Informe temático · Equity · Financiación de la IA

Financiación de la IA: el capex ya supera al flujo de caja y el retorno depende de que los ingresos se multipliquen por cinco

Los cinco grandes gastarán unos US$825 mil M en 2026, el 117 % de su flujo operativo, y el resto lo ponen bonos, vehículos fuera de balance, crédito privado y rondas circulares. Medimos de dónde viene el dinero, quién lo cobra y qué ROIC sale en 2028.

SDN Research · Informe temático · Datos a cierre del 15-10-2026

PUNTOS CLAVE

- Los cinco grandes pasan de US$163 mil M de capex en 2023 a unos US$825 mil M en 2026, y en 2027 será mayor [S002][S005][S008].
- El capex de 2026 equivale al 117 % de su flujo operativo de 12 meses: el resto lo ponen deuda (+US$141 mil M en seis meses en tres de ellas), vehículos fuera de balance, crédito privado y rondas circulares.
- Para rendir un 10 % hacen falta unos US$472 mil M de ingresos de IA en 2026 (identificables: ~US$152 mil M). En 2028 el ROIC es -13 % / 2,2 % / 18 % (bear / base / bull) frente a un coste de capital del 10 %: **el precio de quien gasta exige acercarse al bull.**

Pregunta central. ¿De dónde sale el dinero de la IA y qué tiene que ocurrir para que el capex rinda? El gasto de Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta y Oracle pasa de US$465 mil M en 2025 a unos US$825 mil M en 2026 y supera lo que generan sus negocios; la diferencia la financian unos US$141 mil M de deuda nueva en seis meses (solo Alphabet, Amazon y Meta), vehículos como Hyperion y rondas de OpenAI, Anthropic y xAI en las que participan los propios proveedores [S004][S013][S016]. Para cubrir un coste de capital del 10 % hacen falta unos US$472 mil M de ingresos de IA al año ya en 2026, frente a unos US$152 mil M identificables [S017][S018][S035]. En 2028, el ROIC implícito es de -13 % en el bear, 2,2 % en el base y 18 % en el bull.

DATOS CLAVE

Capex de 5 grandes, 2026E
US$825 mil M
Era 465 en 2025 (+78 %) · guías de jul-2026

Capex 2026E / flujo operativo 12m
117 %
CFO 12m de las cinco: US$707 mil M

Deuda a largo plazo nueva en 6 meses
+US$141 mil M
Alphabet, Amazon y Meta, dic-25 a jun-26

Ingresos de IA que hacen falta en 2026
~US$472 mil M
Identificables: ~US$152 mil M · cálculo SDN

Nº 017 · DISTRIBUCIÓN PÚBLICA · ANÁLISIS INDEPENDIENTE

Documento informativo; no es una recomendación de inversión. Aviso legal al final.

EXHIBIT A SNAPSHOT A 15-10-2026: QUÉ SE VE EN EL DINERO DE LA IA Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Capex 2026E de MSFT, GOOGL, AMZN, META, ORCL	US$825 mil M (guías de jul–sep 2026)	+78 % sobre 2025; Microsoft y Meta incluyen arrendamientos financieros [S002][S003]
Flujo operativo 12m (mismas cinco)	US$707 mil M; capex 12m US$586 mil M	FCF agregado de US$121 mil M, pero concentrado en Microsoft y Alphabet [S004]
Deuda LP nueva dic-25 → jun-26	Alphabet +51,6, Amazon +64,2, Meta +24,9, Microsoft 0,0 (US$ mil M)	Microsoft es la única que no se endeuda; las demás financian el capex con bonos [S004]
Backlog en nube (MSFT, GCP, ORCL, CoreWeave)	US$1.960 mil M	Mucho está comprometido por laboratorios que hoy pierden dinero [S001][S005][S009][S011]
Crédito	Oracle: BBB− (S&P) y CDS ~215 pb; bono 2032 de CoreWeave a ~14,5–15 %	El crédito empieza a cobrar el riesgo antes que la bolsa [S008][S012]
Bolsa desde el cierre de nov-25	SMH +59 %, NVDA +23 %, ORCL −33 %, CRWV −5 %, S&P 500 +13 %	Gana quien cobra el capex; pierde quien se endeuda para hacerlo [S029]

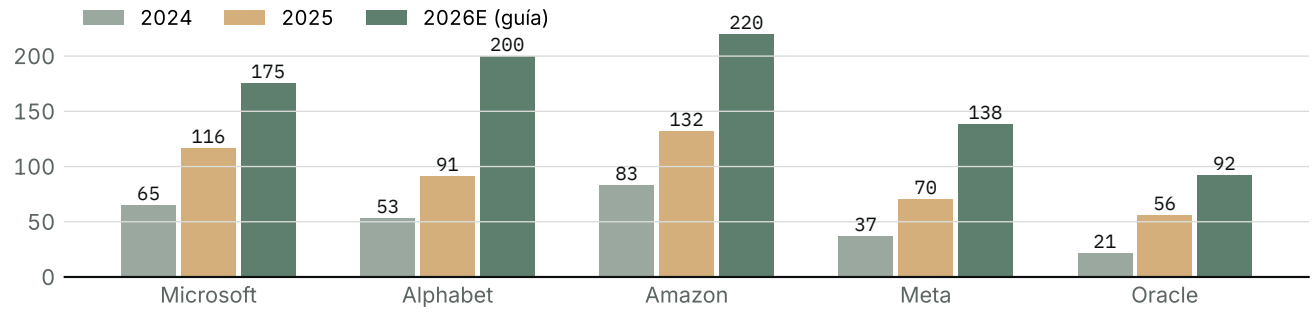
Fuente: Notas de resultados y llamadas de Microsoft [S001][S002], Meta [S003], Alphabet [S005], Oracle [S008][S009] y CoreWeave [S011]; XBRL de la SEC [S004]; Yahoo Finance a 15-10-2026 [S029]; cálculo SDN.

