AZ STOCKS
Acciones de la A a la Z

Nebius

Una de las formas más puras de invertir en la infraestructura de la IA, con un riesgo de capital igual de grande

EQUITY RESEARCH

Noviembre 2026

PERFIL DE LA EMPRESA

Nebius

TESIS

Nebius vende el insumo que necesitan todos los que construyen inteligencia artificial: cómputo especializado. En este análisis evalúo si la brecha entre la demanda de cómputo y la capacidad disponible puede sostener su crecimiento y cuánto vale realmente la compañía.

LA EMPRESA

Nebius es un neocloud: un proveedor especializado de infraestructura para IA, diseñado para cargas de entrenamiento e inferencia a gran escala. No compite en la capa de modelos, sino que alquila la capacidad que esos modelos necesitan.

Nebius AI, su plataforma cloud, representa prácticamente todos los ingresos. Combina clusters de GPU de Nvidia, redes de alta velocidad y almacenamiento, con herramientas y servicios gestionados, en modalidad dedicada u on-demand.

PRECIO OBJETIVO
USD 115

POTENCIAL
-25,7%

SECTOR
Inteligencia artificial

MERCADO
NASDAQ

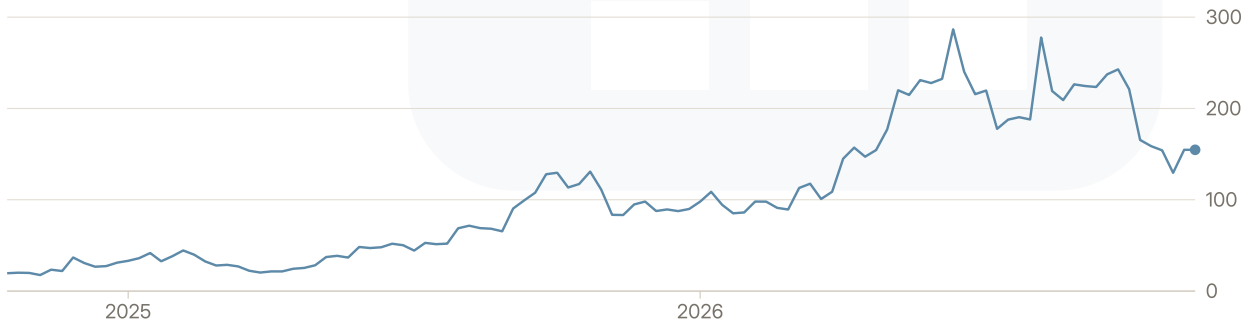
MONEDA
USD

ÚLTIMA ACTUALIZACIÓN
Noviembre 2026

DATOS DE MERCADO AL 11/11/2026

PRECIO	RANGO 52 SEMANAS	VARIACIÓN DESDE OCT. 2024
USD 154,69	73,52 – 299,86	+690%

COTIZACIÓN SEMANAL DESDE OCT. 2024



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	08
03	Calidad del negocio	12
04	Equipo directivo y gestión del capital	16
05	Competitividad	17
06	Los alcistas vs. los bajistas	29
07	Valoración	30
08	Conclusión	35

SECCIÓN 01

Introducción

Durante los últimos años, el mercado entendió muy rápido que Nvidia era el gran beneficiario de la primera etapa de la IA. Pero comprar GPUs no es suficiente. Para que una GPU genere valor tiene que estar instalada, conectada, refrigerada, alimentada con energía, integrada en clusters, administrada con software y ofrecida a clientes capaces de pagar por esa capacidad. Ese es el punto en el que aparece Nebius. La compañía no intenta crear el modelo fundacional dominante ni competir directamente contra OpenAI, Anthropic o Meta en la capa de modelos. Intenta vender el insumo que todos ellos necesitan: cómputo especializado para IA.

Nebius es una compañía difícil de clasificar. No es una compañía de software tradicional, aunque tiene tecnología propia. No es simplemente un data center, aunque su negocio requiere activos físicos enormes. No es una empresa de semiconductores, aunque su capacidad depende de acceder a GPUs de Nvidia. Tampoco es exactamente un hyperscaler clásico como AWS, Azure o Google Cloud. Nebius se ubica en una categoría nueva: los llamados neoclouds, proveedores especializados de infraestructura IA diseñados para servir cargas de entrenamiento e inferencia a gran escala.

La tesis de inversión se apoya principalmente en una idea simple: la demanda global de cómputo para IA podría crecer durante varios años más rápido que la capacidad disponible. Si esa brecha se mantiene, las empresas capaces de asegurar GPUs, energía, data centers y clientes de largo plazo pueden capturar una porción muy relevante del valor creado por la revolución de IA. Si esa brecha desaparece, Nebius corre el riesgo de convertirse en una empresa intensiva en capital, con activos caros, depreciación alta y retornos inferiores a los que hoy descuenta el mercado.

Por eso Nebius no es una inversión de bajo riesgo. Es una apuesta agresiva, con alta sensibilidad a la ejecución, al capex, al ciclo de inversión de IA y a la disponibilidad de financiamiento. Pero también es una de las formas más puras de invertir en la capa física de la IA. A diferencia de otras empresas donde la IA es un producto adicional dentro de un conglomerado, en Nebius la tesis es prácticamente una sola: que la infraestructura de IA será uno de los cuellos de botella más importantes de la próxima década.



Fuente: Nebius.

Historia

LOS ORÍGENES: YANDEX Y EL SUEÑO DE UN INTERNET RUSO

La historia de Nebius empieza en 1997, cuando Arkady Volozh y Ilya Segalovich fundaron Yandex con la ambición de construir el motor de búsqueda definitivo para el idioma ruso. En el contexto de los años 90, cuando Google todavía no existía y el inglés dominaba la web, construir un motor de búsqueda que entendiera la morfología compleja del ruso era un desafío técnico genuino. Yandex lo resolvió mejor que nadie y durante las dos décadas siguientes se convirtió en una de las principales compañías tecnológicas de Rusia.

En mayo de 2011, Yandex N.V., la holding holandesa del grupo, realizó su IPO en el Nasdaq y captó $1.300 millones en la mayor salida a bolsa de una empresa de internet rusa hasta esa fecha. A finales de 2021, la capitalización de mercado llegó a los $31.000 millones. El futuro parecía sólido: Yandex tenía búsqueda, mapas, taxi, delivery, servicios de cloud, y una posición dominante en un mercado de 140 millones de personas.

En 2018, en paralelo a sus operaciones principales, Yandex lanzó Yandex.Cloud, una iniciativa de cloud computing con foco en cargas de trabajo de inteligencia artificial. Ese proyecto construyó lo que eventualmente se convertiría en Nebius: un datacenter de primer nivel en Finlandia, clusters de GPU para entrenamiento de modelos, y un equipo de ingeniería con experiencia real en infraestructura a escala.

LA RUPTURA: 2022, LAS SANCIONES Y LA DESTRUCCIÓN DE VALOR

El 24 de febrero de 2022, Rusia invadió Ucrania. En cuestión de días, el mundo financiero y político de Yandex colapsó. El Nasdaq suspendió el trading de las acciones de Yandex N.V. La Unión Europea incluyó a Arkady Volozh en su lista de sanciones. Los analistas de Wall Street dieron por muerto el valor para los accionistas occidentales. La empresa que había llegado a $31.000M de capitalización valía, en la práctica, cero para el inversor internacional.

Volozh respondió con dos acciones que definirían el futuro de la empresa. Primero, condenó públicamente la invasión rusa, un acto de valentía política que tenía consecuencias reales sobre su posición y sus activos en Rusia. Segundo, comenzó a negociar con el Kremlin la separación de los activos internacionales de las operaciones rusas: el resultado fue un acuerdo en el que Volozh cedía completamente los activos rusos (valorados en $5.400 millones) a un consorcio de inversores domésticos, y conservaba los activos internacionales: el datacenter de Finlandia, el equipo de cloud y AI, y cuatro negocios adicionales nacidos dentro de Yandex.

En julio de 2024, esa separación se completó. La holding holandesa Yandex N.V. cambió su nombre a Nebius Group N.V. Las sanciones de la UE sobre Volozh fueron levantadas en marzo de 2024 al demostrar que ya no controlaba los activos rusos. En octubre de 2024, las acciones de NBIS volvieron a cotizar en el Nasdaq, con Volozh como CEO y una hoja en blanco sobre la que construir desde cero.

DE YANDEX.CLOUD A NEOCLOUD AI

Volozh tenía un datacenter en Finlandia con clusters de GPU, un equipo de ingeniería con ADN técnico profundo, y cero clientes en el mercado occidental. Lo que tenía a su favor era el timing: la demanda de AI compute estaba explotando globalmente y la oferta era crónicamente insuficiente. Si podía convencer a los primeros clientes de que la infraestructura era de clase mundial y el equipo podía operar a escala, el resto vendría solo.

La estrategia fue clara desde el primer día: posicionarse como neocloud, no como cloud genérico. Nebius no compite con AWS en el servicio de una empresa de manufactura que quiere mover su ERP a la nube. Compite por el cliente que necesita miles de H100s, redes InfiniBand de alta velocidad, storage distribuido de baja latencia y herramientas de desarrollo nativas de AI. Ese cliente, en 2024 y 2025, tenía opciones limitadas: los hyperscalers tenían listas de espera de meses, CoreWeave estaba creciendo pero concentrado en EE.UU., y la demanda en Europa tenía una brecha enorme de cobertura.

El relanzamiento de NBIS en octubre de 2024 con un precio de apertura de $13 reflejaba el escepticismo del mercado. A mediados de 2026 la acción llegó a superar los $250, respaldada por contratos reales, clientes reales y márgenes EBITDA que se aceleraban trimestre a trimestre. Desde entonces corrigió con fuerza junto con todo el sector de neoclouds, por las dudas sobre los retornos de la inversión en IA y el endeudamiento de algunos competidores, y hoy cotiza en torno a $129.

SECCIÓN 02

Modelo de negocio

Nebius AI: el corazón del grupo

Nebius AI es la plataforma cloud de inteligencia artificial que representa prácticamente el 99% de los ingresos del grupo en 2026. Su propuesta de valor se articula en tres capas. La primera es la infraestructura: clusters de GPU a gran escala (H100, H200, Blackwell de Nvidia), con redes de alta velocidad (InfiniBand), storage de alto rendimiento y conectividad optimizada para las cargas de trabajo de entrenamiento e inferencia de modelos de IA. La segunda es la plataforma: herramientas de desarrollo, APIs y servicios gestionados que permiten a los clientes trabajar sobre la infraestructura sin necesidad de construir toda la capa de software encima. La tercera es el modelo de servicio: Nebius puede proveer capacidad dedicada (el cliente alquila GPUs exclusivamente) o capacidad en modo on-demand, con precios distintos y estructuras contractuales distintas.

La distinción entre Nebius y los hyperscalers tradicionales no es solo de foco: es estructural. AWS, Azure y Google Cloud tienen cientos de servicios, millones de clientes y arquitecturas construidas para el workload general de la empresa. Sus equipos de IA son una división entre muchas. Para Nebius, el AI compute es toda la empresa: cada decisión de infraestructura, cada contratación, cada dólar de CapEx tiene como único objetivo ser el mejor proveedor de compute para quienes construyen los modelos más grandes del mundo.

