

RESUMEN DE LA SEMANA PASADA

Los mercados registraron su cuarta caída semanal consecutiva, con el S&P 500 bajando un **-1,9%**, el Nasdaq un **-2,07%** y el Dow Jones un **-2,11%**, lo que llevó a todos los principales índices a un territorio aún más negativo en lo que va de 2026. La semana comenzó de forma positiva, con el mercado estadounidense subiendo un 1 %, ya que los precios del petróleo retrocedieron desde los máximos de la semana anterior y las acciones de Meta ganaron más de un 2 % tras los informes de que planeaba despidos que afectarían hasta al 20 % de su plantilla para compensar los elevados costes de la IA, junto con un acuerdo de infraestructura de IA por valor de 27 000 millones de dólares con Nebius, aunque Meta calificó posteriormente de «especulativas» las especulaciones sobre los despidos. Sin embargo, el optimismo resultó efímero, ya que la Reserva Federal mantuvo los tipos estables en el 3,5 %-3,75 % el miércoles, con un único voto en contra de Stephen Miran, que prefería un recorte de 25 pb, mientras que el gráfico de puntos mantenía las expectativas de un recorte de tipos en 2026, aunque los responsables elevaron las previsiones de inflación al 2,7 % tanto para el PCE general como para el subyacente (por encima de las previsiones anteriores), al tiempo que elevaron las estimaciones de crecimiento del PIB al 2,4 % para 2026. El presidente de la Fed, Powell, reconoció durante su rueda de prensa que «avanzaremos en materia de inflación, aunque no tanto como

esperábamos», lo que provocó que las acciones cayesen a mínimos de la sesión, con el Dow Jones registrando una caída intradía de más de 600 puntos, mientras que Powell rechazó utilizar el término «estanflación» para describir la situación actual. Las tensiones geopolíticas se intensificaron tras el bombardeo estadounidense del 13 de marzo sobre la isla de Kharg —el principal centro de exportación de petróleo de Irán, que gestiona el 90 % de las exportaciones de crudo del país—, que tuvo como objetivo más de 90 instalaciones militares, aunque respetó las infraestructuras petroleras, con Trump amenazando con atacar instalaciones energéticas si Irán seguía bloqueando el estrecho de Ormuz. Los metales preciosos sufrieron un colapso catastrófico, ya que el oro se desplomó un 10,5 % en la semana hasta los 4.492,42 dólares, su peor pérdida semanal desde septiembre de 2011, mientras que la plata cayó más de un 15,5 % hasta los 67,95 dólares (el nivel más bajo desde diciembre), lo que supuso su tercera semana consecutiva de pérdidas... un sorprendente cambio de tendencia después de que ambos metales hubieran alcanzado máximos históricos a principios de 2026, impulsados por la recogida de beneficios, la fortaleza del dólar tras la postura restrictiva de la Fed y la liquidación forzosa de posiciones apalancadas. Los mercados se desplomaron el viernes, ya que el S&P 500 se hundió un 1,5 % hasta mínimos de seis meses, el Nasdaq 100 cayó un 1,8 % y el Dow bajó un 0,96 %

hasta mínimos de cuatro meses, lo que llevó a los principales índices a un territorio de mayor corrección. La ola de ventas se aceleró después de que Irak declarara fuerza mayor en todos los yacimientos petrolíferos operados por empresas extranjeras el viernes, y el ministro de Petróleo, Hayan Abdel-Ghani, anunciara que la producción de la Compañía Petrolera de Basora se había reducido a 900 000 barriles diarios desde los 3,3 millones de barriles diarios, al suspenderse las exportaciones desde los puertos del sur. El crudo Brent cerró la semana en 112,19 dólares, mientras que los rendimientos de los bonos del Tesoro se mantuvieron elevados a pesar de las revisiones a la baja del PIB de hace dos semanas. Los mercados registraron su cuarta caída semanal consecutiva, mientras los inversores se enfrentaban a la doble amenaza del aumento de los costes energéticos y la desaceleración del crecimiento económico, sin que se vislumbra una solución clara a la crisis del estrecho de Ormuz.

FLUCTUACIONES Y DATOS MACROECONÓMICOS

FECHAS CLAVE DE LA SEMANA PASADA

16 de marzo
Índice Empire de manufactura
Dato real: -0,2 frente a la encuesta: +3,9

Producción industrial intermensual
Real 0,2 % frente a la encuesta 0,1 %

18 de marzo
IPP de demanda final intermensual
Real 0,7 % frente a la encuesta 0,3 %

IPP de demanda final interanual
Real 3,4 % frente a la encuesta 3,0 %

Decisión del FOMC sobre los tipos de interés
Real 3,75 % frente a la encuesta 3,75 %

19 de marzo
Ventas de viviendas nuevas
Real: 587 000 frente a la encuesta: 722 000

