AZ STOCKS
Acciones de la A a la Z

Xerox

Un turnaround muy apalancado donde el equity funciona como una opción

EQUITY RESEARCH

Noviembre 2026

azstocks.net

PERFIL DE LA EMPRESA

Xerox

TESIS

Xerox atraviesa una transformación profunda tras años de presión sobre su negocio tradicional. En este análisis evalúo si puede usar la caja de un negocio en declive para construir uno nuevo, o si los riesgos del turnaround siguen siendo demasiado altos.

LA EMPRESA

Xerox es una compañía de tecnología para el entorno de trabajo, especializada en impresión, soluciones digitales y servicios IT. Mantiene relación con cerca del 90% de las empresas del Fortune 500 y con una amplia base de pymes.

Su negocio tradicional enfrenta una caída estructural del volumen de páginas impresas, a medida que la digitalización reduce la necesidad de imprimir.

PRECIO OBJETIVO
USD 1,8

POTENCIAL
+65,1%

SECTOR
Tecnología

MERCADO
NASDAQ

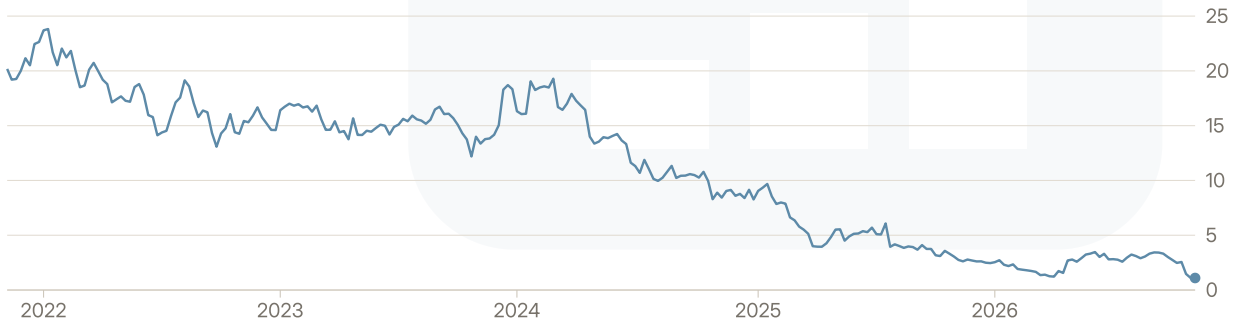
MONEDA
USD

ÚLTIMA ACTUALIZACIÓN
Noviembre 2026

DATOS DE MERCADO AL 06/11/2026

PRECIO	RANGO 52 SEMANAS	VARIACIÓN 5 AÑOS	BETA (5 AÑOS)
USD 1,09	1,06 – 3,78	-95%	2,69

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	07
04	Equipo directivo y gestión del capital	13
05	Competitividad	14
06	Los alcistas vs. los bajistas	18
07	Valoración	19
08	Conclusión	23

SECCIÓN 01

Introducción

Xerox es una de esas empresas que prácticamente no necesitan presentación. Durante décadas fue tan dominante en su categoría que prácticamente todos tuvimos contacto con alguno de sus productos.

Hoy Xerox es una compañía de tecnología para el entorno de trabajo, especializada principalmente en impresión, soluciones digitales y servicios IT. Opera a nivel global y mantiene relaciones con aproximadamente el 90% de las compañías Fortune 500, además de una amplia base de pequeñas y medianas empresas.

La historia reciente, sin embargo, es bastante menos atractiva que la historia de la marca. El negocio tradicional de impresión lleva años enfrentándose a una reducción estructural del volumen de páginas impresas, mientras la digitalización de documentos disminuye lentamente la necesidad de imprimir.

¿Puede utilizar la caja generada por un negocio en declive para construir una compañía más eficiente y diversificada antes de que ese mismo negocio se deteriore demasiado?

La empresa intenta responder a esa pregunta mediante su estrategia Reinvention, la adquisición de ITsavvy y, especialmente, la compra de Lexmark completada en julio de 2025. Xerox pagó una contraprestación cercana a USD 768 millones por Lexmark, dentro de una transacción valorada inicialmente en aproximadamente USD 1.500 millones incluyendo deuda y otras obligaciones asumidas.

La operación incrementó significativamente la escala del grupo, amplió su presencia en impresoras A4 y le permitió entrar con mayor fuerza en Asia Pacífico. También aumentó considerablemente el endeudamiento.

Ese último punto es fundamental. Xerox ya no es simplemente una empresa madura tratando de estabilizar un negocio en declive. Se ha convertido en un **turnaround altamente apalancado**, donde una parte importante de la tesis depende de que las sinergias de Lexmark aparezcan antes de que la contracción del mercado se coma esos ahorros.

SECCIÓN 02

Modelo de negocio

Actualmente Xerox divide sus operaciones en dos segmentos reportables: **Print and Other** e **IT Solutions**.

Print and Other

Sigue siendo ampliamente el corazón del negocio. En 2025 generó USD 6.272 millones de revenue externo, **aproximadamente el 89% de las ventas consolidadas.** Dentro de este segmento Xerox vende impresoras, equipos multifunción, sistemas de producción, consumibles, mantenimiento, software, servicios asociados y financiación.

Podemos dividir la oferta de impresión en tres grandes categorías:

- **Workplace Solutions.** Incluye dispositivos para oficinas, desde impresoras A4 de escritorio hasta equipos multifunción A3 utilizados por empresas. La incorporación de Lexmark es relevante en A4, donde Xerox tenía una posición menos fuerte.
- **Production Solutions.** Equipamiento de impresión de alta capacidad utilizado en imprentas comerciales, comunicaciones gráficas y entornos donde se necesitan grandes volúmenes.
- **Xerox Services.** Incluye managed print services, digitalización de documentos, automatización de workflows y otras soluciones que intentan mover la relación con el cliente desde la simple venta de hardware hacia contratos de servicios.

También se encuentra **Xerox Financial Services**, que facilita la financiación y leasing del equipamiento. Esta actividad es importante al analizar el balance porque una parte de la deuda consolidada financia activos financieros y no debería tratarse exactamente igual que deuda puramente industrial.

La distribución se realiza mediante venta directa y una red global de distribuidores, dealers, resellers, integradores y canales digitales. La adquisición de Lexmark amplió considerablemente esta red.

IT Solutions

IT Solutions es bastante más pequeño, pero estratégicamente podría ser mucho más importante. Generó aproximadamente USD 750 millones de revenue externo en 2025, **cerca del 11% del total**, después de incorporar ITsavvy.

La empresa ofrece infraestructura IT, hardware y software, gestión del ciclo de vida de dispositivos, servicios administrados, networking, ciberseguridad, cloud e infraestructura.

La idea estratégica tiene sentido: Xerox ya mantiene relaciones comerciales con miles de empresas por sus impresoras y servicios documentales. En lugar de limitarse a venderles impresoras, intenta capturar una mayor proporción de su gasto tecnológico.