El modelo “Token Factory”

En los earnings calls de 2025 y 2026, el management de Nebius describió su modelo de negocio con un concepto que captura bien la economía del negocio: “Token Factory”. La idea es simple: los clientes de Nebius son empresas que usan el compute para generar tokens (la unidad fundamental de output de los modelos de lenguaje, ya sea en entrenamiento o en inferencia). Nebius es la fábrica que produce esos tokens al costo más bajo posible con la calidad de infraestructura más alta posible.

Eso tiene implicaciones económicas claras. En una fábrica, los costos fijos son altos (el datacenter, la infraestructura, la red) y los costos variables son bajos. Una vez que la fábrica está construida y la utilización es alta, cada unidad adicional de output tiene un costo marginal bajo. Eso es exactamente lo que vemos en los números: el margen EBITDA ajustado de AI Cloud pasó del 24% en Q4 2025 al 45% en Q1 2026 y al 53% en Q3 2026, a medida que más capacidad entró en producción y la utilización subió. Con una guía de unos $3.000M de ingresos en 2026 y un margen EBITDA ajustado cercano al 40%, la física del modelo funciona.

Geografía e infraestructura

Nebius opera actualmente data centers en cuatro geografías principales: Finlandia (el datacenter original heredado de Yandex, con plena capacidad operativa), Nueva Jersey (en expansión), el Reino Unido y Pennsylvania. La empresa tiene contratos de energía y acuerdos de construcción en varios mercados adicionales para la capacidad de 2027, financiada con los contratos de Meta y Microsoft como colateral para financiación tipo asset-backed.

La geografía europea es estratégicamente relevante por dos razones. Primera: la soberanía de datos y las regulaciones de la UE hacen que muchas empresas europeas prefieran un proveedor europeo con datacenter en suelo europeo. Segunda: la capacidad de cómputo de IA en Europa está mucho más escasa que en EE.UU., lo que le da a Nebius ventaja de primer jugador en un mercado con demanda creciente.

Clientes y contratos

El acuerdo más relevante anunciado hasta el momento es el nuevo contrato con Meta, comunicado en marzo de 2026, por un valor potencial de hasta US$27.000 millones a cinco años. El acuerdo se compone de una compra de capacidad de cómputo por US$12.000 millones, prevista para comenzar a inicios de 2027, y de un contrato adicional de hasta US$15.000 millones que permite a Nebius asignar capacidad a Meta bajo términos preacordados o destinarla a otros clientes de AI cloud a precios de mercado.

Este acuerdo se suma a una relación previa con Meta, anunciada en 2025, por aproximadamente US$2.900 millones. La magnitud del nuevo contrato no solo aporta visibilidad de ingresos, sino que también mejora las alternativas de financiación de la expansión de infraestructura.

El acuerdo con Microsoft contempla el suministro de infraestructura GPU dedicada durante cinco años en el data center de Nebius en Nueva Jersey. Su valor contractual asciende aproximadamente a US$17.400 millones hasta 2031 y podría aumentar hasta US$19.400 millones si Microsoft contrata capacidad o servicios adicionales. A diferencia del nuevo acuerdo con Meta, su estructura no fue presentada por la compañía con el mismo nivel de opcionalidad explícita sobre la asignación futura de capacidad.

Más allá de los hyperscalers, la cartera de clientes empresariales potenciales creció 3,5x trimestre sobre trimestre en Q1 2026. El management describe clientes en manufactura, energía, farmacéutica y SaaS como vectores de diversificación que reducen la dependencia de Meta y Microsoft en el tiempo. La estrategia es usar los contratos hyperscaler para financiar la construcción, y usar esa capacidad para capturar clientes empresariales con márgenes potencialmente superiores.

Los activos adicionales: portfolio de opciones

ClickHouse

Nebius mantiene una participación minoritaria significativa en ClickHouse, una compañía de bases de datos orientada al procesamiento y análisis de información en tiempo real. En enero de 2026, ClickHouse recaudó US$400 millones en una ronda Serie D a una valoración aproximada de US$15.000 millones.

Como consecuencia de esa ronda, Nebius reconoció en Q1 2026 una ganancia no operativa de US$781 millones por la revaluación de su participación. Este efecto es importante para entender el resultado neto del período, pero no debe confundirse con rentabilidad recurrente del negocio principal de AI cloud.

A futuro, ClickHouse representa una fuente potencial de valor adicional y una eventual alternativa de financiación para el crecimiento de Nebius, aunque su monetización dependerá de una futura transacción o evento de liquidez.

Toloka

Toloka es una plataforma de anotación y evaluación de datos especializada en las necesidades más exigentes de los modelos de lenguaje: matemáticas, código, razonamiento científico. Es un negocio técnico con demanda creciente conforme los labs necesitan cada vez más datos de alta calidad para RLHF (Reinforcement Learning from Human Feedback) y evaluación de modelos. Toloka cuenta con la inversión de Jeff Bezos y Mikhail Parakhin (ex Bing) como respaldo estratégico. Nebius mantiene una participación económica mayoritaria aunque cedió el control de voto para permitir que Toloka opere con independencia.

Avride

Avride desarrolla tecnología de conducción autónoma con una estrategia diferenciada: en lugar de atacar el problema del vehículo personal autónomo (que requiere años de regulación adicional), se enfoca en robots de entrega de última milla y en el segmento de taxis autónomos en ciudades específicas. Sus partnerships con Uber, Hyundai, GrubHub y Rakuten son señales de que la propuesta tiene adopción real en el mercado. El TAM de vehículos autónomos proyectado para 2030 supera los $50.000M. Es el activo más especulativo del portfolio pero también el de mayor upside potencial.

TripleTen

TripleTen es una plataforma de educación online orientada a la reconversión de profesionales hacia carreras tecnológicas: programación, ciencia de datos, ingeniería de software. Proyectaba más que duplicar sus ingresos en 2025. Es el activo menos estratégicamente alineado con el core de Nebius y el más probable candidato para una venta o spin-off.

KPIs operativos

El crecimiento de ingresos es importante, pero no suficiente. En una empresa de infraestructura IA los ingresos deben mirarse junto con ARR, capex, utilización, margen bruto, EBITDA ajustado y compromisos de clientes. La compañía puede crecer explosivamente y al mismo tiempo consumir cantidades enormes de caja; por eso el crecimiento solo es valioso si la economía por unidad de capacidad es atractiva.

Métrica	Q2 2026	Q3 2026
Ingresos del grupo	USD 582,3M (+454%)	USD 980,8M (+571%)
Ingresos Nebius AI Cloud	USD 574,9M (+514%)	USD 973,8M (+643%)
ARR AI Cloud (fin de trimestre)	USD 3.000M	USD 6.400M
EBITDA ajustado del grupo	USD 236,2M (41%)	USD 465,8M (47%)
EBITDA ajustado AI Cloud	USD 285,7M (50%)	USD 518,2M (53%)
CapEx	USD 5.700M	USD 7.300M

Fuente: elaboración propia con datos de la empresa.

Estos números muestran que el negocio no solo está creciendo, sino que está escalando a una velocidad poco habitual incluso dentro del universo de IA. El margen EBITDA ajustado de AI Cloud pasó del 50% al 53% en un trimestre. Esta métrica no debe confundirse con EBIT ni con flujo de caja libre, porque excluye la depreciación, pero demuestra que la capacidad vendida puede ser muy rentable antes de amortizaciones. Un detalle importante: unos USD 325 millones de los ingresos del tercer trimestre son no recurrentes y vienen del modelo *asset-light*, donde Nebius habilita su plataforma sobre capacidad que financia un socio. Sin ellos, los ingresos crecieron alrededor de un 12% frente al segundo trimestre.

El gran contrapunto es el capex: USD 7.300 millones solo en el tercer trimestre, principalmente en GPUs, hardware relacionado y data centers. El inversor debe aceptar que el flujo de caja libre va a ser negativo durante varios años aunque el EBITDA ajustado mejore, porque la empresa está invirtiendo por delante de la demanda.

El KPI más importante de los próximos trimestres probablemente no serán solo los ingresos, sino la relación entre capex y contratos comprometidos. Si cada dólar de capex viene acompañado de acuerdos de largo plazo con clientes como Microsoft o Meta, el riesgo baja. Si el capex crece más rápido que el backlog visible, el riesgo sube. En los contratos firmados en el tercer trimestre, los anticipos de los clientes ya cubren más del 100% del capex asociado, una señal muy buena en esa dirección. En Nebius, el análisis correcto no es únicamente el estado de resultados; es el estado de resultados más el balance más el pipeline contractual.

SECCIÓN 03

Calidad del negocio

Nebius tiene una calidad de negocio difícil de evaluar porque todavía está en una etapa de hipercrecimiento. En una empresa madura, la calidad se observa en retornos sobre capital, estabilidad de márgenes y generación de caja. En Nebius, muchas de esas métricas todavía están distorsionadas por la fase de construcción. La duda es si el negocio puede convertirse con el tiempo en un compounder de infraestructura o si seguirá siendo una historia cíclica de capex pesado.

El lado positivo es claro. La demanda parece estructural, los clientes son de alta calidad, el producto resuelve un cuello de botella real y la compañía está construyendo capacidad en un momento donde el mercado paga por ella. Además, Nebius no parte desde cero: hereda talento técnico, cultura de ingeniería y experiencia de infraestructura de Yandex.

El lado negativo es igualmente importante. La calidad de un negocio intensivo en capital depende de su retorno sobre el capital invertido, no de su crecimiento. Si el precio del cómputo baja por exceso de oferta, si las GPUs pierden valor más rápido de lo esperado o si los hyperscalers internalizan la mayor parte de la demanda, Nebius podría terminar con activos caros y márgenes inferiores a los esperados. En otras palabras: **el negocio puede ser excelente en un mercado de escasez, pero mucho menos atractivo en un mercado de normalización.**

Por eso Nebius no debe analizarse con la misma vara que Palantir o Cloudflare. Un margen bruto de 70% u 80% puede parecer software-like, pero debajo existe una base de activos físicos que se deprecia y requiere reinversión. El EBITDA ajustado puede ser alto, pero el free cash flow puede tardar muchos años en normalizarse. Esta diferencia es central para evitar sobrevalorar la empresa usando múltiplos de software sobre una estructura de capital que se parece más a infraestructura especializada.

Mi lectura es que la calidad potencial del negocio es alta, pero todavía no está probada en un ciclo completo. La compañía ya demostró que puede vender capacidad, crecer y conseguir clientes estratégicos. Lo que todavía debe demostrar es que puede transformar ese crecimiento en retornos sostenibles sobre capital después de depreciación, financiamiento y renovación tecnológica.

Últimos resultados: tercer trimestre de 2026

El 12 de noviembre Nebius presentó los resultados del tercer trimestre, los últimos disponibles al momento de este análisis:

- **Ingresos:** USD 980,8 millones, +571% interanual y +68% frente al segundo trimestre. Unos USD 325 millones son no recurrentes (modelo *asset-light*).
- **Rentabilidad:** EBITDA ajustado de USD 465,8 millones (47% de margen para el grupo y 53% para AI Cloud) y el primer EBIT positivo como Nebius, de USD 50,4 millones.
- **ARR:** USD 6.400 millones a fin de septiembre, más del doble que en junio.
- **Caja y financiamiento:** USD 7.400 millones de caja y USD 14.200 millones de deuda a fin de septiembre. En el trimestre colocó USD 5.750 millones en convertibles y vendió acciones por unos USD 1.000 millones; en octubre sumó una línea de USD 3.500 millones con Citi.
- **Contratos:** firmó más de USD 12.000 millones en contratos nuevos desde el inicio del trimestre, con más de USD 25 millones de ingreso anual por MW y precios por hora de GPU más de un 20% arriba de los del segundo trimestre. Los anticipos de esos contratos cubren más del 100% del CapEx asociado, y los ingresos diferidos ya suman USD 9.400 millones. Sumó clientes como Databricks, Snowflake y Datadog.

