AZ STOCKS
Acciones de la A a la Z

Alphabet

El nuevo Alphabet: más capex y una tesis que cambia.

EQUITY RESEARCH

Noviembre 2026

azstocks.net

PERFIL DE LA EMPRESA

Alphabet

TESIS

Alphabet enfrenta uno de los momentos más importantes de su historia: defender el dominio de Google mientras la inteligencia artificial transforma la forma en que buscamos información, y al mismo tiempo financiar el ciclo de inversión más grande de su historia. En este análisis evalúo si Search, YouTube, Cloud y Gemini pueden sostener el crecimiento y cuánto vale realmente la compañía.

PRECIO OBJETIVO
USD 295

POTENCIAL
+3,3%

SECTOR
Technology

MERCADO
NASDAQ

MONEDA
USD

ÚLTIMA ACTUALIZACIÓN
Noviembre 2026

LA EMPRESA

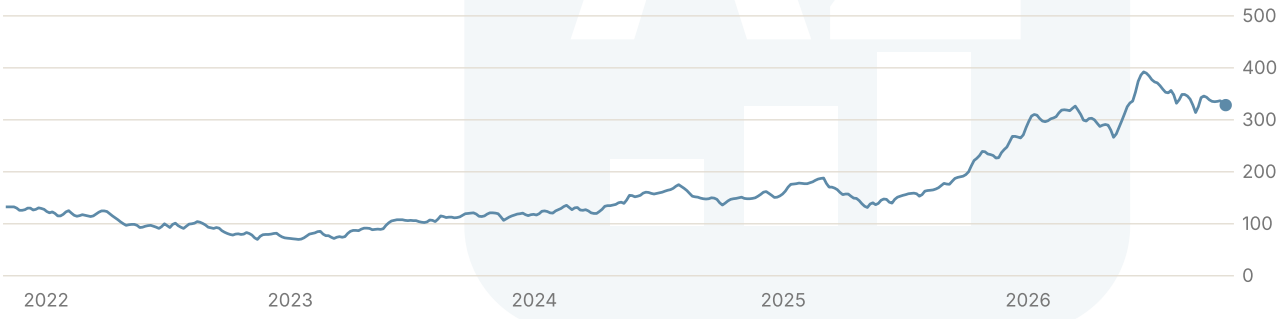
Alphabet es el holding creado en 2015 para separar a Google, fundada por Larry Page y Sergey Brin en 1998, de sus apuestas de largo plazo. Tiene sede en Mountain View, California.

Search sigue siendo el negocio principal, pero alrededor de él se construyó un ecosistema muy difícil de replicar: YouTube, Android, Chrome, Maps, Gmail, Google Workspace, Google Cloud, Gemini y una infraestructura de IA con chips TPU propios.

DATOS DE MERCADO AL 06/11/2026

PRECIO	RANGO 52 SEMANAS	VARIACIÓN 5 AÑOS	BETA (5 AÑOS)
USD 285,52	270,70 – 408,61	+91%	1,21

COTIZACIÓN SEMANAL, ÚLTIMOS 5 AÑOS



Aviso legal

La información contenida en este documento tiene únicamente fines educativos e informativos. No constituye en ningún caso una oferta, recomendación o asesoramiento financiero, de inversión, legal o fiscal. Las opiniones expresadas reflejan un análisis personal y pueden estar sujetas a cambios sin previo aviso.

Invertir en los mercados financieros conlleva riesgos, incluyendo la posible pérdida total del capital invertido. Cada lector o inversor es responsable de realizar su propia investigación y, en caso necesario, consultar con un asesor financiero registrado antes de tomar decisiones de inversión.

El autor no asume responsabilidad alguna por pérdidas o daños derivados directa o indirectamente del uso de la información aquí presentada.

Contenido

01	Introducción	05
02	Modelo de negocio	06
03	Calidad del negocio	09
04	Equipo directivo y gestión del capital	18
05	Competitividad	20
06	Los alcistas vs. los bajistas	25
07	Valoración	26
08	Conclusión	32

SECCIÓN 01

Introducción

Alphabet es una compañía tecnológica estadounidense con sede en Mountain View, California. Si bien nació a partir de Google (fundada por Larry Page y Sergey Brin en 1998), desde 2015 funciona como un holding para separar el negocio de Google de otras apuestas de largo plazo.

Definir a Alphabet simplemente como "Google" o como una empresa de publicidad se queda corto. Aunque Search, como veremos a continuación, continúa siendo el principal negocio, alrededor de él se construyó uno de los ecosistemas digitales más difíciles de replicar: YouTube, Android, Chrome, Maps, Gmail, Google Play, Google Workspace, Google Cloud, Gemini y una infraestructura de IA que incluye chips TPU propios.

Pero la Alphabet que estamos analizando hoy no es exactamente la misma que hace tres años. Durante décadas, el atractivo del negocio estuvo basado en una combinación casi perfecta de crecimiento elevado, márgenes extraordinarios y un modelo *asset-light* que necesitaba relativamente poco capital para crecer y generar enormes cantidades de free cash flow. **La IA está modificando esto.** Alphabet está invirtiendo cifras extraordinarias de dinero en datacenters, chips, energía e infraestructura para defender sus negocios actuales y, al mismo tiempo, intentar convertirse en uno de los principales ganadores de esta nueva era.

Los resultados del tercer trimestre de 2026 resumen muy bien esa tensión. Por un lado, los ingresos crecieron 25% interanual hasta USD 127.577 millones y Google Cloud duplicó sus ventas (+103%). Por otro lado, el capex del trimestre fue de USD 51.355 millones, **el free cash flow del trimestre fue negativo (USD -9.065 millones)** y la empresa siguió financiando la expansión con deuda, acciones preferidas y emisión de acciones. Y apareció una duda nueva: Search creció 12%, su menor ritmo del año, y la propia empresa reconoció que AI Mode todavía monetiza menos que la búsqueda tradicional. El mercado se quedó con esa parte del mensaje: la acción cayó más de 10% en la rueda siguiente, su peor día desde marzo de 2020.

Si bien a lo largo del análisis voy a explicar la Alphabet del pasado para entender de dónde venimos, lo más importante es entender la Alphabet actual y, sobre todo, la del futuro. Por eso, en este análisis voy a intentar responder preguntas como: qué retorno podemos esperar sobre los cientos de miles de millones de dólares que está invirtiendo en IA, cómo evolucionará Search para mantener su posición dominante, hasta qué punto Cloud puede convertirse en una parte mucho más importante del mix y, finalmente, cuánto de todo esto ya está incorporado en el precio actual de la acción.

Para cerrar esta sección, me gustaría citar la frase que escribieron Larry y Sergey en la carta fundacional de la empresa, porque creo que la define perfectamente: **"Google no es una empresa convencional. No pretendemos convertirnos en una."**

SECCIÓN 02

Modelo de negocio

Alphabet divide sus operaciones en tres segmentos: Google Services, Google Cloud y Other Bets.

1. Google Services

Concentra prácticamente todo el ecosistema de productos orientados al consumidor y sigue siendo, por amplia diferencia, el principal generador de beneficios del grupo.

En 2025 generó USD 342.721 millones de ingresos, aproximadamente el 85% del revenue total de Alphabet. En los primeros nueve meses de 2026 facturó USD 280.479 millones con un margen operativo del 42,5%.

Dentro del segmento encontramos:

a) Google Advertising

- ***Google Search & Other***

Los anunciantes participan en subastas para aparecer frente a usuarios que están buscando activamente un producto, servicio o información determinada. A diferencia de un anuncio tradicional, Google suele llegar al consumidor cuando ya se encuentra cerca de tomar una decisión.

En 2025 este segmento generó USD 224.532 millones (+13% vs 2024). **Solo este negocio representa más de la mitad de los ingresos de todo Alphabet.** En el Q3 2026 facturó USD 63.350 millones, un 12% más que un año atrás.

Sin embargo, acá aparece una señal que conviene no ignorar. El crecimiento de Search se desaceleró a lo largo del año: 19% en el Q1, 17% en el Q2 y 12% en el Q3. Según la propia empresa, las consultas crecen al mayor ritmo en cinco años, pero AI Mode todavía monetiza menos que la búsqueda tradicional: en el Q3 los clics pagos crecieron solo 8% y el costo por clic 4%. **Dicho de otra forma, la gente busca más que nunca, pero no hace clic como antes.** La gerencia lo presenta como un tema de tiempos y sostiene que la mayoría de las consultas en AI Mode son incrementales. Confío en que Google le va a encontrar la vuelta a la monetización, pero es un punto que hay que seguir de cerca.

El moat de Google no es simplemente tener muchos usuarios. La empresa tiene distribución a todos esos usuarios, datos, infraestructura, millones de anunciantes, un sistema de subastas optimizado y décadas de información sobre qué resultados y anuncios son relevantes para cada búsqueda. Además, Search está integrado con Chrome, Android, Maps, Gmail y otros servicios del ecosistema.

- ***YouTube***

Combina varios modelos de monetización. Por un lado, tenemos la publicidad tradicional. Por otro lado, aparecen YouTube Premium, YouTube Music, YouTube TV y otras suscripciones.

Los ingresos publicitarios de YouTube alcanzaron USD 40.367 millones en 2025. En el Q3 2026 crecieron 9% interanual hasta USD 11.207 millones, una desaceleración respecto al 13% del trimestre anterior. Una aclaración: esta cifra no refleja la totalidad del negocio, ya que las suscripciones (Premium, Music y TV) se contabilizan dentro de otra categoría que veremos a continuación.

Medir este producto únicamente por los ingresos publicitarios es subestimar su posición competitiva. **Según Nielsen, en mayo de 2026 concentró casi el 14% de todo el tiempo consumido frente al televisor en Estados**

Unidos, liderando todos los distribuidores de medios. El streaming en su conjunto ya representaba el 48,6% del consumo televisivo.

YouTube no solo compite contra TikTok, Instagram o Twitch. También compite por tiempo de pantalla contra otras alternativas como Netflix, Disney o la televisión tradicional.

- ***Google Network***

Son los ingresos generados por anuncios que Google coloca en sitios web, aplicaciones móviles y videos de terceros. Incluye principalmente AdSense, AdMob y Google Ad Manager.

Es uno de los pocos negocios relevantes de Alphabet que se encuentra estancado: los ingresos cayeron de USD 30.359 millones en 2024 a USD 29.792 millones en 2025, y en el Q3 2026 crecieron apenas 1,4%.

No lo tomo como algo preocupante, porque además es un revenue de menor calidad que Search. Network tiene TAC (*Traffic Acquisition Costs*) considerablemente superiores, ya que Alphabet comparte una porción mayor del ingreso con los propietarios de los sitios donde aparecen los anuncios. Mientras la caída de Network sea compensada por el crecimiento de Search, YouTube y otros negocios propios, el cambio de mix no necesariamente es negativo para Alphabet.

b) Suscripciones, plataformas y dispositivos

Está compuesto principalmente por suscripciones (como YouTube TV, YouTube Music y Premium, como así también Google One), plataformas como Google Play, dispositivos como Pixel y otros productos y servicios.

Esta categoría generó USD 48.030 millones durante 2025, frente a USD 40.340 millones en 2024, impulsada principalmente por las suscripciones de YouTube y Google One. En el Q3 2026 creció 11% hasta USD 14.290 millones.

Lo interesante de este negocio es que reduce gradualmente la dependencia de la publicidad y agrega ventas verdaderamente recurrentes.

2. Google Cloud

Este segmento incluye Google Cloud Platform (GCP), Google Workspace y diferentes herramientas de infraestructura, datos, ciberseguridad e IA para empresas. Desde este año también incluye la venta de sistemas TPU a terceros.

Durante años creció rápido, pero perdía dinero. Eso cambió.

Los ingresos pasaron de USD 43.229 millones en 2024 a USD 58.705 millones en 2025 (+35%). En cuanto al beneficio operativo, creció desde USD 6.112 millones en 2024 a USD 13.910 millones en 2025 (+127%).

	Year Ended December 31,	
	2024	2025
Operating income (loss):		
Google Services	$ 121,263	$ 139,404
Google Cloud	6,112	13,910
Other Bets	(4,444)	(7,515)
Alphabet-level activities[1]	(10,541)	(16,760)
Total income from operations	$ 112,390	$ 129,039

Fuente: 10-K 2025.

La aceleración durante 2026 fue todavía mayor. **En el Q3 2026 Cloud facturó USD 30.709 millones, un 103% más que un año atrás, con un margen operativo del 36,2%** (23,7% en el Q3 2025). Esto significa que Google Cloud pasó en muy poco tiempo de ser un negocio que diluía los márgenes del grupo a convertirse en uno que los sostiene.

Otro dato relevante es el backlog. Según la CFO, el backlog de Google Cloud alcanzó USD 561.000 millones al cierre del Q3 (USD 514.000 millones en el Q2), y Alphabet espera reconocer algo más del 55% como ingresos

durante los próximos 24 meses. Además, la compañía anticipó que las ventas de sistemas TPU seguirán creciendo en el Q4 y darán un salto importante durante 2027.

Hay además una señal competitiva muy interesante. Según Synergy Research, Google Cloud alcanzó aproximadamente 15% del mercado mundial de infraestructura cloud en el Q2 2026, frente a 13% un año atrás.

Probablemente Cloud sea el activo que más está cambiando la tesis de Alphabet.