01 El capex de cinco empresas se ha multiplicado por 5,0 en tres años y las guías de julio lo suben otra vez

TAMAÑO DEL GASTO

Los datos de las empresas no dejan margen a la duda sobre el gasto. En efectivo, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta y Oracle invirtieron US$163 mil M en 2023, US$259 mil M en 2024 y US$465 mil M en 2025 (años fiscales alineados al año natural) [S004]. Las guías de los últimos resultados suman unos US$825 mil M para 2026: Microsoft unos US$175 mil M en el año natural, Alphabet US$195–205 mil M, Amazon unos US$220 mil M, Meta US$130–145 mil M y Oracle US$90–95 mil M en su ejercicio hasta mayo de 2027 [S002][S003][S005][S007][S008]. Para 2027 ninguna da cifra, pero Alphabet dice que subirá «significativamente», Microsoft que crecerá y Oracle prevé más capex bruto [S002][S005][S008].

EXHIBIT 1 CAPEX DE LAS CINCO GRANDES POR EMPRESA (US$ MIL M, AÑO NATURAL ALINEADO)



Fuente: XBRL de la SEC: pagos por PP&E en efectivo (Amazon, adquisición de activos productivos) [S004]; guías de [S002][S003][S005][S007][S008] (punto medio). Microsoft: FY a junio desplazado un año (FY26 = 2025); Oracle: FY a mayo desplazado igual. La guía incluye arrendamientos financieros (Microsoft, Meta), la serie histórica no: la comparación sobrestima el salto de 2026.

EXHIBIT B GUÍAS DE CAPEX: QUÉ DIJO CADA EMPRESA, CUÁNDO Y CON QUÉ FUENTE

EMPRESA	GUÍA Y ÚLTIMO TRIMESTRE	FECHA	ESTADO DE LA FUENTE
Microsoft	Año natural 2026 ~US$175 mil M (antes 190; el cambio es contable); 1T FY27 >US$50 mil M; FY26 en efectivo US$115,9 mil M	29-07-2026	Llamada y nota de la empresa [S001][S002]
Alphabet	2026: US$195–205 mil M (antes 180–190); 2T26 US$44,9 mil M; 2027 «significativamente» mayor	22-07-2026	10-Q para el 2T; guía por resumen de la llamada [S004] [S005][S006]
Amazon	2026: ~US$220 mil M (antes 200); 2T26 US$54,2 mil M brutos	30-07-2026	10-Q para el 2T; guía por prensa [S004][S007]
Meta	2026: US$130–145 mil M con arrendamientos financieros (antes 125–145); 2T26 US$31,08 mil M; sin guía 2027	29-07-2026	Nota de resultados [S003]
Oracle	FY27 (jun-26 a may-27): US$90–95 mil M brutos y ≤US$70 mil M netos de prepagos; 1T FY27 US$28,5 mil M	10-09-2026	10-Q para el 1T; guía por análisis [S004][S008]

Fuente: Fuentes indicadas en cada fila. «PARTIAL» = la cifra de la guía viene de un resumen y no del texto de la empresa; el capex trimestral sí es del filing.

Fuera de los cinco, el gasto también crece. CoreWeave guía US$35–39 mil M de capex en 2026 y lleva US$14,1 mil M en efectivo en el semestre [S011][S039]; xAI gastó US$12,7 mil M en 2025 y US$7,7 mil M en el 1T26 [S020]; Stargate (objetivo de 10 GW) financia Abilene con US$15 mil M de capital y deuda, con US$9,6 mil M de JPMorgan [S032]; y los proyectos soberanos (Stargate EAU, más de US$30 mil M; Humain, 1,9 GW a 2030) suman más en intención [S036]. **LIMITACIÓN:** salvo CoreWeave, sin 10-Q detrás: contexto, no entrada del modelo.

02 El flujo de caja ya no alcanza: lo que falta lo ponen bonos, vehículos fuera de balance, crédito privado y las rondas de las empresas de IA

FUENTES DE FINANCIACIÓN

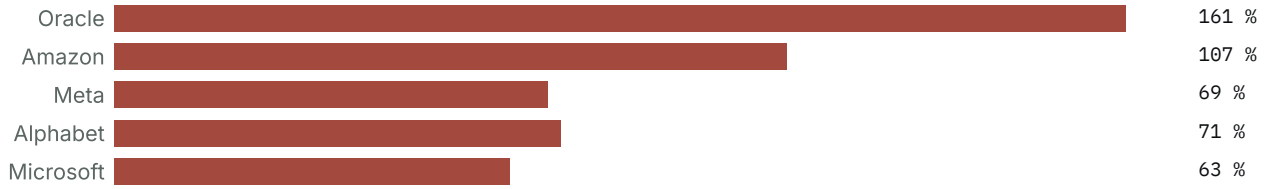
EXHIBIT C CAPEX FRENTE A FLUJO OPERATIVO DE LOS ÚLTIMOS 12 MESES (US$ MIL M)