GLOBAL EQUITY INDICES	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD	4,244.09	-1.97% ↘	-6.05%	-4.20%
MSCI EM	1,463.33	-0.42% →	-7.54%	4.20%
MSCI EM LATIN AMERICA	2,891.17	-1.54% ↘	-10.61%	6.71%
MSCI AC ASIA x JAPAN	957.64	-0.03% →	-6.51%	4.84%
USA				
S&P 500 INDEX	6,506.48	-1.90% ↘	-4.84%	-4.95%
NASDAQ COMPOSITE	21,647.61	-2.07% ↘	-4.33%	-6.86%
DOW JONES INDUS. AVG	45,577.47	-2.11% ↘	-6.61%	-5.17%
RUSSELL 2000 INDEX	2,438.45	-1.68% ↘	-6.96%	-1.75%
EUROPE				
STXE 600 (EUR) Pr	573.28	-3.79% ↘	-8.67%	-3.19%
Euro Stoxx 50 Pr	5,501.28	-3.77% ↘	-10.02%	-5.01%
DAX INDEX	22,380.19	-4.55% ↘	-10.45%	-8.62%
CAC 40 INDEX	7,665.62	-3.11% ↘	-9.79%	-5.94%
FTSE MIB INDEX	42,840.90	-3.33% ↘	-8.26%	-4.68%
IBEX 35 INDEX	16,714.00	-2.02% ↘	-8.61%	-3.43%
SWISS MARKET INDEX	12,320.99	-4.04% ↘	-11.17%	-7.13%
FTSE 100 INDEX	9,918.33	-3.34% ↘	-7.17%	-0.13%
ASIA				
NIKKEI 225	53,372.53	-1.98% ↘	-6.08%	6.03%
HANG SENG INDEX	25,277.32	-0.74% →	-6.66%	-1.38%
CSI 300 INDEX	4,567.02	-2.19% ↘	-2.00%	-1.36%
SENSEX	74,532.96	-0.04% →	-10.52%	-12.54%
LATAM				
S&P/BMV IPC	64,134.90	-2.95% ↘	-9.20%	-0.27%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	176,219.40	-0.81% →	-6.69%	9.37%
MSCI COLCAP INDEX	2,230.71	2.29% ↗	-6.89%	7.87%
S&P/CLX IPSA (CLP) TR	10,277.51	-1.81% ↘	-5.91%	-1.95%

EQUITIES SECTORS	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD/ENERGY	351.07	3.33% ↗	9.29%	31.34%
MSCI WORLD/FINANCEVAL	172.15	0.01% →	-7.04%	-7.28%
MSCI WORLD BANK INDEX	176.18	-0.01% →	-9.41%	-6.09%
MSCI WRLD/COMM SVC	158.81	-1.63% ↘	-3.18%	-4.71%
MSCI WORLD/INF TECH	894.68	-1.88% ↘	-4.26%	-8.11%
MSCI WORLD/INDUSTRAL	513.39	-2.21% ↘	-8.57%	2.78%
MSCI WORLD/HLTH CARE	372.83	-2.92% ↘	-9.37%	-6.66%
MSCI WORLD/CONS DIS	444.31	-3.04% ↘	-7.38%	-11.64%
MSCI WORLD/REAL EST	1,060.14	-3.50% ↘	-8.01%	0.59%
MSCI WORLD/CON STPL	303.96	-4.21% ↘	-9.34%	2.26%
MSCI WORLD/UTILITY	209.65	-4.39% ↘	-4.51%	5.20%
MSCI WORLD/MATERIAL	400.90	-5.71% ↘	-13.78%	1.12%
PHILA GOLD & SILVER INDX	328.28	-14.50% ↘	-25.95%	-4.09%
US RATES				
	Last	5 Days	Close	12M Close
2Y	3.90	3.72	0.18	3.96 -0.06
5Y	4.01	3.86	0.15	4.01 0.00
10Y	4.38	4.28	0.10	4.24 0.14
BONDS CREDIT SPREAD				
		5 Days	Close	12M Close
EM Bonds Spread	248.70	239.2	9.5	300.41 -51.7
HY Bonds Spread	308.00	298.0	10.0	326.00 -18.0
BBB 10yr Spread	168.04	183.3	-15.3	164.93 3.1
FIXED INCOME				
		5 Days	1 Month	YTD
US High Yield	2,890.57	-0.31% ↘	-1.67%	-0.82%
EM Bonds USD	1,368.31	-0.99% ↘	-2.84%	-1.33%
EM Local Currency	149.65	-0.57% ↘	-4.66%	-2.24%
CoCos USD	148.53	-0.09% ↘	-3.49%	-1.80%
IG BBB 3-5yr USD	389.05	-0.32% ↘	-2.53%	-1.15%
IG AA Corp USD	282.59	-0.18% ↘	-2.51%	-1.11%

