Equity Deep Dive · NYSE: ORCL

Oracle: el backlog está firmado; lo que falta por ver es cuánto deja de caja

Oracle acumula US$664.000 millones de pedidos y su nube de IA crece un 121 %, pero gasta US$28.500 millones por trimestre y su FCF es negativo. Calculamos qué parte del plan de US$166.000 millones de OCI y qué margen ya están en los US$134,47 por acción.

SDN Research · Equity Research · Datos a cierre del 15-10-2026

PUNTOS CLAVE

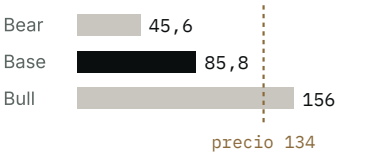
- La demanda es real y está firmada: el RPO pasó de US$138 bn a US$664 bn en 15 meses y OCI crece al 121 % [S003][S001].
- Pero convertirla cuesta más de lo que genera: el capex del 1T FY27 (US$28,5 bn) fue 1,2 veces la caja operativa, el FCF de los últimos 12 meses es de −US$28,7 bn y los compromisos de arrendamiento aún no iniciados suben a US$288 bn [S001].
- El precio ya paga mucho: a US$134,47 el mercado exige, con el plan de ingresos de la empresa, un margen operativo incremental de OCI de **34 %**, frente a los 30–40 % de margen bruto que promete la dirección [S006]. Nuestro base da US$86; el bull, que cumple el plan entero, US$156.

Pregunta central. ¿Qué tiene que pasar para que US$134,47 por acción tengan sentido? A ese precio (cierre del 15-10-2026 [S015]) Oracle vale unos US$408 bn, con un RPO de US$664 bn y un FCF de −US$28,7 bn en doce meses [S001][S013]. Según el modelo DCF de SDN, el precio solo se justifica si Oracle **cumple el plan de US$166 bn de ingresos de OCI en FY30 y además deja un margen operativo incremental de ≥34 %** en cada dólar nuevo [S006]. Nuestro base, que convierte el backlog con retraso, vale US$86; el bull, US$156. La demanda no es la duda: lo es la rentabilidad de convertirla.

DATOS CLAVE

RPO (31-08-2026)	US$664 bn
+209 bn a/a · solo el 13 % se factura en 12 meses	
Ingresos OCI 1T FY27	US$7,4 bn
+121 % a/a · plan FY30: US$166 bn	
FCF 1T FY27	−US$5,4 bn
Capex US$28,5 bn · sin prepagos de clientes: −US$16,8 bn	
DCF base	US$86
−36 % vs US$134,47 · bull US$156	

ESCENARIOS SDN



COTIZACIÓN DE ORCL



Nº 020 · DISTRIBUCIÓN PÚBLICA · ANÁLISIS INDEPENDIENTE

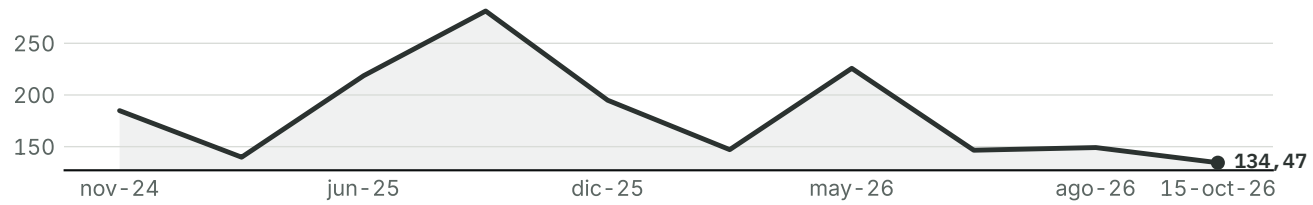
Documento informativo; no es una recomendación de inversión. Aviso legal al final.

EXHIBIT A SNAPSHOT: LO QUE SE VE Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Precio ORCL	US$134,47 (15-10-2026) · rango 52 sem. US$114,50–304,28	Un 56 % por debajo del máximo; capitalización de US$407 bn (precio × acciones del 10-Q [S001])
Ingresos FY26 / 1T FY27	US$67,4 bn (+17 %) / US$19,3 bn (+30 %)	OCI ya es el 38 % de las ventas del trimestre, frente al 27 % de FY26 [S003][S001]
RPO	US$664 bn; 13 % en 12 meses, 37 % en meses 13–36	Calendario de conversión largo; la mitad llega en 36 meses [S001][S005]
Caja operativa vs capex (1T FY27)	US$23,1 bn vs US$28,5 bn	La CFO incluye US$11,4 bn de prepagos de clientes [S001]
Deuda y arrendamientos	US$125,3 bn en bonos · US$43,8 bn de arrendamientos en balance · US$288 bn sin iniciar	La deuda neta es la mitad de la historia [S001]
Calificación y CDS	S&P BBB− (jul-2026) · CDS 5 años ~203 pb (jul-2026)	A un escalón del grado especulativo [S022]
Acciones	3.024 M (+5 % en tres meses por el ATM)	Se vendieron 141 M a un precio medio de ~US$141 [S001]

Fuente: Filings de Oracle y Yahoo Finance a 15-10-2026; cálculos SDN.