EMPRESA	PERIODO	CAPEX	FLUJO OPERATIVO	FCF	CAPEX / CFO	DEUDA LP
Microsoft	FY26 (jul25-jun26)	115,9	182,9	67,0	63 %	40,3
Alphabet	TTM jun-26	132,4	185,7	53,3	71 %	98,2
Amazon	TTM jun-26	173,0	161,4	-11,6	107 %	133,0
Meta	TTM jun-26	89,3	130,3	41,0	69 %	83,7
Oracle	TTM ago-26	75,7	46,9	-28,7	161 %	125,3
CoreWeave	TTM jun-26	20,6	6,9	-13,7	298 %	35,1
Cinco grandes	12m	586,4	707,3	120,9	83 %	—

Fuente: XBRL de la SEC [S004]. Capex = pagos por PP&E en efectivo (Amazon: activos productivos brutos; no resta cobros ni arrendamientos financieros). Oracle: 12m a 31-08-2026; CoreWeave y Oracle: deuda bruta de [S011] y [S008]. Cálculo SDN.

El FCF agregado de los 12 últimos meses (US$121 mil M) es positivo, pero engaña por la composición. Microsoft y Alphabet generan casi todo; Amazon (−US$11,6 mil M según los dos epígrafes del XBRL; −US$7,6 mil M en su propia definición neta de cobros) y Oracle (−US$28,7 mil M) ya consumen caja, y CoreWeave quema US$13,7 mil M [S004][S007]. En el último trimestre, Alphabet tuvo FCF de −US$5,9 mil M, Meta de solo US$0,8 mil M y Oracle de −US$5,4 mil M [S003][S004][S005]. Meta no recompró acciones en el 2T26 (US$10,2 mil M un año antes) [S003]. Con las guías de 2026, el capex pasa del 83 % al 117 % del flujo operativo de los últimos 12 meses.

EXHIBIT 2 CAPEX SOBRE FLUJO OPERATIVO, ÚLTIMOS 12 MESES (%)



Fuente: XBRL de la SEC [S004]; cálculo SDN. Por encima del 100 % gasta más de lo que genera. CoreWeave (297 %) queda fuera de la escala.

Bonos: el canal principal desde febrero. Alphabet, Amazon, Meta y Oracle han emitido entre US$170 mil M (26-06) y US$244 mil M (mediados de julio) en 2026, frente a US$108–121 mil M en todo 2025 [S014]. Alphabet colocó US$25 mil M en 10 tramos de 2 a 40 años con un libro de unos US$108–115 mil M; Amazon, US$25 mil M en julio con una demanda máxima de US$62 mil M; Oracle abrió su plan de US$45–50 mil M con un bono de US$25 mil M [S015][S031]. En los balances, la deuda a largo plazo de Alphabet pasó de US$46,5 a 98,2 mil M entre diciembre y junio, la de Amazon de 68,8 a 133,0 y la de Meta de 58,7 a 83,7 [S004]. La señal de saturación está en la cobertura de las órdenes: de ~5x en febrero a ~2x en julio [S014].

Vehículos fuera de balance: el modelo es Hyperion. Blue Owl puso unos US$3 mil M por el 80 % de la JV del campus de Luisiana y Meta conserva el 20 %; la JV emitió un bono de ~US$27 mil M a 23,6 años (6,58 %, A+, vence 2049; Pimco unos US$18 mil M). Meta alquila el campus en contratos de cuatro años prorrogables y garantiza el valor residual 16 años, de modo que el riesgo sigue siendo suyo aunque la deuda no figure en su balance [S013]. **ANÁLISIS:** la deuda de Meta (US$83,7 mil M) infravalora su apalancamiento económico.

> **DETALLE QUE IMPORTA**
>
> NVIDIA también se endeuda y compra participaciones: en seis meses su deuda a largo plazo pasó de US$7,5 a 32,4 mil M y sus valores no negociables (participaciones en clientes y socios, sin desglose en la nota) de US$22,3 a 51,2 mil M [S010]. Además anuncia alianzas con Apollo, BlackRock, Blackstone, Brookfield, Goldman Sachs y KKR para «movilizar más de US$500 mil M» de capital de terceros, **sujetas a acuerdos definitivos** [S010]. Es financiación de proveedor: el que vende el chip ayuda a pagarlo.

Crédito privado y GPU como garantía. CoreWeave es el laboratorio de la técnica: deuda de US$35,1 mil M (31,4 con recurso), un préstamo a plazo de US$3,1 mil M descrito como «el primer préstamo sindicado de disposición diferida respaldado por infraestructura HPC» y más de US$10 mil M de deuda sin garantía y convertibles; los intereses del 2T (US$640 M) son el 42 % de su EBITDA ajustado [S011]. Apollo habría puesto US$7 mil M en deuda de xAI para GPU [S020]. En el reverso, Blue Owl recibió solicitudes de reembolso récord de US$5,4 mil M en 1T26 [S027]. **LIMITACIÓN:** sin cifras primarias de Blackstone ni Apollo.

Rondas de capital privado. OpenAI levantó US$110 mil M en febrero a US$730 mil M pre-money (Amazon 50, de ellos 35 condicionados; NVIDIA 30; SoftBank 30), aunque otras fuentes hablan de US$122 mil M a US$852 mil M [S016]. Anthropic cerró una Serie H de US$65 mil M a US$965 mil M post-money el 29-05-2026, con US$15 mil M comprometidos por hyperscalers [S019]. xAI levantó US$20 mil M a US$230 mil M en enero y se integró en SpaceX en febrero [S020]. Ninguna publica cuentas auditadas: son valoraciones de ronda, no de mercado.

