

Nebius Group N.V.

De “Google” ruso a NeoCloud Estadounidense

Cotización			Nuestra Lectura	
Nasdaq	NBIS	USD 200	Positiva	<input checked="" type="radio"/>
BYMA	NBIS.BA	ARS 10.980	Neutra	<input type="radio"/>
Ratio	27:1		Cautela	<input type="radio"/>

nota: ver matriz de convicción del mercado en el apéndice

Nebius Group N.V. (NBIS o la Compañía a lo largo de este reporte) es una empresa de infraestructura de inteligencia artificial fundada en 2024, con sede en Ámsterdam y cotización en el Nasdaq. Sus raíces datan de 1997, cuando Arkady Volozh co-fundó Yandex, el principal motor de búsqueda de Rusia, con más de 200 millones de usuarios en su momento de mayor relevancia. Tras la invasión rusa a Ucrania en 2022, Arkady emprendió una reestructuración histórica en Yandex y vendió sus activos rusos para reemerger como Nebius Group en el segundo semestre de 2024, reorientando la totalidad de sus recursos hacia la infraestructura de inteligencia artificial a escala global.

La empresa en contexto

Nebius alquila capacidad de procesamiento (GPU) a empresas que necesitan entrenar o ejecutar modelos de inteligencia artificial, cobrando por el uso de esa infraestructura. A diferencia de competidores que arriendan espacio en centros de datos ajenos como Coreweave, su principal comparable, NBIS es dueña de más del 75% de su capacidad de procesamiento, lo que le otorga una mayor rentabilidad a largo plazo y le permite usar esos activos como garantía para financiarse a tasas más bajas. Además, ofrece software para que los clientes desplieguen y optimicen sus modelos en producción, cobrando por un servicio de mayor valor que el simple uso de hardware. Los clientes suelen pagar por adelantado para reservar capacidad futura, generando un flujo de caja anticipado y prácticamente sin costo financiero.

El modelo económico gira en torno a tres pilares. Primero, alquila capacidad de procesamiento gráfico (GPU) de última generación para el entrenamiento e inferencia de modelos. Segundo, su plataforma de software para entrenamiento de modelos de IA, también denominada Fábrica de Tokens¹, que permite a las empresas desplegar y optimizar modelos de código abierto y propios en producción, diferenciando a la Compañía del simple proveedor de hardware. Tercero, un portafolio de participaciones accionarias en otras compañías que incluyen un 28% en ClickHouse (valuada en USD 15.000 millones en enero de 2026), Avride (conducción autónoma; posee el 83%; valuada en USD 2.700 millones) y TripleTen (educación tecnológica; posee el 100%; valuada en USD 250 millones). Si todas estas empresas se vendiesen en la actualidad, la Compañía tendría una fuente adicional de financiamiento por alrededor de USD 7.000 millones.

En marzo de este año, NVIDIA inyectó USD 2.000 millones de capital en la Compañía y amplió su asociación técnica, validando a Nebius como proveedor de infraestructura de referencia a nivel global.

Hacia una plataforma integrada para entrenar modelos de IA: Software + Hardware

Nebius no se limita al alquiler de capacidad de cómputo. La visión estratégica es construir una plataforma completa que abarque desde la infraestructura física hasta las capas de software para entrenar, optimizar y desplegar modelos de inteligencia artificial en producción.

Aquí vale hacer una distinción clave entre entrenamiento e inferencia. El entrenamiento es el proceso por el cual un modelo de inteligencia artificial aprende. Éste consume enormes cantidades de cómputo durante semanas o meses hasta que el modelo está listo. La inferencia se trata de lo opuesto: es el modelo ya entrenado respondiendo preguntas en tiempo real, millones de veces por día, con menor cómputo por consulta, aunque con un volumen creciente de consumo.

¹ “Fábrica de Tokens” (del inglés “Token Factory”) es la plataforma de inferencia gestionada de Nebius para el despliegue y optimización de modelos de IA de código abierto y modelos propios en producción.