La empresa ubicó la guía de 2026 en el piso del rango: **ingresos de unos USD 3.000 millones, margen EBITDA ajustado cercano al 40% y CapEx de unos USD 27.000 millones**, porque parte de la capacidad de terceros (incluidos los últimos tramos del sitio de New Jersey para Microsoft) se corre al primer semestre de 2027. Espera superar los USD 7.000 millones de ARR en febrero de 2027 y llegar a 5 GW de potencia contratada a fin de 2026 (hoy tiene más de 4 GW). Para 2027 anticipa **ingresos de USD 12.000-13.000 millones, CapEx de USD 40.000-45.000 millones** cubierto en un 75-85% con anticipos y financiamiento respaldado por contratos, y equilibrio antes de impuestos en el cuarto trimestre de 2027.

La lectura es doble. La demanda sigue siendo enorme y las condiciones de los contratos mejoran trimestre a trimestre. Pero la escala de la inversión (unos USD 27.000 millones en 2026 para una empresa que facturará unos USD 3.000 millones, y hasta USD 45.000 millones en 2027) muestra que Nebius depende completamente de poner la capacidad en marcha a tiempo y de seguir teniendo acceso a financiamiento.

Análisis vertical

Antes de mirar los estados contables hay que hacer una advertencia: la historia de Nebius como empresa independiente es muy corta. Hasta 2024 los números incluyen los negocios heredados de Yandex y operaciones discontinuadas, y los ingresos de 2022-2024 eran mínimos. Por eso los porcentajes sobre ventas de esos años son extremos y sirven poco para sacar conclusiones. Lo relevante es 2025 y, sobre todo, la tendencia de 2026.

INCOME STATEMENT

Fiscal year Income Statement — % of revenue	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Total Revenues	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**
Cost of Goods Sold	(210.4%)	(200.0%)	(47.8%)	(31.3%)	**(93.0%)**	**(122.4%)**
Gross Profit	**(110.4%)**	**(100.0%)**	**52.2%**	**68.7%**	**7.0%**	**(22.4%)**
Selling General & Admin Expenses	(424.4%)	(1622.4%)	(278.7%)	(71.7%)	**(657.6%)**	**(599.3%)**
R&D Expenses	(431.9%)	(888.8%)	(125.7%)	(33.4%)	**(349.3%)**	**(369.9%)**
Total Operating Expenses	**(1059.3%)**	**(2816.3%)**	**(488.5%)**	**(184.0%)**	**(1162.9%)**	**(1137.0%)**
Operating Income	**(1170.4%)**	**(2918.4%)**	**(437.2%)**	**(115.5%)**	**(1157.0%)**	**(1160.3%)**
Interest Expense	–	–	–	(11.6%)	**(3.9%)**	**(2.9%)**
EBT Incl. Unusual Items	**(1325.9%)**	**(3030.6%)**	**(385.8%)**	**2.6%**	**(1137.9%)**	**(1184.9%)**
Income Tax Expense	(8.1%)	(20.4%)	1.1%	(0.8%)	**(6.7%)**	**(7.1%)**
Net Income	**5525.9%**	**2459.2%**	**(700.5%)**	**15.6%**	**591.4%**	**1825.0%**
EBITDA	(963.0%)	(2612.2%)	(351.9%)	(36.6%)	**(1000.3%)**	**(990.9%)**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

En 2025 el margen bruto llegó al 68,7%, desde el 52,2% de 2024, un nivel ya comparable al de CoreWeave. El margen operativo, en cambio, fue de -115,5%: los gastos de estructura, I+D y sobre todo la depreciación de la infraestructura todavía superan con holgura a los ingresos. El resultado neto positivo de 2025 se explica por ganancias no operativas (la revaluación de ClickHouse), no por el negocio de AI cloud.

BALANCE SHEET

Fiscal year Balance Sheet — % of total assets	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Total Cash And Short Term Investments	**n.m.**	**1.4%**	**68.6%**	**30.2%**	**33.4%**	**33.4%**
Total Receivables	**n.m.**	**0.1%**	**1.1%**	**6.9%**	**2.7%**	**2.7%**
Total Current Assets	**n.m.**	**39.5%**	**71.4%**	**37.9%**	**49.6%**	**49.6%**
Net Property Plant And Equipment	n.m.	1.7%	25.1%	52.1%	**26.3%**	**26.3%**
Long-term Investments	n.m.	1.2%	2.7%	6.8%	**3.6%**	**3.6%**
Other Intangibles	n.m.	0.0%	0.1%	0.2%	**0.1%**	**0.1%**
Total Assets	**n.m.**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**
Total Current Liabilities	**n.m.**	**44.2%**	**7.4%**	**12.3%**	**21.3%**	**21.3%**
Long-Term Debt	n.m.	–	–	33.0%	**11.0%**	**11.0%**
Capital Leases	n.m.	0.1%	0.9%	6.1%	**2.4%**	**2.4%**
Total Liabilities	**n.m.**	**62.4%**	**8.3%**	**63.0%**	**44.6%**	**44.6%**
Total Equity	**n.m.**	**37.6%**	**91.7%**	**37.0%**	**55.4%**	**55.4%**
Total Debt	**n.m.**	**0.3%**	**1.4%**	**40.0%**	**13.9%**	**13.9%**
Net Debt	n.m.	(1.1%)	(67.2%)	9.8%	**(19.5%)**	**(19.5%)**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El activo fijo ya representaba el 52% del total en 2025 y la caja el 30%. Ese peso del activo fijo crece de forma muy fuerte en 2026, con un CapEx de unos USD 27.000 millones. Del lado del pasivo, la compañía incorporó deuda convertible y pasivos por anticipos de clientes. A fin de 2025 el apalancamiento era moderado, pero en 2026 crece rápido: a septiembre la deuda ya suma USD 14.200 millones.

CASH FLOW

Fiscal year Cash Flow — % of revenue	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Net Income	**5525.9%**	**2459.2%**	**(700.5%)**	**15.6%**	**591.4%**	**1825.0%**
Total Depreciation & Amortization	**218.5%**	**371.4%**	**93.8%**	**88.5%**	**184.6%**	**193.1%**
Stock-Based Compensation	71.1%	293.9%	59.6%	15.7%	**123.0%**	**110.1%**
Cash from Operations	**5163.0%**	**8469.4%**	**268.9%**	**72.6%**	**2937.0%**	**3493.5%**
Capital Expenditure	(108.1%)	(845.9%)	(882.0%)	(767.2%)	**(831.7%)**	**(650.8%)**
Cash from Investing	**(2985.2%)**	**###**	**341.0%**	**(797.9%)**	**(4274.8%)**	**(3952.4%)**
Total Debt Issued	**–**	**–**	**–**	**785.5%**	**261.8%**	**196.4%**
Total Debt Repaid	**–**	**–**	**(0.8%)**	**(0.2%)**	**(0.3%)**	**(0.2%)**
Cash from Financing	**(740.7%)**	**3836.7%**	**902.7%**	**967.2%**	**1902.2%**	**1241.5%**
Free Cash Flow	5051.9%	7622.4%	(614.2%)	(694.5%)	**2104.6%**	**2841.4%**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El flujo de caja operativo fue positivo en 2025 gracias a los anticipos de clientes, pero el CapEx (unos USD 4.000 millones, casi 8 veces los ingresos del año) hizo que el free cash flow fuera muy negativo. La inversión se financió con emisiones de convertibles y de acciones.

Ratios financieros

Por lo explicado antes, la mayoría de los ratios de Nebius todavía tienen poco significado: con ingresos tan chicos en relación a la inversión, los porcentajes son extremos. Los incluyo igualmente porque muestran el punto de partida y permiten seguir la evolución en los próximos años.

- **Crecimiento**

Fiscal year	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Growth						
Revenue growth		(27.4%)	833.7%	479.2%	**428.5%**	**428.5%**
EBIT growth		n.m.	n.m.	n.m.	**n.m.**	**n.m.**
Diluted EPS growth		n.m.	n.m.	n.m.	**n.m.**	**n.m.**
Change in diluted shares (dilution / buybacks)		0.8%	(24.3%)	(11.7%)	**(11.7%)**	**(11.7%)**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

Los ingresos crecieron más de 8 veces en 2024 y casi 5 veces en 2025. La cantidad de acciones bajó con la recompra a los accionistas de Yandex en 2024, pero en 2026 vuelve a subir por las emisiones.

- **Rentabilidad**

Fiscal year	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Profitability						
Gross margin	(110.4%)	(100.0%)	52.2%	68.7%	**7.0%**	**(22.4%)**
SG&A % revenue	424.4%	1622.4%	278.7%	71.7%	**657.6%**	**599.3%**
R&D % revenue	431.9%	888.8%	125.7%	33.4%	**349.3%**	**369.9%**
EBIT margin	(1170.4%)	(2918.4%)	(437.2%)	(115.5%)	**(1157.0%)**	**(1160.3%)**
EBITDA margin (EBIT + D&A)	(951.9%)	(2546.9%)	(343.4%)	(27.0%)	**(972.4%)**	**(967.3%)**
Net margin	5525.9%	2459.2%	(700.5%)	15.6%	**591.4%**	**1825.0%**
Stock-based compensation % revenue	71.1%	293.9%	59.6%	15.7%	**123.0%**	**110.1%**
Effective tax rate	(0.6%)	(0.7%)	0.3%	29.0%	**9.5%**	**7.0%**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El dato a seguir es el margen bruto (68,7% en 2025). El margen EBIT todavía es muy negativo y la compensación en acciones es alta (15,7% de las ventas en 2025).

- **Flujo de caja y reinversión**

Fiscal year	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Cash flow & reinvestment						
Cash from operations % revenue	5163.0%	8469.4%	268.9%	72.6%	**2937.0%**	**3493.5%**
FCF margin (TIKR FCF / revenue)	5051.9%	7622.4%	(614.2%)	(694.5%)	**2104.6%**	**2841.4%**
FCF conversion (FCF / net income)	91.4%	310.0%	n.m.	(4461.8%)	**(2075.9%)**	**(1353.5%)**
Capex % revenue	108.1%	845.9%	882.0%	767.2%	**831.7%**	**650.8%**
D&A % revenue	218.5%	371.4%	93.8%	88.5%	**184.6%**	**193.1%**
Capex / D&A	0.5x	2.3x	9.4x	8.7x	**6.8x**	**5.2x**
D&A % beginning net PP&E		–	58.4%	52.6%	**37.0%**	**37.0%**
Acquisitions % revenue	–	–	–	–	–	–

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El CapEx equivale a varias veces los ingresos. Es el rasgo central de este negocio en esta etapa.