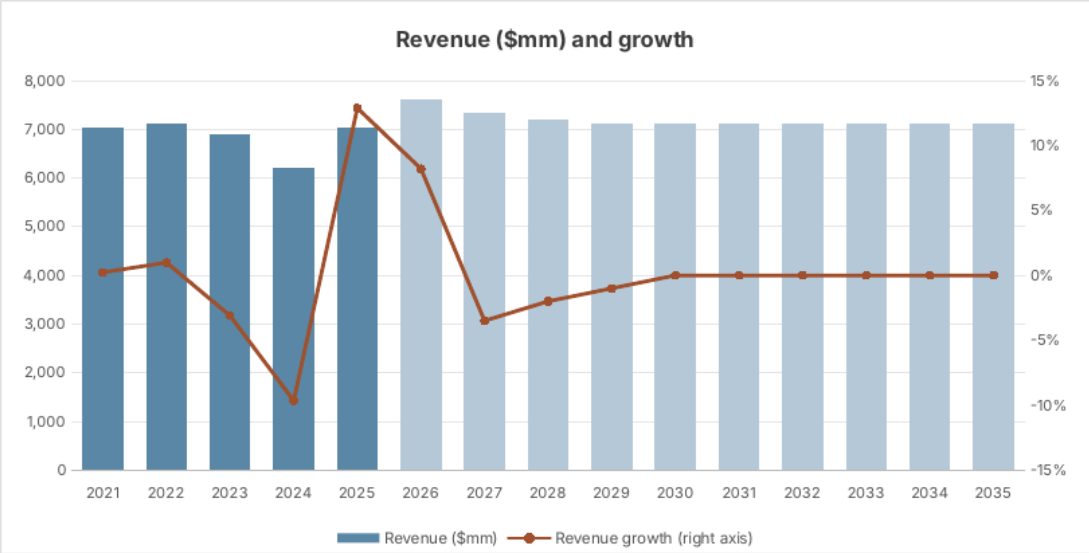
De hecho, una de las prioridades declaradas para 2026 es aumentar la penetración de IT Solutions y Digital Services dentro de la propia base de clientes de Print.

Por ahora, considero IT Solutions **una opcionalidad interesante, pero todavía no una segunda pata suficientemente grande como para cambiar la naturaleza del grupo**.

SECCIÓN 03

Calidad del negocio

Ventas



Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

La evolución de Xerox durante la última década deja bastante claro el problema estructural del negocio.

En 2016 Xerox generaba casi USD 11.000 millones de revenue. En 2019 eran USD 9.066 millones. Después llegó la pandemia, que aceleró la caída del volumen de impresión en oficinas, y en 2020 las ventas descendieron hasta USD 7.022 millones.

Entre 2020 y 2022 hubo cierta estabilización. Pero la tendencia volvió a deteriorarse posteriormente: USD 6.886 millones en 2023 y USD 6.221 millones en 2024. En 2025 las ventas regresaron a USD 7.022 millones, un crecimiento reportado del 12,9%.

A primera vista podría parecer que Xerox finalmente volvió a crecer. No fue así.

El aumento se explica principalmente por las adquisiciones. Si Lexmark e ITsavvy se incorporan también a los períodos comparables, las ventas **pro forma cayeron 7,6% durante 2025**.

El mismo fenómeno continúa en 2026. En Q2 2026 Xerox reportó USD 1.922 millones de revenue, un crecimiento del 22%. Sin embargo, sobre una base comparable pro forma, las ventas disminuyeron 6,5%.

Por ahora, **Lexmark está haciendo crecer el tamaño de Xerox, no necesariamente el negocio subyacente**.

EQUIPMENT VS POST SALE

La calidad de ingresos es mejor de lo que podría sugerir una empresa puramente fabricante de hardware. En 2025 Xerox obtuvo aproximadamente USD 1.488 millones de Equipment Sales y USD 5.534 millones de Post Sale Revenue. Es decir, alrededor del 79% de los ingresos vino de actividades posteriores a la venta del equipo.

Dentro de estos ingresos aparecen mantenimiento, consumibles, managed print services, alquileres, financiación y otros servicios. Esto genera cierta recurrencia. Una vez instalado un equipo, Xerox puede monetizar esa base durante años mediante tóner, mantenimiento, financiación y servicios.

El problema es que **recurrencia no significa crecimiento**. Si disminuye el número de equipos instalados o cada equipo imprime menos páginas, también disminuyen progresivamente los consumibles y servicios asociados. Xerox reconoce que métricas como máquinas instaladas, páginas impresas y revenue por página son fundamentales para entender la evolución futura del negocio.

Por eso no consideraría ese 79% equivalente al recurring revenue de una empresa SaaS. Es una recurrencia atada a una base instalada que, en determinadas categorías, se está reduciendo.

VENTAS POR REGIÓN

Xerox continúa siendo un negocio global, aunque su mayor parte del revenue viene de Estados Unidos. En 2025 aproximadamente el 43% del revenue se generó fuera de Estados Unidos: Europa aportó alrededor de USD 1.952 millones, Canadá USD 464 millones, Latinoamérica USD 274 millones, Asia Pacífico USD 154 millones y otras regiones USD 193 millones. Estados Unidos representó aproximadamente el 57% restante.

La incorporación de Lexmark debería mejorar especialmente la presencia en Asia Pacífico, una región donde Xerox históricamente estaba menos posicionada. Una de las razones estratégicas de la adquisición fue precisamente ampliar la cobertura geográfica y ganar presencia en A4 color.

La diversificación geográfica reduce dependencia de un único mercado, aunque introduce exposición cambiaria.

Últimos resultados: tercer trimestre de 2026

A fines de octubre Xerox presentó los resultados del tercer trimestre, el primero que ya se compara contra un período con Lexmark consolidada:

- **Ventas:** USD 1.868M, una caída del 4,7% (4,5% a tipo de cambio constante). La caída se moderó frente al -7% pro forma del segundo trimestre.
- **Equipos de impresión:** crecieron 3% hasta USD 393M, el primer crecimiento orgánico desde 2023. Los equipos de entrada crecieron 21% y los de producción 14%, mientras la gama media cayó 15%. El problema es que los equipos de entrada pierden dinero en el hardware y dependen de los consumibles y el servicio posterior para ser rentables.
- **IT Solutions:** cayó 17% hasta USD 187M. La compañía lo atribuye a equipos comerciales que todavía se están reconstruyendo y a ciclos de decisión más largos. El backlog creció 24%.
- **Rentabilidad:** el margen operativo ajustado subió hasta 6,6% (+330 puntos básicos) gracias a las sinergias de Lexmark. Sin embargo, el resultado neto fue una pérdida de USD 1.015M por un nuevo deterioro de goodwill de USD 959M. El EPS ajustado fue de apenas USD 0,02.

- **Caja:** el free cash flow del trimestre fue de USD 7M. Xerox terminó septiembre con USD 412M de caja y una liquidez total de alrededor de USD 726M.

Lo más importante fue el **recorte del guidance 2026**. El resultado operativo ajustado esperado bajó de USD 555-605M a USD 450-475M (y esa cifra incluye USD 105M de beneficio por reintegros de aranceles), y el free cash flow esperado bajó de alrededor de USD 250M a USD 50-100M. Las causas: el aumento del costo de la memoria y del petróleo (unos USD 60M), y cobros de reintegros de aranceles menores a lo esperado. El CEO reconoció que los vientos en contra "se intensificaron".

Para preservar caja, la compañía **suspendió los dividendos comunes y preferidos**. También canjeó USD 174M de bonos 2028 al 5,5% por USD 121M de bonos garantizados 2030 al 10,25% más acciones. Quedan unos USD 382M de bonos con vencimiento en agosto de 2028, frente a USD 750M a comienzos de año.

Para 2027 la empresa anticipa subas de precios desde el primer trimestre, unos USD 100M de sinergias adicionales de Lexmark, consolidación de centros de distribución e inmuebles, y un ajuste de la estructura de IT Solutions. El tamaño total del plan de costos se conocerá con los resultados del cuarto trimestre.

El mercado castigó la acción, que hoy cotiza alrededor de USD 1,09, cerca de su mínimo de 52 semanas.