03 Parte del dinero que entra en la IA vuelve a quien lo puso: los acuerdos circulares explican gran parte del backlog

CIRCULARIDAD

Los grandes contratos de cómputo se financian con la inversión de sus propios proveedores. NVIDIA sustituyó su carta de intención de hasta US$100 mil M con OpenAI por una inversión de US$30 mil M de capital dentro de la ronda de febrero [S021][S016]. AMD dio a OpenAI un warrant por hasta 160 millones de acciones (alrededor del 10 %) a US$0,01, que se consolida con los despliegues hasta 6 GW de GPU (~US$90 mil M de ventas potenciales) y con hitos de precio; el primer GW está previsto para 2H26 [S022]. Microsoft tiene ~27 % de OpenAI (~US$135 mil M) y OpenAI contrató US$250 mil M adicionales de Azure [S023]. Amazon pone hasta US$50 mil M en OpenAI y OpenAI se comprometería a unos US$100 mil M de AWS en ocho años [S016]. Oracle tiene un contrato de ~US$300 mil M con OpenAI, que sería la mayor parte de su RPO de US$664 mil M [S009][S033].

EXHIBIT D **QUIÉN PAGA A QUIÉN: LOS FLUJOS DE DINERO DE LA IA (US$ MIL M)**

DE → A	IMPORTE	MECANISMO	ESTADO
Cinco grandes → NVIDIA, TSMC, memoria, construcción	825 (capex 2026E)	Compra de chips, obra y equipos; NVIDIA Data Center factura 89,0 en un trimestre	Hecho: guías y [S010]
NVIDIA → OpenAI	30	Capital en la ronda de feb-26 (sustituye a la carta de intención de 100)	PARTIAL [S021]
OpenAI → NVIDIA (vía nubes) y AMD	~90 en AMD (6 GW)	Compras de GPU a través de Oracle, Microsoft, CoreWeave y directas	PARTIAL [S022]
AMD → OpenAI	Warrant de 160 millones de acciones	Se consolida con despliegues y con el precio de AMD	PARTIAL [S022]
Amazon → OpenAI → AWS	50 ↔ ~100 en 8 años	15 al inicio, 35 condicionados; OpenAI devuelve cómputo	PARTIAL [S016]
Microsoft ↔ OpenAI	135 (stake) ↔ 250 (Azure)	Participación del 27 % y compra adicional de Azure	Hecho [S023]
OpenAI → Oracle	~300	Contrato de cómputo a ~5 años; Oracle financia con bonos, ATM y prepagos	PARTIAL [S033] [S009]
Meta → Blue Owl / bonistas	~27 (bono) y 3 (capital)	Alquiler con garantía de valor residual a 16 años	PARTIAL [S013]
Apollo, JPMorgan, bonistas → xAI, Stargate, CoreWeave	7 / 9,6 / 35,1	Deuda con garantía de GPU o del campus	PARTIAL [S020] [S032][S011]
Anthropic → xAI (cómputo)	1,25 al mes	Contrato de Colossus con aviso de 90 días	SIN VERIFICAR [S020]

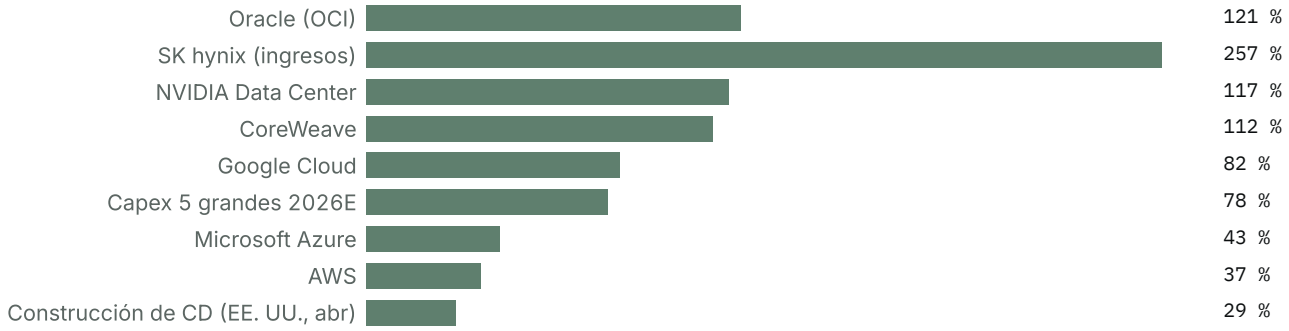
Fuente: Cada fila lleva su fuente. Los importes son los anunciados o reportados, no flujos ya pagados; «Hecho» solo cuando la empresa lo publica.

> **NO CONTAR DOS VECES**
>
> El backlog que suman Microsoft, Google Cloud, Oracle y CoreWeave (US$1.960 mil M) incluye dinero que viene de OpenAI y Anthropic, y estas pagan con rondas de capital en las que participan los propios proveedores. OpenAI proyecta (según una previsión revisada por el FT) un FCF acumulado de −US$278 mil M en 2026–2030, con cómputo de ~US$856 mil M [S024]. **El backlog es una promesa de pago, no ingresos recurrentes de clientes sin deuda.** La cifra de un hueco de US$207 mil M de HSBC no se ha podido contrastar (SIN VERIFICAR) [S024].