- **Capital de trabajo**

Fiscal year	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Working capital						
Receivables days (DSO)	–	402.2	161.6	587.4	**383.7**	**287.8**
Inventory days (DIO)	–	–	–	–	**–**	**–**
Payables days (DPO)	–	465.6	–	2326.3	**930.6**	**698.0**
Cash conversion cycle (DSO + DIO − DPO)	–	(63.3)	161.6	(1738.9)	**(546.9)**	**(410.2)**
Deferred revenue % revenue	–	70.4%	36.7%	302.3%	**136.5%**	**102.3%**
Operating NWC % revenue	–	(5321.4%)	(154.9%)	(330.6%)	**(1935.6%)**	**(1451.7%)**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

Los días de cobro y de pago son extraordinariamente altos porque los saldos de balance se comparan con una base de ingresos todavía chica, y porque los anticipos de clientes pesan mucho. En el modelo uso valores normalizados.

- **Retornos sobre el capital**

Fiscal year	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Returns on capital						
NOPAT = EBIT × (1 − normalized tax rate)	(119)	(215)	(300)	(459)	**(325)**	**(273)**
Invested capital = debt + equity − cash & ST inv.	–	3,199	869	5,814	**3,294**	**2,470**
ROIC = NOPAT / average invested capital		(13.4%)	(14.8%)	(13.7%)	**(14.0%)**	**(14.0%)**
ROIC incl. cash = NOPAT / average (debt + equity)		(12.9%)	(9.1%)	(7.1%)	**(9.7%)**	**(9.7%)**
Pre-tax ROIC = EBIT / average invested capital (reference)		(17.9%)	(19.7%)	(18.3%)	**(18.6%)**	**(18.6%)**
ROE = net income / average equity		14.6%	(19.6%)	2.1%	**(0.9%)**	**(0.9%)**
ROA = net income / average total assets		5.5%	(10.4%)	1.0%	**(1.3%)**	**(1.3%)**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El ROIC sigue siendo negativo. La tesis depende de que se vuelva positivo y supere al costo de capital cuando la infraestructura esté en plena operación.

- **Endeudamiento y liquidez**

Fiscal year	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Leverage & liquidity						
Net debt (debt − cash & ST inv.)	–	(95)	(2,386)	1,220	**(420)**	**(315)**
Net debt / EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	**n.m.**	**n.m.**
Interest coverage (EBIT / interest expense)	n.m.	n.m.	n.m.	(10.0x)	**(10.0x)**	**(10.0x)**
Debt / (debt + equity), book	n.m.	0.8%	1.5%	52.0%	**18.1%**	**18.1%**
Current ratio	–	0.89	9.59	3.08	**4.52**	**3.39**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

A fin de 2025 Nebius tenía una posición cercana a caja neta y un current ratio de 3,08x. Es una posición mucho más sólida que la de CoreWeave, pero va a cambiar a medida que se financie el plan de inversión.

- **Remuneración al accionista y valoración**

Fiscal year	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Shareholder returns & market valuation (TIKR, at fiscal year end)						
Dividends + buybacks % FCF	–	–	n.m.	n.m.	**–**	**–**
EV / EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	**n.m.**	**n.m.**
EV / revenue	536.2x	n.m.	46.6x	39.3x	**43.0x**	**207.4x**
P/E	9.1x	n.m.	n.m.	255.5x	**255.5x**	**132.3x**
FCF yield (FCF / market cap)	10.0%	n.m.	(8.6%)	(17.5%)	**(13.0%)**	**(5.3%)**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

Nebius no paga dividendos ni recompra acciones, y lo lógico es que no lo haga en muchos años. Los múltiplos sobre resultados actuales no tienen sentido; la valoración depende de los flujos futuros.

SECCIÓN 04

Equipo directivo y gestión del capital

Arkady Volozh, CEO y fundador

Arkady Volozh co-fundó Yandex en 1997 con Ilya Segalovich y lo convirtió en la empresa tecnológica más valiosa de Rusia, hasta alcanzar $31.000M de capitalización en 2021. Es matemático de formación (graduado del Instituto de Petróleo y Gas de Moscú, con especialización en matemáticas aplicadas) y tiene la rareza de ser un emprendedor tecnológico con comprensión genuina de la infraestructura de bajo nivel: entiende exactamente qué construye Nebius porque pasó décadas construyendo infraestructura similar.

Su trayectoria entre 2022 y 2024 es la parte menos contada de la historia de Nebius. Sancionado por la UE, con sus activos congelados, dirigiendo la separación de Yandex desde el exterior, condenando públicamente la guerra a riesgo de sus intereses en Rusia. Las sanciones europeas fueron levantadas en marzo de 2024 después de que la separación se completó. En febrero de 2026 renunció a la ciudadanía rusa, eliminando el último vector de presión geopolítica sobre la empresa.

En los earnings calls, Volozh transmite una claridad sobre la propuesta de valor de Nebius que pocos CEOs tienen sobre sus propios negocios. Su concepto de “Token Factory” y la forma en que articula el apalancamiento operativo del modelo de infraestructura refleja un pensamiento de largo plazo y una comprensión profunda de la economía del negocio. No es un operador financiero que llegó a liderar una empresa de AI: es el fundador técnico que construyó la infraestructura original y que sabe exactamente qué palancas mover para escalar.

Adam Nee, CFO

Adam Nee asumió como CFO de Nebius en el período de reconstrucción post-Yandex. Su gestión de la estructura de capital en los 18 meses desde el relanzamiento en Nasdaq ha sido notable: emitir $4.340M en convertibles a tasas del 1,25%-2,60% cuando la acción estaba en plena volatilidad requiere relaciones con inversores institucionales y habilidad de negociación en los mercados de renta fija. En los earnings calls, Nee es explícito sobre los mecanismos de financiación para el capex adicional, incluyendo el asset-backed financing contra los contratos de Meta y Microsoft, que tiene el potencial de reducir materialmente el costo de capital del programa de expansión.

La principal fortaleza del management es la profundidad técnica. Nebius nace de una organización que ya había construido productos complejos de cloud, IA y data a escala.

Pero deberá demostrar que está a la altura de las circunstancias. La asignación de capital será la prueba definitiva. En negocios asset-light, una mala decisión de inversión puede doler menos. En Nebius, cada error de capex puede costar cientos o miles de millones. Por eso el management debe ser evaluado menos por la narrativa y más por su capacidad de convertir inversión física en contratos rentables. Hasta ahora, los acuerdos con Microsoft y Meta sugieren validación comercial fuerte, pero la ejecución operativa recién empieza.

SECCIÓN 05

Competitividad

Análisis de la industria

El mercado de AI infrastructure está en la fase más acelerada de inversión de la historia. Los hyperscalers (AWS, Azure, Google Cloud, Oracle Cloud) están invirtiendo colectivamente cientos de miles de millones de dólares en capacidad de GPU. Los modelos de AI continúan escalando: GPT-5, Claude 4, Gemini Ultra y sus equivalentes chinos (DeepSeek, Qwen) requieren cada vez más compute para entrenamiento, y la demanda de inferencia crece exponencialmente conforme los modelos se integran en productos de consumo y empresariales.

El problema central del mercado es la escasez de capacidad. Nvidia produce los chips H100/H200/Blackwell más rápido que cualquier punto anterior de su historia, y aún así los tiempos de espera para acceder a capacidad de compute en los principales proveedores continúan siendo de meses. En ese contexto, cualquier empresa que pueda construir y operar datacenters de GPU a escala, con fiabilidad, tiene clientes esperando. Nebius construye capacidad y la pre-vende antes de que esté online. Ese es el mercado en el que opera.

Principales competidores

CoreWeave (CRWV, NASDAQ)

CoreWeave es el competidor más similar a Nebius en modelo y ambición. También es un neocloud de AI compute, también tiene contratos con Microsoft, también creció varios cientos por ciento en los últimos años. La diferencia es la geografía (CoreWeave es fundamentalmente de Estados Unidos, Nebius tiene ventaja en Europa), la estructura accionarial (CoreWeave tiene deuda significativamente más costosa tras su IPO de 2025) y el portfolio de activos adicionales (Nebius tiene ClickHouse, Toloka, Avride). En términos de escala, CoreWeave es mayor, pero Nebius está creciendo más rápido en ingresos. La competencia entre ambos es el referente más directo del sector.

Amazon Web Services (AWS, NASDAQ: AMZN)

AWS es el líder del cloud general y tiene su propia oferta de AI compute (instancias P5, Trainium, Inferentia). Para el cliente que necesita tanto compute de AI como servicios generales de cloud, AWS es la opción más viable. La debilidad de AWS para el cliente puro de AI es que no puede comprometer capacidad de GPU dedicada a escala y a largo plazo sin comprometer su modelo de cloud compartido. Los hyperscalers firman contratos con Nebius precisamente porque Nebius puede dar capacidad dedicada que ellos mismos no pueden proveer suficientemente.

Microsoft Azure (NASDAQ: MSFT)

Microsoft es simultáneamente el segundo mayor cliente de Nebius y un competidor en el mercado de AI cloud. Esa dualidad refleja la realidad del sector: incluso el mayor proveedor de cloud del mundo no tiene suficiente capacidad de GPU para cubrir su propia demanda. El contrato de hasta $19.400M entre Nebius y Microsoft es una señal clara de que Azure ve a Nebius no como una amenaza sino como una extensión de su propia capacidad. Al mismo tiempo, Microsoft continúa construyendo su propia infraestructura y en el largo plazo puede reducir su dependencia de terceros.

Google Cloud (NASDAQ: GOOGL)

Google tiene la desventaja de tener menos clientes enterprise en cloud que AWS y Azure, pero la ventaja de sus propios chips (TPUs) optimizados para sus modelos Gemini. Para el mercado de AI training con modelos de Google, los TPUs tienen ventaja real. Para el resto del mercado (empresas que usan modelos de OpenAI, Anthropic, Meta Llama o modelos propios), el hardware estándar de Nvidia sigue siendo el referente y ahí Nebius compite.

Comparación vs CoreWeave

Para realizar el análisis competitivo, decidí tomar como referencia únicamente a **CoreWeave**, ya que considero que es el comparable más directo de Nebius en la actualidad. Ambas compañías operan como proveedores especializados de infraestructura cloud para inteligencia artificial, con un modelo intensivo en GPUs, data centers, energía y contratos de capacidad con grandes clientes tecnológicos.

Sin embargo, se encuentran en momentos diferentes de desarrollo: **CoreWeave está más avanzada en escala y monetización de su infraestructura**, mientras que **Nebius atraviesa una etapa de expansión acelerada**, con importantes inversiones destinadas a transformar capacidad contratada en ingresos futuros. Por ese motivo, la comparación resulta especialmente útil para entender tanto el potencial como los principales riesgos de ejecución de Nebius.

- ***Ventas***

REVENUES			
% Change YoY	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Nebius Group NV	(27,4 %)	833,7 %	479,0 %
COREWEAVE, INC.	1346,60%	736,20%	167,90%

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

Tanto Nebius como CoreWeave muestran tasas de crecimiento extraordinarias, reflejando la fuerte demanda de infraestructura para inteligencia artificial. Sin embargo, la evolución de ambas compañías revela momentos distintos dentro de la curva de expansión.

CoreWeave comenzó a escalar antes: registró crecimientos superiores al 700% en 2023 y 2024, para luego “moderarse” al 167,9% en 2025 sobre una base de ingresos ya considerablemente mayor. Nebius, en cambio, comenzó su aceleración más tarde: luego de una caída en 2023, sus ventas crecieron 833,7% en 2024 y 479,0% en 2025.