EXHIBIT 1 COTIZACIÓN DE ORCL (US$, CIERRE MENSUAL Y 15-10-2026)



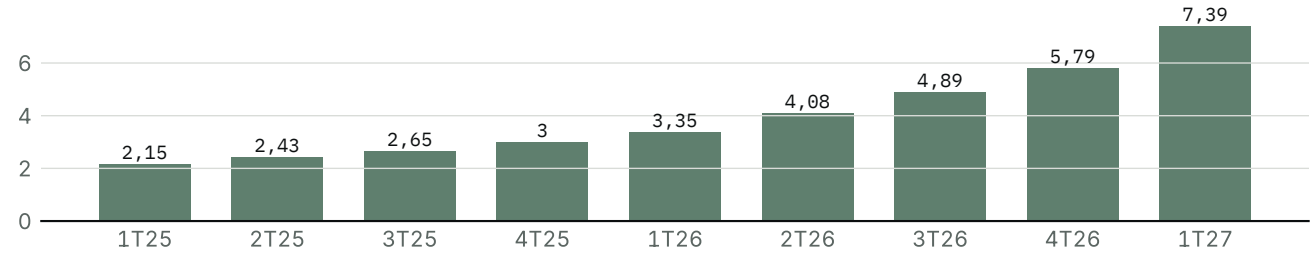
Fuente: Yahoo Finance, cierres mensuales a 15-10-2026 [S015].

01 Oracle ya no es una empresa de bases de datos: el 38 % de sus ventas nuevas es alquiler de cómputo de IA

NEGOCIO

Oracle vende tres cosas muy distintas bajo un mismo nombre. (1) *Software de base de datos y aplicaciones on-premise*: licencias (US$4,7 bn en FY26) y soporte (US$19,8 bn), un negocio maduro, estable y de margen muy alto. (2) *Aplicaciones en la nube*: Fusion, NetSuite y Oracle Health, con US$15,9 bn en FY26 y crecimiento del 10–11 %. (3) *OCI*, la infraestructura en la nube, que pasó de US$10,2 bn a US$18,1 bn en FY26 (+77 %) y a US$7,4 bn solo en el 1T FY27 [S003][S002]. Hardware (US$3,1 bn) y servicios (US$5,7 bn) completan el total de US$67,4 bn.

EXHIBIT 2 INGRESOS TRIMESTRALES DE OCI (US$ BN)



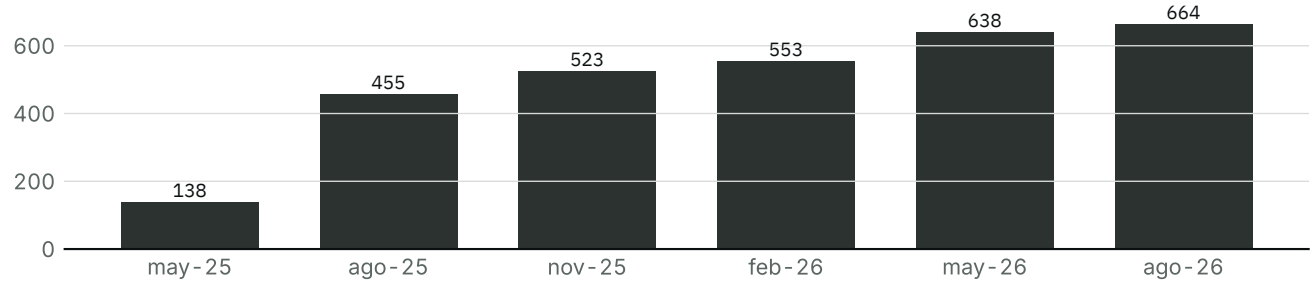
Fuente: Comunicados de resultados de Oracle, años fiscales a mayo [S009][S004][S002].

La conclusión de negocio es que el futuro de Oracle depende ya de una sola línea. OCI multiplicó por 3,4 su ritmo trimestral en ocho trimestres. El resto del grupo crece en torno al 3–4 % anual y financia, con su caja, parte de la construcción de centros de datos. Oracle también tiene una participación del 15 % en la sociedad conjunta de TikTok en EE. UU. (US$2,4 bn de inversiones no cotizadas) [S001]. **ANÁLISIS:** el resto de líneas aporta estabilidad y caja, no crecimiento; el valor de la acción depende de lo que OCI deje al final.

02 El RPO de US$664 bn es real, pero 'real' no es lo mismo que 'cobrado': un calendario largo y un cliente enorme

BACKLOG

EXHIBIT 3 REMAINING PERFORMANCE OBLIGATIONS DE ORACLE (US$ BN, FIN DE TRIMESTRE)



Fuente: Oracle: 10-K FY26, comunicados de 1T a 4T FY26 y 1T FY27 [S003][S009][S010][S011][S004][S002].

DATO. El RPO es el ingreso contratado y aún no reconocido. Pasó de US$138 bn (31-05-2025) a US$455 bn tres meses después, cuando Oracle firmó «cuatro contratos de varios miles de millones con tres clientes» [S009]. Después subió a US$523 bn con «nuevos compromisos de Meta, NVIDIA y otros» [S010], a US$553 bn, a US$638 bn y a US$664 bn en agosto de 2026 [S011][S004][S002]. Oracle dice que los más de US$30 bn de contratos de IA del último trimestre no requieren capital adicional por su estructura: prepago del cliente o hardware que aporta el propio cliente [S002].