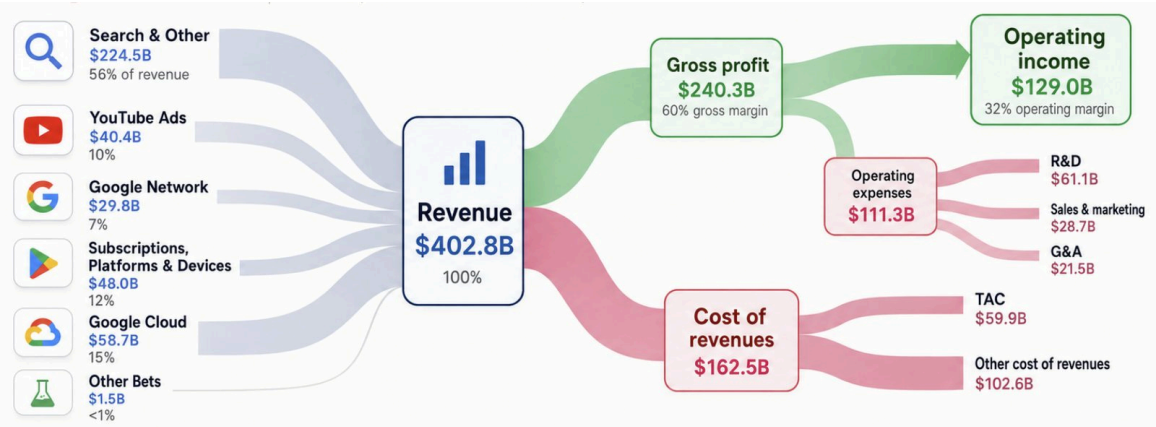
3. Other Bets

En este segmento se incluyen negocios que todavía son demasiado pequeños o experimentales. El más importante es Waymo, junto con proyectos como Wing y otras iniciativas de tecnología avanzada.

Financieramente siguen siendo insignificantes. En 2025 generó solamente USD 1.537 millones de ingresos y perdió USD 7.515 millones a nivel operativo. En los primeros nueve meses de 2026 perdió otros USD 5.946 millones.

Si miramos solamente desde la óptica del Income Statement, parece una destrucción constante de capital. Sin embargo, una de esas apuestas podría terminar teniendo muchísimo valor. **Waymo es el ejemplo más evidente.** Durante el Q1 2026 ya había superado los 500.000 viajes completamente autónomos por semana, duplicando el volumen en menos de un año. Todavía no le asigno un valor preciso dentro del research, pero sí considero que es una opción concreta a futuro para Alphabet.

Para resumirlo de forma gráfica, este es el recorrido económico de Alphabet en 2025:

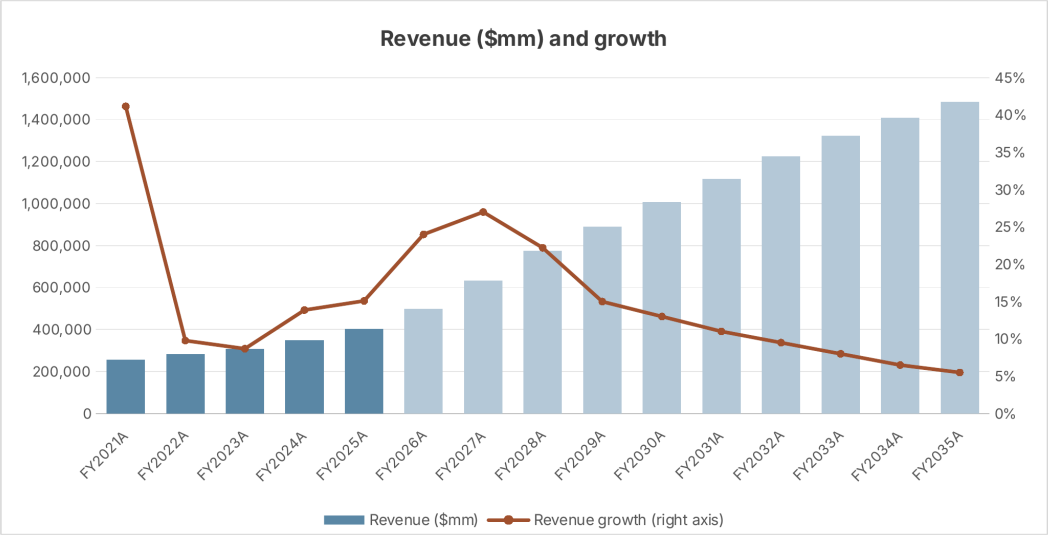


Fuente: elaboración propia con datos del 10-K 2025.

SECCIÓN 03

Calidad del negocio

VENTAS



Fuente: elaboración propia.

Alphabet pasó de USD 90.272 millones de ventas en 2016 a USD 402.836 millones en 2025. **Esto implica un CAGR del 18% anual.**

La gran mayoría del crecimiento provino de la expansión orgánica de Search, YouTube, Android, suscripciones y, más recientemente, Google Cloud.

Incluso en 2020, año de fuerte disrupción económica y caída inicial de la publicidad, Alphabet terminó incrementando sus ingresos. En 2021 el crecimiento se aceleró más de 40%, mientras 2022 y 2023 representaron una normalización del mercado publicitario y del boom digital provocado por la pandemia.

Desde entonces volvió a acelerar. Los ingresos crecieron 13,9% en 2024 y 15,1% en 2025, y **en los primeros nueve meses de 2026 crecieron 23,6%** (USD 357.269 millones). El consenso de analistas espera cerrar 2026 en torno a USD 500.000 millones (+24%), y mi modelo parte de ese número.

CRECIMIENTO ORGÁNICO / CRECIMIENTO INORGÁNICO

Hasta el 2025 describiría a Alphabet como una empresa de crecimiento predominantemente orgánico. En 2026 empieza a cambiar tras la adquisición de Wiz por aproximadamente USD 32.000 millones para reforzar seguridad de cloud, convirtiéndose en la compra más importante de su historia. Asimismo, adquirió Intersect, un desarrollador de infraestructura energética, por casi USD 5.000 millones. El goodwill del balance pasó de USD 33.380 millones a USD 58.117 millones en nueve meses.

Wiz quedó incorporada al segmento de Cloud desde marzo, por lo cual no tomaría como 100% orgánico el crecimiento de Google Cloud durante el 2026.

VENTAS POR REGIÓN GEOGRÁFICA

	Year Ended December 31,	
	2024	2025
United States	49 %	48 %
EMEA[1]	29 %	29 %
APAC[1]	16 %	17 %
Other Americas[1]	6 %	6 %
Hedging gains (losses)	0 %	0 %

Fuente: 10-K 2025.

Más de la mitad de los ingresos se generan fuera de los Estados Unidos, siendo EMEA el segundo mercado más importante para la empresa.

DESGLOSE POR SEGMENTOS

El desglose por segmentos muestra una tendencia clara. Alphabet sigue dependiendo fuertemente de Google Services, pero Google Cloud está ganando relevancia a una velocidad cada vez mayor.

A. Revenue by product line / segment ($mm)

Line	FY2024	FY2025	Δ FY	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q3 2025	Δ Q3 YoY	9M 2026
Google Search & other	198,084	224,532	**13.4%**	60,399	63,271	63,350	56,567	**12.0%**	**187,020**
YouTube ads	36,147	40,367	**11.7%**	9,883	11,055	11,207	10,261	**9.2%**	**32,145**
Google Network	30,359	29,792	**(1.9%)**	6,971	7,303	7,455	7,354	**1.4%**	**21,729**
Subscriptions, platforms & devices	40,340	48,030	**19.1%**	12,384	12,911	14,290	12,870	**11.0%**	**39,585**
Google Cloud	43,229	58,705	**35.8%**	20,028	24,768	30,709	15,157	**102.6%**	**75,505**
Other Bets	1,648	1,537	**(6.7%)**	411	382	372	344	**8.1%**	**1,165**
Hedging gains (losses)	211	(127)	**(160.2%)**	(180)	106	194	(207)	**(193.7%)**	**120**
									–
Total revenue	**350,018**	**402,836**	**15.1%**	**109,896**	**119,796**	**127,577**	**102,346**	**24.7%**	**357,269**
Check: FY total − Income Statement revenue (should be 0)	–	–							

Fuente: elaboración propia.

C. Reporting segments: revenue and operating income ($mm)

Line	FY2024	FY2025	Δ FY	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q3 2025	Δ Q3 YoY	9M 2026
Google Services — revenue	304,930	342,721	**12.4%**	89,637	94,540	96,302	87,052	**10.6%**	**280,479**
Google Cloud — revenue	43,229	58,705	**35.8%**	20,028	24,768	30,709	15,157	**102.6%**	**75,505**
Other Bets — revenue	1,648	1,537	**(6.7%)**	411	382	372	344	**8.1%**	**1,165**
Alphabet-level activities — revenue									–
Hedging gains (losses) — revenue	211	(127)	**(160.2%)**	(180)	106	194	(207)	**(193.7%)**	**120**
Total segment revenue (= total revenue)	**350,018**	**402,836**		**109,896**	**119,796**	**127,577**	**102,346**		**357,269**
Google Services — operating income	121,263	139,404	**15.0%**	40,589	39,544	39,157	33,527	**16.8%**	**119,290**
Google Cloud — operating income	6,112	13,910	**127.6%**	6,598	8,814	11,121	3,594	**209.4%**	**26,533**
Other Bets — operating income	(4,444)	(7,515)	**69.1%**	(2,100)	(1,799)	(2,047)	(1,426)	**43.5%**	**(5,946)**
Alphabet-level activities — operating income	(10,541)	(16,760)	**59.0%**	(5,391)	(5,789)	(7,655)	(4,467)	**71.4%**	**(18,835)**
Hedging gains (losses) — operating income									–
Total operating income (EBIT)	**112,390**	**129,039**	**14.8%**	**39,696**	**40,770**	**40,576**	**31,228**	**29.9%**	**121,042**
Check: FY EBIT − Income Statement operating income (should be 0)		–							

Fuente: elaboración propia.

En 2025 Google Services representó el 85% de los ingresos, aunque su participación cayó 2 puntos porcentuales respecto al 2024. Dentro de este segmento, Google Search sigue siendo por amplia diferencia el pilar, con USD 224.532 millones de ingresos en 2025. La publicidad en conjunto representó el 73,2% de los ingresos del grupo en 2025, pero esa dependencia viene disminuyendo: pasó a representar el 70,3% en el Q1 2026, el 68,1% en el Q2 y **el 64,3% en el Q3**, principalmente por el fuerte crecimiento de Google Cloud.

Google Cloud es claramente el segmento que más está cambiando el mix del grupo. Sus ingresos crecieron un 35,8% en 2025 y ya representaban el 14,6% de las ventas. **En el Q3 2026 alcanzaron USD 30.709 millones, un 24% más que en el trimestre anterior (y un 103% más que en el Q3 2025), elevando su participación hasta el 24,1% del total.**

D. Operating margin by segment									
Line	FY2024	FY2025	Δ FY	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q3 2025	Δ Q3 YoY	9M 2026
Google Services	39.8%	40.7%	0.9%	45.3%	41.8%	40.7%	38.5%	2.1%	42.5%
Google Cloud	14.1%	23.7%	9.6%	32.9%	35.6%	36.2%	23.7%	12.5%	35.1%
Other Bets	(269.7%)	(488.9%)	(219.3%)	(510.9%)	(470.9%)	(550.3%)	(414.5%)	(135.7%)	(510.4%)
Alphabet-level activities									
Hedging gains (losses)	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Total EBIT margin	32.1%	32.0%	(0.1%)	36.1%	34.0%	31.8%	30.5%	1.3%	33.9%

Fuente: elaboración propia.

Pero lo más importante no es solo el crecimiento de las ventas de Google Cloud, que ya de por sí es asombroso. Cloud está creciendo mucho más rápido a nivel de beneficios. Su resultado operativo pasó de USD 6.112 millones en 2024 a USD 13.910 millones en 2025 (+127,6%), y su margen operativo del 14,1% en 2024 a 23,7% en 2025. **En el Q3 2026 el margen alcanzó 36,2%**, acercándose a la rentabilidad de Google Services (40,7% en el mismo trimestre).

Hay un dato que conviene no perder de vista: las *Alphabet-level activities* (principalmente la investigación en IA y los modelos generales que no se asignan a ningún segmento) restaron USD 7.655 millones en el Q3, contra USD 4.467 millones un año atrás. Por eso el margen operativo consolidado del trimestre fue de 31,8%, bastante por debajo de lo que sugieren los márgenes de cada segmento.

No quiero detenerme mucho en Other Bets, ya que como comenté al inicio es más bien una cartera de potenciales opcionalidades que hoy son prácticamente irrelevantes en términos de ingresos.

En resumen, Alphabet está empezando a ser algo menos dependiente de Search y publicidad, mientras Cloud se transforma en una segunda fuente real de crecimiento y beneficios. Uno de los aspectos más relevantes para monitorear a futuro es la continuidad de esta tendencia.