Esto no implica necesariamente que Nebius esté alcanzando a CoreWeave en tamaño, sino que se encuentra en una etapa más temprana de monetización. La comparación sugiere que Nebius podría atravesar durante los próximos años una fase similar a la que CoreWeave ya comenzó a recorrer: fuerte crecimiento inicial impulsado por nueva capacidad instalada y contratos relevantes, seguido eventualmente por una normalización de las tasas de expansión a medida que la base de ingresos aumenta.

- ***Márgenes***

MARGINS			
% Gross Margins	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	(100,00%)	52,24%	68,63%
COREWEAVE, INC.	69,87%	74,26%	71,68%
% Operating Margin	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	(2915,31%)	(436,72%)	(115,46%)
COREWEAVE, INC.	(6,11%)	16,92%	(0,33%)
% Net Income Margin	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	2462,24%	(700,98%)	15,57%
COREWEAVE, INC.	(259,39%)	(45,07%)	(22,74%)

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

La comparación de márgenes permite ver con claridad la diferencia de madurez operativa entre ambas compañías. CoreWeave mantuvo márgenes brutos elevados y relativamente estables durante todo el período analizado, ubicándose entre aproximadamente 70% y 74%. Nebius, por su parte, pasó de márgenes negativos en 2023 a 52,2% en 2024 y 68,6% en 2025, acercándose progresivamente a los niveles de su principal comparable.

La diferencia más relevante aparece en el margen operativo. CoreWeave logró alcanzar un margen operativo positivo de 16,9% en 2024 y prácticamente break-even en 2025, mientras que Nebius todavía presentó un margen operativo de -115,5% en 2025. Esto refleja que, aunque el negocio de Nebius ya muestra una economía bruta atractiva, todavía no cuenta con la escala suficiente para absorber completamente sus costos operativos y la depreciación asociada a la expansión de infraestructura.

También es importante no interpretar el margen neto positivo de Nebius en 2025 como una señal de rentabilidad estructural del negocio. La compañía registró una ganancia significativa por revaluación de inversiones, principalmente vinculada a su participación en ClickHouse, que impulsó el resultado neto del ejercicio pese a que el negocio operativo continuó generando pérdidas. En consecuencia, para evaluar su evolución real resulta más relevante observar el margen bruto, el margen operativo y, hacia adelante, su capacidad de convertir crecimiento en flujo de caja.

- ***Balance Sheet***

Al cierre de 2025, la estructura de **activos** muestra dos etapas diferentes de desarrollo. CoreWeave tenía casi el 79% de sus activos concentrados en propiedad, planta y equipo, frente a aproximadamente 52% en Nebius. Esto es consistente con una compañía que ya desplegó una mayor parte de su infraestructura y que se encuentra operando a una escala superior.

Nebius, en cambio, mantenía una posición de liquidez considerablemente mayor: el efectivo y las inversiones de corto plazo representaban aproximadamente el 30% de sus activos, frente a solamente 6% en CoreWeave. Esta diferencia le otorga a Nebius mayor flexibilidad financiera para financiar la

expansión inicial de su plataforma, aunque esa ventaja probablemente se reduzca a medida que continúe desplegando capacidad y ejecutando su plan de inversión.

Las cuentas por cobrar representaban un porcentaje similar de activos en ambas compañías durante 2025. Sin embargo, en el caso de Nebius este indicador debe monitorearse especialmente, dado que su crecimiento reciente depende de contratos de gran escala con pocos clientes estratégicos y de una rápida transformación de capacidad contratada en ingresos efectivamente cobrados.

BALANCE SHEET			
ASSETS			
Total Cash And Short Term Investments	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	1,38%	68,61%	30,19%
COREWEAVE, INC.	4,41%	7,63%	6,41%
Accounts Receivable	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,05%	0,32%	5,79%
COREWEAVE, INC.	3,32%	2,34%	6,43%
Total Current Assets	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	39,45%	71,39%	37,90%
COREWEAVE, INC.	10,09%	10,74%	15,19%
Net Property Plant And Equipment	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	1,68%	25,12%	52,07%
COREWEAVE, INC.	79,28%	81,34%	78,67%
Goodwill	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,00%	0,00%	0,00%
COREWEAVE, INC.	0,39%	0,11%	2,23%
Other Intangibles	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,05%	0,14%	0,16%
COREWEAVE, INC.	0,14%	0,03%	0,48%

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

La estructura de **pasivos** muestra una diferencia importante en el perfil de riesgo financiero. Aunque Nebius ya comenzó a incorporar deuda de largo plazo para financiar su expansión, CoreWeave presenta una carga considerablemente mayor de obligaciones corrientes y contratos de leasing asociados a infraestructura.

En 2025, los pasivos corrientes representaban aproximadamente el 33% de los activos de CoreWeave, frente al 12% en Nebius. Asimismo, los capital leases de CoreWeave alcanzaban alrededor del 16% de sus activos, frente a poco más del 6% en Nebius. Esto refleja un modelo de expansión más agresivo y una mayor dependencia de infraestructura financiada mediante obligaciones contractuales.

Nebius presentaba un porcentaje de deuda de largo plazo levemente superior como proporción de activos, pero con una estructura de vencimientos corrientes mucho menos exigente. En otras palabras, ambas compañías están utilizando financiamiento para crecer, pero CoreWeave aparece más comprometida financieramente en el corto plazo, mientras que Nebius conserva mayor margen de maniobra para seguir ejecutando su expansión.

LIABILITIES			
Accounts Payable	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,29%	0,00%	8,51%
COREWEAVE, INC.	9,15%	4,87%	3,29%
Accrued Expenses	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,30%	5,57%	0,18%
COREWEAVE, INC.	1,56%	2,00%	11,71%
Current Portion of Long-Term Debt	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,08%	0,17%	0,20%
COREWEAVE, INC.	3,45%	13,84%	13,61%
Current Liabilities	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	44,21%	7,44%	12,29%
COREWEAVE, INC.	20,06%	27,83%	33,35%
Long-Term Debt	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,00%	0,00%	33,01%
COREWEAVE, INC.	27,15%	30,61%	29,75%
Capital Leases	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,11%	0,85%	6,12%
COREWEAVE, INC.	8,70%	13,59%	16,19%

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

La comparación del **patrimonio** también debe interpretarse con cautela. Nebius mostraba en 2025 una posición de retained earnings positiva, mientras que CoreWeave todavía acumulaba resultados retenidos negativos. A primera vista, esto podría sugerir una posición patrimonial más sólida de Nebius.

Sin embargo, en el caso de Nebius una parte relevante de esta evolución no proviene todavía de la rentabilidad recurrente de su negocio de AI cloud, sino de efectos extraordinarios y revaluaciones de inversiones. En 2025, la compañía reconoció una ganancia de aproximadamente US$599 millones por revaluación de inversiones en equity securities, explicada principalmente por ClickHouse. Por lo tanto, el patrimonio positivo de Nebius no debe interpretarse como evidencia de que su negocio principal ya alcanzó una rentabilidad madura.

CoreWeave, por su parte, refleja de manera más evidente el costo financiero y operativo de haber escalado su infraestructura de forma agresiva. Su patrimonio se encuentra más presionado por pérdidas acumuladas y por una estructura de financiamiento mucho más apalancada.

EQUITY			
Additional Paid In Capital	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	20,70%	56,83%	18,99%
COREWEAVE, INC.	0,97%	6,15%	12,19%
Retained Earnings	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	44,08%	90,68%	26,55%
COREWEAVE, INC.	(12,31%)	(8,28%)	(5,36%)

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

- ***Ratios de liquidez***

RATIOS			
LIQUIDITY			
Current [Current Assets / Current Liabilities]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,89x	9,60x	3,08x
COREWEAVE, INC.	0,50x	0,39x	0,46x
Quick [(Cash + Marketable securities + Receivables) / Current Liabilities]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,03x	9,38x	3,02x
COREWEAVE, INC.	0,40x	0,36x	0,39x
Cash [(Cash + Marketable securities) / Current Liabilities]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,03x	9,22x	2,46x
COREWEAVE, INC.	0,22x	0,27x	0,19x

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

La liquidez constituye una de las diferencias más favorables para Nebius al cierre de 2025. La compañía presentaba un current ratio de 3,08x, un quick ratio de 3,02x y un cash ratio de 2,46x. CoreWeave, en cambio, mostraba ratios de 0,46x, 0,39x y 0,19x, respectivamente.

Esta diferencia indica que Nebius contaba con una posición financiera mucho más holgada para cubrir sus obligaciones de corto plazo. CoreWeave, por el contrario, depende en mayor medida de la continuidad de su generación operativa de caja, del acceso a financiamiento y de la ejecución adecuada de sus contratos para sostener su expansión.

De todos modos, la posición de liquidez de Nebius no debe analizarse como una ventaja permanente. La compañía se encuentra en pleno proceso de despliegue de infraestructura, con necesidades de inversión muy elevadas. Por lo tanto, una parte relevante de ese efectivo probablemente será utilizada para financiar data centers, servidores, GPUs y capacidad energética necesaria para cumplir con los contratos firmados.

- ***Ratios de solvencia***

SOLVENCY			
Long-term debt to equity [Total long term debt / Total Equity]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,00x	0,01x	1,06x
COREWEAVE, INC.	(13,53x)	6,03x	6,79x
Debt to Equity [Total debt / Total Equity]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,01x	0,02x	1,08x
COREWEAVE, INC.	(15,16x)	8,12x	8,94x
Debt to Capital [Total debt / Total Capital]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,01x	0,01x	0,52x
COREWEAVE, INC.	1,07x	0,89x	0,90x
Debt to Assets [Total debt / Total Assets]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,00x	0,01x	0,40x
COREWEAVE, INC.	0,40x	0,60x	0,60x
Financial Leverage [Total Assets / Total Equity]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	2,66x	1,09x	2,71x
COREWEAVE, INC.	(37,73x)	13,63x	14,78x
Debt to EBITDA [Total debt / EBITDA]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	(0,11x)	(0,16x)	(34,73x)
COREWEAVE, INC.	22,47x	8,95x	12,24x

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

Los ratios de solvencia muestran una diferencia marcada en el nivel de apalancamiento financiero. En 2025, Nebius presentaba un debt to equity de aproximadamente 1,08x y un debt to assets de 0,40x, mientras que CoreWeave alcanzaba 8,94x y 0,60x, respectivamente.

CoreWeave también mostraba un financial leverage de 14,78x, frente a 2,71x en Nebius. Esto confirma que CoreWeave ha financiado una parte mucho mayor de su crecimiento mediante deuda y obligaciones asociadas a infraestructura, aumentando su exposición a tasas de interés, refinancia-

miento, demoras de ejecución y eventuales caídas de utilización.

Nebius tampoco está libre de riesgo financiero: durante 2025 incrementó fuertemente su deuda para acompañar el crecimiento de capacidad. Sin embargo, parte desde una posición patrimonial y de liquidez más sólida, lo que le brinda mayor flexibilidad para atravesar la etapa inicial de expansión.

En cuanto al indicador debt to EBITDA, el dato de Nebius no resulta todavía representativo, ya que su EBITDA anual permanecía negativo en 2025. En CoreWeave, el ratio de 12,24x confirma que, incluso habiendo alcanzado una mayor escala operativa, su estructura financiera continúa siendo exigente.