Para NBIS, el entrenamiento genera contratos grandes y predecibles con hiperescaladores como Meta y Microsoft, mientras que la inferencia es el segmento de mayor crecimiento y margen potencial, donde su plataforma Fábrica de Tokens apunta a capturar clientes recurrentes. En un principio, el entrenamiento de modelos financia la construcción mientras que la inferencia construye el negocio de largo plazo.

Durante el primer trimestre de 2026, NBIS completó tres adquisiciones estratégicas: Tavily (búsqueda y recuperación de información para flujos de trabajo agénticos), Eigen AI (optimización de inferencia) y Clarifai (despliegue de modelos complejos en producción).

Resultados del primer trimestre 2026: aceleración en todos los frentes

Nebius publicó resultados que superaron las estimaciones del consenso en todas las líneas. La facturación del negocio central alcanzó USD 399 millones (+684% interanual, +75% trimestral). El margen de EBITDA ajustado del negocio central trepó al 45% casi el doble que el 24% del trimestre anterior. La Facturación Anualizada Recurrente² (ARR por sus siglas en inglés) alcanzó los USD 1.920 millones al cierre del trimestre (+674% interanual, +54% trimestral). El margen bruto fue del 74%, frente al 51% un año antes. El flujo de caja operativo superó los USD 2.300 millones, impulsado fundamentalmente por pagos anticipados de clientes que aseguran capacidad futura.

Es fundamental contextualizar estos números: Nebius opera en plena fase de hipercrecimiento y no generará utilidades netas operativas en los próximos ejercicios. El mercado espera que genere ganancias de USD 0,36 por acción recién en 2027 y de USD 5,16

² Facturación Anualizada Recurrente (ARR por sus siglas en inglés): ingresos del negocio central del último trimestre multiplicados por cuatro. El ARR no refleja solo lo facturado en el trimestre sino la capacidad contratada activa al cierre del período proyectada a 12 meses, por lo que siempre será mayor que el ingreso contable cuando la empresa está incorporando capacidad agresivamente como es el caso en la actualidad. Para la Compañía, los USD 399 Mn son lo que efectivamente facturó en el trimestre (que si lo anualizamos daría un ARR de USD 1.600) aunque los USD 1.920 Mn de ARR reportados son lo que facturaría si congelara toda la capacidad activa al 31 de marzo durante un año completo. Es decir, hubieron contratos que entraron durante marzo que no llegaron a facturarse aún al cierre del trimestre. La brecha es estructuralmente positiva y se va cerrando a medida que la capacidad nueva entra en régimen y factura trimestres completos.

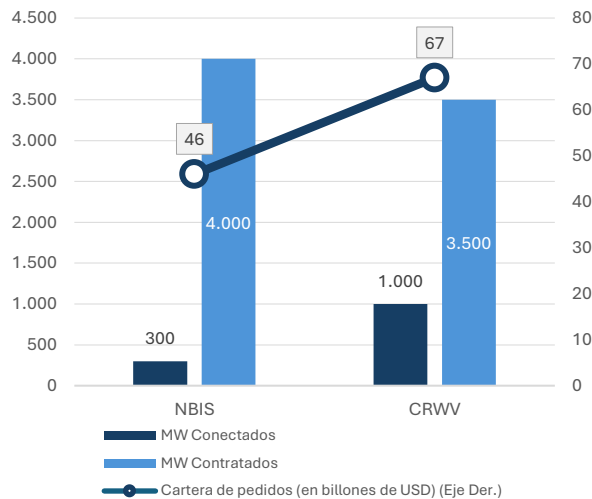
para el 2028, lo que a precio de hoy otorga un ratio precio ganancias de 39 veces. Su prioridad se encuentra en construir la infraestructura energética y de cómputo para capturar la demanda estructural de un mercado que enfrenta uno de los cuellos de botella más críticos de la próxima década.