ANÁLISIS VERTICAL

Income Statement

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Vertical analysis — the 3 statements as % of revenue / total assets												
Income Statement — % of revenue												
Revenues	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	**100.0%**	**100.0%**
Total Revenues	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**
Cost of Goods Sold	(38.9%)	(41.1%)	(43.5%)	(44.4%)	(46.4%)	(43.1%)	(44.6%)	(43.4%)	(41.8%)	(40.3%)	**(41.8%)**	**(42.6%)**
Gross Profit	**61.1%**	**58.9%**	**56.5%**	**55.6%**	**53.6%**	**56.9%**	**55.4%**	**56.6%**	**58.2%**	**59.7%**	**58.2%**	**57.4%**
Selling General & Admin Expenses	(19.4%)	(17.8%)	(17.0%)	(17.3%)	(15.9%)	(14.1%)	(15.0%)	(14.4%)	(12.0%)	(12.5%)	**(13.0%)**	**(13.6%)**
R&D Expenses	(15.5%)	(15.0%)	(15.7%)	(16.1%)	(15.1%)	(12.3%)	(14.0%)	(14.8%)	(14.1%)	(15.2%)	**(14.7%)**	**(14.1%)**
Total Operating Expenses	**(34.8%)**	**(32.8%)**	**(32.7%)**	**(33.4%)**	**(31.0%)**	**(26.4%)**	**(28.9%)**	**(29.2%)**	**(26.1%)**	**(27.6%)**	**(27.6%)**	**(27.6%)**
Operating Income	**26.3%**	**26.1%**	**23.8%**	**22.2%**	**22.6%**	**30.6%**	**26.5%**	**27.4%**	**32.1%**	**32.0%**	**30.5%**	**29.7%**
Interest Expense	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.2%)	**(0.1%)**	**(0.1%)**
Interest And Investment Income	1.4%	1.2%	1.4%	1.5%	1.0%	0.6%	0.8%	1.3%	1.3%	1.1%	**1.2%**	**1.0%**
Income (Loss) On Equity Invest.	–	–	–	–	0.2%	0.1%	(0.1%)	(0.2%)	(0.1%)	0.1%	**(0.1%)**	**(0.0%)**
Currency Exchange Gains (Loss)	(0.5%)	(0.1%)	(0.1%)	0.1%	(0.2%)	(0.1%)	(0.2%)	(0.4%)	(0.1%)	(0.1%)	**(0.2%)**	**(0.2%)**
Other Non Operating Income (Expenses)	0.1%	0.1%	(0.6%)	(0.1%)	(0.7%)	(0.6%)	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%	**0.3%**	**0.2%**
EBT Excl. Unusual Items	27.1%	27.2%	24.5%	23.6%	22.9%	30.5%	27.2%	28.2%	33.5%	33.3%	**31.6%**	**30.5%**
Gain (Loss) On Sale Of Investments	(0.3%)	(0.2%)	4.8%	2.0%	3.5%	4.8%	(2.0%)	(0.3%)	0.8%	6.1%	**2.2%**	**1.9%**
Legal Settlements	–	(2.5%)	(3.7%)	(1.0%)	–	–	–	–	–	–	**–**	**–**
EBT Incl. Unusual Items	**26.8%**	**24.5%**	**25.5%**	**24.5%**	**26.3%**	**35.2%**	**25.2%**	**27.9%**	**34.2%**	**39.4%**	**33.8%**	**32.4%**
Income Tax Expense	(5.2%)	(13.1%)	(3.1%)	(3.3%)	(4.3%)	(5.7%)	(4.0%)	(3.9%)	(5.6%)	(6.6%)	**(5.4%)**	**(5.2%)**
Earnings From Continuing Operations	21.6%	11.4%	22.5%	21.2%	22.1%	29.5%	21.2%	24.0%	28.6%	32.8%	**28.5%**	**27.2%**
Net Income to Company	21.6%	11.4%	22.5%	21.2%	22.1%	29.5%	21.2%	24.0%	28.6%	32.8%	**28.5%**	**27.2%**
Net Income	**21.6%**	**11.4%**	**22.5%**	**21.2%**	**22.1%**	**29.5%**	**21.2%**	**24.0%**	**28.6%**	**32.8%**	**28.5%**	**27.2%**
Net Income to Common Incl Extra Items	21.6%	11.4%	22.5%	21.2%	22.1%	29.5%	21.2%	24.0%	28.6%	32.8%	**28.5%**	**27.2%**
Net Income to Common Excl. Extra Items	21.6%	11.4%	22.5%	21.2%	22.1%	29.5%	21.2%	24.0%	28.6%	32.8%	**28.5%**	**27.2%**

Fuente: elaboración propia.

El análisis vertical muestra una mejora importante en la eficiencia operativa de Alphabet durante la última década. **El margen bruto**, que había caído desde 61,1% en 2016 hasta un mínimo de 53,6% en 2020, comenzó a recuperarse y **cerró 2025 en 59,7%**, su mejor nivel desde 2016.

Sin embargo, la mejora más significativa la vemos en el margen operativo, gracias a que los gastos operativos pasaron de representar 34,8% de las ventas en 2016 a 27,6% en 2025, principalmente por una fuerte reducción relativa de SG&A, que cayó desde 19,4% hasta 12,5% del revenue. R&D, en cambio, se mantuvo alrededor del 15%

de las ventas durante buena parte del período y volvió a aumentar hasta 15,2% en 2025, algo lógico considerando las inversiones actuales en inteligencia artificial. **Como resultado, el margen operativo pasó de 26,3% en 2016 a 32,0% en 2025.**

Por último, el margen neto alcanzó 32,8% en 2025, aunque en este caso hay que tener cuidado con la lectura. Aproximadamente 6,1% sobre las ventas equivalen a ganancias por venta o revalorización de inversiones, por lo que parte del aumento del beneficio neto no corresponde al negocio operativo. En 2026 este efecto es todavía más fuerte y en ambos sentidos: en los primeros nueve meses el beneficio neto fue de USD 201.239 millones (el doble que un año atrás) por la revalorización de su cartera de inversiones, pero en el Q3 esa misma cartera generó una pérdida de USD 8.700 millones que bajó el EPS en USD 0,55. Para analizar la rentabilidad normalizada de Alphabet, considero más representativa la evolución del operating income que el margen neto reportado.

Alphabet no solo creció fuertemente durante la última década, sino que consiguió hacerlo mientras expandía de forma significativa sus márgenes operativos, principalmente gracias al apalancamiento de su estructura de costos. **La principal incógnita hacia adelante será comprobar si esta eficiencia puede mantenerse mientras aumenta considerablemente la depreciación asociada a IA e infraestructura.** En el Q3 la depreciación creció 49% interanual (USD 8.369 millones) y la CFO advirtió que seguirá pesando sobre el P&L. La parte positiva es que Cloud contribuye cada vez más a sostener el margen consolidado del grupo.

Balance Sheet

Fiscal year Balance Sheet — % of total assets	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Cash And Equivalents	7.7%	5.4%	7.2%	6.7%	8.3%	5.8%	6.0%	6.0%	5.2%	5.2%	**5.4%**	**5.6%**
Short Term Investments	43.8%	46.2%	39.7%	36.7%	34.5%	33.0%	25.2%	21.6%	16.0%	16.1%	**17.9%**	**22.4%**
Total Cash And Short Term Investments	**51.5%**	**51.6%**	**46.9%**	**43.4%**	**42.8%**	**38.9%**	**31.1%**	**27.6%**	**21.2%**	**21.3%**	**23.4%**	**28.0%**
Accounts Receivable	8.4%	9.3%	9.0%	9.2%	9.7%	10.9%	11.0%	11.9%	11.6%	10.6%	**11.4%**	**11.2%**
Other Receivables	0.1%	0.2%	0.2%	0.8%	0.1%	–	–	–	–	–	–	–
Notes Receivable	0.8%	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Total Receivables	**9.3%**	**9.5%**	**9.1%**	**10.0%**	**9.8%**	**10.9%**	**11.0%**	**11.9%**	**11.6%**	**10.6%**	**11.4%**	**11.2%**
Inventory	0.2%	0.4%	0.5%	0.4%	0.2%	0.3%	–	–	–	–	–	**0.1%**
Restricted Cash	–	0.0%	0.1%	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Other Current Assets	1.9%	1.5%	1.7%	1.6%	1.7%	2.2%	2.9%	3.1%	3.5%	2.7%	**3.1%**	**2.9%**
Total Current Assets	**62.9%**	**63.0%**	**58.3%**	**55.3%**	**54.5%**	**52.4%**	**45.1%**	**42.6%**	**36.4%**	**34.6%**	**37.9%**	**42.2%**
Gross Property Plant And Equipment	28.4%	30.2%	35.4%	41.7%	43.4%	44.5%	50.9%	53.7%	58.6%	60.5%	**57.6%**	**53.7%**
Accumulated Depreciation	(7.9%)	(8.8%)	(9.8%)	(11.1%)	(13.1%)	(13.8%)	(16.2%)	(16.8%)	(17.6%)	(16.5%)	**(17.0%)**	**(16.2%)**
Net Property Plant And Equipment	20.4%	21.5%	25.7%	30.7%	30.3%	30.8%	34.8%	36.9%	41.0%	44.0%	**40.6%**	**37.5%**
Long-term Investments	3.5%	4.0%	6.0%	4.7%	6.5%	8.2%	8.3%	7.9%	8.4%	11.5%	**9.3%**	**8.9%**
Goodwill	9.8%	8.5%	7.7%	7.5%	6.6%	6.4%	7.9%	7.3%	7.1%	5.6%	**6.6%**	**6.9%**
Other Intangibles	2.0%	1.4%	1.0%	0.7%	0.5%	0.4%	–	–	–	–	–	**0.1%**
Deferred Tax Assets Long-Term	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	1.4%	3.0%	3.8%	1.5%	**2.8%**	**2.0%**
Other Long-Term Assets	1.1%	1.4%	1.2%	0.8%	1.2%	1.5%	2.4%	2.3%	3.3%	2.7%	**2.8%**	**2.4%**
Total Assets	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**
Accounts Payable	1.2%	1.6%	1.9%	2.0%	1.7%	1.7%	1.4%	1.9%	1.8%	2.0%	**1.9%**	**1.8%**
Accrued Expenses	5.3%	5.3%	5.4%	5.9%	6.4%	7.8%	8.7%	9.0%	7.1%	6.1%	**7.4%**	**7.7%**
Short-term Borrowings	–	–	–	–	–	–	–	–	0.5%	–	**0.2%**	**0.1%**
Current Portion of Long-Term Debt	–	–	–	–	0.3%	–	–	0.2%	0.2%	0.3%	**0.3%**	**0.2%**
Current Portion of Capital Lease Obligations	–	–	–	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	**0.7%**	**0.7%**
Current Income Taxes Payable	0.3%	0.4%	0.0%	0.1%	0.5%	–	0.4%	0.7%	0.6%	0.1%	**0.5%**	**0.4%**
Unearned Revenue Current	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	**1.1%**	**1.0%**
Other Current Liabilities	2.5%	4.2%	6.8%	7.2%	7.5%	6.9%	6.6%	6.8%	7.8%	6.9%	**7.2%**	**7.0%**
Total Current Liabilities	**10.0%**	**12.3%**	**14.9%**	**16.4%**	**17.8%**	**17.9%**	**19.0%**	**20.3%**	**19.8%**	**17.3%**	**19.1%**	**18.8%**
Long-Term Debt	2.3%	2.0%	1.7%	1.4%	4.0%	3.6%	3.5%	2.9%	2.4%	7.8%	**4.4%**	**4.1%**
Capital Leases	–	0.0%	0.0%	3.9%	3.8%	3.7%	3.9%	3.4%	2.9%	2.5%	**2.9%**	**3.3%**
Unearned Revenue Non Current	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	–	–	–	–	**0.1%**
Deferred Tax Liability Non Current	0.1%	0.2%	0.5%	0.6%	1.1%	1.5%	0.1%	–	–	–	–	**0.3%**
Other Non Current Liabilities	4.4%	8.0%	6.4%	4.5%	3.5%	3.2%	3.1%	2.9%	2.7%	2.7%	**2.7%**	**2.9%**
Total Liabilities	**17.0%**	**22.7%**	**23.7%**	**27.0%**	**30.4%**	**30.0%**	**29.9%**	**29.6%**	**27.8%**	**30.2%**	**29.2%**	**29.5%**
Common Stock	21.7%	20.4%	19.4%	18.3%	18.3%	17.2%	18.7%	19.0%	18.8%	15.6%	**17.8%**	**17.9%**
Retained Earnings	62.8%	57.4%	57.9%	55.1%	51.1%	53.3%	53.5%	52.5%	54.4%	54.4%	**53.8%**	**53.6%**
Comprehensive Income and Other	(1.4%)	(0.5%)	(1.0%)	(0.4%)	0.2%	(0.5%)	(2.1%)	(1.1%)	(1.1%)	(0.3%)	**(0.8%)**	**(1.0%)**
Total Common Equity	**83.0%**	**77.3%**	**76.3%**	**73.0%**	**69.6%**	**70.0%**	**70.1%**	**70.4%**	**72.2%**	**69.8%**	**70.8%**	**70.5%**
Fiscal year	**FY2016A**	**FY2017A**	**FY2018A**	**FY2019A**	**FY2020A**	**FY2021A**	**FY2022A**	**FY2023A**	**FY2024A**	**FY2025A**	**3Y avg**	**5Y avg**
Total Equity	**83.0%**	**77.3%**	**76.3%**	**73.0%**	**69.6%**	**70.0%**	**70.1%**	**70.4%**	**72.2%**	**69.8%**	**70.8%**	**70.5%**
Total Liabilities And Equity	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Fuente: elaboración propia.

Acá se puede observar un cambio bastante claro en la composición de los activos de Alphabet durante la última década. **Cash & Short Term Investments pasaron de representar el 51,5% de los activos en 2016 a apenas el 21,3% en 2025.** Esto no implica necesariamente una caída en términos absolutos, sino que el balance creció mucho más rápido en otros activos, principalmente infraestructura.

Uno de los movimientos más importantes aparece en Property, Plant & Equipment (PP&E). **El PP&E neto pasó de representar el 20,4% de los activos en 2016 al 44,0% en 2025**, convirtiéndose prácticamente en la principal partida del balance. Esta evolución refleja el fuerte aumento de inversiones en servidores, datacenters, networking y otra infraestructura tecnológica.

También aumentó significativamente el peso de long-term investments, que pasaron de alrededor del 3,5% de los activos en 2016 al 11,5% en 2025. Alphabet mantiene una cartera importante de inversiones financieras y participaciones en compañías privadas, algo que además puede generar cierta volatilidad en el resultado neto cuando esas inversiones se revalorizan.

Por el lado del pasivo, Alphabet continúa teniendo una estructura financiera muy sólida, aunque también se observa un cambio relevante. **La deuda de largo plazo pasó de representar apenas 2,4% de los activos en 2024 al 7,8% en 2025**, mientras los pasivos totales aumentaron desde aproximadamente 17% del balance en 2016 hasta algo más del 30% en 2025. Aun así, el patrimonio sigue financiando cerca del 70% de los activos, por lo que el nivel de apalancamiento continúa siendo bajo.