Análisis vertical

INCOME STATEMENT

Fiscal year Income Statement — % of revenue	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
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	(58.8%)	(57.9%)	(58.6%)	(58.3%)	(61.9%)	(64.3%)	(65.9%)	(66.4%)	(67.7%)	(71.1%)	**(68.4%)**	**(67.1%)**
Gross Profit	**40.0%**	**40.7%**	**40.0%**	**40.3%**	**36.3%**	**34.1%**	**32.6%**	**33.6%**	**32.3%**	**28.9%**	**31.6%**	**32.3%**
Selling General & Admin Expenses	(25.6%)	(27.0%)	(25.7%)	(23.2%)	(26.4%)	(23.1%)	(24.6%)	(24.9%)	(26.0%)	(24.2%)	**(25.0%)**	**(24.6%)**
R&D Expenses	(4.3%)	(4.2%)	(4.1%)	(4.1%)	(4.4%)	(4.4%)	(4.3%)	(3.3%)	(3.1%)	(3.3%)	**(3.2%)**	**(3.7%)**
Total Operating Expenses	**(30.4%)**	**(31.8%)**	**(30.3%)**	**(27.8%)**	**(31.6%)**	**(28.3%)**	**(29.5%)**	**(28.9%)**	**(30.2%)**	**(28.7%)**	**(29.2%)**	**(29.1%)**
Operating Income	**9.5%**	**8.9%**	**9.7%**	**12.5%**	**4.7%**	**5.8%**	**3.2%**	**4.7%**	**2.1%**	**0.2%**	**2.4%**	**3.2%**
Interest Expense	(1.7%)	(1.2%)	(1.2%)	(1.2%)	(1.3%)	(1.4%)	(1.3%)	(1.0%)	(1.9%)	(3.5%)	**(2.1%)**	**(1.8%)**
EBT Incl. Unusual Items	**6.5%**	**5.4%**	**5.8%**	**9.2%**	**3.6%**	**(6.7%)**	**(4.6%)**	**(0.4%)**	**(19.5%)**	**(6.9%)**	**(9.0%)**	**(7.6%)**
Income Tax Expense	(0.6%)	(4.7%)	(2.6%)	(2.0%)	(0.9%)	0.2%	0.0%	0.4%	(1.7%)	(7.7%)	**(3.0%)**	**(1.7%)**
Net Income	**(4.4%)**	**2.0%**	**3.7%**	**14.9%**	**2.7%**	**(6.5%)**	**(4.5%)**	**0.0%**	**(21.2%)**	**(14.7%)**	**(12.0%)**	**(9.4%)**
EBITDA	14.0%	13.5%	13.9%	16.5%	9.3%	9.9%	6.3%	7.9%	6.1%	4.5%	**6.1%**	**6.9%**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El principal deterioro se observa en el **margen bruto**, que pasó de niveles cercanos al 40% entre 2016 y 2019 a apenas **28,9% en 2025**, frente al 32,3% de 2024. El coste de ventas ya representa más del 71% de los ingresos, mostrando una presión estructural sobre la rentabilidad del negocio.

Los gastos operativos se mantuvieron relativamente contenidos, representando un 28,7% de las ventas frente al 30,2% de 2024. Sin embargo, esta reducción no fue suficiente para compensar la caída del margen bruto y el **margen operativo se redujo hasta apenas 0,2%**, muy lejos del 12,5% alcanzado en 2019.

A esto se suma un fuerte aumento del peso de los intereses, que alcanzaron el **3,5% de las ventas**, frente al 1,9% del año anterior. El margen neto mejoró respecto al excepcional -21,2% de 2024, afectado por un importante impairment de goodwill, pero continuó siendo claramente negativo en **-14,7%**. Por lo tanto, la mejora del resultado neto no debe confundirse con una recuperación operativa.

BALANCE SHEET

Fiscal year Balance Sheet — % of total assets	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Total Cash And Short Term Investments	**12.3%**	**8.1%**	**7.3%**	**18.2%**	**17.8%**	**13.9%**	**9.1%**	**5.2%**	**6.9%**	**5.2%**	**5.8%**	**8.1%**
Total Receivables	**6.6%**	**8.8%**	**8.6%**	**8.4%**	**6.2%**	**6.3%**	**7.7%**	**8.6%**	**9.8%**	**12.3%**	**10.3%**	**8.9%**
Inventory	4.7%	5.7%	5.6%	4.6%	5.7%	5.3%	6.9%	6.6%	8.3%	10.3%	**8.4%**	**7.5%**
Total Current Assets	**38.7%**	**32.8%**	**31.7%**	**40.8%**	**39.2%**	**35.6%**	**35.6%**	**31.7%**	**35.1%**	**36.3%**	**34.4%**	**34.9%**
Net Property Plant And Equipment	3.7%	3.9%	3.3%	5.0%	4.9%	4.7%	4.6%	4.4%	5.1%	7.1%	**5.6%**	**5.2%**
Long-term Investments	7.9%	8.8%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	1.1%	1.0%	**0.9%**	**0.7%**
Goodwill	21.0%	24.6%	25.9%	25.9%	27.6%	24.9%	24.4%	27.4%	23.2%	22.6%	**24.4%**	**24.5%**
Other Intangibles	2.9%	3.0%	2.5%	2.1%	2.4%	2.5%	2.6%	2.4%	3.5%	10.9%	**5.6%**	**4.4%**
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%**
Total Current Liabilities	**25.8%**	**17.2%**	**21.9%**	**22.8%**	**16.8%**	**21.4%**	**28.8%**	**27.8%**	**31.3%**	**32.8%**	**30.6%**	**28.4%**
Long-Term Debt	29.4%	32.6%	28.7%	21.5%	27.5%	27.2%	24.8%	27.1%	33.6%	40.9%	**33.9%**	**30.7%**
Capital Leases	–	0.2%	0.1%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	2.2%	2.7%	**2.1%**	**1.9%**
Total Liabilities	**72.5%**	**65.5%**	**64.7%**	**61.4%**	**60.6%**	**64.7%**	**69.0%**	**72.3%**	**84.4%**	**93.1%**	**83.3%**	**76.7%**
Total Equity	**27.5%**	**34.5%**	**35.3%**	**38.6%**	**39.4%**	**35.3%**	**31.0%**	**27.7%**	**15.6%**	**6.9%**	**16.7%**	**23.3%**
Total Debt	**35.0%**	**34.6%**	**35.2%**	**30.8%**	**32.5%**	**34.3%**	**34.4%**	**34.7%**	**43.5%**	**46.6%**	**41.6%**	**38.7%**
Net Debt	22.7%	26.5%	27.9%	12.6%	14.7%	20.4%	25.3%	29.5%	36.6%	41.4%	**35.9%**	**30.7%**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El balance muestra un cambio importante en su composición durante 2025. Aunque los activos corrientes aumentaron ligeramente hasta el 36,3% del total, su calidad se deterioró un poco: la caja cayó del 6,9% al **5,2%**, mientras que cuentas por cobrar e inventarios aumentaron hasta el **11,9% y 10,3%**, respectivamente.

También destaca el fuerte aumento de los intangibles, que pasaron del 3,5% al **10,9% de los activos**, junto con un incremento del peso del PP&E. Esto refleja el cambio de perímetro experimentado por la compañía durante el último ejercicio.

El aspecto más relevante, sin embargo, está del lado del pasivo. Las obligaciones totales pasaron de representar el 84,4% de los activos en 2024 al **93,2% en 2025**, con la deuda de largo plazo aumentando del 33,6% al **40,9%**. Como contrapartida, el equity total se redujo hasta apenas el **6,9% de los activos**, frente al 15,6% un año antes y niveles superiores al 30% durante buena parte de la última década.

Xerox termina 2025 con un balance considerablemente más apalancado y con un margen de seguridad financiero mucho menor.

