74).

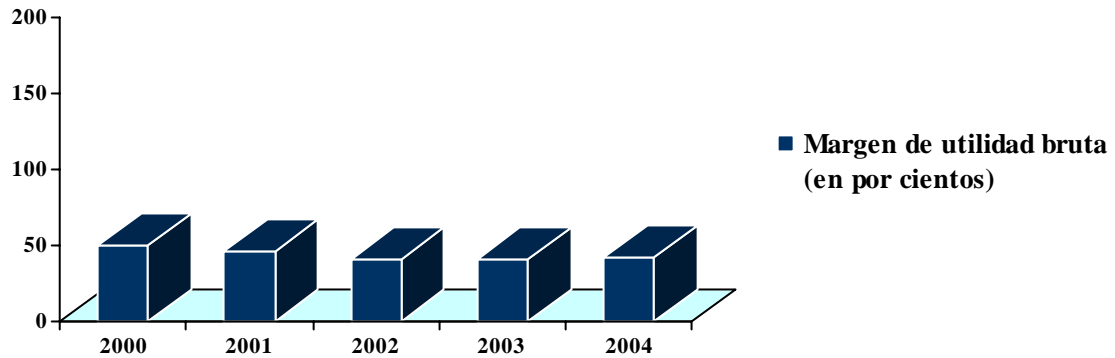
$$\text{Margen de utilidad bruta} = (\text{Ventas} - \text{Costo de ventas}) / \text{Ventas}$$

Tabla 6. Margen de utilidad bruta

31/12/2000	31/12/01	31/12/02	31/12/03	31/12/04
49.7	45.8	40.6	41.1	41.9

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfica 6. Margen de utilidad bruta



Fuente: Elaboración propia.

Como se puede apreciar el margen utilidad bruta obtenido en el año 2004, comparado con el obtenido en el 2001, presenta una disminución de casi 8 por ciento. Este indicador nos informa que los negocios en la empresa, en vez de crecer, han disminuido poco a poco; lo anterior puede estar ocasionado por mal trabajo del grupo de negocio, del grupo de marketing, por mala calidad de los productos terminados, etc. (75). El margen de utilidad bruta obtenido en el 2004 se interpreta en el sentido de que por cada dólar de venta se obtuvieron \$4.19 de ganancia bruta provenientes de las operaciones.

5.2.3.2 Razón de margen de utilidad neta

Razón de margen de utilidad neta: Mide, además lo rentable que son las ventas de una empresa después de deducir todos los gastos, incluidos los impuestos e intereses. (76).

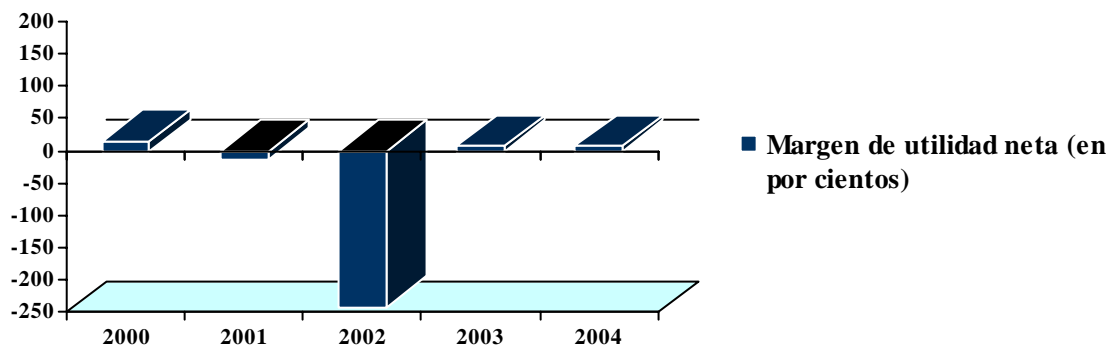
Margen de utilidad neta = Utilidades después de impuestos / Ventas

Tabla 7. Margen de utilidad neta

31/12/2000	31/12/01	31/12/02	31/12/03	31/12/04
15.0	-12.9	-241.0	6.7	8.0

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfica 7. Margen de utilidad neta



Fuente: Elaboración Propia.