Lo que pasó en 2026 acelera todo esto. Al 30 de septiembre, los activos totales superaron por primera vez el trillón de dólares (USD 1.003.312 millones), el PP&E neto llegó a USD 372.827 millones, las inversiones no cotizadas se duplicaron hasta USD 135.230 millones y la deuda de largo plazo casi se triplicó, de USD 46.547 a USD 125.102 millones. A eso se suman USD 19.000 millones de acciones preferidas convertibles emitidas durante el año. La caja y las inversiones de corto plazo también subieron hasta USD 265.098 millones, porque buena parte de esa financiación todavía no se gastó.

Otro elemento que empieza a ganar relevancia son los leases relacionados con infraestructura. Al cierre del Q2 2026, Alphabet tenía alrededor de USD 18.500 millones de pasivos por leases operativos y financieros ya reconocidos en balance. Sin embargo, lo más importante se encuentra fuera del balance actual: la empresa firmó contratos, principalmente vinculados a datacenters, por USD 85.200 millones de pagos futuros que todavía no habían comenzado y, por lo tanto, aún no estaban reconocidos como pasivos.

En resumen, lo más destacable para mí es el cambio de la estructura del balance en cuanto a la utilización del capital. Alphabet está dejando atrás, al menos parcialmente, el balance extremadamente líquido y *asset-light* que la caracterizó históricamente para destinar una proporción cada vez mayor de sus recursos a activos físicos necesarios para IA y Cloud. Lo que está en duda es cuál será el retorno de estas inversiones, lo cual intentaré demostrar más adelante.

Cash Flow Statement

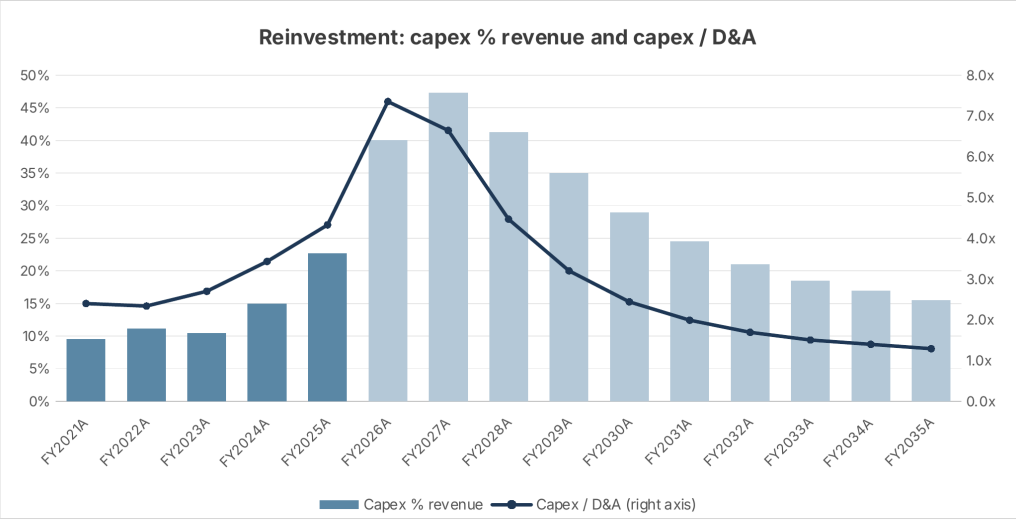
Fiscal year Cash Flow — % of revenue	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Net Income	**21.6%**	**11.4%**	**22.5%**	**21.2%**	**22.1%**	**29.5%**	**21.2%**	**24.0%**	**28.6%**	**32.8%**	**28.5%**	**27.2%**
Depreciation & Amortization	5.8%	5.5%	6.0%	6.7%	7.1%	4.0%	4.8%	3.9%	4.4%	5.2%	**4.5%**	**4.5%**
Amortization of Goodwill and Intangible Assets	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	–	–	–	–	–	–	–
Total Depreciation & Amortization	**6.8%**	**6.2%**	**6.6%**	**7.2%**	**7.5%**	**4.0%**	**4.8%**	**3.9%**	**4.4%**	**5.2%**	**4.5%**	**4.5%**
(Gain) Loss on Sale of Investments	0.1%	0.0%	(4.9%)	(1.7%)	(3.5%)	(4.8%)	2.0%	0.3%	(0.8%)	(6.1%)	**(2.2%)**	**(1.9%)**
Asset Writedown & Restructuring Costs	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	–	–	–	–	–	–	–
Stock-Based Compensation	7.4%	6.9%	6.8%	6.7%	7.1%	6.0%	6.8%	7.3%	6.5%	6.2%	**6.7%**	**6.6%**
Other Operating Activities	0.4%	0.5%	0.4%	(0.3%)	1.5%	1.5%	(1.6%)	(1.1%)	(0.5%)	2.6%	**0.3%**	**0.2%**
Change In Accounts Receivable	(2.9%)	(3.4%)	(1.6%)	(2.7%)	(3.6%)	(3.5%)	(0.8%)	(2.5%)	(1.7%)	(2.2%)	**(2.1%)**	**(2.2%)**
Change In Accounts Payable	0.1%	0.7%	0.8%	0.3%	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	**0.2%**	**0.2%**
Change in Unearned Revenues	0.2%	0.4%	0.3%	0.0%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	**0.4%**	**0.3%**
Change In Income Taxes	3.5%	7.4%	(1.6%)	(1.9%)	0.7%	(0.2%)	0.2%	0.2%	(0.7%)	(0.8%)	**(0.4%)**	**(0.3%)**
Change in Other Net Operating Assets	2.7%	3.3%	5.8%	4.8%	3.2%	2.8%	(0.6%)	0.7%	(0.4%)	2.3%	**0.9%**	**1.0%**
Cash from Operations	**39.9%**	**33.5%**	**35.1%**	**33.7%**	**35.7%**	**35.6%**	**32.3%**	**33.1%**	**35.8%**	**40.9%**	**36.6%**	**35.5%**
Memo: Change in Net Working Capital	3.7%	8.3%	3.6%	0.5%	1.0%	(0.6%)	(0.8%)	(1.3%)	(2.4%)	0.2%	**(1.2%)**	**(1.0%)**
Capital Expenditure	(11.3%)	(11.9%)	(18.4%)	(14.5%)	(12.2%)	(9.6%)	(11.1%)	(10.5%)	(15.0%)	(22.7%)	**(16.1%)**	**(13.8%)**
Sale of Property, Plant, and Equipment	0.3%	0.1%	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Cash Acquisitions	(1.1%)	(0.3%)	(1.1%)	(1.6%)	(0.4%)	(1.0%)	(2.5%)	(0.2%)	(0.8%)	(0.4%)	**(0.5%)**	**(1.0%)**
Investment in Marketable and Equity Securities	(20.2%)	(17.5%)	(1.4%)	(2.5%)	(5.4%)	(3.4%)	5.9%	2.2%	3.6%	(6.2%)	**(0.1%)**	**0.4%**
Other Investing Activities	(2.2%)	1.3%	0.1%	0.4%	0.0%	0.2%	0.6%	(0.3%)	(0.8%)	(0.6%)	**(0.6%)**	**(0.2%)**
Cash from Investing	**(34.5%)**	**(28.3%)**	**(20.8%)**	**(18.2%)**	**(18.0%)**	**(13.8%)**	**(7.2%)**	**(8.8%)**	**(13.0%)**	**(29.9%)**	**(17.2%)**	**(14.5%)**
Total Debt Issued	**9.7%**	**3.9%**	**4.9%**	**0.2%**	**6.4%**	**7.8%**	**18.7%**	**3.5%**	**3.9%**	**16.0%**	**7.8%**	**10.0%**
Total Debt Repaid	**(11.1%)**	**(3.9%)**	**(5.0%)**	**(0.4%)**	**(1.2%)**	**(8.3%)**	**(19.1%)**	**(3.8%)**	**(3.6%)**	**(8.0%)**	**(5.1%)**	**(8.6%)**
Repurchase of Common Stock	(4.1%)	(4.4%)	(6.6%)	(11.4%)	(17.1%)	(19.5%)	(21.0%)	(20.0%)	(17.8%)	(11.3%)	**(16.4%)**	**(17.9%)**
Common Dividends Paid	–	–	–	–	–	–	–	–	(2.1%)	(2.5%)	**(1.5%)**	**(0.9%)**
Common & Preferred Stock Dividends Paid	–	–	–	–	–	–	–	–	(2.1%)	(2.5%)	**(1.5%)**	**(0.9%)**
Other Financing Activities	(3.7%)	(3.0%)	(3.0%)	(2.8%)	(1.6%)	(3.8%)	(3.3%)	(3.2%)	(3.2%)	(3.4%)	**(3.3%)**	**(3.4%)**
Cash from Financing	**(9.2%)**	**(7.5%)**	**(9.6%)**	**(14.3%)**	**(13.4%)**	**(23.8%)**	**(24.7%)**	**(23.5%)**	**(22.8%)**	**(9.3%)**	**(18.5%)**	**(20.8%)**
Foreign Exchange Rate Adjustments	(0.2%)	0.4%	(0.2%)	(0.0%)	0.0%	(0.1%)	(0.2%)	(0.1%)	(0.2%)	0.1%	**(0.1%)**	**(0.1%)**
Net Change in Cash	**(4.0%)**	**(2.0%)**	**4.4%**	**1.1%**	**4.4%**	**(2.1%)**	**0.3%**	**0.7%**	**(0.2%)**	**1.8%**	**0.8%**	**0.1%**

Fuente: elaboración propia.

El Cash Flow Statement deja todavía más claro el cambio que estamos viendo en Alphabet. **El Cash From Operations (CFO) está en sus niveles más altos** (40,9% de las ventas en 2025), lo que significa que el negocio subyacente está en su mejor momento.

El cambio aparece en qué hace Alphabet con ese dinero: **el capex pasó de un 11% de las ventas en 2016 a casi 23% en 2025**, reflejando el fuerte aumento de inversiones en datacenters, servidores, chips y networking. Esta es la razón principal por la cual, aunque el CFO mejoró, el Free Cash Flow Margin pasó de un 28,6% en 2016 a un 18,2% en 2025.

En 2026 la tendencia se profundizó: en los primeros nueve meses el CFO fue de USD 127.149 millones y el capex de USD 131.953 millones, es decir, **el free cash flow acumulado ya es negativo**. El guidance de capex para todo 2026 es de USD 195.000 a 205.000 millones, lo que implica entre USD 63.000 y 73.000 millones solo en el Q4, y la empresa ya avisó que en 2027 aumentará *significativamente*.



Fuente: elaboración propia.

También se observa un cambio importante en cómo Alphabet se financia: en 2025 la emisión de deuda alcanzó el 16% de las ventas, un nivel considerablemente superior al de los últimos años. Al mismo tiempo, las recompras de acciones propias se redujeron desde un promedio del 20% de las ventas de los últimos años a un 11% en 2025 y, **en los primeros nueve meses de 2026, directamente fueron cero.**

RATIOS

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Growth												
Revenue growth		22.8%	23.4%	18.3%	12.8%	41.2%	9.8%	8.7%	13.9%	15.1%	**12.5%**	**17.7%**
EBIT growth		21.9%	12.7%	10.2%	14.7%	90.9%	(4.9%)	12.6%	33.3%	14.8%	**20.3%**	**29.4%**
Diluted EPS growth		(35.3%)	143.3%	12.3%	19.1%	91.5%	(18.7%)	27.2%	38.6%	34.3%	**33.4%**	**34.6%**
Change in diluted shares (dilution / buybacks)		0.7%	(0.0%)	(0.7%)	(1.6%)	(1.4%)	(2.9%)	(3.3%)	(2.2%)	(1.7%)	**(2.4%)**	**(2.3%)**
Profitability												
Gross margin	61.1%	58.9%	56.5%	55.6%	53.6%	56.9%	55.4%	56.6%	58.2%	59.7%	**58.2%**	**57.4%**
SG&A % revenue	19.4%	17.8%	17.0%	17.3%	15.9%	14.1%	15.0%	14.4%	12.0%	12.5%	**13.0%**	**13.6%**
R&D % revenue	15.5%	15.0%	15.7%	16.1%	15.1%	12.3%	14.0%	14.8%	14.1%	15.2%	**14.7%**	**14.1%**
EBIT margin	26.3%	26.1%	23.8%	22.2%	22.6%	30.6%	26.5%	27.4%	32.1%	32.0%	**30.5%**	**29.7%**
EBITDA margin (EBIT + D&A)	33.0%	32.3%	30.4%	29.4%	30.1%	34.5%	31.2%	31.3%	36.5%	37.3%	**35.0%**	**34.2%**
Net margin	21.6%	11.4%	22.5%	21.2%	22.1%	29.5%	21.2%	24.0%	28.6%	32.8%	**28.5%**	**27.2%**
Stock-based compensation % revenue	7.4%	6.9%	6.8%	6.7%	7.1%	6.0%	6.8%	7.3%	6.5%	6.2%	**6.7%**	**6.6%**
Effective tax rate	19.3%	53.4%	12.0%	13.3%	16.2%	16.2%	15.9%	13.9%	16.4%	16.8%	**15.7%**	**15.9%**
Cash flow & reinvestment												
Cash from operations % revenue	39.9%	33.5%	35.1%	33.7%	35.7%	35.6%	32.3%	33.1%	35.8%	40.9%	**36.6%**	**35.5%**
FCF margin (TIKR FCF / revenue)	28.6%	21.6%	16.7%	19.1%	23.5%	26.0%	21.2%	22.6%	20.8%	18.2%	**20.5%**	**21.8%**
FCF conversion (FCF / net income)	132.6%	188.8%	74.3%	90.2%	106.4%	88.1%	100.1%	94.2%	72.7%	55.4%	**74.1%**	**82.1%**
Capex % revenue	11.3%	11.9%	18.4%	14.5%	12.2%	9.6%	11.1%	10.5%	15.0%	22.7%	**16.1%**	**13.8%**
D&A % revenue	6.8%	6.2%	6.6%	7.2%	7.5%	4.0%	4.8%	3.9%	4.4%	5.2%	**4.5%**	**4.5%**
Capex / D&A	1.7x	1.9x	2.8x	2.0x	1.6x	2.4x	2.3x	2.7x	3.4x	4.3x	**3.5x**	**3.0x**
D&A % beginning net PP&E		20.2%	21.3%	19.5%	16.2%	10.6%	12.2%	9.4%	10.3%	11.4%	**10.4%**	**10.8%**
Acquisitions % revenue	1.1%	0.3%	1.1%	1.6%	0.4%	1.0%	2.5%	0.2%	0.8%	0.4%	**0.5%**	**1.0%**

Fuente: elaboración propia.