Calendario. Oracle prevé reconocer el **13 % del RPO en los próximos 12 meses (US$86 bn), el 37 % en los meses 13–36 (US$246 bn), el 34 % en los meses 37–60 (US$226 bn) y el 16 % restante después (US$106 bn)**: la mitad en 36 meses [S001][S005]. Los US$86 bn de los próximos doce meses están por debajo de la guía de ingresos de FY27 (al menos US$90 bn), así que parte del año depende de consumo sin contrato fijo (CÁLCULO SDN sobre S001 y S002).

¿Qué parte depende de un solo cliente?

Oracle no lo dice. El 10-K afirma que ningún cliente supera el 10 % de los ingresos de FY24–FY26, pero reconoce que en algunas ofertas de OCI «está más concentrada en un número de grandes clientes» y que, si un cliente clave no paga, quedaría «atrapada en compromisos plurianuales de centros de datos» [S003]. Ese es el riesgo: hoy los ingresos están diversificados; el backlog, no.

EXHIBIT D LO QUE SABEMOS Y LO QUE NO SOBRE LA CONCENTRACIÓN DEL RPO

DATO	ORIGEN	ESTADO
OpenAI compraría ~US$300 bn de cómputo en ~5 años desde 2027 (~4,5 GW)	WSJ, sep-2025, vía prensa [S020]	NOTICIA, no confirmada por Oracle
OpenAI ≈ la mitad del RPO (BofA: más del 50 % de los US$638 bn)	Estimación de analistas, sep-2026 [S019]	ESTIMACIÓN, fuera de la valoración
«Nuevos compromisos de Meta, NVIDIA y otros»	Oracle, 10-12-2025 [S010]	DATO sin importe
Meta, contrato de ~US$20 bn en negociación	Reuters, sep-2025, una fuente [S021]	RUMOR
xAI y otros laboratorios	—	SIN VERIFICAR: sin cifra en fuente primaria
El backlog que no es de OpenAI se ha más que duplicado en un año	Dirección, relatado por prensa [S025]	Declaración no cifrada

Fuente: Fuentes indicadas en cada fila. Oracle no publica el reparto por cliente ni nombra a OpenAI en sus filings.

DETALLE QUE IMPORTA

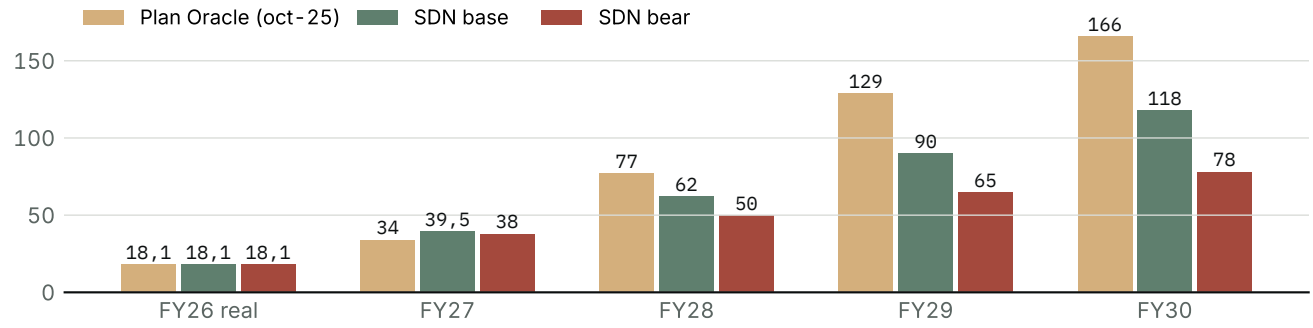
Si OpenAI pagara US$300 bn en cinco años, serían **US$60 bn al año: más de tres veces todo el OCI de FY26 (US$18,1 bn)** (CÁLCULO SDN sobre S003 y S020). Un solo contrato sostendría la mayor parte del plan de FY28–FY29. Por eso la pregunta no es si el RPO existe, sino si quien lo firmó tiene la caja para pagarlo: Oracle misma lo reconoce al hablar de clientes «altamente apalancados» [S003].

03 La empresa promete multiplicar OCI por 9 en cuatro años; el 1T FY27 va por delante en FY27 y tiene que acelerar después

GUÍA DE OCI

DATO. En el Financial Analyst Meeting del 16-10-2025, Oracle subió su plan de ingresos de OCI: US$34 bn en FY27, US$77 bn en FY28, US$129 bn en FY29 y **US$166 bn en FY30** (CAGR del 75 % a cinco años), desde US$144 bn del plan de septiembre [S006]. Según Reuters, el plan total de FY30 es de US$225 bn de ventas y 21 US$ de BPA non-GAAP [S018]. En junio de 2026 la empresa lo describió como su plan vigente [S004]. No hay actualización posterior.

EXHIBIT 4 OCI: INGRESOS REALES, PLAN DE ORACLE Y ESCENARIOS SDN (US$ BN)



Fuente: Plan: presentación de Oracle del 16-10-2025 [S006]; FY26: 10-K [S003]; escenarios: modelo DCF de SDN.

CÁLCULO SDN. La guía de ingresos totales de FY27 (al menos US$90 bn, +34 %) [S002], con el resto de líneas creciendo ~3 %, implica un OCI de unos US$39–40 bn, por encima de los US$34 bn del plan. El 1T (US$7,4 bn) deja un ritmo anualizado de US$29,6 bn, así que el resto del año necesita unos US$32 bn, con tri-

mestres de unos US$10–12 bn. A partir de ahí la comparación es dura: pasar de US$39,5 bn a US$77 bn en FY28 exige añadir US$37,5 bn en un año, el doble de todo el OCI de FY26. La dirección dice que el nuevo RPO no afecta ni al capex ni a los ingresos hasta FY28 o después [S005].