El margen de utilidad neta obtenido en el 2004 indica que por cada dólar de ventas se generan \$0.8 de utilidad. El procedimiento para la interpretación de las razones de los demás años es el mismo que el usado para la razón obtenida en el año 2004.

5.2.3.3 Razón de rendimiento sobre la inversión

Razón de rendimiento sobre la inversión: Mide la utilidad neta de una empresa en relación con la inversión medida como el total de activos. (77).

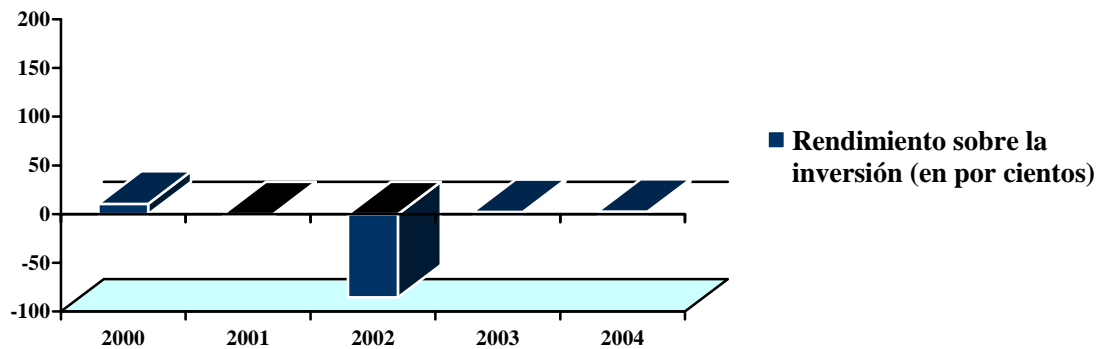
$$R. \text{ sobre la inversión} = \text{Utilidades después de impuestos} / \text{Total de activos}$$

Tabla 8. Rendimiento sobre la inversión

31/12/2000	31/12/01	31/12/02	31/12/03	31/12/04
10.6	-2.4	-85.5	2.2	2.7

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfica 8. Rendimiento sobre inversión



Fuente: Elaboración Propia.

La razón de rendimiento sobre la inversión obtenida en el año 2001 se interpreta en el sentido de que ésta equivale a la ganancia económica anual por dólar invertido, es decir, el porcentaje de las ganancias económicas del año al valor promedio de la inversión. El procedimiento para la interpretación de las razones de los demás años es el mismo que el usado para la razón obtenida en el año 2001.

5.2.3.4 Razón de rendimiento sobre el capital contable

Razón de rendimiento sobre capital contable: Mide la tasa de rendimiento que obtiene una empresa sobre el capital de los accionistas. Debido a que sólo aparece el capital de los accionistas en el denominador, en la razón influye directamente la cantidad de deuda que una empresa utiliza para financiar sus activos. (78).

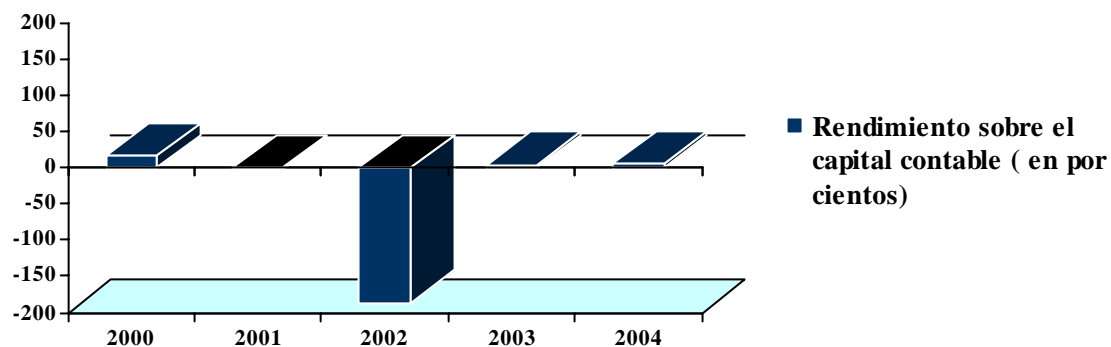
$$R. \text{ sobre el capital contable} = \text{Utilidades después de impuestos} / \text{Capital contable}$$

Tabla 9. Rendimiento sobre el capital contable

31/12/2000	31/12/01	31/12/02	31/12/03	31/12/04
17.0	-3.2	-186.9	4.7	5.5

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfica 9. Rendimiento sobre el capital contable



Fuente: Elaboración propia.