COMMODITIES	Last	5 Days	1 Months	YTD
CRB INDEX	367.12	0.36% →	18.37%	22.87%
WTI	98.23	-0.49% →	47.96%	71.07%
Brent	116.24	12.24% ↗	60.84%	86.15%
US Natural Gas	3.10	-1.15% ↘	1.58%	-16.03%
S&P GSCI Precious Metal	6,127.80	-10.14% ↘	-12.78%	5.31%
Gold	4,492.42	-10.50% ↘	-12.04%	4.01%
Silver	67.95	-15.69% ↘	-19.73%	-5.19%
Platinum	1,928.60	-4.92% ↘	-10.66%	-6.40%
Palladium	1,414.63	-8.96% ↘	-19.06%	-12.68%
S&P GSCI Ind Metal Index	555.20	-5.94% ↘	-2.63%	0.51%
Aluminum	3,215.00	-6.53% ↘	3.63%	7.33%
Copper	11,834.73	-6.65% ↘	-8.12%	-4.97%
Nickel	16,827.20	-1.35% ↘	-1.85%	1.98%
S&P GSCI Agriculture	368.05	-0.45% →	5.32%	4.44%
CURRENCIAS				
	Last	5 Days	1 Month	YTD
CHF vs. USD	0.7880	0.39% ↗	-1.57%	0.58%
JPY vs. USD	159.2300	0.31% ↗	-2.63%	-1.58%
CAD vs. USD	1.3723	-0.04% ↘	-0.31%	0.01%
EUR vs. USD	1.1572	1.36% ↗	-1.80%	-1.48%
GBP vs. USD	1.3341	0.84% ↗	-1.03%	-0.99%
AUD vs. USD	0.7023	0.60% ↗	-0.82%	5.25%
BRL vs. USD	5.3159	0.15% ↗	-2.64%	2.99%
MXN vs. USD	17.8997	0.26% ↗	-4.28%	0.61%
COP vs. USD	3,719.15	-0.56% ↘	-0.28%	1.57%
CNY vs. USD	6.9036	0.00% ↗	0.02%	1.22%
EUR vs. CHF	0.9118	-0.92% ↘	0.23%	2.08%
DOLLAR INDEX	99.6470	-0.71% ↘	1.89%	1.35%
BITCOIN	70,710.16	-4.75% ↘	3.43%	-19.32%

FECHAS CLAVE DE LA PRÓXIMA SEMANA

23 de marzo
Gasto en construcción (mensual)
Encuesta: 0,1 %

24 de marzo
PMI manufacturero de EE. UU.
de S&P Global
Encuesta 51,2

PMI de servicios de EE. UU.
de S&P Global
Encuesta 52,0

25 de marzo
Balanza por cuenta corriente
Encuesta -210 000 millones de dólares

27 de marzo
Índice de confianza de la
Universidad de Michigan
Encuesta 54,0

VISIÓN DE IN ON CAPITAL SA

Asset Class	U	N	O
Renta Fija			
Renta Variable			
Alternativos			
Regions (Equity)	U	N	O
North America			
Europe			
Emerging Markets			
Japan			
Equity Sectors	U	N	O
Consumer Staples			
Health Care			
Telcom Services			
Utilities			
Consumer Disc.			
Energy			
Financials			
Industrials			
Technology			
Real Estate			
Materials			

Los mercados se enfrentan a una inusual confluencia de riesgos, a medida que se intensifican las preocupaciones por la estanflación tras la inesperada pérdida de 92 000 puestos de trabajo en febrero, junto con la fuerte subida del petróleo hasta cerca de los 100 dólares por barril, impulsada por el conflicto con Irán y el bloqueo del estrecho de Ormuz. La Fed se enfrenta a un complicado dilema de política monetaria: la debilidad de los mercados laborales aboga por recortes de tipos, mientras que la inflación impulsada por la energía exige moderación. Creemos que la Fed antepondrá la estabilidad económica al riesgo de inflación, ya que esta última está impulsada por la oferta.

Las tensiones en el crédito privado han salido a la luz con la decisión de BlackRock de limitar las retiradas de su fondo HPS de 26 000 millones de dólares, lo que confirma las advertencias sobre desajustes de liquidez amplificados por los temores a la disrupción provocada por la IA. Con todos los principales índices en negativo en lo que va de año y las tensiones geopolíticas sin visos de resolverse, la corrección del mercado que anticipamos a principios de este año se está produciendo ahora. Se prefiere ahora un posicionamiento defensivo hasta que el mercado se estabilice. Mantenemos una visión estratégicamente positiva sobre el sector sanitario y los productores relacionados con las materias primas; la corrección actual es una oportunidad de compra.

La caída del sector del software ha creado oportunidades

El sector del software ha sufrido una de las correcciones más violentas y desorientadoras de su historia. **En solo dos meses, el ETF iShares Expanded Tech-Software Sector (IGV) cayó más de un 22 %, lo que elevó su caída total desde su máximo a más del 35 %, borrando años de riqueza acumulada por los inversores en una venta masiva que llegó sin previo aviso y con aún menos selectividad** (gráfico 1). Solo entre enero y febrero de 2026, se evaporaron aproximadamente 2 billones de dólares en capitalización bursátil de las empresas de software, una asombrosa destrucción de valor que ha obligado a todos los inversores institucionales a plantearse una pregunta fundamental: ¿se trata de una distorsión temporal o del comienzo de un declive estructural permanente? La respuesta, en nuestra opinión, es sin lugar a dudas la primera, y las pruebas que respaldan la posibilidad de una reentrada son convincentes.