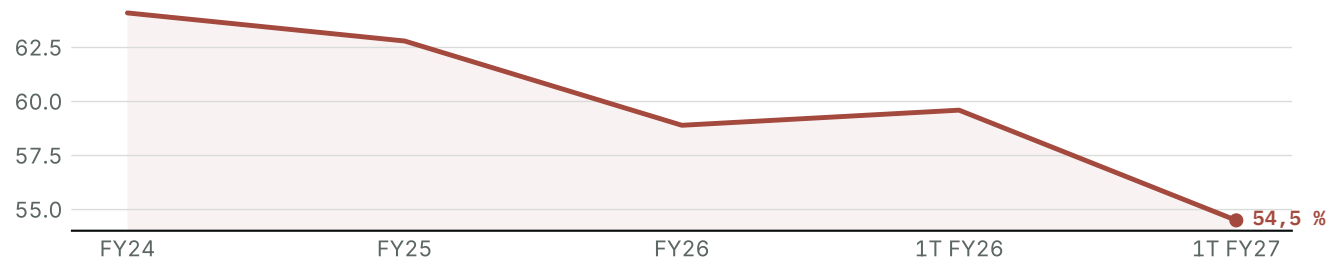
> VARIABLE CLAVE
>
> Más que los ingresos de FY27, que ya están guiados, importa la **velocidad de entrega de capacidad** en FY28: Oracle entregó 850 MW en el 1T FY27 y más de 300.000 GPU desde el cierre del 4T [S002]. Cada trimestre sin cuello de botella en energía, chips o construcción acerca el plan; cada retraso empuja ingresos y deja pagando alquileres y depreciación de capacidad que aún no factura.

04 La polémica del alquiler de GPU: Oracle no muestra el 14–16 % que se filtró, pero su margen incremental está en el borde bajo de lo prometido

MÁRGENES

El debate. The Information publicó en octubre de 2025 que el margen bruto del alquiler de GPU de Oracle era de en torno al 16 % [S024]. Oracle respondió con un objetivo de **30–40 % de margen bruto en infraestructura de IA**, frente al 65–80 % de sus clientes empresariales, y con un ejemplo: un contrato de US$60 bn a seis años con costes de US$39 bn, de los que el 65 % es cómputo y el 35 % terreno, centro de datos y energía, y un margen de US$21 bn (35 %) [S006]. Oracle no publica el margen de OCI por separado, así que lo acotamos con sus propias cuentas.

EXHIBIT 5 MARGEN DIRECTO DEL SEGMENTO NUBE Y SOFTWARE (% DE INGRESOS DEL SEGMENTO)



Fuente: Oracle 10-K FY26 y 10-Q 1T FY27, nota de segmentos; margen directo antes de I+D, G&A, SBC y amortizaciones [S003][S001]. Cálculo SDN.

EXHIBIT E MARGEN INCREMENTAL DE OCI IMPLÍCITO EN LAS CUENTAS (CÁLCULO SDN)

PERIODO	SI EL RESTO DEL SEGMENTO CUESTA 0 %	… 15 % DE SUS VENTAS	… 25 % DE SUS VENTAS
1T FY27 vs 1T FY26	30 %	31 %	32 %
FY26 vs FY25	23 %	26 %	28 %

Fuente: Oracle 10-K FY26 y 10-Q 1T FY27 [S003][S001]. Fórmula: 1 − (aumento de gastos de nube y software − c × aumento de ingresos no-OCI del segmento) / aumento de ingresos de OCI. Gastos incluyen depreciación de infraestructura.

ANÁLISIS. Con las cifras de Oracle, cada dólar adicional de OCI dejó entre un **23 y un 28 %** de margen directo en FY26 y entre un **30 y un 32 %** en el 1T FY27. Eso está lejos del 14–16 % filtrado, y no es ninguna catástrofe, pero queda por debajo o justo en el suelo de la banda de 30–40 % que prometió la empresa. Además, el margen directo del segmento cae del 64 % (FY24) al 54,5 % (1T FY27) porque OCI pesa cada vez más. La CFO admite un escalón a la baja del margen bruto este año y que se aplanará «en un par de años» [S005]. La co-CEO sostiene que los costes de entrada más altos se trasladan al precio [S005].