La razón de rendimiento sobre capital contable obtenida en el año 2000 se interpreta en el sentido de que por cada dólar que los socios tienen invertidos en la empresa, están obteniendo 17 centavos de dólar de utilidad. El procedimiento para la interpretación de las razones de los demás años es el mismo que el usado para la razón obtenida en el año 2000.

5.2.4 Razones financieras de administración de activos

Uno de los objetivos de la administración financiera consiste en determinar la mejor forma de distribuir los recursos de una empresa entre las diversas cuentas de activos. Si se logra una combinación apropiada de efectivo, cuentas por cobrar, inventarios, plantas, bienes inmuebles y equipo, la estructura de activos de la empresa generará con mayor eficacia ingresos por ventas.

Las razones financieras de administración de activos indican cuánto ha invertido una empresa en un determinado tipo de activo, o grupo de activos, en relación con el ingreso que produce. (79).

5.2.4.1 Periodo de cobro

Periodo de cobro: Equivale a la cantidad de días promedio que permanece sin liquidarse una cuenta por cobrar. (80).

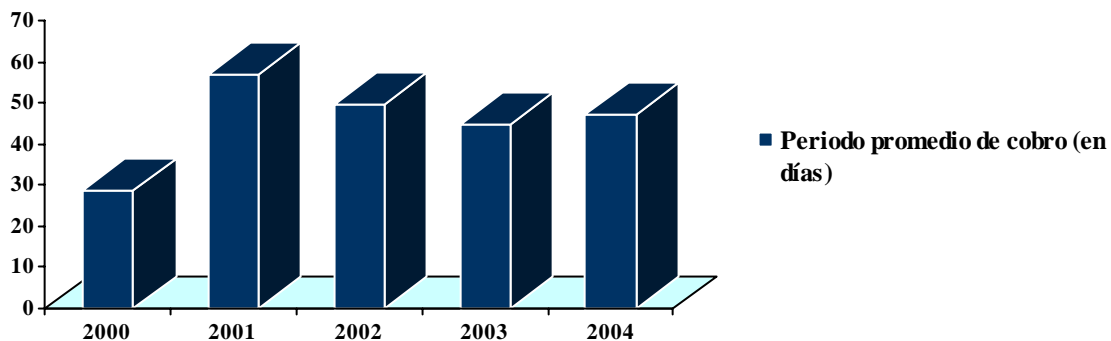
$$\text{Periodo promedio de cobro} = \text{Cuentas por cobrar} / (\text{Ventas anuales a crédito}/365)$$

Tabla 10. Periodo de cobro

31/12/2000	31/12/01	31/12/02	31/12/03	31/12/04
28.6	57.0	49.8	44.7	47.1

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfica 10. Promedio de cobro



Fuente: Elaboración Propia.

El periodo de cobro obtenido para el año 2000 muestra que en promedio transcurren 28.6 días para recuperar las ventas a crédito. En la tabla se observa que conforme van pasando los años, el periodo promedio de cobro ha sufrido considerables cambios, aumentando hasta los 57.0 días en el año 2001 y disminuyendo un poco en los años consecutivos. El procedimiento para la interpretación de las razones de los demás años es el mismo que el usado para la razón obtenida en el año 2000.

5.2.4.2 Razón de rotación de inventario

Razón de rotación de inventario: Algunos analistas calculan la rotación del inventario en forma tan sencilla como la proporción de las ventas anuales en relación con el inventario final. Si bien la proporción de ventas a inventario es técnicamente inferior y proporciona diferentes resultados que las razones financieras de uso más común, quizá sea

satisfactoria si se usa en forma consistente al hacer comparaciones entre una empresa y la industria en su conjunto. Sin embargo, el problema con esta razón es que tiende a variar de una empresa a otra, dependiendo de las políticas relativas a los márgenes de utilidad sobre el costo de venta. (81).