CASH FLOW

Fiscal year Cash Flow — % of revenue	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Net Income	**(4.4%)**	**2.0%**	**3.7%**	**14.9%**	**2.7%**	**(6.5%)**	**(4.5%)**	**0.0%**	**(21.2%)**	**(14.7%)**	**(12.0%)**	**(9.4%)**
Total Depreciation & Amortization	**4.5%**	**4.5%**	**4.2%**	**4.1%**	**4.6%**	**4.1%**	**3.2%**	**3.1%**	**4.0%**	**4.3%**	**3.8%**	**3.7%**
Stock-Based Compensation	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	1.1%	0.8%	0.8%	0.6%	**0.8%**	**0.8%**
Cash from Operations	**7.4%**	**(2.7%)**	**11.8%**	**14.7%**	**7.8%**	**8.9%**	**2.2%**	**10.0%**	**8.2%**	**3.2%**	**7.1%**	**6.5%**
Capital Expenditure	(1.3%)	(1.1%)	(0.9%)	(0.7%)	(1.1%)	(1.0%)	(0.8%)	(0.5%)	(0.7%)	(1.3%)	**(0.8%)**	**(0.9%)**
Cash Acquisitions	(0.3%)	(0.9%)	–	(0.5%)	(2.9%)	(0.8%)	(1.3%)	(0.1%)	(2.6%)	(9.6%)	**(4.1%)**	**(2.9%)**
Cash from Investing	**(0.8%)**	**1.7%**	**(0.3%)**	**23.7%**	**(3.5%)**	**(1.2%)**	**(1.1%)**	**(0.1%)**	**(3.2%)**	**(9.9%)**	**(4.4%)**	**(3.1%)**
Total Debt Issued	**17.8%**	**10.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**33.6%**	**4.4%**	**16.8%**	**20.3%**	**14.6%**	**17.9%**	**17.6%**	**14.8%**
Total Debt Repaid	**(9.2%)**	**(18.3%)**	**(3.3%)**	**(10.6%)**	**(31.7%)**	**(7.4%)**	**(24.2%)**	**(27.2%)**	**(15.9%)**	**(10.8%)**	**(18.0%)**	**(17.1%)**
Repurchase of Common Stock	–	–	(7.2%)	(6.6%)	(4.3%)	(12.6%)	(1.6%)	(7.9%)	(0.1%)	–	**(2.7%)**	**(4.4%)**
Common Dividends Paid	(2.9%)	(2.7%)	(2.6%)	(2.5%)	(3.1%)	(2.7%)	(2.3%)	(2.2%)	(2.0%)	(0.8%)	**(1.7%)**	**(2.0%)**
Cash from Financing	**5.4%**	**(9.9%)**	**(13.5%)**	**(20.2%)**	**(5.9%)**	**(18.6%)**	**(11.6%)**	**(17.5%)**	**(4.4%)**	**5.8%**	**(5.4%)**	**(9.2%)**
Free Cash Flow	6.1%	(3.7%)	10.9%	14.0%	6.8%	8.0%	1.4%	9.4%	7.5%	1.9%	**6.3%**	**5.6%**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

La generación de caja también sufrió un deterioro significativo. El cash flow operativo cayó desde el **8,2% de las ventas en 2024 al 3,2% en 2025**, mientras el margen de Free Cash Flow pasó del 7,5% al **1,9%**.

El CAPEX aumentó hasta el 1,3% de las ventas, aunque sigue siendo relativamente reducido para el tamaño del negocio. Mucho más relevante fue el efectivo destinado a adquisiciones, equivalente al **9,6% de los ingresos**, frente al 2,6% del año anterior.

La estructura de financiación también cambió. La emisión de deuda alcanzó el 17,9% de las ventas y el cash flow de financiación volvió a terreno positivo. Al mismo tiempo, Xerox eliminó prácticamente las recompras y redujo considerablemente el peso de los dividendos.

La lectura general es clara: **2025 fue un año en el que la prioridad dejó de ser devolver capital al accionista y pasó a financiar la transformación de la compañía**, con una generación de FCF todavía débil para el nivel de deuda asumido.

Ratios financieros

- **Crecimiento**

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Growth												
Revenue growth		(7.2%)	(3.3%)	(6.2%)	(22.5%)	0.2%	1.0%	(3.1%)	(9.7%)	12.9%	**0.0%**	**0.3%**
EBIT growth		(13.1%)	5.3%	20.2%	(70.8%)	23.9%	(45.2%)	46.0%	(60.2%)	(88.5%)	**(34.2%)**	**(24.8%)**
Diluted EPS growth		(91.4%)	480.0%	139.7%	(69.8%)	(404.8%)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	**n.m.**	**(404.8%)**
Change in diluted shares (dilution / buybacks)		0.4%	(1.9%)	(7.5%)	(9.4%)	(13.3%)	(14.8%)	(4.5%)	(16.8%)	1.6%	**(6.6%)**	**(9.5%)**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

Las ventas cayeron en siete de los últimos diez años. El +12,9% de 2025 se explica por la compra de Lexmark e ITsavvy; en términos pro forma cayeron 7,6%. El EBIT se desplomó un 88,5% en 2025. Durante años la cantidad de acciones bajó por las recompras, pero en 2025 volvió a subir levemente.

- **Rentabilidad**

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Profitability												
Gross margin	40.0%	40.7%	40.0%	40.3%	36.3%	34.1%	32.6%	33.6%	32.3%	28.9%	**31.6%**	**32.3%**
SG&A % revenue	25.6%	27.0%	25.7%	23.2%	26.4%	23.1%	24.6%	24.9%	26.0%	24.2%	**25.0%**	**24.6%**
R&D % revenue	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%	4.4%	4.4%	4.3%	3.3%	3.1%	3.3%	**3.2%**	**3.7%**
EBIT margin	9.5%	8.9%	9.7%	12.5%	4.7%	5.8%	3.2%	4.7%	2.1%	0.2%	**2.4%**	**3.2%**
EBITDA margin (EBIT + D&A)	14.0%	13.5%	13.9%	16.5%	9.3%	9.9%	6.3%	7.9%	6.1%	4.5%	**6.1%**	**6.9%**
Net margin	(4.4%)	2.0%	3.7%	14.9%	2.7%	(6.5%)	(4.5%)	0.0%	(21.2%)	(14.7%)	**(12.0%)**	**(9.4%)**
Stock-based compensation % revenue	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	1.1%	0.8%	0.8%	0.6%	**0.8%**	**0.8%**
Effective tax rate	8.9%	87.0%	44.3%	21.6%	25.0%	3.6%	0.9%	103.6%	(8.6%)	(110.9%)	**(5.3%)**	**(2.3%)**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El margen bruto pasó del 40% entre 2016 y 2019 al 28,9% en 2025. El margen EBIT cayó del 12,5% en 2019 a apenas 0,2%, y el margen EBITDA al 4,5%. El margen neto fue de -14,7%.

- **Flujo de caja y reinversión**

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Cash flow & reinvestment												
Cash from operations % revenue	7.4%	(2.7%)	11.8%	14.7%	7.8%	8.9%	2.2%	10.0%	8.2%	3.2%	**7.1%**	**6.5%**
FCF margin (TIKR FCF / revenue)	6.1%	(3.7%)	10.9%	14.0%	6.8%	8.0%	1.4%	9.4%	7.5%	1.9%	**6.3%**	**5.6%**
FCF conversion (FCF / net income)	n.m.	(190.8%)	290.9%	93.7%	246.9%	n.m.	n.m.	64900.0%	n.m.	n.m.	**64900.0%**	**64900.0%**
Capex % revenue	1.3%	1.1%	0.9%	0.7%	1.1%	1.0%	0.8%	0.5%	0.7%	1.3%	**0.8%**	**0.9%**
D&A % revenue	4.5%	4.5%	4.2%	4.1%	4.6%	4.1%	3.2%	3.1%	4.0%	4.3%	**3.8%**	**3.7%**
Capex / D&A	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x	0.3x	0.2x	0.2x	0.3x	**0.2x**	**0.2x**
D&A % beginning net PP&E		68.8%	63.8%	74.5%	43.8%	39.9%	36.2%	40.0%	56.4%	70.0%	**55.5%**	**48.5%**
Acquisitions % revenue	0.3%	0.9%	–	0.5%	2.9%	0.8%	1.3%	0.1%	2.6%	9.6%	**4.1%**	**2.9%**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El cash flow operativo cayó al 3,2% de las ventas y el free cash flow al 1,9%. El CapEx es bajo (1,3% de las ventas) y equivale a apenas 0,3 veces la depreciación, algo que no se puede sostener para siempre. Las adquisiciones consumieron el 9,6% de las ventas.