Antes de entrar en el aspecto fundamental, el segmento resulta técnicamente atractivo en los niveles actuales. **Tras una caída superior al -35 %, los precios han alcanzado ahora un importante soporte que se corresponde con los mínimos de 2023-2004 y 2025** (gráfico 1) y no vemos que los precios rompan fácilmente este soporte. **El gráfico a largo plazo confirma un escenario de estabilización, ya que los precios han alcanzado la parte más baja de la banda de Bollinger mensual, que corresponde a 2 desviaciones estándar de la media móvil de 20 meses** (gráfico 2)... En otras palabras, las probabilidades apuntan a un repunte hacia la media móvil de 20 meses, situada un 20 % por encima.

Gráfico 1: ETF iShares Expanded Tech-Software / Gráfico semanal



Gráfico 2: ETF iShares Expanded Tech-Software / Gráfico mensual



EL TEMA DE LA SEMANA

El motivo de la fuerte corrección

Para comprender por qué se produjo la venta masiva, hay que entender la arquitectura del miedo que la impulsó. El sector del SaaS se había construido sobre una premisa engañosamente elegante: que el software, con su escalabilidad infinita, su coste marginal casi nulo y sus ingresos recurrentes basados en suscripciones, representaba el modelo de negocio más defendible jamás concebido. Durante una década, esa premisa se vio confirmada. Los múltiplos se expandieron sin cesar, y los ratios EV/ingresos medianos de las empresas SaaS que cotizan en bolsa alcanzaron entre 11 y 12 veces en el pico de la pandemia de 2021, impulsados por los tipos de interés cero y una aceleración sin precedentes en la adopción digital por parte de las empresas. Los inversores recompensaron la previsibilidad del sector con una prima que rayaba en lo incondicional. Esa fe incondicional se rompió a principios de 2026. **Tras el reciente colapso, las valoraciones actuales se sitúan ahora en un nivel muy atractivo de 7,68 veces EV/ingresos, justo por debajo de la media de los últimos 10 años, que es de 8,17 veces** (gráfico 3).

El catalizador fue la aparición de la inteligencia artificial agentiva a escala empresarial. Las empresas comenzaron a informar de una significativa «compresión de puestos»: el fenómeno por el cual un único agente de IA sustituye la necesidad de docenas de licencias de software que antes poseían los empleados humanos, lo que amenaza directamente la arquitectura de precios por puesto que había sustentado los modelos de ingresos del SaaS durante dos décadas. Varias empresas de SaaS informaron de una ralentización del crecimiento en los resultados del cuarto trimestre de 2025, no porque la IA no lograra impulsar la productividad, sino precisamente porque lo hizo demasiado bien: los clientes comenzaron a reducir las licencias de software en lugar de añadir las. **El mercado, ante esta evidencia, hizo lo que hacen los mercados cuando se enfrentan a la incertidumbre estructural: vendió indiscriminadamente, castigando a las franquicias más fuertes junto con las más débiles con la misma o incluso mayor ferocidad** (gráfico 4).

Gráfico 3: EV/Ventas del índice S&P 500 Software (7,68x)

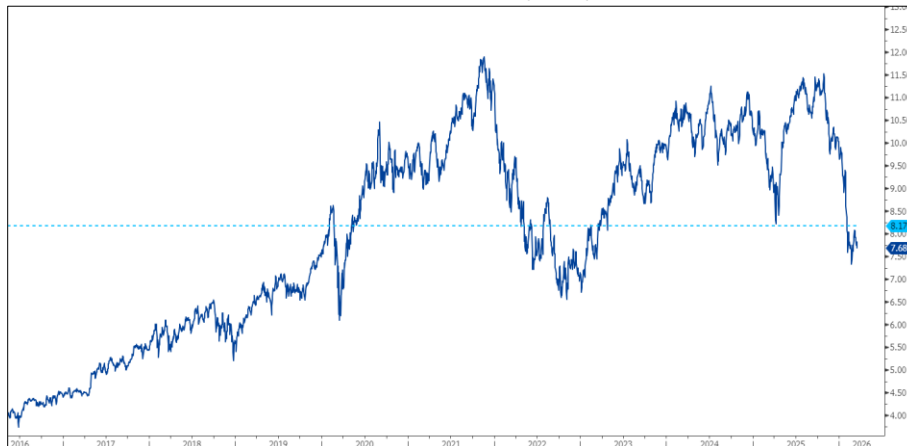
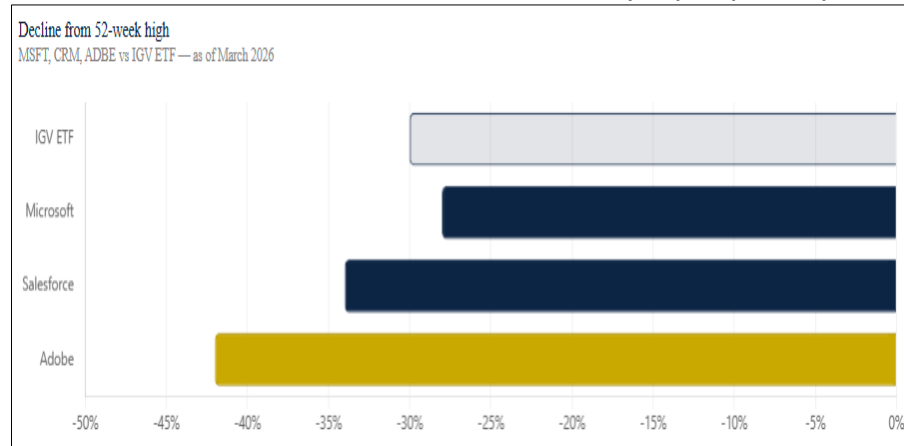