En este sentido, la depreciación de los activos creció un 332% interanual hasta los USD 212 millones, aunque representa hoy sólo el 53% de la facturación frente al 96% un año antes, evidenciando el fuerte aumento en la facturación reciente. La guía financiera de la Compañía para 2026 fue reiterada y en aspectos clave hasta ampliada: facturación de USD 3.000–3.400 millones, ARR a fin de año de USD 7.000–9.000 millones, margen de EBITDA ajustado de grupo del 40%, y capacidad contratada a fin de año elevada de 3 GW a más de 4 GW.

La capacidad contratada son contratos ya firmados a facturar en un futuro mientras que la capacidad conectada es la que realmente se encuentra operativa y la que genera facturación en la actualidad. Lo que demuestran estos números es que Nebius tiene contratado 4 veces lo que proyecta tener conectado al cierre del 2026 y 16 veces lo que posee conectado al cierre del primer trimestre del 2026 (ver Gráfico nro. 1). Esto demuestra que el problema no vendría del lado de la demanda sino desde la oferta, es decir, tener la capacidad de construir y otorgar la capacidad de cómputo que los contratos firmados exigen. Finalmente, esto es lo que pagan empresas como Meta y Microsoft cuando contratan a Nebius, la capacidad de ejecución en tiempo y forma para poder planificar con altos grados de certidumbre.

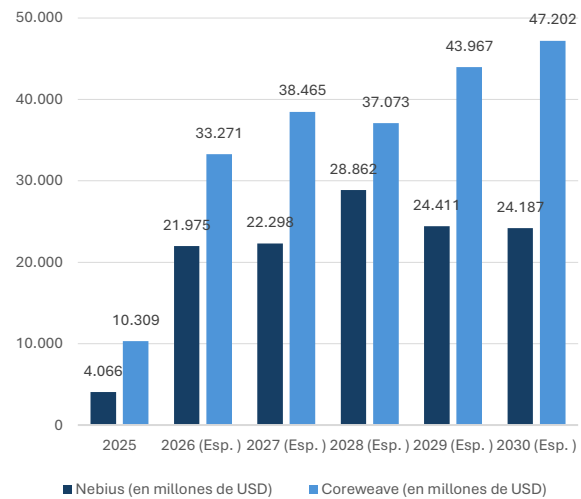
La inversión en capital fue incrementada de USD 16.000–20.000 millones a USD 20.000–25.000 millones ya que la gerencia decidió anticipar inversiones en capacidad para 2027 donde los compromisos de clientes ya están confirmados.

Gráfico nro. 1. MW Conectados (actual) y Contratados y cartera de pedidos en USD billones.



Fuente: Relación con inversores de ambas Compañías.

Gráfico nro. 2. CAPEX promedio proyectado para Nebius y Coreweave



Fuente: Promedio de proyecciones de analistas de Nebius y Coreweave.

El foco del negocio: construir la infraestructura del futuro

La estructura de financiamiento de Nebius es tan relevante como sus resultados operativos. Durante el primer trimestre de 2026, la Compañía captó aproximadamente USD 8.600 millones respecto de los USD 22.000 que proyecta el mercado que necesitaría para invertir en CAPEX este año (ver Gráfico nro. 2): USD 4.300 millones en notas convertibles a largo plazo (tasas del 1,25% y 2,60%), USD 2.000 millones de inversión accionaria de NVIDIA y USD 2.300 millones de flujo de caja operativo vía pagos anticipados de clientes. La facturación diferida pasó de USD 1.580 millones al cierre de 2025 a USD 4.780 millones al 31 de marzo de 2026, constituyendo un financiamiento prácticamente sin costo. La Compañía cerró el trimestre con USD 9.300 millones en la caja que, con seguridad, será invertido en CAPEX en su gran mayoría.

La pieza central del perfil de contratos es el acuerdo con Meta. Se trata de un contrato de cinco años por un valor de USD 27.000 millones, estructurado en dos tramos. El primero compromete USD 12.000 millones en capacidad dedicada a partir de principios de 2027. El segundo otorga a Nebius la opción de destinar USD 15.000 millones adicionales a clientes de la nube de inteligencia artificial a precios de mercado, o cederlos a Meta en términos preacordados si el entorno de precios se debilita. En escenarios favorables, Nebius captura

el diferencial de precio; en escenarios adversos, Meta actúa como red de seguridad. La calificación crediticia de Meta y Microsoft como contrapartes habilita además financiamiento con respaldo de activos a tasas atractivas.