- **Capital de trabajo**

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Working capital												
Receivables days (DSO)	40.5	51.1	48.5	50.8	47.4	43.0	45.4	45.7	48.1	63.1	**52.3**	**49.1**
Inventory days (DIO)	48.4	57.7	53.5	47.9	70.8	56.2	62.1	52.8	60.3	74.2	**62.4**	**61.1**
Payables days (DPO)	64.8	69.9	69.2	72.7	82.5	86.2	103.8	83.3	88.7	109.5	**93.8**	**94.3**
Cash conversion cycle (DSO + DIO − DPO)	24.0	39.0	32.8	26.1	35.7	12.9	3.8	15.2	19.7	27.8	**20.9**	**15.9**
Deferred revenue % revenue	1.7%	1.7%	1.6%	1.7%	2.0%	2.8%	2.2%	2.1%	2.4%	4.3%	**2.9%**	**2.8%**
Operating NWC % revenue	(2.5%)	0.6%	0.5%	(1.8%)	(0.5%)	(5.3%)	(7.5%)	(6.5%)	(4.7%)	(6.9%)	**(6.0%)**	**(6.2%)**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

Los días de cobro subieron a 63 y los de inventario a 74, los peores de la década. Xerox compensa pagando más tarde a sus proveedores (109 días). El capital de trabajo operativo sigue siendo negativo (-6,9% de las ventas), pero depende cada vez más de los proveedores.

- **Retornos sobre el capital**

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)	770	669	704	847	248	307	168	245	98	11	**118**	**166**
Invested capital = debt + equity − cash & ST inv.	9,054	9,731	9,405	7,704	7,971	7,363	6,503	5,729	4,368	4,743	**4,947**	**5,741**
ROIC = NOPAT / average invested capital		7.1%	7.4%	9.9%	3.2%	4.0%	2.4%	4.0%	1.9%	0.2%	**2.1%**	**2.5%**
ROIC incl. cash = NOPAT / average (debt + equity)		6.0%	6.5%	8.1%	2.4%	3.1%	2.0%	3.6%	1.7%	0.2%	**1.8%**	**2.1%**
Pre-tax ROIC = EBIT / average invested capital (reference)		9.5%	9.8%	13.2%	4.2%	5.3%	3.2%	5.3%	2.6%	0.3%	**2.8%**	**3.4%**
ROE = net income / average equity		3.7%	6.7%	24.5%	3.3%	(8.7%)	(7.8%)	0.0%	(64.8%)	(104.1%)	**(56.3%)**	**(37.1%)**
ROA = net income / average total assets		1.1%	2.3%	9.0%	1.3%	(3.3%)	(2.6%)	0.0%	(14.4%)	(11.3%)	**(8.6%)**	**(6.3%)**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El ROIC cayó al 0,2%, frente a casi 10% en 2019. El ROE de -104% está distorsionado por el patrimonio muy reducido, pero el mensaje es claro: hoy Xerox no genera retorno sobre el capital que emplea.

- **Endeudamiento y liquidez**

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Leverage & liquidity												
Net debt (debt − cash & ST inv.)	4,093	4,224	4,152	1,896	2,161	2,696	2,926	2,957	3,064	4,070	**3,364**	**3,143**
Net debt / EBITDA	2.7x	3.1x	3.1x	1.3x	3.3x	3.9x	6.5x	5.5x	8.1x	12.9x	**8.8x**	**7.4x**
Interest coverage (EBIT / interest expense)	5.7x	7.5x	8.2x	10.8x	3.5x	4.3x	2.5x	4.8x	1.1x	0.1x	**2.0x**	**2.5x**
Debt / (debt + equity), book	56.0%	50.0%	49.9%	44.4%	45.2%	49.3%	52.6%	55.6%	73.6%	87.2%	**72.2%**	**63.7%**
Current ratio	1.50	1.91	1.45	1.79	2.33	1.66	1.23	1.14	1.12	1.11	**1.12**	**1.25**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

La deuda neta llegó a USD 4.070M a fines de 2025, casi 13 veces el EBITDA, y la cobertura de intereses fue de apenas 0,06x. Es el bloque más preocupante de todo el análisis.

- **Retorno al accionista y valoración**

Fiscal year	FY2016A	FY2017A	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025A	3Y avg	5Y avg
Shareholder returns & market valuation (TIKR, at fiscal year end)												
Dividends + buybacks % FCF	46.5%	n.m.	91.0%	65.4%	108.9%	192.5%	267.6%	107.1%	28.9%	42.9%	**59.6%**	**127.8%**
EV / EBITDA	10.1x	8.8x	6.7x	8.3x	10.7x	9.6x	12.4x	10.6x	11.1x	15.2x	**12.3x**	**11.8x**
EV / revenue	1.4x	1.2x	0.9x	1.4x	1.0x	0.9x	0.8x	0.8x	0.7x	0.7x	**0.7x**	**0.8x**
P/E	n.m.	38.1x	13.0x	5.9x	24.0x	n.m.	n.m.	2253.0x	n.m.	n.m.	**2253.0x**	**2253.0x**
FCF yield (FCF / market cap)	7.5%	(5.0%)	22.3%	15.9%	10.3%	13.9%	4.5%	28.8%	44.6%	43.9%	**39.1%**	**27.1%**

Fuente: elaboración propia con datos de Tikr.

El EV/EBITDA de 15x no indica que Xerox sea cara, sino que su EBITDA está muy deprimido. El FCF yield de 44% tampoco indica que sea barata: la capitalización bursátil es diminuta frente a la deuda. Los dividendos ya fueron suspendidos.

SECCIÓN 04

Equipo directivo y gestión del capital

La dirección también se encuentra en plena transición.

Steve Bandrowczak dejó el cargo de CEO en marzo de 2026 y fue reemplazado por **Louie Pastor**, hasta entonces President y COO. Pastor trabaja en Xerox desde 2018 y ha ocupado puestos relacionados con operaciones, transformación, administración, corporate development y legal.

Esto tiene una ventaja y una desventaja.

La ventaja es que conoce profundamente *Reinvention* y participó directamente en la transformación del grupo, por lo que no necesita aprender el negocio desde cero.

La desventaja es que tampoco puede considerarse un outsider completamente independiente de las decisiones que llevaron a Xerox hasta su situación actual.

Además, Xerox ha experimentado bastante rotación en puestos ejecutivos, incluida la función de CFO durante 2025. En un proceso de integración de esta magnitud, la estabilidad del equipo será importante.

La política de la compañía exige al CEO mantener exposición equivalente a **cinco veces su salario base**, y los ejecutivos deben conservar al menos el 50% de las acciones netas recibidas a través de sus incentivos de largo plazo hasta alcanzar el requisito correspondiente.

Por lo tanto, existe cierta alineación económica, aunque gran parte de la exposición proviene de compensación en acciones y no necesariamente de compras realizadas con capital propio.

En cuanto a la gestión del capital, las prioridades cambiaron por completo. Hasta 2024 Xerox pagaba un dividendo de USD 1 por acción y recompraba acciones. En 2025 recortó el dividendo, en 2026 lo suspendió y hoy toda la caja va a reducir deuda y a financiar la integración. Es la decisión correcta, pero llegó tarde: entre 2016 y 2024 la compañía destinó miles de millones a recompras y dividendos mientras el negocio se achicaba.