Gráfico 4: Caída desde el máximo de 52 semanas del ETF IGV y las principales empresas



EL TEMA DE LA SEMANA

Empresas con mejor y peor rendimiento

El contexto macroeconómico agravó el daño. Los hiperescaladores se han comprometido a invertir entre 660 000 y 690 000 millones de dólares en infraestructura de IA en 2026, casi el doble de los niveles de 2025, y gran parte de ese capital se ha redirigido explícitamente desde los presupuestos de software empresarial (gráfico 5). Los directores de sistemas de información (CIO), atrapados entre la urgencia de financiar la infraestructura informática de IA y la necesidad de racionalizar las crecientes pilas de SaaS, han respondido consolidando proveedores, eliminando soluciones puntuales y aplazando nuevos compromisos de software. Se espera que el crecimiento del presupuesto de TI se desacelere hasta solo el 3,4 % en 2026, pero la reasignación interna es mucho más drástica de lo que implica esa cifra global, ya que los fondos se desvían del software de aplicaciones hacia la informática. El resultado es visible en los datos de valoración: el múltiplo EV/ingresos mediano del sector se ha comprimido desde su máximo de 2021, de aproximadamente 11-12 veces, hasta situarse hoy en 7,68 veces, borrando por completo la revalorización impulsada por la IA que se produjo entre 2023 y 2025 y acercándose a los niveles mínimos vistos por última vez durante la crisis de tipos de 2022 (gráfico 2). Sin embargo, es precisamente en este nivel de pesimismo donde se cristaliza la oportunidad contrarian. El defecto crítico de la narrativa actual del mercado es su carácter categórico. No todo el software es igual, y no todo el software está igualmente expuesto al desplazamiento por agentes. La venta masiva ha tratado a muchas empresas con el mismo desprecio que ha mostrado hacia los proveedores de soluciones puntuales indiferenciadas, sin ventaja competitiva, sin ventaja de datos y sin costes de cambio —un error analítico fundamental que los inversores disciplinados pueden aprovechar—. El software de misión crítica —sistemas ERP, plataformas CRM e infraestructura creativa— construido sobre años de profunda integración empresarial y que representa miles de millones de dólares en inversión de implementación no puede ser desplazado de la noche a la mañana, independientemente de lo capaces que lleguen a ser los agentes de IA. En cualquier caso, las empresas que han obtenido mejores resultados han sido principalmente las de ciberseguridad, ya que se encuentran en un punto óptimo estructural: la IA agentiva no amenaza su modelo de ingresos, sino que, de hecho, lo amplifica. Estas empresas son beneficiarias netas de la proliferación de la IA, no víctimas de ella (gráfico 6).

Gráfico 5: Gasto en infraestructura de IA de los hiperescaladores

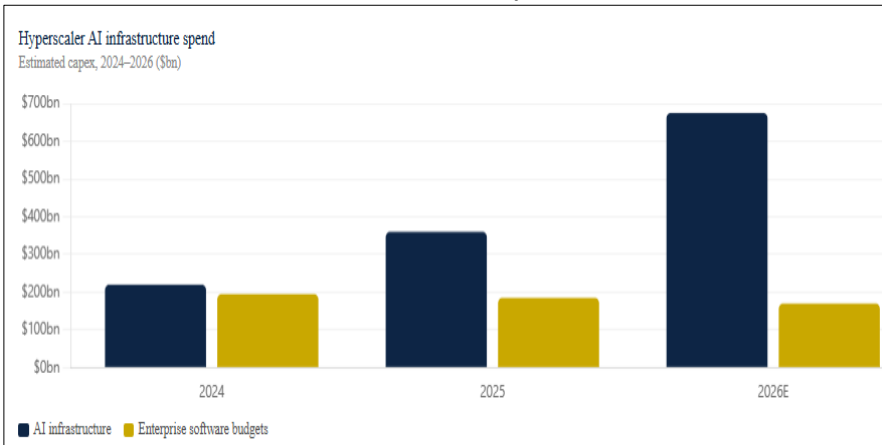
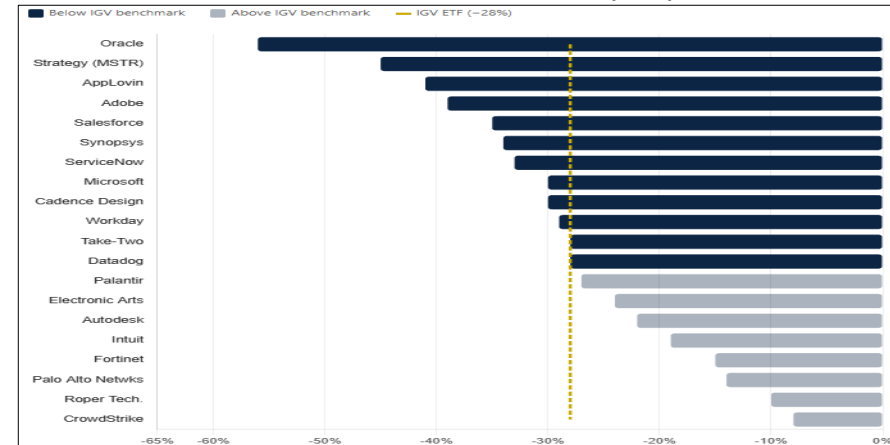