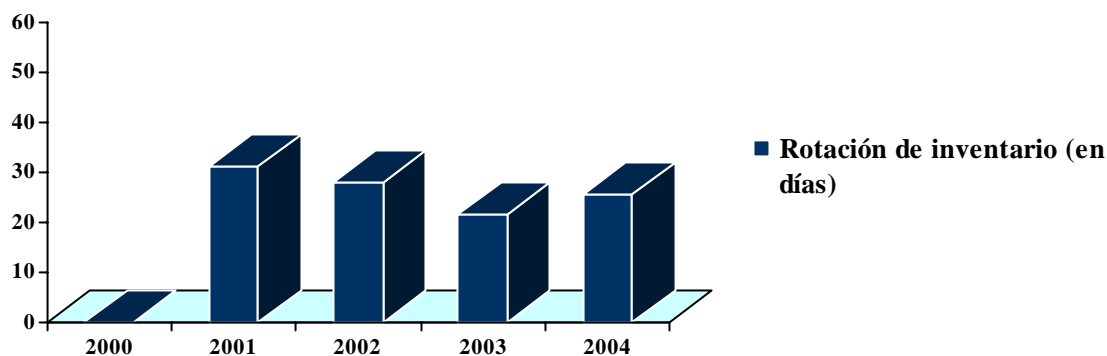
$$\text{Rotación de inventario} = \text{Costo de ventas} / \text{Inventario promedio}$$

Tabla 11. Rotación de Inventario

31/12/2000	31/12/01	31/12/02	31/12/03	31/12/04
0.0	31.1	28.1	21.5	25.6

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfica 11. Rotación de inventario



Fuente: Elaboración Propia.

La rotación de inventario obtenida para el año 2001 muestra que en promedio los inventarios se renuevan cada 31.1 días. Naturalmente, en la medida en que se pueda reducir el número de días de inventario, sin afectar las ventas o la producción, la empresa estará administrando más eficientemente su inversión en dicho rubro. El procedimiento para la interpretación de las razones de los demás años es el mismo que el usado para la razón obtenida en el año 2001.

5.2.4.3 Razón de rotación de cuentas por pagar

La razón de rotación de cuentas por pagar equivale a la cantidad de días promedio que permanece sin liquidarse una cuenta por pagar.

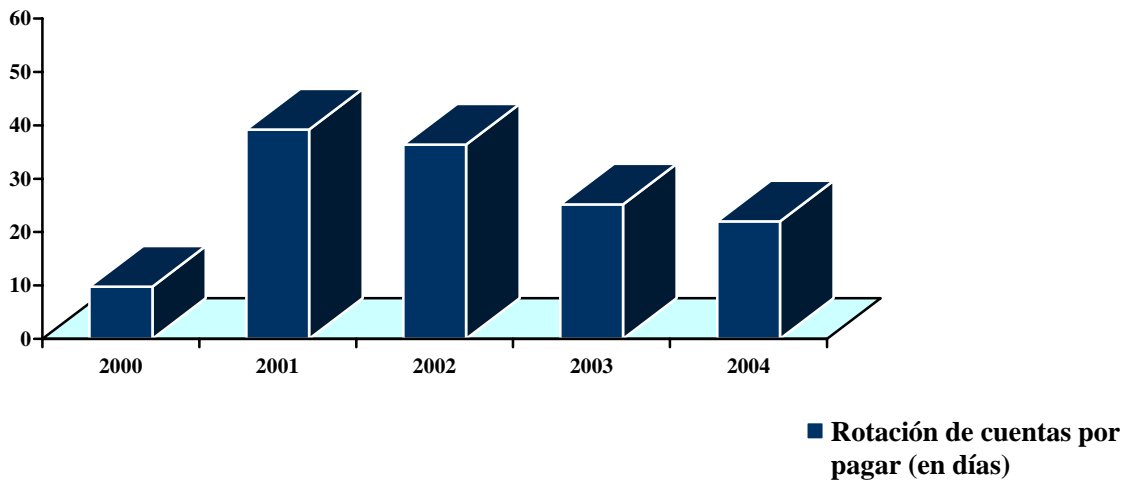
$$\text{Rotación de cuentas por pagar} = (\text{C} \times \text{P}) (\text{No. de días en el E.R.}) / \text{Costo de Ventas}$$

Tabla 12. Rotación de cuentas por pagar

31/12/2000	31/12/01	31/12/02	31/12/03	31/12/04
9.8	39.2	36.4	25.2	22.0

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfica 12. Rotación de cuentas por pagar



Fuente: Elaboración Propia.