SECCIÓN 05

Competitividad

Ventajas competitivas

Xerox tiene ventajas competitivas reales, pero se fueron reduciendo con el tiempo.

Marca

Xerox posee una de las marcas históricamente más reconocibles del sector. Eso facilita relaciones corporativas, distribución y confianza. Sin embargo, una marca fuerte no puede proteger un mercado cuyo tamaño disminuye.

Switching costs

Una compañía que utiliza una flota de equipos Xerox integrada con sus workflows, contratos de mantenimiento y software no necesariamente cambiará de proveedor por una pequeña diferencia de precio.

Existen costes de transición, entrenamiento, soporte y compatibilidad. Son switching costs reales, aunque mucho más débiles que los de un ERP o un software crítico.

Red de distribución y servicio

La capacidad de instalar y mantener equipos en decenas de países es difícil de replicar. Después de la compra de Lexmark, la organización combinada sirve más de 200.000 clientes en alrededor de 170 países y posee una posición entre los cinco mayores jugadores globales en las principales categorías de impresión.

Escala

Lexmark fortalece considerablemente este punto. La compañía combinada posee mayor poder de compras, producción propia, capacidad de distribuir costes de I+D sobre una base mayor y mejor posición para negociar con proveedores.

Características de la industria

La industria de impresión es madura, competitiva y cada vez más consolidada.

Los grandes fabricantes necesitan mantener I+D, servicio global, supply chains complejas y canales de distribución aunque las unidades o páginas impresas no estén creciendo.

Eso favorece la consolidación. La adquisición de Lexmark puede interpretarse precisamente de esa manera. En lugar de intentar combatir individualmente un mercado en contracción, dos compañías combinan volumen y eliminan estructuras duplicadas.

El punto positivo es que una reducción gradual del número de competidores podría mejorar la disciplina de precios. El punto negativo es que **consolidar una industria decreciente no hace que deje de decrecer**.

Market share y TAM

Xerox afirma ser un líder global en Print y Managed Print Services. Después de Lexmark, la compañía combinada se encuentra entre los cinco principales jugadores en Entry, Mid y Production Print dentro de sus mercados relevantes.

La empresa también destaca que aproximadamente 65% de los ingresos pro forma proceden de fuentes recurrentes y más del 10% de IT y Digital Solutions.

La lectura del TAM merece un análisis más detallado.

El TAM tradicional de impresión no necesita crecer para que la inversión funcione. Xerox puede crear valor ganando cuota y reduciendo costes dentro de un mercado estable o ligeramente decreciente.

La verdadera expansión del TAM viene de **IT Solutions y Digital Services**.

El equipo directivo reconoce explícitamente que uno de sus objetivos estratégicos es incrementar la proporción del gasto tecnológico de sus clientes que captura Xerox.

Por eso, más que intentar proyectar un enorme TAM agregado de IT y asumir que Xerox capturará una porción, preferiría seguir algo mucho más concreto: qué porcentaje del revenue pasa de Print hacia IT y Digital cada año y si esos negocios logran crecer orgánicamente.

Principales competidores

Los competidores más relevantes en Print son:

Canon. Uno de los mayores jugadores globales en equipos de oficina, producción e imaging.

HP Inc. Especialmente fuerte en impresión de escritorio, hardware y consumibles, además de poseer enorme escala en PCs.

Ricoh. Probablemente uno de los comparables más cercanos por exposición a equipos de oficina, managed print y transformación hacia servicios digitales.

Konica Minolta. Competidor relevante en office y production print que también intenta diversificarse hacia soluciones IT.

Fujifilm Business Innovation. Jugador importante especialmente en Asia y antiguo socio histórico de Xerox.

Brother. Más expuesto a dispositivos pequeños y SMB (Small and Medium-sized Business), pero relevante tras la mayor presencia de Xerox en A4.

Xerox identifica directamente a Canon, Fujifilm Business Innovation, HP, Konica Minolta y Ricoh entre sus principales competidores.

Separaría IT Solutions porque comparar esa división contra Accenture, CDW o grandes proveedores de servicios IT no sería especialmente útil a nivel consolidado mientras siga representando una proporción pequeña de Xerox.

Las cinco fuerzas de Porter

Rivalidad entre competidores: Alta
Existen varios fabricantes globales con productos comparables, marcas reconocidas y grandes redes de distribución.
Además, el bajo crecimiento del mercado hace que ganar cuota normalmente implique quitársela a otro jugador.

Amenaza de nuevos entrantes: Baja
Entrar en printing a escala global requiere tecnología, patentes, manufacturing, distribución, relaciones empresariales y servicio posventa.
El problema de Xerox no son nuevas startups de impresoras.
Son los competidores existentes y la sustitución del producto.

Amenaza de sustitutos: Muy alta
Esta es probablemente la peor fuerza competitiva para Xerox.
El principal competidor de una página impresa no es necesariamente una impresora Canon o HP. Es **no imprimirla**: digitalización, cloud, firma electrónica, documentos colaborativos y automatización disminuyen la necesidad del producto.

Poder de negociación de proveedores: Medio
La escala combinada Xerox-Lexmark debería mejorar la posición negociadora.
La integración vertical y la fabricación de Lexmark también ofrecen mayor control de supply chain.

Poder de negociación de clientes: Medio/alto
Grandes empresas y administraciones públicas pueden negociar contratos relevantes entre varios proveedores globales.
Los switching costs y la integración con workflows reducen parcialmente ese poder, pero la competencia limita la capacidad de Xerox para aumentar precios agresivamente.

Análisis FODA

Fortalezas

- Marca global extremadamente reconocida.
- Gran base instalada y elevada proporción de revenue post sale.
- Relaciones con grandes empresas y aproximadamente el 90% de Fortune 500.
- Escala significativamente mayor después de Lexmark.
- Potenciales sinergias de al menos USD 350 millones.
- Negocio relativamente poco intensivo en CAPEX.
- Portfolio de propiedad intelectual monetizable.

Oportunidades

- Integración de Xerox y Lexmark.
- Reducción significativa de deuda.
- Cross selling de IT Solutions y Digital Services.
- Expansión en A4 y Asia Pacífico.
- Optimización del working capital.
- Mayor consolidación de la industria.
- Monetización adicional de activos no estratégicos o propiedad intelectual.
- Mayor involucramiento de accionistas relevantes como STARTEEPO.

Debilidades

- Revenue orgánico en contracción.
- Márgenes reducidos.
- Elevado endeudamiento.
- Coste financiero alto.
- FCF actualmente débil.
- Dependencia todavía muy elevada del negocio tradicional de impresión.
- Goodwill e intangibles significativos.
- Rotación reciente en management.

Amenazas

- Caída estructural del volumen de impresión.
- Que las sinergias simplemente compensen la contracción del negocio.
- Problemas de integración de Lexmark.
- Refinanciación de deuda a costes elevados.
- Nueva contracción de márgenes.
- Impairments adicionales.
- Disrupción tecnológica.
- Recesión o reducción de inversión empresarial.

SECCIÓN 06

Los alcistas vs. los bajistas

¿Qué dicen los alcistas?

El primer argumento son las **sinergias de Lexmark**: el margen operativo ajustado ya subió más de 3 puntos en el tercer trimestre y la empresa espera unos USD 100M de ahorros adicionales en 2027.

El segundo es el **apalancamiento a favor**: con una capitalización bursátil de alrededor de USD 150M frente a un Enterprise Value de más de USD 3.000M, una mejora pequeña del negocio puede multiplicar el valor de la acción.

El tercero son las **señales de estabilización**: la caída de ventas se moderó y los equipos de impresión volvieron a crecer por primera vez desde 2023, lo que debería sostener los consumibles y servicios de los próximos años.