Gráfico 6: Caída desde el máximo de 52 semanas — Las 20 principales



EL TEMA DE LA SEMANA

Casi todas las empresas que han corregido más que el índice de referencia IGV encajan en una de estas dos categorías. La primera es la de las empresas dedicadas exclusivamente al SaaS empresarial con una elevada exposición a los ingresos por licencia: Salesforce, ServiceNow, Workday y Adobe (y, en cierta medida, Microsoft) son precisamente las empresas que más teme el mercado en un mundo de IA autónoma, donde un solo agente de IA puede sustituir a docenas de licencias. Estas empresas son los objetivos típicos de la narrativa del «SaaSocalypse». La segunda categoría es la corrección de valoraciones tras revalorizaciones extremas impulsadas por la IA. Oracle se había triplicado desde sus mínimos de 2023 gracias al entusiasmo por la infraestructura de IA antes de corregir un 56 %; eso no es un deterioro del negocio, es una prima especulativa que se evapora. La ironía (y la oportunidad) es que las empresas más penalizadas, Adobe, Salesforce y Microsoft, son también las que cuentan con una mayor integración empresarial, los balances más sólidos y las hojas de ruta de monetización de la IA más creíbles. Las oportunidades de inversión más atractivas en cualquier clase de activos surgen no cuando las perspectivas son claras y tranquilas, sino cuando el miedo ha empujado los precios tan por debajo del valor intrínseco que el margen de seguridad se vuelve innegable. **Las mayores empresas de software cotizan ahora con un importante descuento en el PER en comparación con los niveles medios de los últimos cinco años y se consideran atractivas para los inversores a largo plazo** (gráfico 7).

Los negocios subyacentes de las franquicias más sólidas del sector siguen generando ingresos récord, un flujo de caja libre robusto y un fuerte margen bruto superior al 70 % (gráfico 8). La desconexión entre el precio y la realidad fundamental es ahora muy pronunciada. En cualquier otro sector de la economía global, un negocio que operara con un margen bruto del 70 % se consideraría extraordinario. El mercado ha pasado los últimos doce meses tratando a estas empresas como si su economía estuviera en crisis. Por mucho que la IA agentiva deteriore el modelo de ingresos SAAS basado en puestos de trabajo, los sistemas de software empresarial de referencia tardan años, a veces décadas, en sustituirse. El coste y el riesgo operativo de eliminar una plataforma CRM o ERP de misión crítica son enormes, y ningún director de sistemas de información va a dismantelar una infraestructura de la que dependen miles de empleados basándose en una capacidad teórica de IA que aún no se ha validado a gran escala en su sector específico.

Gráfico 7: PER futuro frente a la media de 5 años de las principales empresas de software

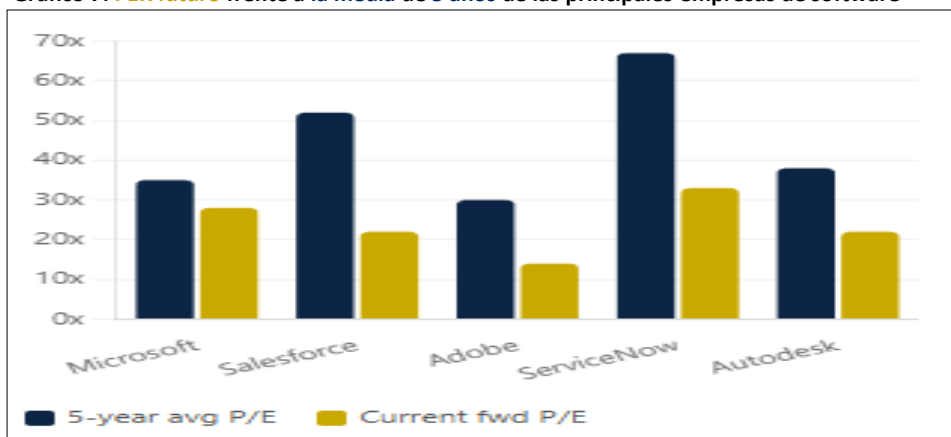
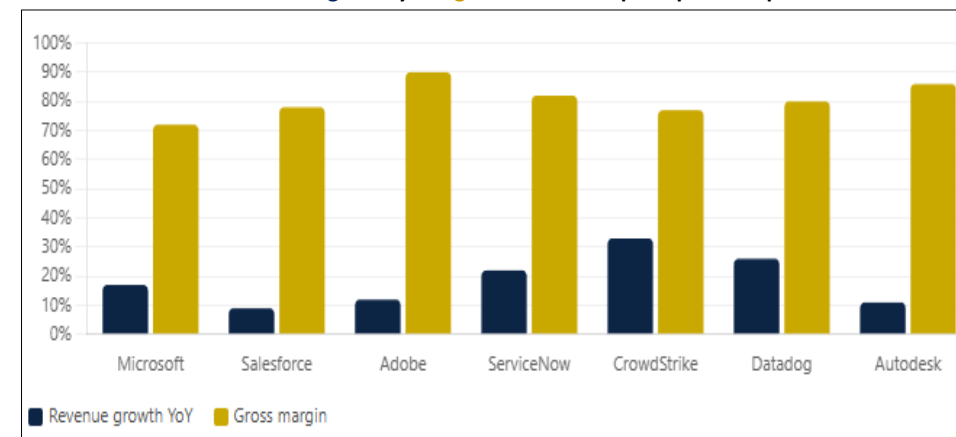