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Returns on capital												
NOPAT = EBIT × (1 − normalized tax rate)	19,817	24,161	27,237	30,022	34,447	65,774	62,538	70,436	93,914	107,826	**90,725**	**80,097**
Invested capital = debt + equity − cash & ST inv.	56,638	54,600	72,500	97,849	113,722	140,494	172,359	202,250	259,864	355,418	**272,511**	**226,077**
ROIC = NOPAT / average invested capital		43.4%	42.9%	35.2%	32.6%	51.7%	40.0%	37.6%	40.6%	35.0%	**37.8%**	**41.0%**
ROIC incl. cash = NOPAT / average (debt + equity)		16.1%	16.1%	15.0%	14.7%	24.8%	22.1%	23.5%	28.1%	25.7%	**25.8%**	**24.8%**
Pre-tax ROIC = EBIT / average invested capital (reference)		52.0%	51.3%	42.2%	39.0%	61.9%	47.8%	45.0%	48.6%	41.9%	**45.2%**	**49.1%**
ROE = net income / average equity		8.7%	18.6%	18.1%	19.0%	32.1%	23.6%	27.4%	32.9%	35.7%	**32.0%**	**30.3%**
ROA = net income / average total assets		6.9%	14.3%	13.5%	13.5%	22.4%	16.6%	19.2%	23.5%	25.3%	**22.7%**	**21.4%**
Leverage & liquidity												
Net debt (debt − cash & ST inv.)	(82,398)	(97,902)	(105,128)	(103,593)	(108,822)	(111,141)	(83,785)	(81,129)	(65,220)	(59,847)	**(68,732)**	**(80,224)**
Net debt / EBITDA	(2.8x)	(2.7x)	(2.5x)	(2.2x)	(2.0x)	(1.2x)	(0.9x)	(0.8x)	(0.5x)	(0.4x)	**(0.6x)**	**(0.8x)**
Interest coverage (EBIT / interest expense)	191.3x	265.3x	285.9x	359.3x	305.4x	227.5x	209.6x	273.7x	419.4x	175.3x	**289.5x**	**261.1x**
Debt / (debt + equity), book	2.8%	2.5%	2.2%	7.4%	11.1%	10.2%	10.5%	9.5%	8.6%	13.9%	**10.7%**	**10.5%**
Current ratio	6.29	5.14	3.92	3.37	3.07	2.93	2.38	2.10	1.84	2.01	**1.98**	**2.25**
Shareholder returns & market valuation (TIKR, at fiscal year end)												
Dividends + buybacks % FCF	14.3%	20.3%	39.7%	59.4%	72.7%	75.0%	98.8%	88.5%	95.6%	76.1%	**86.7%**	**86.8%**
EV / EBITDA	15.4x	17.7x	14.9x	17.2x	19.7x	20.3x	12.0x	17.3x	17.7x	24.8x	**19.9x**	**18.4x**
EV / revenue	5.1x	5.7x	4.5x	5.0x	5.9x	7.0x	3.7x	5.4x	6.5x	9.3x	**7.0x**	**6.4x**
P/E	27.7x	57.6x	23.5x	26.9x	29.4x	25.3x	19.1x	23.8x	23.2x	28.6x	**25.2x**	**24.0x**
FCF yield (FCF / market cap)	4.8%	3.3%	3.2%	3.4%	3.6%	3.5%	5.2%	4.0%	3.1%	1.9%	**3.0%**	**3.6%**

Fuente: elaboración propia.

Liquidez

La posición de liquidez sigue siendo muy sólida aunque claramente inferior a la de los primeros años de la serie analizada: el current ratio pasó de 6,3x en 2016 a 2,0x en 2025. Esta tendencia está relacionada con todo lo que ya vimos en el balance: Alphabet fue reduciendo el peso relativo de caja e inversiones de corto plazo mientras destinaba una parte importante a activos productivos e infraestructura.

Solvencia

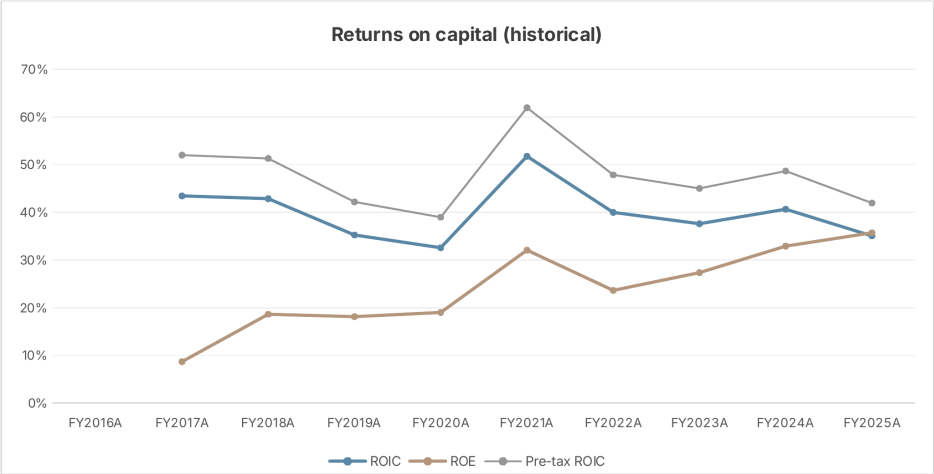
Acá también se observa el aumento relativo del endeudamiento. La deuda (incluyendo leases) pasó de representar 2,8% del capital invertido en libros en 2016 a 13,9% en 2025. De todas formas, estos ratios siguen siendo muy bajos en términos absolutos: **la deuda representa solo 0,45x del EBITDA, la empresa tiene caja neta y el EBIT**

cubre los intereses 175 veces. Con la deuda emitida en 2026 estos números empeoran, pero siguen muy lejos de cualquier nivel preocupante.

Rentabilidad

Los niveles de rentabilidad son excelentes. El ROA pasó de alrededor del 13-14% durante gran parte de la década anterior a 25,3% en 2025, mientras el ROE aumentó hasta 35,7%.

El ROIC es probablemente el ratio más relevante para analizar Alphabet en el contexto actual. Alcanzó un máximo de 51,7% en 2021 y cerró 2025 en 35,0%, todavía en niveles extraordinarios y ampliamente superiores al costo de capital de la compañía. Si incluimos la caja dentro del capital invertido (ROIC incl. cash), el ratio fue de 25,7% en 2025, frente al 16,1% de 2017.



Fuente: elaboración propia.

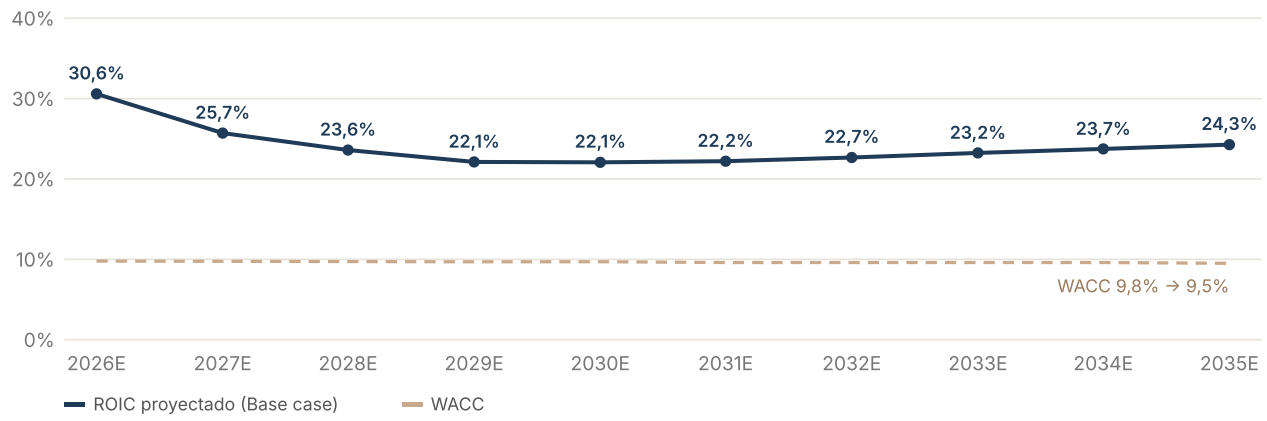
Es difícil calcular con precisión cuál será el ROIC durante los próximos 10 años, pero con las proyecciones del Base Case del modelo considero que debería evolucionar de forma similar a la siguiente:

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	164.840	215.691	267.451	307.568	352.589	391.374	428.555	462.839	492.924	520.034
NOPAT	137.742	179.739	222.259	254.893	291.396	322.554	352.216	379.333	402.861	423.828
Net PP&E	434.620	689.471	937.848	1.152.445	1.324.868	1.461.195	1.566.531	1.648.434	1.716.606	1.768.576
Net working capital	-19.788	-25.641	-31.333	-35.757	-40.094	-44.158	-48.353	-51.811	-55.179	-57.754
Capital adquirido [Wiz + Intersect]	35.400	35.400	35.400	35.400	35.400	35.400	35.400	35.400	35.400	35.400
Invested capital	**450.233**	**699.230**	**941.914**	**1.152.087**	**1.320.174**	**1.452.437**	**1.553.578**	**1.632.023**	**1.696.827**	**1.746.222**
ROIC [NOPAT / Invested capital]	30,6%	25,7%	23,6%	22,1%	22,1%	22,2%	22,7%	23,2%	23,7%	24,3%
WACC	9,8%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,5%
Value spread [ROIC – WACC]	20,8%	16,0%	13,9%	12,4%	12,4%	12,6%	13,1%	13,6%	14,1%	14,8%

Valores en millones de dólares. Fuente: elaboración propia.

Nota: no busco en este caso una medida contable exacta, sino una aproximación para visualizar cómo podría evolucionar la rentabilidad sobre el capital durante los próximos años.

Para el período proyectado espero una contracción del ROIC debido a la enorme cantidad de dinero destinada al desarrollo de su infraestructura en esta nueva etapa: pasa de algo más del 30% en 2026 a un piso de alrededor del 22% entre 2029 y 2031, y recién después empieza a recuperarse gradualmente. Aun así, los niveles son muy buenos: **el WACC de Alphabet (calculado en la sección de valoración) va del 9,8% al 9,5%, por lo cual la creación de valor es relevante incluso luego de estas inversiones.**



Fuente: elaboración propia.

SECCIÓN 04

Equipo directivo y gestión del capital

EQUIPO DIRECTIVO

Sundar Pichai, CEO

Ingresó a Google en 2004. En 2015 asumió como CEO de Google y en 2019 como CEO de Alphabet. Antes de llegar al puesto lideró productos como Chrome, Android y otras partes centrales del ecosistema.

Dividiría su gestión en dos etapas. La primera consistió en escalar y monetizar los activos existentes de Google, mientras Cloud se convertía gradualmente en un negocio rentable. La segunda comenzó con el lanzamiento de ChatGPT y el cambio de paradigma hacia IA generativa. Al principio Alphabet parecía estar reaccionando a OpenAI y Microsoft, pero hoy la situación es bastante diferente. Gemini está prácticamente integrado a todo el ecosistema, la app ya supera los 1.000 millones de usuarios, Cloud viene creciendo muy fuerte y Google utiliza su infraestructura propia para desarrollar TPUs.

Hoy en día la narrativa de que Google había quedado atrás en la carrera de la IA se volvió poco convincente.

Anat Ashkenazi, CFO

Es CFO de Alphabet y Google desde julio de 2024. Anteriormente trabajó más de 20 años en Eli Lilly, donde llegó a ocupar el cargo de CFO.

Su llegada coincide con una etapa clave para Alphabet, marcada por un fuerte aumento del capex, mayor uso de deuda y cambios en la asignación de capital. Por eso, será especialmente importante seguir cómo administra el balance y si las enormes inversiones actuales logran generar retornos claramente superiores al costo de capital.

SKIN IN THE GAME

Sundar Pichai poseía directamente unas 227.560 acciones según el proxy de 2026. Hay un detalle de su compensación que me parece particularmente interesante. La remuneración otorgada en 2026 incluye paquetes cuyo valor depende específicamente de la apreciación de Waymo y Wing durante un período de tres años. El target asignado a esas unidades es aproximadamente USD 130 millones para Waymo y USD 45 millones para Wing. Esto obliga a la dirección de Alphabet a pensar en Other Bets como negocios que deben crear valor económico real y no solamente como experimentos financiados indefinidamente por Search.

De todas formas, **la alineación realmente extraordinaria con el accionista está en los fundadores**: Larry Page controlaba aproximadamente el 27,4% del poder de voto y Sergey Brin el 25,3%, es decir que entre ambos mantienen alrededor de 52,7% del poder de voto. Es difícil encontrar una megacap donde los fundadores mantengan semejante influencia casi tres décadas después de crear la empresa.

ASIGNACIÓN DE CAPITAL

En cuanto al uso del capital por parte de los directivos, en líneas generales lo calificaría como una muy buena asignación, aunque obviamente no perfecta.

Históricamente Alphabet utilizó el free cash flow para financiar R&D, mantener un balance conservador y recomprar cantidades importantes de acciones. Si bien Other Bets consume miles de millones sin generar retornos visibles, la apuesta me parece interesante y considero que vale la pena. De hecho, hoy la posibilidad de que Waymo se convierta en un activo importante es concreta.