- ***Ratios de actividad***

ACTIVITY			
Receivables turnover [Revenue / Average receivables]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	2,39x	8,17x	0,74x
COREWEAVE, INC.	1,38x	4,59x	1,62x
Days of sales outsanding (DSO) [Number of days in period / Receivables turnover]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	153 días	45 días	496 días
COREWEAVE, INC.	264 días	79 días	225 días
Payables turnover [Purchases / Average trade payables]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	1,57x	3,50x	0,31x
COREWEAVE, INC.	0,54x	0,76x	1,22x
Number of days of payables [Number of days in period / Payables turnover]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	233 días	104 días	1161 días
COREWEAVE, INC.	674 días	478 días	299 días
Working capital turnover [Revenue / Average working capital]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	(0,02x)	0,04x	0,17x
COREWEAVE, INC.	(0,46x)	(0,63x)	(0,57x)
Fixed Asset turnover [Revenue / Average net fixed assets]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,07x	0,10x	0,08x
COREWEAVE, INC.	0,06x	0,13x	0,13x
Total Asset turnover [Revenue / Average total assets]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,00x	0,03x	0,04x
COREWEAVE, INC.	0,05x	0,11x	0,10x

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

Los ratios de actividad reflejan que CoreWeave se encontraba en 2025 en una etapa más avanzada de monetización de activos. Su fixed asset turnover fue de 0,13x, frente a 0,08x en Nebius, mientras que su total asset turnover alcanzó 0,10x frente a 0,04x en Nebius. Esto sugiere que CoreWeave ya estaba generando más ingresos por cada dólar invertido en infraestructura y activos totales.

En Nebius, estos indicadores todavía son bajos porque una parte importante de la infraestructura fue adquirida o se encontraba en proceso de despliegue antes de comenzar a producir ingresos a plena capacidad. Es esperable que, si la compañía ejecuta correctamente sus contratos y eleva la utilización de sus data centers, estos ratios mejoren gradualmente durante los próximos años.

Las métricas de cuentas por cobrar y cuentas por pagar deben leerse con especial cautela. Nebius registró un DSO de 496 días y un período de pago de 1.161 días en 2025, valores extraordinariamente altos que reflejan el rápido crecimiento del negocio, el tamaño de sus contratos iniciales y la distorsión generada por comparar saldos de balance con una base de ingresos todavía pequeña. No consideraría estos valores como niveles sostenibles de largo plazo, pero sí como una señal de que la conversión de crecimiento en caja será una variable central para monitorear.

- ***Ratios de rentabilidad***

PROFITABILITY			
Operating ROA [Operating Income / Average Total Assets]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	(0,03x)	(0,11x)	(0,05x)
COREWEAVE, INC.	(0,00x)	0,02x	(0,00x)
ROA [Net Income / Average Total Assets]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,03x	(0,18x)	0,01x
COREWEAVE, INC.	(0,12x)	(0,05x)	(0,02x)
ROE [Net Income / Average Total Equity]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	0,07x	(0,20x)	0,02x
COREWEAVE, INC.	4,50x	(0,66x)	(0,35x)
ROIC [EBIT / Average short and long-term debt and equity]	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Nebius Group NV	(0,09x)	(0,12x)	(0,06x)
COREWEAVE, INC.	(0,01x)	0,03x	(0,00x)

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

Los ratios de rentabilidad muestran que ninguna de las dos compañías había alcanzado todavía, al cierre de 2025, una generación de retornos plenamente consolidada sobre el capital invertido. CoreWeave se encontraba más cerca del equilibrio operativo, mientras que Nebius todavía presentaba pérdidas relevantes en su negocio principal.

Nebius registró un ROA y un ROE levemente positivos en 2025, pero estos indicadores estuvieron favorecidos por ganancias no operativas derivadas de la revaluación de inversiones. Su ROIC permaneció negativo en -0,06x, mostrando que el negocio operativo todavía no generaba retornos suficientes sobre el capital invertido.

CoreWeave, por su parte, presentó un ROIC prácticamente neutro, lo que refleja una operación más avanzada en escala y utilización de infraestructura. Sin embargo, su ROE fuertemente negativo evidencia el impacto de las pérdidas netas y del elevado apalancamiento financiero.

La lectura principal es que ambas compañías siguen estando en una fase de construcción de valor más que de rentabilidad estabilizada. En el caso de Nebius, la tesis de inversión dependerá de que su fuerte expansión de capacidad se traduzca en ingresos recurrentes, mejora del EBIT y, finalmente, retornos sobre el capital superiores al costo de financiar esa infraestructura.

CONCLUSIÓN DE LA COMPARACIÓN

La comparación con CoreWeave permite ubicar mejor el momento actual de Nebius. Ambas compañías participan de una misma oportunidad estructural: la creciente demanda de infraestructura especializada para inteligencia artificial. Sin embargo, CoreWeave se encuentra más avanzada en escala, monetización de activos y cercanía al equilibrio operativo, mientras que Nebius todavía atraviesa una etapa de fuerte expansión, en la que debe convertir sus inversiones y contratos firmados en ingresos recurrentes y rentabilidad sostenible.

La principal fortaleza de Nebius frente a su comparable es su posición financiera: cuenta con mayor liquidez, menor apalancamiento y más flexibilidad para financiar el despliegue de nueva capacidad. La contrapartida es que todavía presenta márgenes operativos y retornos sobre el capital claramente negativos, por lo que gran parte de su tesis de inversión depende de la ejecución futura.

Nebius parece estar recorriendo una etapa similar a la que CoreWeave atravesó anteriormente, pero partiendo de una estructura financiera más sólida. Esto puede representar una ventaja relevante si logra desplegar su infraestructura a tiempo, sostener altos niveles de utilización y transformar el crecimiento de ingresos en flujo de caja. Al mismo tiempo, el análisis confirma que se trata de

un negocio intensivo en capital, con elevada competencia y riesgos de ejecución significativos, por lo que su potencial debe evaluarse junto con la capacidad real de generar retornos superiores al costo de las inversiones realizadas.

Análisis FODA

FORTALEZAS

- Exposición casi pura a infraestructura de IA, uno de los principales cuellos de botella del ciclo actual.
- Talento técnico heredado de Yandex y liderazgo de Arkady Volozh.
- Clientes estratégicos de primer nivel, como Microsoft y Meta.
- ARR e ingresos creciendo a una velocidad extraordinaria.
- Participaciones y activos opcionales como ClickHouse, Toloka, Avride y TripleTen.

DEBILIDADES

- Negocio intensivo en capital, con capex masivo antes de la monetización completa.
- Controles internos todavía en proceso de maduración tras la reestructuración.
- Alta dependencia de Nvidia, energía, financiamiento y disponibilidad de hardware.
- Depreciación y amortización elevadas: el EBITDA ajustado puede sobreestimar la rentabilidad económica.
- Potencial concentración de clientes grandes con alto poder de negociación.

OPORTUNIDADES

- Crecimiento sostenido de la demanda de entrenamiento e inferencia de IA.
- Contratos de largo plazo que permitan financiar la expansión con menor riesgo.
- Expansión global en ubicaciones con disponibilidad energética.
- Conversión de Nebius en una plataforma full-stack para desarrolladores de IA.
- Revalorización de activos no core, como ClickHouse.

AMENAZAS

- Normalización de la oferta de GPUs y compresión de precios del cómputo.
- Competencia de CoreWeave, Oracle y hyperscalers integrados.
- Obsolescencia tecnológica acelerada de GPUs y clusters.
- Dilución accionaria o aumento de deuda si el capex excede la caja operativa.
- Cambios regulatorios, restricciones de chips y riesgos geopolíticos.

Las 5 Fuerzas de Porter

La amenaza de nuevos entrantes es media. En teoría, cualquier empresa con capital puede comprar GPUs y alquilar cómputo. En la práctica, conseguir GPUs, energía, data centers, talento técnico y clientes enterprise no es sencillo. La barrera de entrada no está en una patente, sino en la ejecución simultánea de muchas piezas escasas. Aun así, el capital está entrando agresivamente en la industria, por lo que la amenaza no puedo considerarla baja.

El poder de negociación de proveedores es alto. Nvidia domina la capa crítica de GPUs avanzadas. Los proveedores de energía, data centers, networking y financiamiento también pueden capturar valor cuando la demanda es extrema. Nebius puede reducir parte de ese riesgo mediante escala y relaciones estratégicas, pero no controla completamente su cadena de suministro.

El poder de negociación de clientes también es alto. Los clientes más valiosos son big tech, laboratorios de IA y empresas con grandes presupuestos de cómputo. Estos clientes compran volúmenes enormes y pueden negociar precios, plazos y condiciones. La ventaja para Nebius es que, en un mercado de escasez, incluso clientes grandes necesitan asegurar capacidad. Si la escasez desaparece, el poder se moverá hacia el cliente.

La amenaza de sustitutos es media-alta. Los clientes pueden usar hyperscalers tradicionales, construir infraestructura propia, optimizar modelos para requerir menos cómputo, cambiar hacia chips alternativos o reducir entrenamiento intensivo si los retornos de IA decepcionan. La inferencia puede crecer muchísimo, pero también puede volverse más eficiente por unidad de output.

La rivalidad competitiva es alta y probablemente aumentará. CoreWeave, Oracle, AWS, Azure, Google Cloud, proveedores regionales y nuevos neoclouds compiten por los mismos clientes, GPUs, energía y talento. En la fase actual, la demanda excede la oferta y la rivalidad es menos destructiva. En una fase de normalización, la competencia podría transformarse en presión directa sobre precios y márgenes.

Riesgos

En una empresa como Nebius, esta sección me parece una de las más importantes.

El primer riesgo es el **capex**. Nebius está construyendo capacidad a una velocidad extraordinaria. Eso puede ser exactamente lo correcto si la demanda continúa acelerándose, pero también puede ser peligroso si la industria entra en sobreoferta. Las GPUs son activos caros y con vida tecnológica limitada. Una mala decisión de timing puede destruir valor aun cuando la narrativa de IA siga siendo correcta.

El segundo riesgo es la **rentabilidad** real. El EBITDA ajustado de AI Cloud puede mostrar márgenes muy atractivos, pero el inversor debe mirar depreciación, reposición de hardware, costos financieros y capex de mantenimiento. La rentabilidad económica del negocio no se mide solo antes de D&A. En infraestructura IA, la depreciación no es un ajuste contable inocente: representa consumo real de activos tecnológicos.

El tercer riesgo es la **concentración de clientes**. Los contratos con Microsoft y Meta son validaciones enormes, pero también pueden generar dependencia. Si pocos clientes representan una porción muy alta del backlog, Nebius puede crecer rápido pero con poder de negociación limitado. Además, los grandes clientes pueden internalizar capacidad con el tiempo o renegociar condiciones si el mercado se normaliza.

El cuarto riesgo es la **disponibilidad de energía y hardware**. La compañía necesita GPUs de última generación, networking, refrigeración, terrenos, permisos y energía. Cualquier retraso en una de estas piezas puede afectar ingresos, márgenes y credibilidad comercial. La ejecución de data centers es compleja y los cuellos de botella pueden aparecer en lugares poco visibles.

El quinto riesgo es la **competencia**. Los hyperscalers no van a quedarse quietos. AWS, Azure, Google Cloud y Oracle tienen balances mucho más grandes y pueden invertir decenas de miles de millones. El argumento de Nebius depende de que el mercado sea suficientemente grande para que proveedores especializados sigan capturando demanda aun cuando los gigantes expandan su propia capacidad.