Gráfico 8: Crecimiento de los ingresos y margen bruto de las principales empresas de software



EL TEMA DE LA SEMANA

CONCLUSIÓN: Oportunidades especiales

A los niveles actuales, aconsejamos a los inversores que empiecen a acumular posiciones en el sector a nivel global a través del ETF Ishares Expanded Tech-Software. Para quienes seleccionan acciones, hemos elegido tres empresas que han corregido mucho desde sus máximos y que podrían considerarse oportunidades a los niveles actuales:

- **Microsoft** (gráfico 9): Podría decirse que es la inversión en software más atractiva disponible hoy en día a los precios actuales. La acción ha corregido casi un 30 % desde su máximo histórico de octubre de 2025, pero el negocio está rindiendo a un nivel con el que la mayoría de las empresas solo podrían soñar. Microsoft no es una víctima de la revolución de la IA. Es la capa de infraestructura sobre la que se está construyendo la revolución de la IA. Copilot, integrado en Microsoft 365 y Azure, es el producto de IA más ampliamente distribuido en la historia empresarial, y su monetización a través de actualizaciones de licencias y un mayor ingreso promedio por usuario apenas está comenzando. La empresa genera más de 50 000 millones de dólares en ingresos por la nube cada trimestre, con márgenes brutos cercanos al 72 %, y cotiza con un PER futuro de aproximadamente 28 veces, frente a una media de cinco años de 35 veces. Para un negocio que crece a un ritmo superior al 20 % anual y cuenta con una base de ingresos recurrentes de más de 160 000 millones de dólares, se considera una oportunidad.
- **Salesforce** (gráfico 10): Tras una caída de casi el 50 %, la empresa ha completado recientemente la mayor emisión de deuda de su historia, con la emisión de 25 000 millones de dólares en bonos senior destinados específicamente a financiar un programa acelerado de recompra de acciones, una medida que pone de manifiesto la extraordinaria convicción de la dirección respecto a la actual infravaloración de la acción. Los ingresos crecen un 9 % interanual, con un margen bruto del 78 % y un margen operativo del 22 %; los ingresos netos se dispararon un 35 % en el último trimestre, y la empresa se ha fijado un objetivo de ingresos de 60 000 millones de dólares para el ejercicio fiscal 2030. Sin embargo, la acción cotiza en su nivel más bajo en casi una década en términos de beneficios futuros.

Gráfico 9: Microsoft (383,42 dólares)

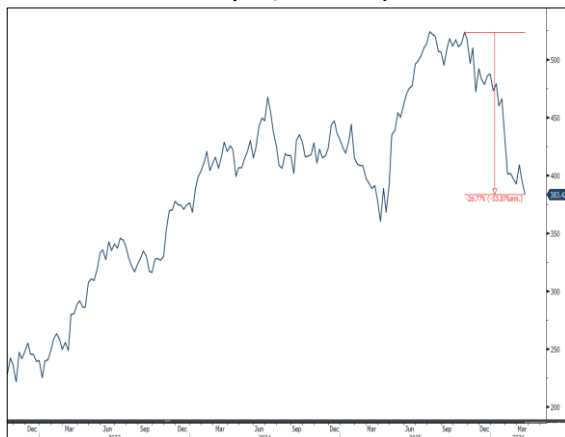
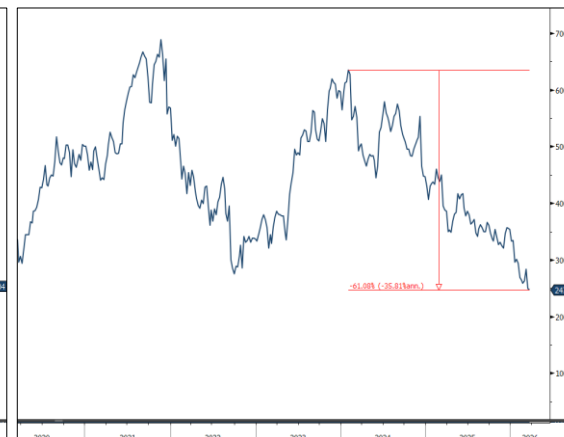