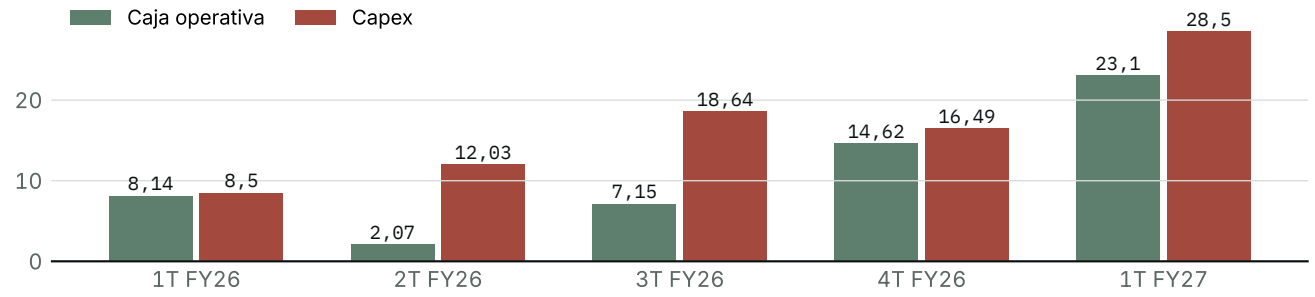
NO CONTAR DOS VECES

El **SBC** (compensación en acciones) fue de US$4,8 bn en FY26 (7,1 % de las ventas) y de US$1,1 bn en el 1T [S003][S001]. El BPA non-GAAP de Oracle (US$1,92 en el 1T) lo excluye; el resultado operativo GAAP (US$6,7 bn) lo incluye, y es el que usa nuestro modelo. Del mismo modo, el coste de los arrendamientos de centros de datos ya está dentro del resultado operativo: por eso **no restamos** los US$34,6 bn de arrendamientos operativos de balance en el puente a equity.

05 Oracle gasta más de lo que gana y lo cubre con deuda, capital y los clientes: ya no hay colchón

FINANCIACIÓN

EXHIBIT 6 CAJA OPERATIVA FRENTE A CAPEX POR TRIMESTRE (US$ BN)



Fuente: Oracle, tabla de flujo de caja trimestral de los comunicados [S002]. La caja operativa del 1T FY27 incluye US$11,4 bn de prepagos de clientes [S001].

DATO. En FY26 Oracle generó US$32,0 bn de caja operativa y gastó US$55,7 bn en capex: **FCF de −US$23,7 bn** [S003]. En el 1T FY27 el capex fue de US$28,5 bn (más de la mitad del de todo FY26) frente a US$23,1 bn de caja operativa, con FCF de −US$5,4 bn [S001]. Sin los US$11,4 bn de prepagos de clientes, el FCF del trimestre habría sido de **−US$16,8 bn**, y el de los últimos doce meses es de −US$28,7 bn con ellos (cálculo SDN). Hace cinco años el capex era el 13 % de la caja operativa (FY21: US$2,1 bn frente a US$15,9 bn); en FY26 fue el 174 % [S016][S003]. La guía de FY27 es de US$90–95 bn de capex bruto y no más de US$70 bn netos de caja, tras financiación de proveedores y prepagos [S005].

EXHIBIT F CÓMO SE ESTÁ PAGANDO LA CONSTRUCCIÓN

FUENTE	IMPORTE	FECHA	DETALLE
Bonos	US$43,0 bn	sep-2025 y feb-2026	US$18 bn + US$25 bn, cupones del 4,45 % al 6,85 % y vencimientos hasta 2066 [S003][S007]
Preferente convertible obligatoria 6,50 %	US$5,0 bn	feb-2026	Impide pagar dividendos comunes si se retrasa el cupón [S008]
ATM de capital	US$19,9 bn	1T FY27	141 M de acciones, ~US$141 de media; programa agotado [S001]
Prepagos de clientes con componente financiero	US$4,6 bn + US$11,4 bn	4T FY26 y 1T FY27	Caja cobrada hoy, ingresos sin caja mañana [S004][S001]
Prepago + hardware aportado por clientes	US$75 bn (acumulado)	a jun-2026	Reduce el capital que Oracle debe levantar [S004]
Plan de FY27	~US$40 bn en deuda y capital	FY27	Incluye el ATM de 20 bn; «sin nueva deuda en el año natural 2026» [S004]

Fuente: Filings de Oracle; fuentes en cada fila.

Deuda, arrendamientos y obligaciones fuera de balance

EXHIBIT G COMPROMISOS FINANCIEROS A 31-08-2026 (US$ BN)

PARTIDA	IMPORTE	NOTA
Bonos y préstamos	125,3	Nominal 125,0 de bonos; valor de mercado 105,7: cotizan al 85 % del nominal [S001]
Arrendamientos financieros	9,2	Pagos futuros 15,2 sin descontar [S001]
Arrendamientos operativos en balance	34,6	Pagos futuros 48,1 sin descontar; coste ya dentro del EBIT [S001]
Arrendamientos firmados aún sin iniciar	**288**	Casi todo centros de datos; inicio entre el 2T FY27 y FY29; 15–19 años. Eran 260 en mayo: +28 en un trimestre [S001][S003]
Obligaciones de compra (chips, energía)	34,2	Mayor tramo en FY28 y FY31 [S001]
Prepagos de clientes (pasivo implícito)	16,0	Servicios por entregar sin nueva caja [S004][S001]

Fuente: Oracle 10-Q 1T FY27 [S001], 10-K FY26 [S003]; cálculo SDN.

CÁLCULO SDN. Los US$288 bn de arrendamientos aún no iniciados, repartidos en 15–19 años, equivalen a **unos US$15–19 bn de alquiler al año** cuando entren en vigor, la mitad del EBITDA de los últimos doce meses (US$33,9 bn [S001]). Es deuda en la práctica pero no aparece en el balance: por eso el apalancamiento que ven las agencias es mayor que el contable. Con los bonos y arrendamientos del balance, la deuda neta sobre EBITDA es de **3,9 veces** y la cobertura de intereses (EBIT/interés) del 1T de 4,7 veces [S001].