04 El capex de unos aparece como ingreso de otros, y hoy la cadena crece más rápido que el gasto

CÓMO SE MUEVE EL DINERO

EXHIBIT 3 CRECIMIENTO INTERANUAL DEL ÚLTIMO PERIODO DISPONIBLE (%)



Fuente: Oracle 1T FY27 [S009]; SK hynix 2T26 [S026]; NVIDIA 2T FY27 [S010]; CoreWeave 2T26: US$2.575 M frente a US$1.212 M [S011]; Google Cloud [S005]; capex: cálculo SDN con [S004] y guías; Azure [S001]; AWS [S007]; Census [S034]. Periodos distintos.

NVIDIA es la primera línea del flujo. En el trimestre a 26-07-2026 facturó US$96,2 mil M (+106 %), US$89,0 mil M en Data Center (+117 %), con margen bruto del 75 % y guía de US$108 mil M [S010]. Anualizado, Data Center son ~US$356 mil M, el 43 % del capex 2026 de los cinco (comparación SDN, no su reparto de ventas). Vigilancia: cuentas a cobrar de US$38,5 a 63,1 mil M e inventarios de 21,4 a 31,6 en seis meses [S010]. TSMC sube su capex 2026 a US$60–64 mil M [S025]; SK hynix facturó +257 % en el 2T y su HBM de 2026 está agotada [S026]; la construcción de centros de datos en EE. UU. iba a US$50,7 mil M anualizados en abril (+28,7 %) [S034]. **LIMITACIÓN:** sin fuente primaria sobre el capex de las eléctricas; la parte de energía está en el informe sobre nuclear.

> VARIABLE CLAVE
>
> La cadena crece porque los que gastan se endeudan. Si el capex de 2027 solo se iguala al de 2026, el ingreso de NVIDIA y de la memoria deja de crecer a tasas de tres cifras aunque la demanda final siga subiendo. **Quien vende el chip tiene el mejor momento del ciclo; quien lo compra con deuda tiene el peor perfil de riesgo.**

05 Deuda neta, ratings y bonos: el mercado de crédito ya distingue entre Microsoft y Oracle o CoreWeave

CRÉDITO

Los bonos separan tres niveles. Microsoft no necesita deuda; Alphabet, Amazon y Meta colocan miles de millones con menos cobertura que en febrero [S014]; Oracle está a un escalón del bono basura, con un CDS de ~215 pb frente a ~53 pb del índice [S008]; y CoreWeave paga cerca del 15 % por su deuda de 2032 [S012]. Un CDS de 855 pb y un 58 % de impago circulan en redes: SIN VERIFICAR, fuera del análisis [S012].

EXHIBIT E CRÉDITO: DÓNDE ESTÁ EL RIESGO (A OCTUBRE DE 2026)

EMISOR	DEUDA	CALIFICACIÓN / PRECIO	SEÑAL
Microsoft	US$40,3 mil M LP; sin emisiones nuevas en 2026	No se contrastó en esta sesión	Financia capex con caja: US$182,9 mil M de CFO [S001][S004]
Alphabet	US$98,2 mil M LP (dic-25: 46,5)	No se contrastó	Caja y valores de US$242,5 mil M a jun-26; sin recompras en 1S26 según el XBRL [S004]
Amazon	US$133,0 mil M LP (dic-25: 68,8)	No se contrastó	FCF 12m negativo; demanda máxima de 62 mil M en su bono de julio [S004][S007][S015]
Meta	US$83,7 mil M + ~27 mil M de Hyperion fuera de balance	Bono de la JV: A+, 6,58 % [S013]	Caja y valores de US$90,3 mil M; sin recompras en el 2T [S003]
Oracle	US$125,3 mil M brutos; neta 88,3 (2,3x EBITDA 12m)	S&P BBB− (rebajada en julio), Moody's Baa2 negativa, Fitch BBB; CDS 5 años ~215 pb frente a ~53 pb del índice	PARTIAL [S008]; FCF −US$5,4 mil M en el trimestre [S004]
CoreWeave	US$35,1 mil M (31,4 con recurso)	S&P B+; bono 9,625 % 2032 a ~14,5–15 % y precio <80	PARTIAL [S011][S012]; CDS: SIN VERIFICAR

Fuente: Balances en [S004][S011]; ratings y CDS de Oracle en [S008]; CoreWeave [S012]. Los CDS no vienen de un terminal: los valores citados son de la prensa y pueden ser antiguos.

06 Para que el capex de 2026 rinda a un 10 % hacen falta unos US$472 mil M de ingresos de IA al año; lo identificable es una cuarta parte