Riesgos

La inversión en Nebius implica riesgos concretos y variados. Las empresas de infraestructura de inteligencia artificial son intensivas en capital: la guía de inversión para 2026 de USD 20.000–25.000 millones multiplica varias veces la facturación proyectada del mismo año (ver Gráfico nro. 3). Los niveles de depreciación son estructuralmente elevados y continuarán creciendo conforme la nueva capacidad entre en funcionamiento. La ejecución en construcción de centros de datos a escala gigavatio (GW) es compleja: retrasos en la habilitación de energía, resistencia comunitaria, disrupciones en la cadena de suministro y la concentración en NVIDIA como proveedor primario de hardware son riesgos operativos tangibles. La competencia de los hiperescaladores y jugadores especializados es intensa (a pesar de ser los principales clientes de NBIS), y la demanda de inteligencia artificial, excepcional hoy, podría moderarse si la rentabilidad de los modelos a gran escala no crece como se proyecta.

Oportunidades y Capacidad

La capacidad contratada (futura) superó los 4 GW al cierre del primer trimestre. Para poner este número en perspectiva, se contrató el 13% de lo que consume toda Argentina en sus picos de mayor consumo eléctrico del año. La capacidad conectada, que es la que efectivamente se encuentra en producción, alcanzará entre 800 MW y 1 GW a fin de 2026. La brecha entre ambas cifras representa la reserva de facturación que se materializará conforme los centros de datos entren en operación.

En este punto, se espera que el tercer trimestre de 2026 marque una inflexión significativa y el primer semestre de 2027 traiga aún más capacidad que todo el 2026. Las instalaciones propias en Missouri (1,2 GW), Pennsylvania (1,2 GW) y Finlandia (310 MW) suman casi 3 GW de capacidad total una vez completamente operativas, con visibilidad de crecimiento hasta 2030. La cartera de proyectos creció un 350% trimestral, excluyendo hiperescaladores, con

demanda ya proveniente de empresas manufactureras, energéticas, de salud y farmacéuticas, ampliando el mercado potencial más allá de las empresas tecnológicas nativas.

Valuación

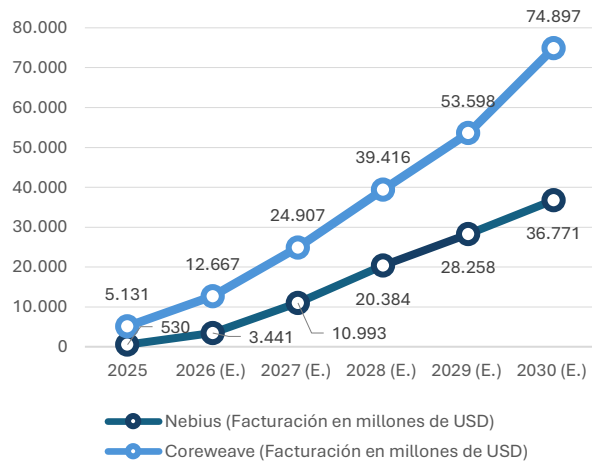
El sector de infraestructura de inteligencia artificial o neoclouds en inglés, cotiza entre 3 y 7 veces los ARR estimados a un año, según la visibilidad contractual y la capacidad de ejecución demostrada (ver Tabla nro. 1). Durante el último año, Nebius demostró que puede transformarse en uno de los líderes indiscutidos del sector: aceleró la facturación, expandió márgenes y captó financiamiento en condiciones favorables.