¿Qué dicen los bajistas?

El primer argumento es la **deuda**: USD 4.200M de deuda total, cobertura de intereses casi nula y refinanciaciones a tasas cada vez más altas (los nuevos bonos garantizados pagan 10,25%).

El segundo es el **declive estructural**: cada año se imprimen menos páginas, y las sinergias pueden terminar solo compensando la caída del negocio en vez de mejorar la rentabilidad.

El tercero es la **credibilidad**: la empresa recortó el free cash flow esperado para 2026 a menos de la mitad, sumó otro deterioro de goodwill de casi USD 1.000M y IT Solutions, que debía ser el motor de crecimiento, cayó 17%.

SECCIÓN 07

Valoración

Elaboré un modelo de **descuento de flujos de caja (DCF)** a diez años con dos métodos para calcular el valor terminal: **perpetuidad** y **múltiplo de salida sobre EBITDA**. El precio objetivo surge del promedio de ambos en el escenario base.

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		(3.1%)	(9.7%)	12.9%	**(0.4%)**	**8.2%**	**(3.5%)**	**(2.0%)**	**(1.0%)**	–	–	–	–	–	–
Best case	1.5%					9.7%	(2.0%)	(0.5%)	0.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Base case						8.2%	(3.5%)	(2.0%)	(1.0%)	–	–	–	–	–	–
Worst case	(2.5%)					5.7%	(6.0%)	(4.5%)	(3.5%)	(2.5%)	(2.5%)	(2.5%)	(2.5%)	(2.5%)	(2.5%)
Gross margin ▸ selected scenario		33.6%	32.3%	28.9%	**31.6%**	**29.5%**	**29.8%**	**30.2%**	**30.5%**	**30.8%**	**31.0%**	**31.0%**	**31.0%**	**31.0%**	**31.0%**
Best case	1.5%					31.0%	31.3%	31.7%	32.0%	32.3%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%
Base case						29.5%	29.8%	30.2%	30.5%	30.8%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
Worst case	(2.0%)					27.5%	27.8%	28.2%	28.5%	28.8%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
EBIT margin ▸ selected scenario		4.7%	2.1%	0.2%	**2.4%**	**4.5%**	**4.8%**	**5.3%**	**5.7%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**
Best case	1.5%					6.0%	6.3%	6.8%	7.2%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Base case						4.5%	4.8%	5.3%	5.7%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Worst case	(2.0%)					2.5%	2.8%	3.3%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Capex % of revenue ▸ selected scenario		0.5%	0.7%	1.3%	**0.8%**	**1.3%**	**1.4%**	**1.5%**	**1.6%**	**1.7%**	**1.8%**	**1.9%**	**2.0%**	**2.0%**	**2.0%**
Best case	–					1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
Base case						1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
Worst case	0.3%					1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%

Fuente: elaboración propia.

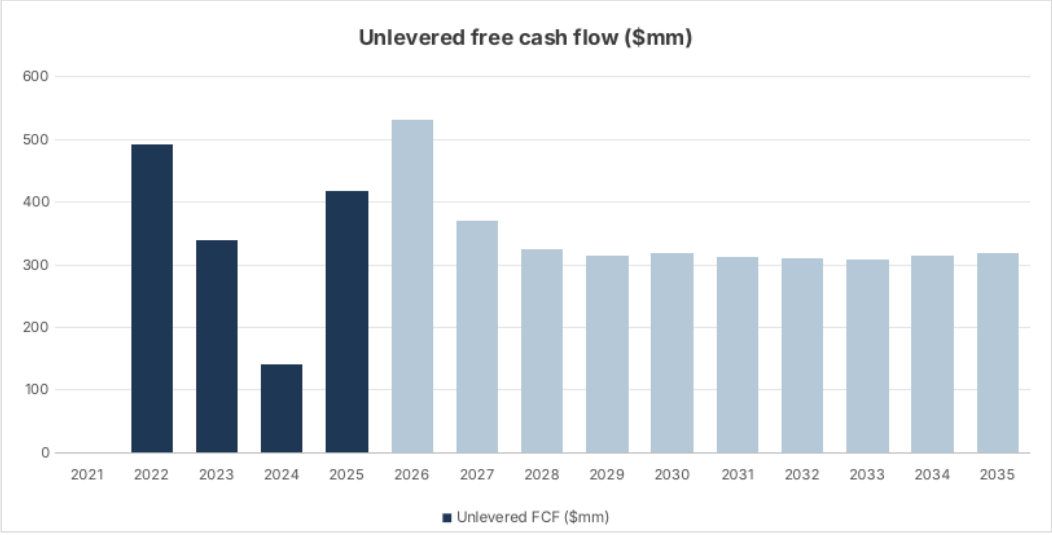
Crecimiento de ventas: en el Base Case proyecto un 8,2% en 2026, explicado por la consolidación de Lexmark durante todo el año y en línea con el guidance de alrededor de USD 7.600M. Después proyecto caídas del 3,5% en 2027, 2% en 2028 y 1% en 2029, y a partir de ahí ventas estables.

Márgenes: el margen bruto mejora gradualmente del 29,5% al 31% y el margen EBIT del 4,5% al 6% en 2030. Asumo que una parte relevante de las sinergias se materializa, pero que otra parte se la come la caída del negocio de impresión. No proyecto un regreso a los márgenes históricos de Xerox.

CapEx: sube gradualmente del 1,3% al 2% de las ventas. Es importante no asumir que Xerox puede invertir indefinidamente muy por debajo de su depreciación, porque eso inflaría artificialmente el free cash flow.

¿Qué indica cada escenario?

- **Base Case:** las sinergias compensan parcialmente la caída del negocio, las ventas se estabilizan desde 2030 y el margen EBIT llega al 6%.
- **Best Case:** el negocio se estabiliza mucho antes, IT Solutions vuelve a crecer y las sinergias superan lo esperado. Suma 1,5 puntos de crecimiento por año, 1,5 puntos de margen bruto y 1,5 puntos de margen EBIT.
- **Worst Case:** las ventas siguen cayendo durante todo el período, los costos de componentes y la deuda presionan los márgenes y las sinergias no alcanzan. Resta 2,5 puntos de crecimiento, 2 puntos de margen bruto y 2 puntos de margen EBIT, con un CapEx más alto.



Fuente: elaboración propia.

Tasa de descuento (WACC)

5. Discount rate (WACC)		Value
Risk-free rate		4.9%
Equity beta (levered)	x	2.50
Equity risk premium		4.2%
Country risk premium		–
Cost of equity		15.4%
Pre-tax cost of debt		13.0%
Tax rate (debt tax shield)		25.0%
After-tax cost of debt		9.8%
Market value of equity	$ mm	153
Total debt	$ mm	4,636
Debt / (Debt + Equity)		96.8%
Equity / (Debt + Equity)		3.2%
WACC		9.9%

Fuente: elaboración propia.

Uso una tasa libre de riesgo del 4,9%, una prima de riesgo de mercado del 4,2% y una beta de 2,5 (la histórica a cinco años es 2,69). El resultado es un **costo del equity del 15,4%**. Para la deuda uso un costo antes de impuestos del 13%: los nuevos bonos garantizados pagan 10,25%, y el canje de los bonos 2028 a alrededor del 70% de su valor nominal muestra que el mercado exige bastante más a la deuda no garantizada.

Como la capitalización bursátil es diminuta frente a la deuda, el equity representa apenas el 3% de la estructura de capital a valores de mercado. Por eso el **WACC resultante, del 9,9%**, depende casi por completo del costo de la deuda.