RENTABILIDAD ESPERADA

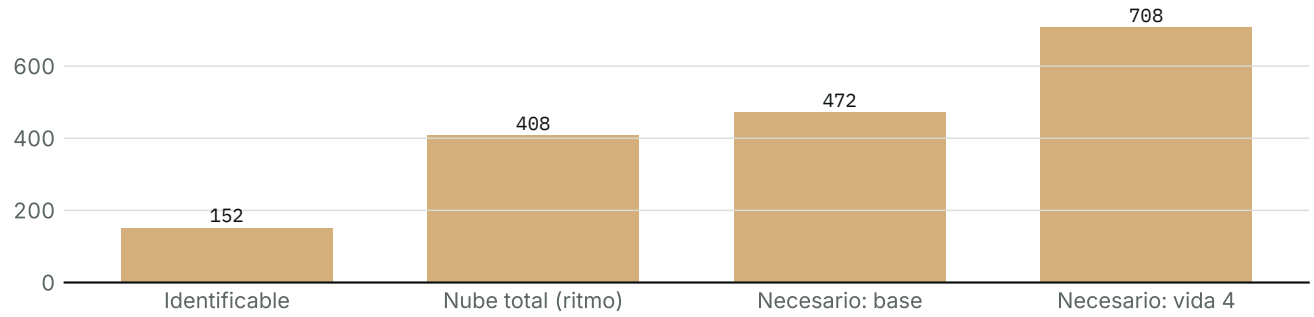
Actualizamos el método de Sequoia con cifras de 2026. En lugar del «agujero de US$600 mil M» de 2024 (doblar los ingresos de NVIDIA para el coste del centro de datos y volver a doblar por el margen del usuario final), calculamos cuántos ingresos necesita el capex acumulado para pagar su amortización y un coste de capital del 10 %. La fórmula: ingresos necesarios = (WACC × valor neto en libros ÷ (1 − impuestos) + amortización) ÷ margen de caja de la IA. Con el capex de 2023 a 2026E, un 40–80 % atribuible a IA (supuesto de SDN, creciente con los años), vida útil de 6 años y margen del 55 %, el valor neto en libros a fin de 2026 es de US$967 mil M, la amortización de ese año de US$146 mil M y los ingresos necesarios, de **US$472 mil M** [S004]. La actualización de 2026 que se atribuye a Sequoia (US$3 billones) no se ha podido leer en origen: SIN VERIFICAR y fuera del cálculo [S030].

EXHIBIT F INGRESOS DE IA NECESARIOS EN 2026 (US$ MIL M) SEGÚN VIDA ÚTIL Y MARGEN DE CAJA

VIDA ÚTIL (AÑOS)	MARGEN 45 %	MARGEN 55 %	MARGEN 65 %
4	708	579	490
6	577	472	400
8	512	419	354

Fuente: Cálculo SDN con el capex de [S004] y las guías de 2026 [S002][S003][S005][S007][S008]; WACC 10 %, impuestos 15 %, parte de IA 40/60/70/80 % en 2023/24/25/26. Un margen menor o una vida más corta exigen más ingresos.

EXHIBIT 4 INGRESOS DE IA: LO QUE HACE FALTA FRENTE A LO IDENTIFICABLE EN 2026 (US$ MIL M)



Fuente: Ritmos anualizados de OpenAI (~50, no el rumor de 70) [S017], Anthropic (>65) [S018] y Microsoft AI (37) [S035], con solapes entre ellos; nube total = AWS 169 [S007], Google Cloud 99, Azure >100 [S037], OCI 30 [S009] y CoreWeave 10 [S011]; necesario: cálculo SDN (base: vida 6 y margen 55 %; vida 4 con margen 45 %).

Ingresos reales: se ven, pero parten de una base menor. AWS creció un 37 % (ritmo de US$169 mil M, margen del 39,4 %); Google Cloud un 82 % hasta US$24,8 mil M por trimestre con backlog de US$514 mil M; Oracle OCI un 121 % [S005][S007][S009]. Azure superó los US$100 mil M anuales y la IA de Microsoft un ritmo de US$37 mil M en abril [S035][S037]. OpenAI ronda los US$50 mil M anualizados (los US$70 mil M de fuentes anónimas son un rumor) y Anthropic supera los US$65 mil M, contando bruto lo vendido por terceros [S017][S018]. Lo identificable (~US$152 mil M) tiene solapes. **Cobertura 2026: entre el 32 % (identificable) y el 86 % (toda la nube, no solo IA).**

07 La amortización de 2026 ya se come US$146 mil M al año; un año menos de vida útil cambia el ROIC más que una subida del 10 % del precio de las GPU

VIDA ÚTIL Y AMORTIZACIÓN

Los hyperscalers amortizan los servidores en unos 5–6 años, no todos igual. Meta usa 5,5 años y Amazon acortó de 6 a 5 la vida de parte de sus servidores; Michael Burry sostiene que la vida económica de una GPU es de 2–3 años y que la depreciación de 2026–2028 queda infravalorada en ~US$176 mil M (estimación atribuida, no dato contable) [S028]. Microsoft hizo lo contrario con edificios: de 15 a 25 años de vida útil desde FY27, lo que además baja su capex de 2026 de US$190 a unos US$175 mil M por pasar arrendamientos a operativos [S002]. La tabla muestra qué hace la vida útil con ingresos de IA de US$800 mil M en 2028.

EXHIBIT G ROIC IMPLÍCITO EN 2028 EN EL CASO BASE DE CAPEX, SEGÚN INGRESOS DE IA Y VIDA ÚTIL

INGRESOS DE IA 2028 (US$ MIL M)	VIDA 4 AÑOS	VIDA 6 AÑOS	VIDA 8 AÑOS
500	-17,8 %	-6,1 %	-1,0 %
800	-7,4 %	2,2 %	6,6 %
1.100	3,0 %	10,6 %	14,2 %

Fuente: Cálculo SDN: capex base de US$825 / 949 / 1.025 mil M en 2026/27/28; margen de caja 55 %; impuestos 15 %; valor neto medio 2027–2028.