El sexto riesgo es **contable y de governance**. Nebius informó *material weaknesses* en controles internos sobre fixed assets y revenue recognition de TripleTen. La compañía dice haber avanzado y espera completarla, pero hasta que se resuelva definitivamente, el inversor debe aplicar un descuento de riesgo. En una empresa donde la valoración depende tanto de activos físicos e ingresos futuros, la calidad del reporting es crítica.

El séptimo riesgo es la **valuación**. Nebius ya no es una historia ignorada. El mercado empezó a reconocerla como uno de los activos más puros de AI infrastructure. Si el precio incorpora demasiado optimismo, una empresa excelente puede ofrecer retornos mediocres. La tesis no solo exige que Nebius crezca: exige que crezca lo suficiente para superar lo que ya está descontado.

Por último, el octavo riesgo que veo es la evolución futura de la **demanda de cómputo** en la nube. Actualmente, la disponibilidad de infraestructura para inteligencia artificial representa uno de los principales cuellos de botella de la industria, y compañías como Nebius están invirtiendo enormes cantidades de capital para atender una demanda que hoy parece exceder ampliamente la oferta disponible.

Sin embargo, todavía no tengo claro que toda la expansión futura de la inteligencia artificial deba sostenerse exclusivamente sobre infraestructura cloud. Ejecutar cada interacción, agente o tarea cotidiana desde grandes data centers implica altos requerimientos de energía, capacidad y costo, lo que podría favorecer progresivamente un modelo más **híbrido**.

En este sentido, resulta relevante que NVIDIA haya comenzado a impulsar computadoras personales con capacidad de ejecutar agentes y modelos de IA localmente. Personalmente, considero razonable pensar en un futuro donde muchas tareas simples y frecuentes (como organizar una agenda, resumir información almacenada en el dispositivo, responder consultas básicas o ejecutar acciones personales) puedan realizarse directamente desde un teléfono, una computadora o incluso otros dispositivos inteligentes, sin necesidad de recurrir permanentemente a la nube.

Al mismo tiempo, los trabajos más complejos (como el entrenamiento de modelos, la generación de informes extensos, la ejecución de agentes avanzados, el procesamiento masivo de información o la inferencia de modelos de gran tamaño) probablemente continúen requiriendo infraestructura cloud especializada.

Por lo tanto, el riesgo para Nebius no necesariamente consiste en que la IA local reemplace por completo su negocio, sino en que una porción relevante de las cargas de trabajo futuras termine ejecutándose directamente en los dispositivos. Si esto ocurriera en una magnitud mayor a la esperada, la demanda de capacidad cloud podría crecer menos de lo proyectado, afectando la utilización de los data centers, el poder de fijación de precios y los retornos sobre las grandes inversiones de capital que la compañía está realizando actualmente.

Este riesgo resulta especialmente importante porque la tesis de inversión en Nebius depende de que la demanda de cómputo especializado continúe expandiéndose durante muchos años y permita monetizar eficientemente una infraestructura muy intensiva en capital. En un escenario de adopción acelerada de IA local, Nebius todavía podría seguir siendo relevante para las tareas de mayor complejidad, pero el tamaño final de la oportunidad y la rentabilidad de sus inversiones podrían ser inferiores a los que hoy descuenta el mercado.

SECCIÓN 06

Los alcistas vs. los bajistas

¿Qué dicen los alcistas?

El primer argumento es la **demanda**: más de USD 40.000 millones en compromisos de clientes, contratos con Microsoft y Meta, y un ARR de USD 6.400 millones a septiembre que la empresa espera llevar a más de USD 7.000 millones en febrero de 2027. Pocas empresas en el mundo crecen así.

El segundo es el **balance**: frente a CoreWeave, Nebius tiene mucho menos apalancamiento y una base de caja importante, y además financia parte de su expansión con anticipos de clientes.

El tercero son los **activos adicionales**: ClickHouse, Toloka y Avride podrían valer varios miles de millones y no están incluidos en el valor del negocio principal.

¿Qué dicen los bajistas?

El primer argumento es el **capital**: invertir unos USD 27.000 millones en 2026 y hasta USD 45.000 millones en 2027 en activos que se deprecian en 4-6 años exige retornos muy altos. Si los precios del cómputo bajan, la rentabilidad después de depreciación puede ser muy pobre.

El segundo es la **concentración y la competencia**: pocos clientes muy grandes con mucho poder de negociación, y competidores (hyperscalers, CoreWeave, Oracle) con balances mucho más grandes.

El tercero es la **dilución**: la expansión se está financiando en parte con emisiones de acciones y convertibles, y es probable que siga siendo así.

SECCIÓN 07

Valoración

Elaboré un **descuento de flujos de caja (DCF)** a diez años con dos métodos para calcular el valor terminal: **perpetuidad** y **múltiplo de salida sobre EBITDA**. En una empresa en esta etapa, la mayor parte del valor depende del valor terminal, por lo que los resultados deben tomarse como un rango más que como un número exacto.

Inputs y asunciones del modelo

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		(27.4%)	833.7%	479.2%	**239.9%**	**472.0%**	**302.0%**	**87.0%**	**45.0%**	**30.0%**	**20.0%**	**14.0%**	**10.0%**	**6.0%**	**4.0%**
Best case	5.0%					477.0%	307.0%	92.0%	50.0%	35.0%	25.0%	19.0%	15.0%	11.0%	9.0%
Base case						472.0%	302.0%	87.0%	45.0%	30.0%	20.0%	14.0%	10.0%	6.0%	4.0%
Worst case	(8.0%)					464.0%	294.0%	79.0%	37.0%	22.0%	12.0%	6.0%	2.0%	(2.0%)	(4.0%)
Gross margin ▸ selected scenario		(100.0%)	52.2%	68.7%	**7.0%**	**76.0%**	**74.0%**	**75.0%**	**76.0%**	**76.0%**	**76.0%**	**75.0%**	**74.0%**	**73.0%**	**72.0%**
Best case	1.0%					77.0%	75.0%	76.0%	77.0%	77.0%	77.0%	76.0%	75.0%	74.0%	73.0%
Base case						76.0%	74.0%	75.0%	76.0%	76.0%	76.0%	75.0%	74.0%	73.0%	72.0%
Worst case	(3.0%)					73.0%	71.0%	72.0%	73.0%	73.0%	73.0%	72.0%	71.0%	70.0%	69.0%
EBIT margin ▸ selected scenario		(2918.4%)	(437.2%)	(115.5%)	**(1157.0%)**	**(13.0%)**	**–**	**10.0%**	**15.0%**	**18.0%**	**20.0%**	**21.0%**	**22.0%**	**22.0%**	**22.0%**
Best case	3.0%					(10.0%)	3.0%	13.0%	18.0%	21.0%	23.0%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Base case						(13.0%)	–	10.0%	15.0%	18.0%	20.0%	21.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Worst case	(4.0%)					(17.0%)	(4.0%)	6.0%	11.0%	14.0%	16.0%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%
Capex % of revenue ▸ selected scenario		845.9%	882.0%	767.2%	**831.7%**	**890.0%**	**349.0%**	**100.0%**	**60.0%**	**45.0%**	**38.0%**	**34.0%**	**31.0%**	**28.0%**	**27.0%**
Best case	(2.0%)					888.0%	347.0%	98.0%	58.0%	43.0%	36.0%	32.0%	29.0%	26.0%	25.0%
Base case						890.0%	349.0%	100.0%	60.0%	45.0%	38.0%	34.0%	31.0%	28.0%	27.0%
Worst case	3.0%					893.0%	352.0%	103.0%	63.0%	48.0%	41.0%	37.0%	34.0%	31.0%	30.0%

Fuente: elaboración propia.

Crecimiento de ventas: en el Base Case los ingresos se multiplican por 5,7 en 2026 (unos USD 3.000 millones, en línea con la guía), por 4 en 2027 (unos USD 12.200 millones, en el rango de la guía, apoyado en la capacidad que se corre a la primera mitad del año) y crecen un 87% en 2028. Después el crecimiento se modera gradualmente hasta el 4% en 2035, cuando los ingresos rondan los USD 74.000 millones.

Márgenes: el margen bruto parte del 76% en 2026, en línea con lo que muestran los primeros nueve meses, y después se ubica en torno al 72-76%. El margen EBIT parte del -13% en 2026, llega al punto de equilibrio en 2027 y sube gradualmente hasta el 22% en 2033-2035, en línea con lo que debería lograr un operador maduro de infraestructura con depreciaciones altas.

CapEx: este es el supuesto más importante. Uso el 890% de las ventas en 2026 (unos USD 27.000 millones, la guía de la empresa) y el 349% en 2027 (unos USD 42.500 millones, el punto medio de la guía). Luego baja al 100% en 2028 y gradualmente hasta el 27% de las ventas al final del período, un nivel que cubre la reposición permanente de GPUs.

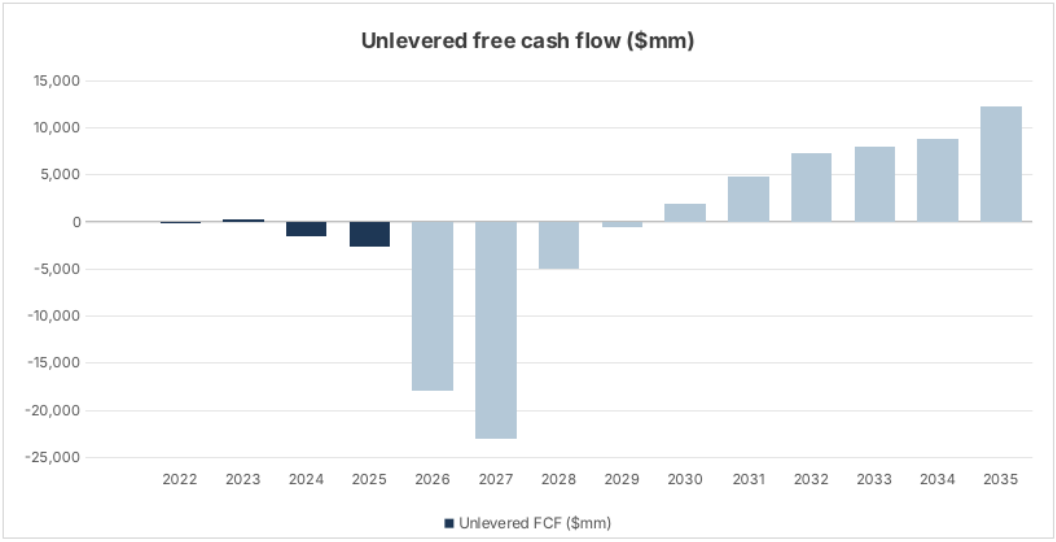
Depreciación y capital de trabajo: uso una depreciación del 22% anual sobre el activo fijo (una vida útil de unos 4-5 años para los equipos) y normalicé el capital de trabajo, porque los datos históricos están distorsionados por la base de ingresos tan chica.

Anticipos de clientes: son una pieza central del financiamiento. Los ingresos diferidos equivalen al 330% de las ventas a fin de 2026 y al 190% en 2027, en línea con los anticipos que espera la empresa (USD 10.000 millones en 2026 y USD 17.000-20.000 millones en 2027). Después bajan gradualmente

hasta el 30% de las ventas, a medida que esos anticipos se consumen como ingresos.

¿Qué indica cada escenario?