Gráfico 10: Salesforce (193,93 \$)



Gráfico 11: Adobe (247,04 \$)



EL TEMA DE LA SEMANA

- **Adobe** (gráfico 11): Merece la pena detenerse especialmente en la posición de Adobe. **Su margen bruto de aproximadamente el 90 %** (gráfico 8) es el más alto de todo el grupo, pero su crecimiento de ingresos del 12 % es el más bajo entre las empresas que aparecen en el gráfico 8. Esta es precisamente la causa de la actual valoración errónea. El mercado está extrapolando esa tasa de crecimiento del 12 % hacia el futuro y aplicándole un múltiplo reducido, ignorando el hecho de que un negocio con un margen bruto del 90 %, 19 700 millones de dólares en cartera de pedidos y un margen operativo del 35 % genera un volumen extraordinario de flujo de caja libre por cada dólar de ingresos — efectivo que se devuelve sistemáticamente a los accionistas a través de uno de los programas de recompra de acciones más agresivos del sector. Adobe no necesita crecer un 25 % para justificar una valoración sustancialmente más alta que la que tiene actualmente.

Por último, para los inversores que temen una mayor presión bajista sobre el sector, consideramos que los niveles actuales son muy atractivos para construir una solución estructurada con un precio de ejercicio bajo. En dicha estructura y con la volatilidad actual, un nivel de ejercicio bajo del 60 % al 75 % podría proporcionar un atractivo cupón del 10 % al 13 % para los inversores. Este cupón remunera generosamente al inversor por asumir el riesgo de entrar potencialmente entre un -25 % y un -40 % desde los niveles actuales, ya de por sí muy bajos. En otras palabras, si combinamos los niveles de entrada potenciales con los dos cupones garantizados recibidos durante los dos años, los inversores se enfrentarían a un riesgo de pérdida muy bajo con esta solución.

UNDERLYING	AMOUNT	CCY	MATURITY	LOW STRIKE	AUTOCALL		GUARANTEED
					LEVEL	FREQUENCY	P.A.
Microsoft, Salesforce, Adobe	500,000	USD	24M	75%	YES	From Q4	13.21%
Microsoft, Salesforce, Adobe	500,000	USD	24M	70%	YES	From Q4	12.28%
Microsoft, Salesforce, Adobe	500,000	USD	24M	65%	YES	From Q4	11.33%
Microsoft, Salesforce, Adobe	500,000	USD	24M	60%	YES	From Q4	10.38%

Aviso Legal

In On Capital, S.A. pone a disposición este contenido únicamente con fines informativos y sin la intención de constituir una solicitud u oferta, recomendación o asesoramiento para adquirir o vender derechos sobre valores o productos de inversión o ser parte de cualquier transacción de cualquier tipo, en particular con cualquier receptor que no sea un inversionista calificado, autorizado, elegible y /o profesional. Este contenido es para uso exclusivo del destinatario y no se puede comunicar, imprimir, descargar, usar o reproducir para ningún otro propósito. No está destinado a ser distribuido a personas físicas o jurídicas que sean nacionales de un país, ni a ser utilizado por dichas personas, o está sujeto a la jurisdicción de una jurisdicción cuyas leyes o reglamentos prohíben dicha distribución o uso. Si bien In On Capital hará todo lo posible para obtener información de fuentes que considere confiables, In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas no asumen ninguna responsabilidad por este contenido y no ofrecen ninguna garantía. Los datos mencionados son exactos, completos o confiables. Por lo tanto, In On Capital no asume ninguna responsabilidad por cualquier pérdida resultante del uso de este contenido. La información continua, las revisiones y las evaluaciones en este documento se aplicarán en el momento de la publicación y pueden revocarse o modificarse sin previo aviso. Este contenido está destinado solo a destinatarios que entienden los riesgos involucrados y pueden asumirlos. Antes de realizar cualquier transacción, los destinatarios deben determinar si el producto o producto de inversión mencionado en el contenido corresponde a sus circunstancias particulares y deben asegurarse de evaluar independientemente (con sus asesores profesionales) los riesgos específicos y las consecuencias legales, fiscales y contables y las condiciones de elegibilidad para cualquier compra, tenencia o venta de valores o productos de inversión mencionados en el contenido. In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas pueden tener intereses en las inversiones descritas en este documento y/o estar obligados por compromisos de suscripción a dichas inversiones. In On Capital no garantiza la idoneidad de la información, avisos o valores y productos de inversión mencionados. Los datos históricos de rendimiento de valores y productos de inversión o activos subyacentes no son una unidad organizativa responsable de la investigación financiera. In On Capital está sujeto a requisitos regulatorios separados y ciertos servicios, valores y/o productos de inversión pueden no estar disponibles en todas las jurisdicciones o para todo tipo de destinatarios. Los destinatarios deberán cumplir con todas las leyes y regulaciones aplicables. Este documento no está destinado a proporcionar servicios, valores y/o productos de inversión en países o jurisdicciones en los que dicha oferta sería ilegal según las leyes y regulaciones locales aplicables. In On Capital, S.A. es una entidad regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá SMV 296/2014.