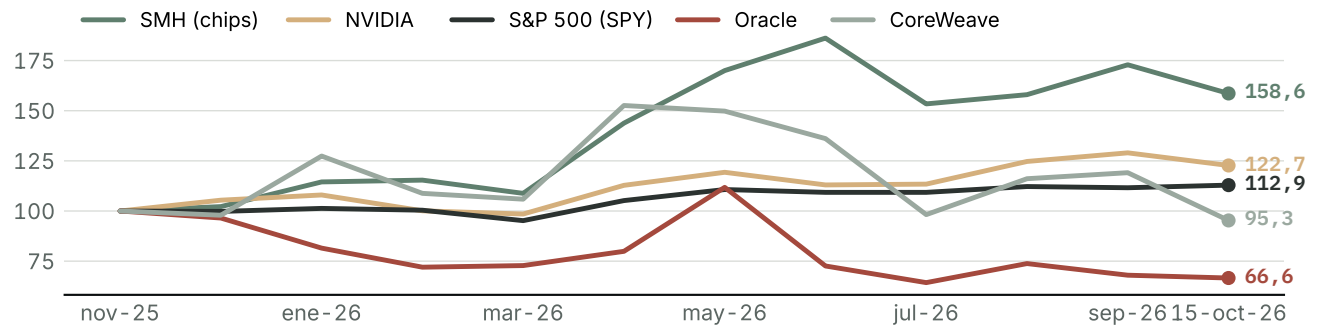
QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS

Rompería esta lectura una vida económica de 8 años o más en la mayor parte del capex (centros de datos y energía duran más que las GPU) o un ingreso indirecto (publicidad, ahorro de costes) mucho mayor que el directo: aquí solo el ingreso atribuible a IA cubre el capex.

08 La bolsa paga a quien cobra el capex y castiga a quien lo financia con deuda: el precio ya descuenta que el ciclo continúa para unos y no para otros

LO QUE PIDE EL PRECIO

EXHIBIT 5 RENDIMIENTO DESDE EL CIERRE DE NOV-25 (BASE 100)



Fuente: Yahoo Finance, cierres mensuales y 15-10-2026 [S029].

Desde el cierre de noviembre de 2025: SMH 59 %, NVIDIA 23 %, Meta 14 %, Microsoft 10 %, Alphabet 9 %, Amazon 9 %, S&P 500 13 %, CoreWeave -5 % y Oracle -33 % [S029]. Los precios de 15-10-2026 son NVIDIA US$217,23, Microsoft US$539,44, Alphabet US$349,22, Amazon US$254,76, Meta US$736,72, Oracle US$134,47 y CoreWeave US$69,69 [S029]. **ANÁLISIS:** el mercado ha comprado la cadena de suministro (chips y memoria) y mantiene a los gastadores con caja (Microsoft, Alphabet, Meta, Amazon) en línea con el índice, mientras castiga a Oracle y CoreWeave, que son los que más deuda neta añaden por dólar de ingreso. No usamos capitalizaciones ni consenso de beneficios porque no se contrastaron en esta sesión; la lectura es relativa, no un múltiplo.

09 Bear, base y bull: el ROIC de 2028 va de -13 % a 18 % y el capex de 2028, de US$650 a 1.287 mil M

ESCENARIOS A 2028

La mecánica es capex × ROIC. Cada escenario fija el crecimiento del capex de 2027 y 2028, la vida útil, el margen de caja y los ingresos de IA de 2028; de ahí salen la amortización, el valor neto en libros, el NOPAT, el ROIC (frente a un coste de capital del 10 %) y los ingresos que habrían hecho falta. No asignamos probabilidades y **ninguno es un precio objetivo**.

EXHIBIT H ESCENARIOS A 2028: SUPUESTOS (US$ MIL M)

SUPUESTO	BEAR	BASE	BULL
Capex 2027 / 2028 (crecimiento)	866 / 650 (5 % / -25 %)	949 / 1.025 (15 % / 8 %)	1.072 / 1.287 (30 % / 20 %)
Vida útil / margen de caja	5 años / 50 %	6 años / 55 %	7 años / 60 %
Ingresos de IA 2028 (supuesto)	450	800	1.300

Fuente: Escenarios SDN (capex × ROIC) sobre las guías de 2026 [S002][S003][S005][S007][S008]; ingresos de 2028 como supuesto.

EXHIBIT I ESCENARIOS A 2028: RESULTADOS (US$ MIL M)

RESULTADO	BEAR	BASE	BULL
Amortización de la IA en 2028	425	396	368
Amortización / ingresos de IA	94 %	50 %	28 %
Valor neto en libros a fin de 2028	1.396	1.885	2.287
NOPAT de la IA	-170	38	350
ROIC implícito	-12,6 %	2,2 %	17,9 %
Valor creado o destruido sobre el 10 % (EVA)	-305	-130	154
Ingresos necesarios para ROIC = 10 %	1.168	1.078	997
Cobertura (ingresos / necesarios)	39 %	74 %	130 %
Data Center de NVIDIA, ritmo 2028 (hoy ~356)	280	442	555

Fuente: Escenarios SDN (capex × ROIC) sobre las guías de 2026 [S002][S003][S005][S007][S008]; ingresos de 2028 como supuesto. El Data Center de NVIDIA se escala con el capex de los cinco (misma proporción que hoy): es un ejercicio de sensibilidad, no una previsión de ventas. El ROIC de 2028 está lastrado por las cohortes recientes que aún no han madurado.