La situación actual merece una evaluación diferente. Alphabet está gastando cantidades enormes de dinero en adquisiciones (como Wiz por USD 32.000 millones) y en capex (cerca de USD 200.000 millones para 2026). Y, por

primera vez, el negocio no alcanza a financiar todo eso por sí solo. En los primeros nueve meses de 2026:

- No recompró ni una acción, contra USD 39.810 millones en el mismo período de 2025.
- Emitió bonos por USD 28.700 millones netos y la deuda de largo plazo pasó de USD 46.547 a USD 125.102 millones.
- Colocó USD 19.100 millones en acciones preferidas convertibles obligatorias, con un dividendo del 6,25%.
- Vendió acciones en el mercado (programa ATM) por unos USD 12.400 millones. Las acciones en circulación pasaron de 12.097 millones a 12.294 millones: después de una década reduciéndolas, ahora aumentan.
- Mantuvo el dividendo, que hoy es de USD 0,22 por trimestre.

Mi opinión es que la decisión de Alphabet y del resto de las magníficas de invertir grandes cantidades de dinero en lo que puede ser una de las revoluciones tecnológicas más importantes es lógica. Este cambio trae consigo una reestructuración en este tipo de empresas, que pasaron de ser *asset-light* a tener una gran base de activos que se deprecian. Pero creo que es parte de lo que deben hacer para defender sus ventajas competitivas o incluso ampliarlas. Lo que sí cambia es la vara: con dilución y deuda de por medio, cada dólar invertido tiene que rendir más que antes.

SECCIÓN 05

Competitividad

MOAT

Alphabet posee varias ventajas competitivas superpuestas.

- ***Efecto red:*** Search mejora con más usuarios, más búsquedas, más información y más anunciantes. Los anunciantes van donde están los consumidores y los consumidores utilizan el mejor buscador.
- ***Activos intangibles:*** Google, YouTube, Android, Chrome, Gmail y Maps se encuentran entre las marcas digitales más conocidas del mundo. El hábito también funciona como intangible: "googlear" algo es una conducta incorporada durante décadas.
- ***Escala:*** muy pocas empresas pueden darse el lujo de invertir USD 200.000 millones anuales en infraestructura y financiar, al mismo tiempo, modelos, chips propios, datacenters, productos de consumo y una red comercial global. La escala le permite a Alphabet distribuir esos costos entre miles de millones de usuarios y clientes.
- ***Datos:*** Alphabet está entre las empresas con mayor cantidad de datos del mundo. Tiene información sobre búsquedas, videos, mapas, navegación, publicidad y comportamiento del consumidor.
- ***Switching costs:*** si bien en Search son relativamente bajos porque cambiar a otro buscador requiere segundos, el diferencial está en el hábito de uso gracias a la calidad y amplitud del buscador. En Cloud y Workspace los switching costs son mucho mayores, ya que migrar datos, aplicaciones, seguridad y procesos completos de un proveedor a otro es más complejo y costoso. El backlog de USD 561.000 millones de Cloud es, en buena parte, un reflejo de esos switching costs.
- ***¿Costos?*** Los TPUs podrían convertirse en una ventaja cada vez más visible. Alphabet no depende únicamente de GPUs de terceros. Si logra producir inferencia y entrenamiento a menor costo, esa ventaja puede trasladarse a Search, Gemini y Cloud simultáneamente. Y desde este año, además, los vende a terceros.

¿DÓNDE ESTARÁ REALMENTE EL MOAT EN IA?

Mi opinión es que, con el tiempo, los modelos de IA podrían tender a parecerse cada vez más entre sí. No significa que Gemini, ChatGPT, Claude o incluso modelos open source sean un commodity o que sean iguales, pero sí creo que las diferencias de calidad probablemente se reduzcan y sean cada vez menos duraderas. No veo moat en este tipo de producto.

Si eso ocurre, considero que la verdadera ventaja competitiva estará menos en el modelo en sí y más en la infraestructura y en los productos donde ese modelo pueda integrarse.

En este sentido, Alphabet parte de una posición privilegiada. Miles de millones de personas utilizan diariamente Search, Android, Chrome, Gmail, Maps, YouTube, Workspace y otros productos. A medida que Gemini se integre dentro de esas aplicaciones, el usuario no necesariamente tendrá que decidir usar un modelo de IA, sino que simplemente comenzará a utilizarlo como una función más dentro de productos que ya forman parte de su vida cotidiana. Algo similar ocurre con Microsoft y Copilot.

Las empresas que no cuentan con esa distribución propia probablemente deban seguir una estrategia diferente. Empresas como OpenAI o Anthropic pueden desarrollar productos propios, pero también tienen incentivos para integrarse con plataformas y compañías de software existentes, aportando el modelo mientras terceros aportan la distribución, los datos y la relación con el usuario final.

Por eso, no creo que la carrera de IA se defina únicamente por quién tenga el mejor modelo. **La ventaja puede terminar estando en quién tenga las mejores "autopistas" para hacerlo funcionar y distribuirlo.** Alphabet

posee ambas: por un lado, la infraestructura física mediante datacenters, TPUs y Google Cloud y, por otro, una de las redes de distribución digital más grandes del mundo.

Si esta hipótesis es correcta, la IA no necesariamente debilitaría el moat de Alphabet. Incluso podría profundizarlo, porque permitiría mejorar simultáneamente productos que ya tienen miles de millones de usuarios y utilizar la misma infraestructura para monetizar IA tanto dentro de sus propios servicios como a través de Google Cloud.

MARKET SHARE

- ***Search:*** Google conservaba aproximadamente el 91,3% del mercado mundial de buscadores en julio de 2026. Bing se encontraba cerca del 4,5%. La amenaza no es que Bing pase a tener un 20% de participación; las probabilidades de que eso ocurra son ínfimas. La amenaza es que una parte importante de las búsquedas tradicionales migre hacia ChatGPT, Claude u otros modelos y que cambie la configuración del mercado.
- ***Cloud:*** Google Cloud alcanzó aproximadamente un 15% de participación durante el Q2 2026, respecto al 13% que tenía un año atrás. Sin embargo, sigue tercero en este mercado, detrás del 28% de AWS y del 20% de Azure.
- ***YouTube:*** no existe una métrica única, ya que compite simultáneamente contra redes sociales, televisión y streaming. Según Nielsen, en mayo de 2026 concentró casi el 14% de todo el tiempo consumido frente al televisor en Estados Unidos.

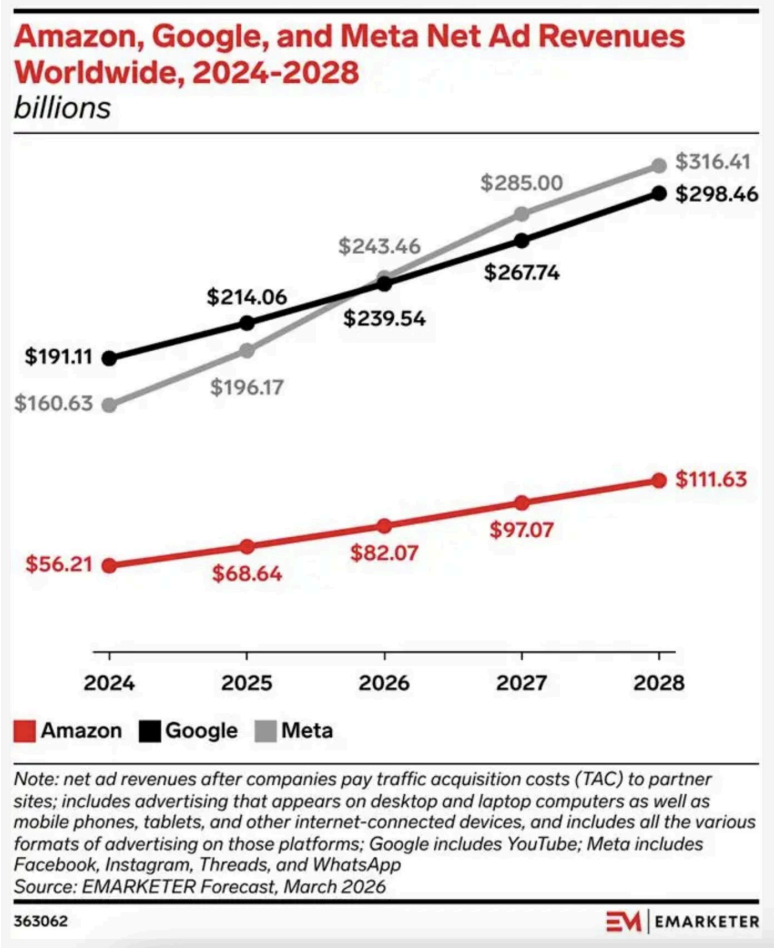
TAM (TOTAL ADDRESSABLE MARKET)

Alphabet opera simultáneamente dentro de varios mercados. El mercado de publicidad digital estadounidense alcanzó USD 294.600 millones durante 2025 y creció 13,9%. Se estima que el mercado global de publicidad podría alcanzar alrededor de USD 1,3 trillones durante 2026, con un crecimiento cercano al 9%. El mercado de Cloud alcanzó USD 143.000 millones solamente durante el Q2 2026 y estaba creciendo 43% interanual.

A eso podemos agregar software empresarial, ciberseguridad, suscripciones digitales, IA, venta de chips, dispositivos y eventualmente movilidad autónoma. Por lo tanto, **el problema de Alphabet no está en el TAM, sino en cuánto del crecimiento futuro puede capturar manteniendo retornos elevados sobre el capital.**

PRINCIPALES COMPETIDORES

- ***Meta:*** es probablemente el comparable más directo en publicidad digital. Compite por presupuestos publicitarios y tiempo del usuario. Según eMarketer, Meta superaría a Google en ingresos publicitarios digitales durante 2026: estiman que Google captura un 26,4% del gasto publicitario digital y que Meta lo superaría con un 26,8%. En tercer lugar se encuentra Amazon con un 9%. En conjunto, las tres empresas controlarían un 62,3% del gasto total en publicidad digital.



Fuente: eMarketer.

- ***Microsoft:*** es el rival más completo. Compite en Cloud mediante Azure, en productividad mediante Microsoft 365, en IA mediante sus propios productos y asociaciones, en búsqueda mediante Bing y en navegadores mediante Edge.
- ***Amazon:*** AWS continúa siendo el líder del mercado cloud. También se convirtió en un competidor cada vez más importante en publicidad, especialmente en búsquedas directamente asociadas a intención de compra.
- ***OpenAI y otros laboratorios de IA:*** no compiten de forma perfecta con Alphabet, pero probablemente sean la amenaza tecnológica más importante. Pueden convertirse en una alternativa para determinados tipos de búsquedas. Al mismo tiempo, varios de ellos también son clientes de Google Cloud y de sus TPUs.
- ***TikTok y plataformas sociales:*** compiten principalmente contra YouTube por atención y publicidad.

COMPARATIVA VERSUS PRINCIPALES COMPETIDORES

Ticker	Market Cap	Revenue 3Y CAGR	Operating Margin	Free Cash Flow Margin	Return on Invested Capital	CapEx to Revenue	Net Debt / EBITDA	Forward EV/EBITDA	Forward P/E
GOOGL	$4,128,474.12M	15.5%	33.1%	11.9%	23.4%	0.3	-0.7	19.0	29.9
AMZN	$2,801,960.68M	13.0%	12.1%	-1.5%	10.2%	0.2	0.8	13.7	33.5
MSFT	$3,766,904.97M	16.1%	46.8%	20.2%	21.0%	0.3	0.3	15.1	24.5
META	$1,458,039.71M	23.7%	38.1%	18.0%	24.6%	0.4	0.2	12.1	22.2

Fuente: Fiscal.ai (datos a septiembre de 2026).

Antes de comparar, hay que aclarar que Amazon, Microsoft y Meta no son comparables perfectos de Alphabet. Cada una tiene un mix de negocios distinto, por lo que algunas métricas pueden estar condicionadas por la natu-

raleza de sus operaciones. Aun así, considero que el ejercicio es útil para comparar crecimiento, rentabilidad, intensidad de capital, fortaleza financiera y valoración.

Alphabet presenta un perfil bastante equilibrado. Su revenue creció a un CAGR del 15,5% durante los últimos tres años, prácticamente en línea con Microsoft (16,1%), por encima de Amazon (13,0%), aunque bastante por debajo de Meta (23,7%). En términos de rentabilidad, su margen operativo del 33,1% continúa siendo extraordinario, aunque queda por debajo de Microsoft (46,8%) y Meta (38,1%).

La diferencia más evidente aparece en el free cash flow. Alphabet mostraba un FCF margin del 11,9%, frente al 20,2% de Microsoft y 18,0% de Meta, y después del Q3 la brecha es todavía mayor: el FCF de los últimos doce meses cayó a unos USD 19.700 millones. Esto no responde a un deterioro del negocio operativo, sino al enorme ciclo de inversión que analizamos durante todo el research.

El ROIC de Alphabet (según la metodología de Fiscal.ai) se mantenía en un excelente 23,4%, muy próximo al 24,6% de Meta y por encima del 21,0% de Microsoft y 10,2% de Amazon. Por balance, Alphabet también se encuentra en una posición privilegiada: sigue teniendo caja neta, mientras los otros tres comparables presentan deuda neta positiva.

En valoración, a precios actuales y según las proyecciones del modelo, Alphabet cotiza a unas 17x el EBITDA de 2026 y unas 12,5x el de 2027, y a unas 19x el EPS de consenso para 2027. No es caro para la calidad del negocio, pero tampoco es una ganga, sobre todo considerando que el free cash flow de los próximos dos años va a ser negativo.

CINCO FUERZAS DE PORTER

Alphabet sigue teniendo una posición competitiva extraordinaria, pero la IA elevó la intensidad competitiva y aumentó el riesgo de sustitución en búsquedas, publicidad y software.