Para pasar del Enterprise Value al Equity Value resté USD 4.636M de deuda total (incluye arrendamientos y la financiación de los reintegros de aranceles), USD 214M de acciones preferidas y USD 15M de participaciones minoritarias. Sumé USD 412M de caja, USD 96M de inversiones y alrededor de USD 1.200M de cuentas por cobrar de la financiera, ya que una parte de la deuda financia esos préstamos a clientes y no el negocio operativo (la propia Xerox separa USD 2.900M de deuda "core"). El resultado es una deuda neta y otros pasivos de **USD 3.157M**. Uso 140 millones de acciones diluidas, incluyendo las emitidas en el canje.

Resultados del modelo

MÉTODO DE PERPETUIDAD

Con un crecimiento perpetuo del 0% y un retorno sobre el nuevo capital invertido del 8%, el modelo arroja un Enterprise Value de USD 3.371M y un Equity Value de USD 214M, equivalente a **USD 1,53 por acción**.



Xerox Holdings Corporation

XRX · Discounted Cash Flow · Perpetuity Growth Method

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

AZ STOCKS Acciones de la A a la Z

INTRINSIC VALUE PER SHARE

$1.53

Current share price	$1.09
Upside / (downside)	+40.1%

VALUATION SUMMARY

Enterprise value	3,371
Equity value	214
PV of forecast cash flows	2,015
PV of terminal value	1,356
Terminal value % of EV	40.2%
Implied exit EV / EBITDA	5.7x

KEY ASSUMPTIONS

WACC (year 1)	9.9%
Terminal WACC	9.9%
Terminal growth (g)	0.0%
RONIC (terminal)	8.0%
Net debt & other claims	3,157
Diluted shares (mm)	140.0

SCENARIOS

Scenario	Terminal growth	Enterprise value	Equity value	Value per share	Upside
Best case	1.0%	4,711	1,554	$11.10	+918.5%
Base case	0.0%	3,371	214	$1.53	+40.1%
Worst case	(1.0%)	1,900	(1,257)	-$8.98	(923.4%)
Current share price				*$1.09*	

VALUE PER SHARE VS. CURRENT PRICE

SENSITIVITY · VALUE PER SHARE

Terminal growth rate (g)

WACC / g	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
8.9%	$4.20	$4.13	$4.06	$3.98	$3.89
9.4%	$2.91	$2.82	$2.73	$2.62	$2.50
9.9%	$1.74	$1.64	**$1.53**	$1.40	$1.27
10.4%	$0.68	$0.57	$0.45	$0.31	$0.16
10.9%	($0.29)	($0.41)	($0.54)	($0.68)	($0.84)

Fuente: elaboración propia.

En el Best Case el valor es de **USD 11,10**. En el Worst Case el Enterprise Value queda por debajo de la deuda neta, por lo que el modelo arroja un valor negativo. Como una acción no puede valer menos de cero, la lectura correcta es que **en ese escenario el equity quedaría prácticamente sin valor**.

La tabla de sensibilidad muestra el problema mejor que cualquier explicación: con un WACC un punto más bajo, el valor sube a USD 4,06; con uno un punto más alto, el equity no vale nada. Cuando el equity es apenas el 6% del Enterprise Value, cualquier cambio pequeño en las hipótesis mueve el valor por acción de forma enorme.

MÉTODO DE MÚLTIPLO EBITDA

Aplicando un múltiplo de **6x** sobre el EBITDA del último año proyectado en el Base Case (7x en el Best Case y 4,5x en el Worst Case), el modelo arroja un Enterprise Value de USD 3.445M y un Equity Value de USD 288M, equivalente a **USD 2,06 por acción**.

Xerox Holdings Corporation

XRX · 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

$2.06

Current share price	$1.09
Upside / (downside)	+88.9%

VALUATION SUMMARY

Enterprise value	3,445
Equity value	288
PV of forecast cash flows	2,015
PV of terminal value	1,430
Terminal value % of EV	41.5%
Implied perpetual growth	0.5%

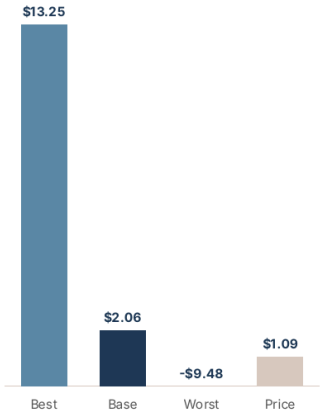
KEY ASSUMPTIONS

WACC (year 1)	9.9%
Terminal WACC	9.9%
Exit EV / EBITDA	6.0x
EBITDA, final forecast year	567
Net debt & other claims	3,157
Diluted shares (mm)	140.0

SCENARIOS

Scenario	Exit multiple	Enterprise value	Equity value	Value per share	Upside
Best case	7.0x	5,012	1,855	**$13.25**	+1115.5%
Base case	6.0x	3,445	288	**$2.06**	+88.9%
Worst case	4.5x	1,830	(1,327)	**-$9.48**	(969.5%)
Current share price				*$1.09*	

VALUE PER SHARE VS. CURRENT PRICE



SENSITIVITY · VALUE PER SHARE

Exit EV / EBITDA multiple

WACC / multiple	4.0x	5.0x	6.0x	7.0x	8.0x
8.9%	($0.24)	$1.61	$3.46	$5.31	$7.16
9.4%	($0.81)	$0.97	$2.74	$4.52	$6.29
9.9%	($1.35)	$0.36	**$2.06**	$3.76	$5.46
10.4%	($1.87)	($0.23)	$1.40	$3.03	$4.67
10.9%	($2.37)	($0.80)	$0.77	$2.33	$3.90

Fuente: elaboración propia.

El 6x es un múltiplo razonable para un negocio maduro de impresión sin crecimiento, en línea con lo que suele pagar el mercado por compañías como HP o Ricoh. Implica un crecimiento a perpetuidad del 0,5%, coherente con el escenario base.

En el Best Case el valor es de **USD 13,25** y en el Worst Case el equity vuelve a quedar sin valor.

Leyendo los dos métodos juntos

Promediando ambos métodos en el escenario base, llego a un **precio objetivo de USD 1,8 por acción**, frente a un precio de mercado de USD 1,09. Es decir, un upside de alrededor del 65%.

Pero en este caso el precio objetivo dice mucho menos que la dispersión entre escenarios: entre cero y más de USD 11. Xerox no es una acción barata en el sentido tradicional. Es una opción sobre el éxito del turnaround.

SECCIÓN 08

Conclusión

Xerox no es el tipo de compañía que compraría simplemente porque parece barata. No estamos ante un negocio ni una industria atractivos.

La tesis depende de tres variables: **estabilización de las ventas, captura de las sinergias de Lexmark y desapalancamiento**. El tercer trimestre dejó señales mixtas. Las ventas caen menos y las sinergias ya se ven en el margen operativo, pero la generación de caja es mucho más débil de lo esperado, el guidance se recortó con fuerza, IT Solutions cayó 17% y la deuda se refinancia a tasas cada vez más altas.

En mi escenario base obtengo un **precio objetivo de USD 1,8 por acción**, frente a una cotización de USD 1,09. En los papeles hay upside. Pero con USD 4.200M de deuda y una capitalización de alrededor de USD 150M, el equity funciona casi como una opción: una pequeña mejora del negocio puede multiplicar el valor de la acción, y un pequeño deterioro puede llevarlo a cero. Y ese segundo escenario no tiene una probabilidad baja.

Si las tres variables salen bien, el precio actual puede resultar demasiado pesimista. Si alguna falla de forma significativa, el accionista puede perderlo todo.

En mi opinión, es mejor evitar este tipo de inversiones. La situación de la empresa y de la industria hace que los flujos de caja futuros sean muy difíciles de predecir y el resultado puede ser bastante binario. No compraría Xerox.

Alan



WEB
azstocks.net

SUBSTACK
azstocks.substack.com

X
@alan_azstocks