EXHIBIT J QUÉ IMPLICA CADA ESCENARIO PARA LAS ACCIONES Y EL CRÉDITO (DIRECCIÓN, NO PRECIO)

SEGMENTO	BEAR	BASE	BULL
Hyperscalers con caja (MSFT, GOOGL, META, AMZN)	Amortización del 94 % de los ingresos de IA y posibles deterioros; el recorte del capex alivia el FCF pero no el beneficio	ROIC por debajo del coste de capital; el FCF depende de que el capex crezca menos que el flujo	EVA positivo; el capex se justifica y los múltiplos se sostienen
NVIDIA y cadena (TSMC, memoria)	Ritmo de Data Center cae un ~21 % frente al actual y el ciclo de memoria se invierte	Ritmo +24 % sobre hoy; crecimiento mucho menor que el de 2026	Ritmo +56 %; la oferta de HBM y empaquetado es el límite
Neoclouds (CoreWeave, Nebius)	Refinanciación imposible a ~15 %; riesgo de reestructuración	Sobreviven con coste de deuda alto y dilución	Pagan deuda con el backlog y bajan su coste financiero
Crédito (Oracle y bonos de centros de datos)	Oracle pierde el grado de inversión; amplían los diferenciales y el crédito privado sufre reembolsos	Diferenciales por encima del índice; más vehículos fuera de balance	Diferenciales se estrechan y los bonos de las JV se refinancian

Fuente: Lectura SDN de los resultados de la tabla anterior. Sin precios objetivo: no se usó consenso de beneficios ni múltiplos de mercado contrastados.

ASIMETRÍA

Del base al bull el capex de 2028 sube solo US$262 mil M (+26 %), pero los ingresos de IA suben US$500 mil M (+62 %) y el ROIC pasa de 2,2 % a 18 %. **El valor depende del ingreso más que del gasto:** el capex ya está comprometido en 2026–2027, y lo que decide el retorno es cuántos de esos ingresos llegan.

QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS

Hacia el bull: ingresos de nube con IA por encima del 60 % interanual en octubre y noviembre y una vida útil demostrada de 7–8 años. **Hacia el bear:** una ronda de OpenAI o Anthropic por debajo de lo previsto, la pérdida del BBB− de Oracle, un bono de JV sin comprador o cuentas a cobrar de NVIDIA creciendo más que sus ingresos dos trimestres.

10 Los resultados de octubre y noviembre dirán si 2027 sube o se frena

CATALIZADORES, RIESGOS Y VIGILANCIA

Calendario previsible (fechas exactas SIN VERIFICAR): resultados del 3T de Alphabet, Microsoft, Meta y Amazon a finales de octubre; NVIDIA en noviembre (guía US$108 mil M ±2 %) [S010]; Oracle en diciembre. **Riesgos:** una ronda de laboratorio que no cierra (deja sin pagador al backlog), un recorte de capex en 2027, tipos largos más altos (el modelo se financia con bonos a 20–40 años), límites de energía y empaquetado, y cambios contables en vida útil y arrendamientos.

- **Capex 2027 de los cinco.** Una guía conjunta por encima de US$1 billón sin ingresos acelerando acerca el bear.
- **Ingresos de nube con IA:** Google Cloud >80 %, AWS >35 % y Azure >40 % mantienen el base.
- **Rondas y OPV de OpenAI, Anthropic y SpaceX/xAI:** son el pagador de último recurso del backlog.

Hechos (fuente primaria): capex, flujo operativo y deuda de los 10-K y 10-Q [S004]; guías de Meta y Microsoft [S001][S002][S003]; NVIDIA y CoreWeave [S010][S011]; Microsoft–OpenAI [S023]. **Rumores o SIN VERIFICAR (fuera del análisis):** capex FY27 de Microsoft de US$255–260 mil M [S037]; respaldo de NVIDIA de US$105 mil M [S038]; CDS de CoreWeave de 855 pb [S012]; OpenAI a US$70 mil M [S017]; hueco de US$207 mil M de HSBC [S024]; Sequoia a US$3 billones [S030]; contrato Anthropic–xAI de US$1,25 mil M al mes [S020]; Micron [S026]; construcción de CD en agosto [S034].

11 Cómo se calcula, qué es rumor y qué falta

METODOLOGÍA Y LÍMITES

DATO: capex, flujo operativo y deuda de los 10-K y 10-Q de la SEC [S004]; guías, FCF y caja de las notas de Meta, Microsoft, NVIDIA y CoreWeave [S001][S002][S003][S010][S011]; precios de Yahoo Finance a 15-10-2026 [S029]. **CÁLCULO:** capex alineado al año natural (Microsoft y Oracle, con un año de desfase); 12m = último 10-K + acumulado del último 10-Q − el del año anterior; ingresos necesarios = (WACC × valor neto ÷ (1 − t) + amortización) ÷ margen; amortización lineal; WACC 10 %, impuestos 15 %, parte atribuible a IA del 40/60/70/80/80/80 % de 2023 a 2028 (supuesto SDN: las empresas no la publican).

LIMITACIÓN: (1) la guía de 2026 incluye arrendamientos financieros en Microsoft y Meta y el histórico no: el salto está algo sobrestimado; (2) Amazon, Alphabet (guía) y Oracle (guía y deuda) son fuentes secundarias contrastadas con el XBRL solo en lo trimestral; (3) sin consensos ni múltiplos, las implicaciones para las acciones son direccionales; (4) el ROIC solo cuenta ingreso atribuible a IA y el de 2028 está lastrado por cohortes recientes; (5) sin fuente primaria sobre eléctricas, Blackstone y Apollo ni CDS de terminal. Ningún escenario es un precio objetivo.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por SDN Research con fines informativos y educativos. No constituye asesoramiento de inversión, ni oferta o recomendación de compra o venta de ningún instrumento financiero. Los escenarios de valoración no son precios objetivo. Las opiniones reflejan el criterio del autor a la fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. Las cifras proceden de fuentes públicas consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.