Fuente: elaboración propia.

FODA



Fuente: elaboración propia.

SECCIÓN 06

Los alcistas vs. los bajistas

Pocas veces el debate sobre Alphabet estuvo tan partido como después del Q3 2026. Los mismos resultados sirvieron para argumentar las dos posturas: récord de ingresos y Cloud duplicándose, pero free cash flow negativo, más deuda y más acciones. Antes de entrar en la valoración, vale la pena ordenar los argumentos de cada lado.

¿Qué dicen los alcistas?

Cloud ya es un segundo driver. Creció 103% en el Q3, con un margen del 36% y un backlog de USD 561.000 millones, del que algo más de la mitad se reconoce en dos años. Gran parte del capex ya tiene demanda contratada.

Los TPUs pueden ser un negocio en sí mismo. Alphabet espera un fuerte aumento de las ventas de sistemas TPU en 2027. Algunos analistas estiman ventas externas de TPUs de USD 75.000 millones en 2027 (Evercore) y de alrededor de USD 100.000 millones en 2028 (Piper Sandler).

Search no se está muriendo. Creció 12% en el Q3 2026, las consultas crecen al mayor ritmo en cinco años y la gerencia sostiene que la menor monetización de AI Mode es un tema de tiempos. Gemini ya supera los 1.000 millones de usuarios.

La distribución es inigualable. Ningún laboratorio de IA tiene Android, Chrome, YouTube y Workspace para llegar a miles de millones de personas sin pedirles que cambien de hábito.

Hay opciones que el precio no refleja. Waymo, una cartera de inversiones no cotizadas de más de USD 135.000 millones y caja neta.

¿Qué dicen los bajistas?

El capex no tiene techo. Pasó de USD 32.000 millones en 2023 a cerca de 200.000 en 2026, y la CFO ya anticipó otro aumento significativo para 2027. Hay estimaciones que lo ubican por encima de USD 300.000 millones.

El free cash flow desapareció. Fue negativo en el Q3 y los últimos doce meses suman apenas USD 19.700 millones. Para financiar la inversión, Alphabet frenó las recompras, emitió deuda, preferidas y acciones.

La depreciación va a pesar. Creció 49% en el Q3 y el margen operativo consolidado bajó a 31,8%. Con servidores que se deprecian en seis años, ese costo va a seguir subiendo durante varios años.

Search busca más, pero monetiza menos. El crecimiento bajó de 19% a 12% durante el año y la empresa reconoció que AI Mode monetiza menos que la búsqueda tradicional: los clics pagos crecieron solo 8% en el Q3. Si la gente deja de hacer clic, el negocio más rentable del grupo puede perder margen, sin contar el riesgo de que parte de las búsquedas migre a otros asistentes de IA.

El ROIC va a bajar. Aunque siga por encima del costo de capital, el retorno incremental de cada dólar invertido es mucho menor que el del Alphabet *asset-light*.

¿Quién tiene razón? Probablemente los dos, en parte. Los alcistas tienen razón en que el negocio nunca estuvo mejor posicionado. Los bajistas tienen razón en que nunca necesitó tanto capital para crecer. La valoración que sigue intenta ponerle números a esa tensión.

SECCIÓN 07

Valoración

Antes de entrar en los números del modelo, vale la pena aclarar algo que, en el caso de Alphabet, me parece especialmente importante.

Durante los próximos tres años, el free cash flow del Base Case es negativo: el capex de 2026 a 2028 (USD 200.000, 300.000 y 320.000 millones) supera el NOPAT de cada año. Eso significa que **casi todo el valor de Alphabet depende de lo que pase después de 2028**: de que esa infraestructura empiece a generar ingresos, de que el capex se normalice y de que los márgenes se sostengan con una base de activos mucho más grande. En el DCF, cerca de tres cuartas partes del valor proviene del valor terminal, es decir, de lo que la empresa genere después de 2035.

Por eso los escenarios no se diferencian tanto en el crecimiento de los próximos dos años, que en buena medida ya está contratado en el backlog, sino en dos preguntas: **cuánto capital va a necesitar Alphabet y qué margen puede sostener cuando la depreciación de todo lo que está construyendo llegue al P&L.**

INPUTS Y ASUNCIONES DEL MODELO

El modelo es un DCF con dos métodos de valoración: perpetuidad de crecimiento constante y múltiplo de salida sobre EBITDA. Las proyecciones explícitas cubren diez años (2026 a 2035). Para los primeros tres años del Base Case el crecimiento de las ventas está anclado al consenso de analistas de Tikr (24%, 27% y 22,2%) y el capex al guidance oficial: el punto medio de USD 195.000–205.000 millones para 2026 y el aumento “significativo” anunciado para 2027. Cada driver tiene tres versiones: Best Case, Base Case y Worst Case.

2. Operating drivers by scenario (explicit forecast)

Driver	Δ vs Base	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY2029E	FY2030E	FY2031E	FY2032E	FY2033E	FY2034E	FY2035E
Forecast year #						*1*	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*	*10*
Revenue growth ▸ selected scenario		8.7%	13.9%	15.1%	**12.5%**	**24.0%**	**27.0%**	**22.2%**	**15.0%**	**13.0%**	**11.0%**	**9.5%**	**8.0%**	**6.5%**	**5.5%**
Best case	1.4%					24.5%	29.0%	24.2%	17.0%	15.0%	12.5%	11.0%	9.0%	7.5%	6.0%
Base case						24.0%	27.0%	22.2%	15.0%	13.0%	11.0%	9.5%	8.0%	6.5%	5.5%
Worst case	(4.5%)					22.0%	17.0%	14.0%	10.0%	8.5%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%
Gross margin ▸ selected scenario		56.6%	58.2%	59.7%	**58.2%**	**60.8%**	**59.5%**	**59.5%**	**60.0%**	**60.5%**	**61.0%**	**61.0%**	**61.5%**	**61.5%**	**62.0%**
Best case	1.4%					61.0%	60.5%	61.0%	61.5%	62.0%	62.5%	63.0%	63.0%	63.5%	63.5%
Base case						60.8%	59.5%	59.5%	60.0%	60.5%	61.0%	61.0%	61.5%	61.5%	62.0%
Worst case	(2.3%)					60.5%	58.0%	57.5%	57.5%	58.0%	58.0%	58.5%	58.5%	59.0%	59.0%
EBIT margin ▸ selected scenario		27.4%	32.1%	32.0%	**30.5%**	**33.0%**	**34.0%**	**34.5%**	**34.5%**	**35.0%**	**35.0%**	**35.0%**	**35.0%**	**35.0%**	**35.0%**
Best case	2.5%					33.3%	35.5%	36.5%	37.0%	37.5%	38.0%	38.0%	38.5%	38.5%	38.5%
Base case						33.0%	34.0%	34.5%	34.5%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
Worst case	(4.6%)					32.8%	30.0%	29.0%	29.0%	29.5%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Capex % of revenue ▸ selected scenario		10.5%	15.0%	22.7%	**16.1%**	**40.0%**	**47.3%**	**41.3%**	**35.0%**	**29.0%**	**24.5%**	**21.0%**	**18.5%**	**17.0%**	**15.5%**
Best case	(1.4%)					38.9%	46.4%	39.8%	33.5%	27.5%	23.0%	19.5%	17.0%	15.5%	14.0%
Base case						40.0%	47.3%	41.3%	35.0%	29.0%	24.5%	21.0%	18.5%	17.0%	15.5%
Worst case	3.4%					41.7%	53.9%	48.1%	38.0%	32.0%	27.0%	23.5%	21.0%	19.5%	18.0%

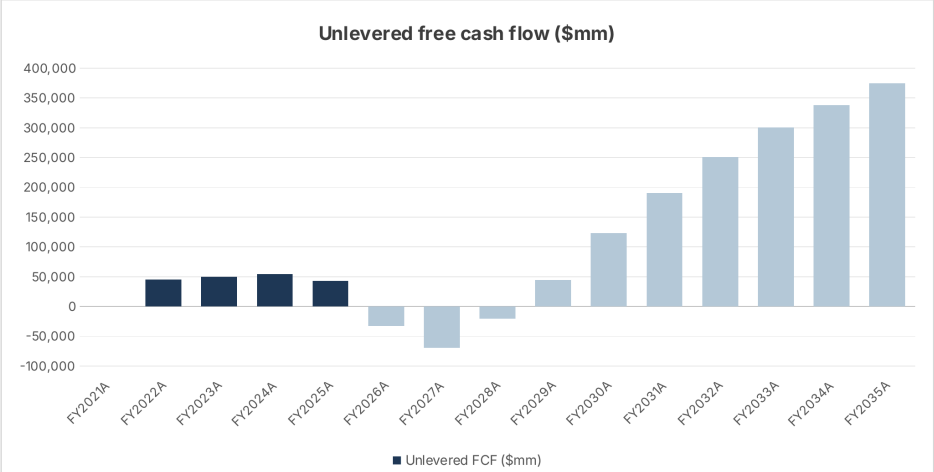
Fuente: elaboración propia.

Los tres escenarios y su lógica

El Base Case es mi escenario. Las ventas crecen al ritmo del consenso hasta 2028 y luego desaceleran de forma gradual hasta el 5,5% en 2035, cuando Alphabet factura unos USD 1,49 trillones. El capex llega a un pico de USD 320.000 millones en 2028 y desde ahí baja, como porcentaje de las ventas, del 41% al 15,5%. El margen operativo sube del 33% en 2026 al 35% desde 2030: Cloud gana peso en el mix y se acerca a la rentabilidad de Services, pero la depreciación absorbe buena parte de esa mejora. No uso un margen más alto porque el Q3 mostró que la depreciación y los gastos de IA no asignados ya están comprimiendo el margen consolidado, y porque Search podría monetizar algo menos en la transición hacia AI Mode.

El Best Case supone un crecimiento levemente por encima del consenso (29% en 2027), algo menos de capex en relación con las ventas y márgenes superiores, que llegan al 38,5%: los TPUs y Cloud escalan con márgenes altos y la eficiencia operativa compensa la depreciación.

El Worst Case es todo lo contrario. Se requiere más capital para el desarrollo de la IA (USD 205.000 millones en 2026, el techo del guidance, y 310.000 millones en 2027), las ventas crecen a un ritmo mucho menor (17% en 2027 y 3% en 2035) y el margen operativo se contrae hasta el 30% por presión sobre Search por la competencia de los modelos de IA. Cloud sigue creciendo, pero no logra compensar.



Fuente: elaboración propia.

El gráfico muestra lo que mencionaba al principio: tres años de free cash flow negativo (USD -32.700, -69.300 y -20.400 millones), un 2029 todavía débil y, a partir de ahí, una recuperación fuerte hasta unos USD 374.000 millones en 2035 (un margen FCF del 25%, superior al de 2025).

Tasa de descuento (WACC)

5. Discount rate (WACC)		
		Value
Risk-free rate		4.9%
Equity beta (levered)	x	1.21
Equity risk premium		4.2%
Country risk premium		–
Cost of equity		10.0%
Pre-tax cost of debt		5.5%
Tax rate (debt tax shield)		18.5%
After-tax cost of debt		4.5%
Market value of equity	$ mm	3,510,183
Total debt	$ mm	141,917
Debt / (Debt + Equity)		3.9%
Equity / (Debt + Equity)		96.1%
WACC		9.8%

6. Enterprise value → Equity value bridge		
		Value
Total debt incl. leases (–)	$ mm	141,917
Minority interest (–)	$ mm	–
Other claims: preferred, pension deficit... (–)	$ mm	19,000
Cash & short-term investments (+)	$ mm	265,098
Non-operating investments (+)	$ mm	135,230
Net debt & other claims	$ mm	(239,411)

Fuente: elaboración propia.

El WACC inicial es del 9,8%: una tasa libre de riesgo del 4,9% (el bono del Tesoro a 10 años), una beta de 1,21 y una prima de riesgo de mercado del 4,2%, lo que da un costo del capital propio del 10,0%. Para la deuda uso un costo del 5,5% antes de impuestos (4,5% después), aunque pesa menos del 4% en la estructura de capital, así que casi no mueve el número.

No uso la misma tasa para todo el período. **El WACC baja gradualmente del 9,8% en 2026 al 9,5% en 2035, que es también la tasa con la que calculo el valor terminal.** La razón es que espero una beta algo más baja para una

Alphabet más madura: con Cloud y Search como dos negocios de peso similar, con el ciclo de inversión ya normalizado y con flujos más previsibles, el riesgo de la acción debería parecerse más al del mercado.

WACC	Value
Starting WACC (year 1)	9.8%
Long-run WACC	9.5%
Year # in which the long-run WACC is reached	10.0
Terminal WACC (perpetuity and exit multiple)	9.5%

WACC by year	FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY2029E	FY2030E	FY2031E	FY2032E	FY2033E	FY2034E	FY2035E
Auto path	9.8%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.6%	9.6%	9.6%	9.5%	9.5%
Override (optional, by year)					9.7%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.5%
WACC used ▸ Model	9.8%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.5%

Fuente: elaboración propia.

Para pasar del Enterprise Value al Equity Value uso el balance del 30 de septiembre de 2026, que es el más reciente: deuda y leases por USD 141.917 millones y USD 19.000 millones de acciones preferidas como otros pasivos, contra USD 265.098 millones de caja e inversiones de corto plazo y USD 135.230 millones de inversiones no cotizadas. El resultado es una **posición neta positiva de USD 239.411 millones**. Uso las 12.294 millones de acciones en circulación a esa fecha. La tasa de impuestos parte del 16,4% (la mediana de los últimos tres años) y converge al 18,5% en el largo plazo.

¿CUÁNTO VALE ALPHABET? LOS DOS MÉTODOS Y LO QUE DICEN

4. Terminal value assumptions				
Assumption	**Best**	**Base**	**Worst**	**Selected**
Terminal growth rate (g)	3.0%	2.5%	2.0%	**2.5%**
Exit EV/EBITDA multiple	11.0x	9.0x	7.0x	**9.0x**
Return on new invested capital in perpetuity (RONIC)	35.0%	25.0%	15.0%	**25.0%**

Fuente: elaboración propia.