- **Base Case:** Nebius cumple su plan de expansión, los contratos firmados se convierten en ingresos y los márgenes convergen a los de un operador maduro.
- **Best Case:** la demanda de cómputo sigue superando a la oferta durante más tiempo, con mejores precios y utilización. Suma 5 puntos de crecimiento por año, 3 puntos de margen EBIT y 2 puntos menos de CapEx.
- **Worst Case:** sobreoferta de capacidad, caída de precios y menor utilización. Resta 8 puntos de crecimiento, 4 puntos de margen EBIT y suma 3 puntos de CapEx.



Fuente: elaboración propia.

Tasa de descuento (WACC)

5. Discount rate (WACC)		Value
Risk-free rate		4.9%
Equity beta (levered)	x	1.80
Equity risk premium		4.2%
Country risk premium		–
Cost of equity		12.5%
Pre-tax cost of debt		6.0%
Tax rate (debt tax shield)		25.0%
After-tax cost of debt		4.5%
Market value of equity	$ mm	46,098
Total debt	$ mm	15,960
Debt / (Debt + Equity)		25.7%
Equity / (Debt + Equity)		74.3%
WACC		10.4%

Fuente: elaboración propia.

Nebius no tiene una beta histórica representativa, porque volvió a cotizar recién en octubre de 2024. Uso una beta de 1,8, coherente con la volatilidad de la acción y del sector. Con una tasa libre de riesgo del 4,9% y una prima de riesgo de mercado del 4,2%, el **costo del equity es del 12,5%**. Para la deuda uso un costo antes de impuestos del 6%. Con una estructura de capital de 74% equity y 26% deuda, el **WACC resultante es del 10,4%**.

Para el valor terminal uso un WACC de largo plazo del 11%, por encima del actual. El WACC de hoy está bajo porque la deuda convertible pesa mucho en la estructura de capital, y no quiero que el valor de largo plazo dependa de ese financiamiento barato.

Valúo la empresa al 30 de septiembre de 2026, la fecha de su último balance. Para pasar del Enterprise Value al Equity Value resté USD 9.793 millones: deuda y arrendamientos por USD 15.960 millones, menos caja por USD 7.426 millones y participaciones en otras empresas por USD 1.604 millones, más un ajuste de USD 2.863 millones porque el CapEx del cuarto trimestre de 2026 es mucho más pesado que el promedio del año. La cantidad de acciones es de 298 millones; no incluyo las emisiones futuras, porque los flujos negativos de los próximos años ya reflejan el costo de financiar la expansión.

Resultados del modelo

MÉTODO DE PERPETUIDAD

Con un crecimiento perpetuo del 2,5% y un retorno sobre el nuevo capital invertido del 13%, el modelo arroja un Enterprise Value de USD 36.205 millones y un Equity Value de USD 26.412 millones, equivalente a **USD 88,63 por acción**.

Nebius Group N.V.

NBIS · Discounted Cash Flow · Perpetuity Growth Method

Valuation date 30 Sep 2026 · USD mm · Scenario: Base Case

AZ STOCKS Acciones de la A a la Z

INTRINSIC VALUE PER SHARE

$88.63

Current share price	$154.69
Upside / (downside)	(42.7%)

VALUATION SUMMARY

Enterprise value	36,205
Equity value	26,412
PV of forecast cash flows	(9,054)
PV of terminal value	45,259
Terminal value % of EV	125.0%
Implied exit EV / EBITDA	3.4x

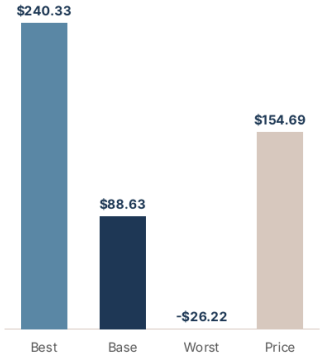
KEY ASSUMPTIONS

WACC (year 1)	10.4%
Terminal WACC	11.0%
Terminal growth (g)	2.5%
RONIC (terminal)	13.0%
Net debt & other claims	9,793
Diluted shares (mm)	298.0

SCENARIOS

Scenario	Terminal growth	Enterprise value	Equity value	Value per share	Upside
Best case	3.0%	81,410	71,617	**$240.33**	+55.4%
Base case	2.5%	36,205	26,412	**$88.63**	(42.7%)
Worst case	2.0%	1,980	(7,813)	**-$26.22**	(116.9%)
Current share price				*$154.69*	

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%
9.4%	$121.44	$124.38	$127.73	$131.55	$135.96
9.9%	$102.42	$104.52	$106.87	$109.54	$112.60
10.4%	$85.59	$87.02	**$88.63**	$90.44	$92.49
10.9%	$70.60	$71.53	$72.57	$73.72	$75.02
11.4%	$57.20	$57.74	$58.33	$58.99	$59.73

Fuente: elaboración propia.

Nota: el valor terminal representa más del 100% del Enterprise Value porque el valor presente de los flujos explícitos es negativo (unos USD 9.054 millones) por el fuerte CapEx de los próximos años. El valor terminal, en la práctica, financia ese déficit.

En el Best Case el valor es de **USD 240,33** y en el Worst Case es negativo (**-USD 26,22**): en ese escenario la deuda supera al valor del negocio. El valor presente de los flujos del período explícito es negativo (-USD 9.054 millones): todo el valor depende de lo que pase después de 2035.

Con un WACC medio punto más bajo, el valor sube a USD 107; con uno medio punto más alto, baja a USD 73.

MÉTODO DE MÚLTIPLO EBITDA

Aplicando un múltiplo de **4,5x** sobre el EBITDA del último año proyectado en el Base Case (6x en el Best Case y 3,5x en el Worst Case), el modelo arroja un Enterprise Value de USD 51.640 millones y un valor de **USD 140,43 por acción**.



Nebius Group N.V.

NBIS · Discounted Cash Flow · Exit Multiple Method

Valuation date 30 Sep 2026 · USD mm · Scenario: Base Case

AZ STOCKS Acciones de la A a la Z

INTRINSIC VALUE PER SHARE

$140.43

Current share price	$154.69
Upside / (downside)	(9.2%)

VALUATION SUMMARY

Enterprise value	51,640
Equity value	41,847
PV of forecast cash flows	(9,054)
PV of terminal value	60,694
Terminal value % of EV	117.5%
Implied perpetual growth	2.9%

KEY ASSUMPTIONS

WACC (year 1)	10.4%
Terminal WACC	11.0%
Exit EV / EBITDA	4.5x
EBITDA, final forecast year	34,629
Net debt & other claims	9,793
Diluted shares (mm)	298.0

SCENARIOS

Scenario	Exit multiple	Enterprise value	Equity value	Value per share	Upside
Best case	6.0x	110,278	100,485	**$337.20**	+118.0%
Base case	4.5x	51,640	41,847	**$140.43**	(9.2%)
Worst case	3.5x	13,321	3,528	**$11.84**	(92.3%)
Current share price				*$154.69*	

VALUE PER SHARE VS. CURRENT PRICE

SENSITIVITY · VALUE PER SHARE

Exit EV / EBITDA multiple

WACC / multiple	2.5x	3.5x	4.5x	5.5x	6.5x
9.4%	$63.59	$112.81	$162.04	$211.26	$260.48
9.9%	$56.59	$103.79	$150.98	$198.18	$245.38
10.4%	$49.91	$95.17	**$140.43**	$185.69	$230.95
10.9%	$43.52	$86.93	$130.34	$173.75	$217.17
11.4%	$37.41	$79.06	$120.70	$162.35	$204.00

Fuente: elaboración propia.

El múltiplo puede parecer muy bajo, pero tiene una lógica: en un negocio donde la depreciación y la reinversión consumen gran parte del EBITDA, el EBITDA sobreestima mucho la caja disponible para el accionista. Con un WACC de largo plazo del 11%, un múltiplo de 4,5x ya implica un crecimiento a perpetuidad del 2,9%. Usar múltiplos de software sobre una estructura que se parece más a infraestructura es justamente el error que quiero evitar.

En el Best Case el valor es de **USD 337,20** y en el Worst Case de **USD 11,84**.

Leyendo los dos métodos juntos

Promediando ambos métodos en el escenario base, llego a un **precio objetivo de USD 115 por acción**, frente a un precio de mercado de USD 154,69. Es decir, alrededor de un 26% por debajo del precio actual.

Los dos métodos difieren bastante (USD 88,63 contra USD 140,43). La perpetuidad le da poco valor al crecimiento, porque el retorno sobre el nuevo capital (13%) apenas supera al costo de capital (11%); el múltiplo de 4,5x implica un crecimiento a perpetuidad del 2,9%, algo más alto que el 2,5% que uso en el otro método. La dispersión entre escenarios es enorme: desde un valor negativo en el Worst Case hasta más de USD 300 en el Best Case. Eso refleja exactamente la naturaleza de Nebius: una opción sobre el crecimiento de la infraestructura de IA, con resultados muy distintos según cómo evolucione la demanda y cuánto capital haga falta para atenderla.

SECCIÓN 08

Conclusión

Nebius es una compañía que tomó una enorme relevancia en muy poco tiempo, impulsada por su crecimiento y por el papel que ocupa dentro del ecosistema de infraestructura para inteligencia artificial. En un contexto donde la necesidad de capacidad de cómputo crece rápidamente y la infraestructura disponible todavía es insuficiente, la compañía se encuentra expuesta a vientos de cola muy favorables. Los resultados de 2026 lo confirman: ingresos multiplicándose, un margen EBITDA ajustado del 53% en AI Cloud y clientes que ya pagan por adelantado la capacidad que necesitan.

Sin embargo, mi modelo arroja un **precio objetivo de USD 115 por acción**, alrededor de un 26% por debajo del precio actual. La razón es la intensidad de capital: cuando miro la rentabilidad después de depreciación y de la reinversión necesaria para reponer GPUs, el retorno sobre el capital en el escenario base apenas supera el costo de capital. A eso se suma el financiamiento: la expansión se paga con anticipos, pero también con deuda y con nuevas acciones. El valor depende casi por completo del valor terminal, y el rango entre escenarios es enorme.

Además, sigo teniendo la misma duda de fondo sobre la demanda futura. La inteligencia artificial requiere hoy enormes cantidades de infraestructura y energía, pero todavía no está claro cómo se distribuirán las cargas de trabajo. Mi impresión es que avanzamos hacia un modelo híbrido: una parte de la IA se ejecutará localmente en teléfonos, computadoras, vehículos y otros dispositivos para tareas cotidianas, mientras que la nube seguirá siendo necesaria para entrenamiento, procesamiento masivo de información, agentes avanzados y tareas de mayor potencia. Ese escenario no elimina la oportunidad de Nebius, pero sí introduce incertidumbre sobre el tamaño final del mercado y la utilización de sus activos.

Por este motivo, considero que Nebius es una compañía muy interesante para seguir de cerca, pero también una inversión de riesgo elevado y, a este precio, sin margen de seguridad en mi escenario base. Prefiero esperar: el punto de entrada razonable está más cerca de mi precio objetivo, o llega cuando la ejecución confirme la tesis y la capacidad nueva entre en producción a tiempo.

Nebius puede transformarse en uno de los grandes beneficiarios de la infraestructura para la inteligencia artificial. Pero la inversión exige confiar no solo en el crecimiento del sector, sino también en una ejecución muy precisa y en una demanda de cómputo en la nube que todavía considero incierta.

Alan



WEB
azstocks.net

SUBSTACK
azstocks.substack.com

X
@alan_azstocks