Calificación y mercado. S&P rebajó a **BBB−** (un escalón sobre el grado especulativo) en julio de 2026 y Moody's mantenía Baa2 con perspectiva negativa en febrero [S022][S023]; Fitch y las calificaciones posteriores son SIN VERIFICAR. El CDS a cinco años llegó a unos 203 pb el 20–24 de julio, máximo desde 2008 (sin dato posterior con fuente) [S022], y los bonos cotizan al 85 % del nominal [S001].

ESCENARIO. En el base la deuda neta llega a un máximo de unos **US$222 bn** hacia FY30 y el apalancamiento baja a medida que el EBITDA crece, de 3,5x en FY27 a 1,9x en FY30. El riesgo está en el calendario: el pico de necesidad de financiación (FY27–FY29) llega antes que el EBITDA de OCI, y la empresa dice que no emitirá más deuda en 2026 [S004]. **Hacen falta más acciones o más prepagos de clientes.** Cada US$20 bn de capital nuevo a US$134 supone otras 150 M de acciones (5 % más).

06 El DCF con capex explícito y SBC como coste da US$86 en el base: el precio de US$134 solo lo alcanza el escenario que cumple el plan entero

VALORACIÓN

Método (CÁLCULO SDN). Modelo de flujo de caja libre a la empresa (FCFF) de FY27 a FY36, descontado al **10 %** (tipo a 10 años 5,19 % [S017], prima de riesgo 5 %, beta 1,3, coste de la deuda 7 % y un 25 % de deuda sobre el valor total: WACC calculado 10,2 %), con crecimiento terminal del 3 % y un retorno sobre el capital terminal del 14 %. El EBIT parte de US$29 bn en FY27 (ancla derivada de la guía de BPA de US$8,10 [S002]) y crece con el margen incremental de OCI. **El capex es explícito**: US$92,5 bn en FY27 (punto medio de la guía [S005]) y después 2,6–3,0 veces el aumento anual de ingresos de OCI más reposición. **El SBC es un coste, no se suma de vuelta.** Los arrendamientos operativos están dentro del EBIT, y los prepagos de clientes (US$16 bn) se tratan como deuda.

EXHIBIT I PUENTE DE VALOR Y RESULTADOS POR ESCENARIO (US$ BN SALVO POR ACCIÓN)

	BEAR	BASE	BULL
Ingresos OCI FY30	78	118	166
Margen operativo incremental de OCI	18 %	30 %	38 %
Capex acumulado FY27–FY30	273	389	470
FCF acumulado FY27–FY30	-33	-105	-122
Valor de la empresa (EV)	257	378	591
– Deuda neta y reclamaciones (*)	-119	-119	-119
Valor del capital	138	259	472
Valor por acción (US$)	**46**	**86**	**156**
vs precio de US$134,47	−66 %	−36 %	+16 %
Peso del valor terminal en el EV	67 %	85 %	78 %

Fuente: Modelo DCF de SDN, 3.023,7 M de acciones [S001]. (*) Bonos 125,3 + arrendamientos financieros 9,2 + preferente 5,0 + minoritarios 0,4 + prepagos 16,0 – caja 37,1 [S001][S004]. Valor ponderado 25/50/25: US$93 (ilustrativo).

CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN

A un coste de capital del 10 %, el DCF da entre **US$46 y US$156**, con un base de US$86 y un valor ponderado 25/50/25 de US$93 (ilustrativo, no es un precio objetivo). Sensibilidad del base (g del 3 %): US$137 con WACC del 8,5 %, 117 con 9 %, 86 con 10 %, 63 con 11 % y 45 con 12 %. El valor terminal pesa el 85 % del EV en el base: la valoración se decide después de 2031, no en el backlog. Y el precio solo se explica con un descuento del **8,6 %**, 1,4 puntos por debajo del nuestro: con un tipo a 10 años del 5,19 % el mercado necesita un coste de capital que hoy no vemos en las cuentas.

EXHIBIT 8 VALOR POR ACCIÓN POR ESCENARIO FRENTE AL PRECIO Y A LAS REFERENCIAS (US$)



Fuente: Modelo DCF de SDN; precio y objetivo medio de 41 analistas (rango 110–400) de Yahoo Finance a 15-10-2026 [S013]. No son precios objetivo.

07 En múltiplos Oracle parece barata frente a Microsoft, Alphabet, Amazon y SAP; la diferencia es el FCF negativo

MÚLTIPLOS

EXHIBIT K COMPARABLES A 15-10-2026 (CÁLCULO SDN)

EMPRESA	EV/EBITDA	PER ADEL.	EV/VENTAS	MARGEN OP.	VENTAS A/A	FCF (TTM, BN)
Oracle	14,6x	12,2x	6,9x	32,1 %	+29,6 %	−28,7
Microsoft	20,4x	22,7x	12,0x	46,8 %	+17,7 %	67,0
Alphabet	23,9x	23,2x	9,3x	33,1 %	+24,2 %	53,3
Amazon	16,3x	24,1x	3,6x	12,1 %	+19,6 %	−11,6
SAP (EUR)	20,3x	24,0x	6,1x	26,7 %	+9,4 %	8,7
CoreWeave	18,2x	n.d. (pérdidas)	9,0x	−3,0 %	+112,5 %	−13,7

Fuente: Cálculo SDN con cierres del 15-10-2026 y BPA de consenso del próximo ejercicio [S013][S014]. EV sin arrendamientos; EBITDA, margen y FCF: doce meses; ventas a/a: último trimestre. Cuentas: Oracle [S001], Microsoft [S026], Alphabet [S027], Amazon [S028], SAP [S029], CoreWeave [S030].