Tabla nro. 1. Principales métricas de valuación

Variables	NBIS
Precio de mercado (USD)	200
Capitalización bursátil (USD MM) ³	51.500
ARR proyectados fin de 2026 (USD MM)	7.000 – 9.000
Precio / ARR 2026 forward	6,5x
Rango sectorial Precio / ARR	3 – 7x
Inversión en capital guiada 2026 (USD MM)	20.000 – 25.000
Capacidad contratada a fin de 2026	> 4 GW
Capacidad conectada proyectada a fin de 2026	800 MW – 1 GW

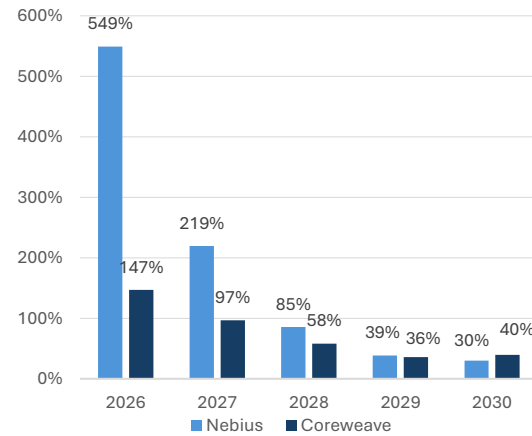
Volvemos al mismo punto que el cuello de botella no es la demanda, sino la velocidad de construcción, que requiere un nivel de inversión en capital excepcional. El mismo management aclaró en la última llamada de resultados que cuatro o más clientes compiten por cada GPU que entra en línea. A 6,5 veces los ARR proyectados para fin de 2026, el múltiplo pareciese algo apretado, aunque si la guía de ARR para fin de 2027 es bastante mayor a la del 2026 (escenario plausible dado el buen historial respaldado por la sólida ejecución de la Compañía y el fuerte viento de cola existente) el múltiplo forward comprime de forma relevante y la valuación actual podría representar el inicio de la historia y no su techo (ver Gráfico nro. 4).

Gráfico nro. 3. Facturación proyectada para Nebius y Coreweave



Fuente: Promedio de proyecciones de analistas de Nebius y Coreweave.

Gráfico nro. 4. Crecimiento año a año promedio en facturación proyectado por el mercado



Fuente: Promedio de proyecciones de analistas de Nebius y Coreweave.

Catalizadores

Los catalizadores más relevantes de mediano plazo son tres. Primero, la activación de los centros de datos en construcción: el tercer trimestre de 2026 marcará la inflexión en capacidad conectada, con Missouri y Pennsylvania como los proyectos de mayor envergadura para el primer semestre de 2027. Segundo, una publicación por encima de lo que espera el mercado de la guía de ARR para fin de 2027. Por último, la firma de nuevos contratos de gran escala con hiperescaladores o laboratorios de frontera, que ampliarían la visibilidad contractual y habilitarían financiamiento adicional con respaldo de activos en condiciones atractivas.

Conclusión

Nebius Group está construyendo la infraestructura de la próxima ola de la inteligencia artificial con una velocidad de ejecución que pocos anticipaban.

Resaltamos como oportunidades a la combinación de contratos de largo plazo con los principales hiperescaladores del mundo, que la Compañía sea dueña del 75% de la capacidad ofertada, al acceso privilegiado a la tecnología más avanzada de NVIDIA, a la migración hacia una estructura de financiamiento que podrían aminorar la dilución accionaria hacia el futuro, la inversión en empresas por fuera del sector que le podrían

otorgar financiamiento sin costo (ver “la empresas en contexto”) y una plataforma de software diferenciada que configuran a la Compañía con un perfil competitivo difícil de replicar.

Por el lado de los riesgos observamos a una empresa intensiva en capital en plena fase de hipercrecimiento, cotizando a 6,5x veces los ARR proyectados para fin de 2026. La valuación puede parecer exigente, aunque si la ejecución continúa al ritmo actual y la guía de 2027 sorprende al alza, este podría ser un posible punto de partida de una historia que siga creando valor en los próximos años.