La rotación de cuentas por pagar obtenida para el año 2002 muestra que en promedio éstas son canceladas o pagadas por la compañía a sus proveedores en un plazo de 36.4 días. El procedimiento para la interpretación de las razones de los demás años es el mismo que el usado para la razón obtenida en el año 2002.

Tabla 13. Razones financieras 2000-2004

	2000	2001	2002	2003	2004
Circulante	2.0	0.8	0.8	0.8	1.0
Prueba ácida	2.0	0.7	0.7	0.7	0.9
Capital neto de trabajo	2,343 M	-2,698 M	-2,240 M	-3,250 M	15,000 k
Deuda	37.4	27.1	54.3	54.0	50.7
Deuda a capital	59.7	37.1	118.6	117.3	103.0
M. de utilidad bruta	49.7	45.8	40.6	41.1	41.9
M. de Utilidad Neta	15.0	-12.9	-241.0	6.7	8.0
Rendimiento sobre la inversión	10.6	-2.4	-85.5	2.2	2.7
Rendimiento sobre el capital contable	17.0	-3.2	-186.9	4.7	5.5
Periodo de cobro	28.6	57.0	49.8	44.7	47.1
Rotación de inventario	0.0	31.1	28.1	21.5	25.6
Cuentas por pagar	9.8	39.2	36.4	25.2	22.0

Fuente: Elaboración propia.

En 2000 AOLTW registraba un índice de liquidez más alto que los presentados en los años siguientes a la fusión. Esto indica que la capacidad de la compañía para cumplir con sus obligaciones financieras a corto plazo disminuyó a partir del año 2001. Lo anterior representa un punto en contra para AOLTW ya que en cuanto sea más fácil convertir los recursos del activo que posea la empresa en dinero, ésta gozará de mayor capacidad de pago para hacer frente a sus deudas y compromisos.

Respecto al endeudamiento de la empresa, se puede observar en la gráfica que los porcentajes de deuda registran rangos más altos que los registrados en el 2000; esto implica que una mayor proporción de los activos totales de AOLTW están financiándose con fondos provenientes de terceros.

Los márgenes de utilidad bruta y utilidad neta de la compañía al 2004, comparados con los registrados en el 2000, han disminuido casi un 8% respectivamente; esto está lejos

de ser un aspecto positivo ya que indica que los márgenes de utilidad de la compañía en relación a las ventas están disminuyendo en lugar de aumentar.

En la gráfica se observa que en el año 2000 AOLTW reflejaba un periodo promedio de cobro a sus clientes de 28.6 días y un plazo de cuentas por pagar a sus acreedores de 9.8 días. En 2001 ambos plazos aumentaron considerablemente. Ante estos aumentos se debe considerar que los acontecimientos del 11 de septiembre del 2001 sacudieron la economía teniendo efectos no sólo en AOLTW sino en todas las empresas que operan dentro de cualquier sector industrial. Tras los ataques del 11 de septiembre, la desaceleración de la economía y la caída en los anuncios de publicidad, AOLTW se vio obligada a reducir sus expectativas. En el año 2002, ambos plazos comenzaron a disminuirse poco a poco.

Gráfica 13. Comportamiento de las acciones.



Fuente: <http://ir.timewarner.com/chart.cfm?ptype1=1>

La gráfica anterior corresponde al valor de la acción de AOL de 1993 a 1999 y muestra también el valor de la acción de AOLTW (ahora TW) a partir del año 2000.

Como se puede observar en la gráfica, en el periodo comprendido entre los años 1999 y 2000 la acción de AOL alcanzó el máximo valor registrado hasta ahora. Fue a partir del año 2001, cuando se consolidó la fusión, que las acciones de la ahora Time Warner han experimentado un continuo descenso en las sesiones bursátiles llegando a su punto más bajo desde diciembre de 1998; esto muestra que las expectativas esperadas por los accionistas de la compañía con respecto al valor de las acciones después de la fusión hasta el momento no han sido alcanzadas.