DATO. Oracle cotiza a 12,2 veces el BPA adelantado, entre un 46 y un 49 % por debajo de los 22,7–24,1 veces de Microsoft, Alphabet, Amazon y SAP, y a 14,6 veces EBITDA, por debajo de todos sus pares [S013][S014]. Con el PER mediano de los cuatro pares (23,6x) y el BPA adelantado de consenso de US$10,99, Oracle valdría unos US$259. **Esa lectura no es un valor: el BPA adelantado de Oracle excluye el SBC, y el de un grupo con FCF de −US$29 bn no se descuenta igual que el de uno con FCF positivo.**

Leyendo al mercado. El mercado no cree el BPA, cree el FCF: el descuento del 46–49 % en PER paga el capex de US$90–95 bn, la deuda al límite del grado de inversión y un backlog con pocos clientes. CoreWeave, el comparable puro de alquiler de GPU, cotiza a 18,2x EBITDA pero con margen operativo del −3,0 % y US$35,6 bn de deuda [S030].

08 A US$134 hay que creerse el plan de US$166 bn y además un margen incremental de OCI del 34 %

LO QUE PIDE EL PRECIO

DCF inverso (CÁLCULO SDN). Resolvemos qué combinación de ingresos de OCI y margen iguala el precio, con el capex y los demás inputs del modelo.

EXHIBIT L LO QUE PIDE EL PRECIO DE US$134,47

PREGUNTA	RESPUESTA	LECTURA
Margen incremental de OCI necesario si se cumple el plan de ingresos	33,5 %	Frente al 30 % de nuestro base, al 38 % de nuestro bull y al 30–32 % observado en el 1T FY27 [S001][S006]
Margen incremental necesario con nuestra senda base de ingresos	43,9 %	Por encima del techo del 40 % que promete Oracle en margen bruto [S006]
Ingresos de OCI necesarios con margen del 38 %	1,36x la senda base · FY30 ≈ US$146 bn	El 88 % del objetivo de US$166 bn, con el techo de margen prometido
Ingresos de OCI necesarios con margen del 30 %	2,7x la senda base	Inalcanzable: a este margen y a un WACC del 10 % cada dólar nuevo de OCI casi no crea valor
Descuento que iguala el precio con el base	8,6 %	Frente al 10 % que usamos y al 10,2 % calculado

Fuente: Modelo DCF de SDN [S001][S006][S017].

Sensibilidad (SDN, WACC 10 %). Con los ingresos del base, el valor por acción es de US$51 con margen incremental del 20 %, US$68 con 25 %, US$86 con 30 %, US$103 con 35 % y US$121 con 40 %; con margen del 20 % o menos, crecer más no crea valor.

ANÁLISIS. Hay una razón económica detrás: con 2,6–3,0 dólares de capex por cada dólar de ingresos anuales nuevos, una vida útil de seis años y un margen incremental del 30 %, **el retorno de cada dólar adicional de OCI es del orden del coste de capital**. Según resúmenes de prensa de la llamada del 4T FY26, la dirección espera un ROIC «en los 20 altos» en estado estable (SIN VERIFICAR: no figura en el comunicado), lo que sería un margen incremental claramente superior al 38 %. Si esa cifra es cierta, el precio está justificado; si el margen real se acerca al 30 % que vemos en las cuentas, crecer más no crea valor. **Todo el caso se reduce a la rentabilidad por dólar de capex.**

> ASIMETRÍA
>
> Con el precio de hoy, el retorno esperado a un coste de capital del 10 % es negativo en dos de los tres escenarios: −66 % en el bear, −36 % en el base y +16 % en el bull. La asimetría está a la baja, a menos que el margen incremental de OCI supere el 34 % con el plan entero.

09 Tres mecánicas: OpenAI paga todo, paga con retraso o no paga; ESCENARIOS y qué margen deja OCI

EXHIBIT N **MECÁNICA DE LOS ESCENARIOS**

	BEAR: OPENAI NO PAGA LO FIRMADO	BASE: OPENAI PAGA CON RETRASO	BULL: SE CUMPLE EL PLAN
Mecánica	Parte del compromiso del principal cliente se renegocia o cae; Oracle queda con capacidad y alquileres sin cliente	El cliente paga, pero la capacidad llega más tarde; se convierte el RPO a ritmo de 36 meses	Capacidad en plazo y nuevos contratos por encima del RPO
OCI FY30 (US$ bn)	78 (47 % del plan)	118 (71 %)	166 (100 %)
OCI acumulado FY28–FY32 / calendario de RPO a 60 meses	376 bn · 67 %	568 bn · 102 %	775 bn · 139 %
Margen operativo incremental de OCI	18 %	30 %	38 %
Capex FY27–FY30 (US$ bn)	273	389	470
Valor por acción	**US$46** (−66 %)	**US$86** (−36 %)	**US$156** (+16 %)
Qué lo invalidaría	Que OpenAI y los otros laboratorios cumplan pagos y plazos dos trimestres seguidos con prepagos ampliados	Margen incremental de OCI > 36 % o ingresos de OCI FY28 > US$75 bn	Margen < 33 % con el plan de ingresos, o capacidad entregada < 70 % de lo previsto

Fuente: Modelo DCF de SDN. No son precios objetivo. El bear no modela costes de rescisión de arrendamientos ni quiebras de clientes: sería peor.

QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS

Cuatro cosas: **(1)** que OpenAI o su financiación fallen; **(2)** que el coste de capital baje y justifique más valor (con 8,5 % el base alcanza el precio); **(3)** que el margen de OCI sorprenda al alza al amortizarse GPU durante más de seis años; **(4)** que Oracle consiga financiar más con clientes, lo que reduce capex y deuda pero también el margen por dólar de ingreso. La mecánica del bull, además, necesita cerca de **US$217 bn** de ingresos de OCI en FY28–FY32 por encima del calendario del RPO actual (775 vs 558 bn): contratos que aún no se han firmado.

10 Los próximos seis meses decidirán si es una historia de ejecución o de financiación

CATALIZADORES Y RIESGOS

Catalizadores con fecha. Microsoft presenta resultados el 28-10-2026 (capex y comentarios sobre capacidad y OpenAI) y Oracle, según Yahoo, el 14-12-2026 con el 2T FY27 [S013]: la guía pide ingresos +30–34 % y nube +65–71 %, y el consenso es de unos US$21,3 bn y BPA de US$1,89 [S002][S013]. Antes de fin de año Oracle no emitirá deuda nueva [S004]; entre 2026 y 2027 entrarán en vigor los primeros arrendamientos de los US$288 bn [S001].

Riesgos fuera de la valoración. (1) *Demanda de IA*: los laboratorios deben seguir financiándose; Oracle admite clientes «altamente apalancados» [S003]. (2) *Litigios*: una demanda colectiva por declaraciones sobre OCI (presentada el 03-02-2026, ampliada el 14-07-2026) sigue abierta [S001]. (3) *Gobierno*: Ellison canceló su plan de ventas el 12-09-2026 [S012], señal de confianza, no garantía. (4) *Obsolescencia*: una vida útil de las GPU menor de seis años aumentaría la depreciación. (5) *Tipos*: con el 10 años en 5,19 % [S017], cada punto de descuento cambia el valor base entre US$23 y US$31.

- **OCI del 2T FY27 (14-12).** Por encima de US$9 bn y con margen directo del segmento por encima del 52 %, el base se acerca al bull; por debajo, al bear.
- **Capex neto de caja.** La guía es de no más de US$70 bn en FY27; cualquier subida sin prepagos aumenta el déficit.
- **Nuevo RPO sin capital de Oracle.** Cuántos de los US$30 bn trimestrales llegan con prepago o hardware del cliente [S002].
- **Calificación y CDS.** Un recorte de Moody's o Fitch, o un CDS por encima de 200 pb sostenido, encarece toda la financiación.
- **Arrendamientos sin iniciar.** US$288 bn en agosto; si siguen subiendo sin RPO nuevo que los respalde, el riesgo de capacidad ociosa crece.

11 Qué hemos hecho, qué no sabemos y qué decisiones son dudosas

METODOLOGÍA Y LÍMITES

Fuentes. Filings de Oracle en la SEC (10-K de FY26, 10-Q del 1T FY27, 8-K de resultados y financiación), la presentación del Financial Analyst Meeting del 16-10-2025, precios de Yahoo Finance y FRED. Los datos de prensa se señalan como tales y no entran en el modelo. El texto no sigue ninguna fuente de otro informe de SDN.

Decisiones y límites (LIMITACIÓN). (1) *EBIT de FY27*: ancla de US$29 bn derivada de la guía de BPA non-GAAP de US$8,10 (tasa del 18 %, restando SBC, amortizaciones y reestructuración); Oracle no da guía GAAP. (2) *Margen incremental*: el mismo para todo OCI; Oracle no publica el margen de OCI por separado. (3) *Capex*: 2,6–3,0 dólares por dólar de ingreso nuevo de OCI, calibrado con el ejemplo de la empresa (cómputo = 65 %

de los costes, vida de seis años) y con FY26; el hardware aportado por clientes, que lo reduciría, no se modela. (4) *Prepagos*: los US$16 bn ya cobrados se restan como deuda; los futuros no se modelan. (5) *Acciones*: 3.023,7 M sin dilución adicional (el SBC es coste); las ampliaciones futuras se suponen a valor justo. (6) *Fecha*: balance del 31-08-2026 y descuento a mitad de año desde esa fecha, sin traer el valor al 15-10. (7) *Valor terminal*: FCF normalizado con ROIC del 14 % y g del 3 %; es el 85 % del EV en el base. (8) *Ventanas*: el calendario de RPO a 60 meses va de sep-2026 a ago-2031 y nuestras sumas de OCI son FY28–FY32; la comparación es de orden de magnitud. (9) *Múltiplos de pares*: cálculo SDN con sus filings; de Yahoo, solo el precio y el consenso [S013][S014]; SAP, en euros.

SIN VERIFICAR **(fuera de la valoración).** Porcentaje del RPO que corresponde a OpenAI, Meta o xAI; importes de los contratos con esos clientes; calificación actual de Moody's y Fitch; CDS y diferenciales posteriores a julio de 2026; el margen real de OCI y la cifra de The Information del 16 %; el ROIC «en los 20 altos» citado por la dirección; objetivo de ingresos totales de FY30 (US$225 bn) y BPA (US$21) directamente en un documento de la empresa.

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.