Método 1: Perpetuidad

Descontando los flujos de caja proyectados al **WACC de cada año** (del 9,8% al 9,5%), con un **WACC terminal del 9,5%**, una **tasa de crecimiento terminal del 2,5%** (3% en el Best Case y 2% en el Worst Case) y un retorno sobre el nuevo capital invertido del 25%, llegamos a un Enterprise Value de USD 3.259.381 millones y a un Equity Value de USD 3.498.792 millones.

Alphabet Inc.

GOOG · Discounted Cash Flow · Perpetuity Growth Method

Valuation date 6 Nov 2026 · USD mm · Scenario: Base Case

INTRINSIC VALUE PER SHARE

$284.59

Current share price	$285.52
Upside / (downside)	(0.3%)

VALUATION SUMMARY

Enterprise value	3,259,381
Equity value	3,498,792
PV of forecast cash flows	806,405
PV of terminal value	2,452,976
Terminal value % of EV	75.3%
Implied exit EV / EBITDA	8.2x

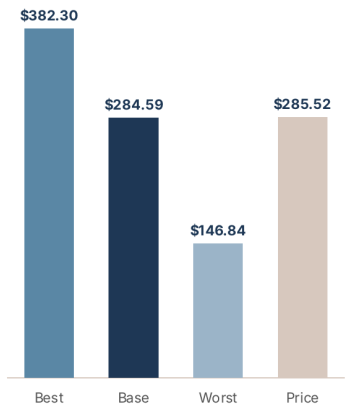
KEY ASSUMPTIONS

WACC (year 1)	9.8%
Terminal WACC	9.5%
Terminal growth (g)	2.5%
RONIC (terminal)	25.0%
Net debt & other claims	(239,411)
Diluted shares (mm)	12,294.0

SCENARIOS

Scenario	Terminal growth	Enterprise value	Equity value	Value per share	Upside
Best case	3.0%	4,460,590	4,700,001	**$382.30**	+33.9%
Base case	2.5%	3,259,381	3,498,792	**$284.59**	(0.3%)
Worst case	2.0%	1,565,881	1,805,292	**$146.84**	(48.6%)
Current share price				*$285.52*	

VALUE PER SHARE VS. CURRENT PRICE



SENSITIVITY · VALUE PER SHARE

Terminal growth rate (g)

WACC / g	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
8.8%	$315.98	$328.22	$342.50	$359.37	$379.62
9.3%	$289.98	$299.84	$311.23	$324.50	$340.19
9.8%	$267.41	$275.43	**$284.59**	$295.17	$307.50
10.3%	$247.66	$254.22	$261.67	$270.17	$279.99
10.8%	$230.24	$235.65	$241.74	$248.64	$256.53

SENSITIVITY · UPSIDE / (DOWNSIDE) VS. CURRENT PRICE

Terminal growth rate (g)

WACC / g	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
8.8%	+10.7%	+15.0%	+20.0%	+25.9%	+33.0%
9.3%	+1.6%	+5.0%	+9.0%	+13.7%	+19.1%
9.8%	(6.3%)	(3.5%)	**(0.3%)**	+3.4%	+7.7%
10.3%	(13.3%)	(11.0%)	(8.4%)	(5.4%)	(1.9%)
10.8%	(19.4%)	(17.5%)	(15.3%)	(12.9%)	(10.2%)

SENSITIVITY STEPS

WACC step (±)	0.5%
Terminal growth step (±)	0.5%

MODEL CHECKS

Status	ALL OK

SENSITIVITY · ENTERPRISE VALUE

Terminal growth rate (g)

WACC / g	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
8.8%	3,645,198	3,795,672	3,971,224	4,178,696	4,427,662
9.3%	3,325,625	3,446,881	3,586,791	3,750,020	3,942,927
9.8%	3,048,152	3,146,726	**3,259,381**	3,389,368	3,541,019
10.3%	2,805,267	2,886,005	2,977,509	3,082,085	3,202,749
10.8%	2,591,128	2,657,687	2,732,566	2,817,429	2,914,415

AZ Stocks · Acciones de la A a la Z *USD millions except per-share data*

Fuente: elaboración propia.

En el escenario **base**, el precio por acción es de **USD 285**; en el **best**, de USD 382; y en el **worst**, de USD 147. Las tablas de sensibilidad muestran cuánto depende el resultado de la tasa de descuento: con un WACC medio punto más bajo, el Base Case sube a USD 311; con uno medio punto más alto, baja a USD 262.

Método 2: Múltiplo de EBITDA terminal

Para este método usé los siguientes múltiplos de salida sobre el EBITDA de 2035: **9x en el Base Case, 11x en el Best Case y 7x en el Worst Case.**

A simple vista podría parecer un múltiplo bajo, sobre todo porque el promedio de los últimos años es de alrededor de 18x EV/EBITDA. Sin embargo, lo que debemos tener en cuenta es el múltiplo que vamos a aplicarle a

Alphabet al finalizar el período proyectado. Esa Alphabet sería una empresa que ya no crece a doble dígito y que, además, tiene una base de activos enorme: en 2035 la depreciación representa unos USD 178.000 millones, por lo que el EBITDA queda inflado respecto del EBIT. Por eso, un múltiplo de 10x ya implicaría un crecimiento a perpetuidad cercano al 4%, algo que me parece demasiado exigente.

Alphabet Inc.

GOOG · Discounted Cash Flow · Exit Multiple Method

Valuation date 6 Nov 2026 · USD mm · Scenario: Base Case

AZ STOCKS Acciones de la A a la Z

INTRINSIC VALUE PER SHARE

$305.30

Current share price	$285.52
Upside / (downside)	+6.9%

VALUATION SUMMARY

Enterprise value	3,513,901
Equity value	3,753,312
PV of forecast cash flows	806,405
PV of terminal value	2,707,496
Terminal value % of EV	77.1%
Implied perpetual growth	3.3%

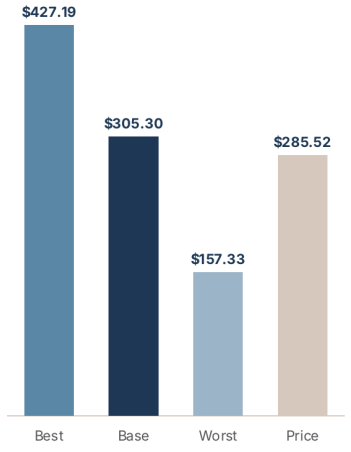
KEY ASSUMPTIONS

WACC (year 1)	9.8%
Terminal WACC	9.5%
Exit EV / EBITDA	9.0x
EBITDA, final forecast year	698,365
Net debt & other claims	(239,411)
Diluted shares (mm)	12,294.0

SCENARIOS

Scenario	Exit multiple	Enterprise value	Equity value	Value per share	Upside
Best case	11.0x	5,012,500	5,251,911	**$427.19**	+49.6%
Base case	9.0x	3,513,901	3,753,312	**$305.30**	+6.9%
Worst case	7.0x	1,694,780	1,934,191	**$157.33**	(44.9%)
Current share price				*$285.52*	

VALUE PER SHARE VS. CURRENT PRICE



SENSITIVITY · VALUE PER SHARE

WACC / multiple	7.0x	8.0x	9.0x	10.0x	11.0x
	Exit EV / EBITDA multiple				
8.8%	$275.63	$302.24	$328.85	$355.46	$382.07
9.3%	$265.78	$291.29	$316.81	$342.32	$367.84
9.8%	$256.36	$280.83	**$305.30**	$329.77	$354.24
10.3%	$247.34	$270.81	$294.28	$317.76	$341.23
10.8%	$238.71	$261.23	$283.75	$306.27	$328.79

SENSITIVITY · UPSIDE / (DOWNSIDE) VS. CURRENT PRICE

WACC / multiple	7.0x	8.0x	9.0x	10.0x	11.0x
	Exit EV / EBITDA multiple				
8.8%	(3.5%)	+5.9%	+15.2%	+24.5%	+33.8%
9.3%	(6.9%)	+2.0%	+11.0%	+19.9%	+28.8%
9.8%	(10.2%)	(1.6%)	**+6.9%**	+15.5%	+24.1%
10.3%	(13.4%)	(5.2%)	+3.1%	+11.3%	+19.5%
10.8%	(16.4%)	(8.5%)	(0.6%)	+7.3%	+15.2%

SENSITIVITY · ENTERPRISE VALUE

WACC / multiple	7.0x	8.0x	9.0x	10.0x	11.0x
	Exit EV / EBITDA multiple				
8.8%	3,149,139	3,476,280	3,803,421	4,130,562	4,457,703
9.3%	3,028,070	3,341,751	3,655,433	3,969,114	4,282,795
9.8%	2,912,235	3,213,068	**3,513,901**	3,814,734	4,115,567
10.3%	2,801,382	3,089,948	3,378,514	3,667,080	3,955,646
10.8%	2,695,273	2,972,124	3,248,975	3,525,826	3,802,678

SENSITIVITY STEPS

WACC step (±)	0.5%
Multiple step (±)	1.0x

MODEL CHECKS

Status	ALL OK

AZ Stocks · Acciones de la A a la Z — *USD millions except per-share data*

Fuente: elaboración propia.

Con ese múltiplo, llegamos a un Enterprise Value de USD 3.513.901 millones y a un Equity Value de USD 3.753.312 millones. En el escenario **base**, el precio por acción es de **USD 305**; en el **best**, de USD 427; y en el **worst**, de USD 157. El múltiplo de 9x equivale a un crecimiento perpetuo implícito del 3,3%.

LEYENDO LOS DOS MÉTODOS JUNTOS

En el Base Case los dos métodos cuentan una historia parecida: USD 285 por perpetuidad y USD 305 por múltiplo. **Mi precio objetivo surge del promedio de ambos: USD 295 por acción, un 3,3% por encima del precio actual de USD 285,52.**

El margen de seguridad es prácticamente nulo, y eso es lo que explica que hoy no ampliaría la posición. La valoración además es asimétrica: el Best Case da entre USD 382 y USD 427, pero el Worst Case muestra que, si el capex no genera los retornos esperados y Search pierde rentabilidad, la acción podría valer entre USD 147 y USD 157.

Una nota sobre las acciones: el modelo usa las 12.294 millones de acciones en circulación al 30 de septiembre de 2026 y no proyecta ni recompras ni nuevas emisiones. En 2026 Alphabet dejó de recomprar y emitió acciones; si la dilución continúa, el valor por acción sería algo menor al calculado. Las acciones preferidas convertibles están restadas como un pasivo por su valor de liquidación.

SECCIÓN 08

Conclusión

Alphabet es, junto con Meta, mi principal posición en lo que se refiere a acciones. Es una empresa en la que tengo una convicción plena y una de esas donde quisiera estar siempre invertido mientras no se dañe la tesis.

Hoy no ampliaría la posición, ya lo hice el año pasado cuando el mercado la puso en duda. Pero tampoco la vendería. Aunque por momentos pueda parecer cara, como cuando casi tocó los USD 400 este año, prefiero ser flexible con este tipo de empresas y no vender ni una acción si el desvío de su valor intrínseco no es muy exagerado. Hoy, después de la caída que siguió a los resultados del Q3, cotiza prácticamente en línea con mi precio objetivo.

En mi opinión, Alphabet es uno de los negocios de mayor calidad que podemos encontrar en la bolsa. Search conserva una posición prácticamente monopólica a nivel global, YouTube es una de las mayores plataformas de entretenimiento del mundo y Google Cloud está demostrando que puede combinar un crecimiento extraordinario con una fuerte expansión de márgenes.

Con Search, en cambio, tengo algunas dudas. Sigue creciendo a doble dígito y las consultas crecen más que nunca, pero el Q3 mostró que la gente hace menos clics y que AI Mode todavía monetiza menos que la búsqueda tradicional. Mantengo la posición porque confío en que la empresa le va a encontrar la vuelta, como lo hizo en cada cambio de plataforma, pero es un riesgo que hay que tener en cuenta.

La contracara es que Alphabet dejó de ser la empresa *asset-light* que conocíamos. En 2023 invertía USD 32.000 millones en capex. Para 2026 espera gastar entre USD 195.000 y 205.000 millones y ya avisó que 2027 será significativamente mayor.

Esa inversión llevó el free cash flow a terreno negativo en el Q3 y modificó por completo la asignación de capital: se frenaron las recompras, la deuda casi se triplicó y la empresa emitió acciones comunes y preferidas. Esto no creo que rompa la tesis. Simplemente la cambia. La vara está más alta: Alphabet tendrá que demostrar que cada dólar adicional invertido en IA genera suficiente rentabilidad para justificar el capital invertido.

Para mí hoy la tesis de Alphabet gira alrededor de cuatro variables, y este trimestre dejó novedades en todas:

- **Search:** que la IA siga expandiendo y no canibalizando el negocio. Acá están mis principales dudas: +12% en el Q3, desacelerando, con clics pagos creciendo apenas 8%. La clave es cómo monetiza AI Mode.
- **Cloud:** que siga creciendo y mejorando márgenes. Mejor imposible: +103%, 36% de margen y USD 561.000 millones de backlog.
- **Capex:** cuál es el nivel normalizado cuando termine esta fase. Todavía no lo sabemos, y es la variable que más pesa en mi valoración. La cifra de 2027 que dé la empresa en el Q4 va a ser clave.
- **ROIC:** qué rentabilidad recibimos de lo invertido. Mi modelo proyecta que baja a alrededor del 22%, todavía más del doble del WACC.

Personalmente seguiré invertido en la empresa hasta ver cómo se desarrolla cada una de esas cuatro variables.

Alan



AZ STOCKS

Acciones de la A a la Z

WEB
azstocks.net

SUBSTACK
azstocks.substack.com

X
@alan_azstocks