Matriz de Convicción de Mercado

Sell Side

Analistas	16	Precio Objetivo	Mínimo	Promedio	Máximo
			USD 120	USD 241	USD 291
		Recomendación	Cautela	Neutral	Positivo
			0	6	10

Buy Side

		Último	1 año	2 años
Tenencias de Institucionales (como % del capital flotante)		56%	35%	35%
Mayores tenedores institucionales ¹		Último	1 año	2 años
Blackrock		10 (1.600%)	0,006 (-96%)	0,16
Fred Alger		31 (0%)	31 (601%)	4
Orbis Allay		8 (-52%)	17 (470%)	3

1. En millones de acciones (variación vs año anterior)

Mercado de Opciones

Put-Call ratio promedio ²	1,64
--------------------------------------	------

2. Históricamente, niveles por debajo de 0,70 sugieren que los inversores tienen una expectativa positiva sobre el precio de la acción, apostando a que subirá o, al menos, no ven la necesidad de cubrirse masivamente frente a una caída.

Métricas

Empresa	Nebius	Coreweave
Ticker	NBIS	CRWW
Métricas claves del sector		
Mega Watts Conectados	300	1.000
Mega Watts Contratados	4.000	3.500
Guia de MW Conectados a fin 2026	1.000	1.700
Ratio Conectado/Contratado	8%	29%
ARR 2026 por MW Conectado a fin 2026 (en millones de USD)	8,00	10,88
ARR 2026 (en millones de USD)	8.000	18.500
CAPEX U12M/Facturación U12M	12%	266%
Facturación		
Facturación Último Trimestre (En millones de USD)	399	2.078
Facturación proyectada 2026	3.440	12.670
Rentabilidad		
Margen de EBITDA Ajustado (Último Trimestre)	45%	55%
EBITDA Último Trimestre (en millones de USD)	130	1.157
Solvencia		
Deuda/Patrimonio Neto ³	132,4%	738,5%
EBITDA/Gasto de Intereses (Último 12 meses)	0x	3,0x
Valuación		
P/ARR cierre 2026	6,5	2,9
EV/ARR cierre 2026	6,5	4,7
EV/EBITDA (P12M) ⁴	21x	9,4x
Retorno		
Crecimiento en facturación año a año (Último Trimestre)	684%	112%
Mercado		
Capitalización de Mercado (en millones de USD)	51.340	54.950
Valor Empresa (en millones de USD)	51.480	87.810
CAPEX U12M (en millones de USD)	5.511	19.800

³ Se incluyen la deuda convertible a acciones que posee un costo financiero muy bajo y se podría tratar como capital en vez de deuda. Por este motivo también es que el ratio de EBITDA / Intereses es 0x.

⁴ El EV/EBITDA de CRWW está influenciado por la gran cantidad de deuda que posee la empresa que aumenta valor del Enterprise Value (EV). Probablemente por este motivo se pague un premio por NBIS cuando vemos este ratio o el EV / ARR 2026, además que son empresas en diferentes estadios de desarrollo.

CRITERIA Research

Gustavo Araujo
Head de Research

Guadalupe Birón
Estratega de Renta Fija

Federico Sabilia
Estratega de Renta Fija

Alan Feldman
Estratega de Renta Variable

Fecha de Publicación: 28 de mayo de 2026

contacto@criteria.com.ar | CRITERIA© 2026. Todos los derechos reservados.

AVISO LEGAL/DISCLAIMER: Este documento, y la información y estimaciones y alternativas en él expresadas contiene información general correspondiente a la fecha de emisión del informe que está sujeta a cambios sin previo aviso. CRITERIA no se responsabiliza ni se encuentra obligado a notificar tales cambios o actualizar los contenidos del presente. No ha sido emitido para entregar a clientes particulares. No se garantiza que la información que incluye sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Este documento y sus contenidos no constituyen una oferta, invitación o solicitud para la compra o suscripción de valores u otros instrumentos, ni para decidir o modificar inversiones. En forma alguna este documento o su contenido constituyen la base para un contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Los contenidos de este documento se basan en información disponible de manera pública y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por CRITERIA y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía, ni expresa ni implícita, respecto de su precisión o integridad. CRITERIA no asume responsabilidad de ningún tipo por cualquier resultado negativo consecuencia del uso de este documento o su contenido.