

ENTÉRATE FINEC

Análisis independiente de mercados y estrategia empresarial

Salesforce, Inc.

NYSE: CRM | Software empresarial (SaaS / CRM)

Informe de análisis macroeconómico, estratégico, competitivo y financiero.
Segunda edición, revisada: incorpora las correcciones derivadas de la revisión editorial interna (registro completo en el Anexo A).

Fecha y hora de finalización	13 de julio de 2026, 12:00 CEST
Cierre de datos de mercado	Cierre de la sesión del viernes 10 de julio de 2026
Último ejercicio fiscal completo	FY2026, cerrado el 31 de enero de 2026 (10-K presentado el 2 de marzo de 2026)
Último trimestre reportado	Q1 FY2027, cerrado el 30 de abril de 2026 (8-K de 27 de mayo de 2026)
Ejercicio fiscal en curso	FY2027 (1 de febrero de 2026 – 31 de enero de 2027)
Cotización de referencia	163,00 USD (cierre del 10-07-2026); capitalización aprox. 134.000 M USD
Método de valoración	Múltiplo EV/FCF sobre el flujo de caja libre del ejercicio en curso (FY2027e), con contraste del crecimiento perpetuo implícito. Cálculo completo y reproducible en §8.6
Horizonte del análisis	12–24 meses
Próximo catalizador	Resultados de Q2 FY2027, previstos para principios de septiembre de 2026

Naturaleza del documento. Análisis elaborado con fuentes públicas verificables. No constituye asesoramiento financiero, recomendación de inversión ni oferta de valores. La declaración de posiciones e intereses y el encuadre regulatorio figuran en §11. Entérate Finec no mantiene relación comercial, patrocinio ni acuerdo de remuneración con Salesforce, Inc. ni con ninguna de las entidades citadas. Cifras en dólares estadounidenses (USD) salvo indicación en contrario.

Nota metodológica y advertencias previas

El informe sigue una estructura fija: introducción corporativa, macroentorno (PESTEL), entorno competitivo (cinco fuerzas de Porter), ventajas competitivas, análisis interno con factores ESG, matriz DAFO con estrategias cruzadas, análisis financiero y valoración con escenarios, mapa de riesgos jerarquizado y conclusión. Cada sección cierra con las fuentes efectivamente consultadas y la referencia temporal de los datos. **Los avisos de limitación y de desactualización se consolidan aquí y no se repiten al final del documento;** §11 remite a ellos.

El análisis distingue cuatro categorías de afirmación: **(i) hechos confirmados** —cifras de estados financieros auditados o de presentaciones ante la SEC (10-K, 10-Q, 8-K)—; **(ii) declaraciones de la dirección**, citadas como tales y no asumidas como verificadas; **(iii) hipótesis y estimaciones propias**, señaladas en cada caso y acompañadas del cálculo que las produce; y **(iv) expectativas del mercado**.

Aviso de limitación de información (aplicable al conjunto del informe)

Qué falta: (1) la tasa de retención neta de ingresos (NRR) y las cifras de *attrition*, que la compañía no divulga sistemáticamente y que son **el dato central del debate**: sin ellas, la compresión de asientos no puede medirse, solo inferirse; (2) el margen bruto y el coste unitario de inferencia del negocio agéntico; (3) el ARR desglosado por nube; (4) la composición (cupones y vencimientos) de la emisión de deuda de 25.000 M USD, lo que obliga a estimar el gasto financiero incremental; (5) el desglose de ingresos por geografía, no reconciliado con el 10-K en esta edición; (6) la conciliación EBIT-EBITDA, razón por la cual **este informe no publica un múltiplo EV/EBITDA**; y (7) el detalle de las partidas situadas por debajo del resultado operativo en Q1 FY2027, sin el cual el crecimiento del BPA no-GAAP no se reconcilia por completo (§8.3). **Impacto:** es material y afecta al núcleo del informe. Los escenarios de §8.6 son sensibles a hipótesis que no pueden contrastarse con datos públicos y su amplitud debe leerse como una medida de la incertidumbre, no como una previsión. **Qué consultar después:** el 10-Q de Q2 FY2027 (septiembre de 2026), con atención a facturación, cRPO ex-Informatica, margen bruto y gasto financiero; el 10-Q completo de Q1 FY2027 para la conciliación del BPA; y el *Stakeholder Impact Report* de FY2026.

Aviso de posible desactualización

El último informe ESG verificado corresponde al ejercicio FY2025; las políticas de sostenibilidad pueden haber cambiado desde entonces, máxime cuando la compañía reformuló en 2025 sus objetivos climáticos hacia una métrica de intensidad. Los datos de cuota de mercado proceden de la edición de 2025 del *tracker* de IDC y no recogen el efecto de la disrupción agéntica de 2026. Los datos de cotización y valoración corresponden al cierre del 10 de julio de 2026 y quedan desfasados de inmediato: con una beta de 1,18 y un rango de 52 semanas entre 146,32 y 274,00 USD, cualquier múltiplo citado debe recalcularse antes de utilizarse.

Índice

Nota metodológica y advertencias previas	2
Índice	2
1. Resumen ejecutivo	5
Cifras de referencia	5
Tesis del informe	5
2. Introducción general de la empresa	7
2.1. Origen e historia	7
2.2. Sector y actividad	7
2.3. Presencia internacional	8
2.4. Posicionamiento y situación actual (julio de 2026)	8
3. Análisis del macroentorno (PESTEL)	9
3.1. Factores políticos	9

3.2. Factores económicos	9
3.3. Factores socioculturales	10
3.4. Factores tecnológicos	10
3.5. Factores medioambientales	11
3.6. Factores legales	11
4. Análisis del entorno específico: las cinco fuerzas de Porter	12
4.1. Amenaza de nuevos competidores — Media-alta y creciente	12
4.2. Poder de negociación de los clientes — Media-alta	12
4.3. Amenaza de productos sustitutivos — Alta (fuerza determinante)	12
4.4. Poder de negociación de los proveedores — Media	13
4.5. Rivalidad competitiva — Alta	13
5. Análisis de las ventajas competitivas	14
6. Análisis interno de la empresa	15
6.1. Producción y operaciones	15
6.2. Comparación con la competencia	15
6.3. Comercialización y marketing	15
6.4. Dirección ejecutiva y gobierno corporativo	16
6.5. Factores ESG	16
7. Análisis DAFO	18
7.1. Relación entre factores y estrategias cruzadas	18
8. Análisis financiero y valoración	20
8.1. Datos de partida (inputs del modelo)	20
8.2. Evolución de los ingresos y crecimiento orgánico	20
8.3. Rentabilidad, apalancamiento operativo y calidad del beneficio	21
8.4. Estructura de capital, deuda y liquidez	21
8.5. Valoración relativa y múltiplos	22
8.6. Escenarios de valoración: método y cálculo completo	23
8.7. Sensibilidad y probabilidad implícita en el precio	23
8.8. Cómo podría fallar la tesis, en ambas direcciones	24
9. Mapa de riesgos jerarquizado	25
9.1. Riesgos estructurales (del modelo de negocio)	25
9.2. Riesgos regulatorios y legales	25
9.3. Riesgos tecnológicos	25
9.4. Riesgos macroeconómicos y financieros	26
9.5. Riesgos competitivos	26
9.6. Riesgos geopolíticos	27
9.7. Jerarquía final	27

10. Conclusión final 28

10.1. Evaluación global 28

10.2. Situación competitiva 28

10.3. Recomendaciones estratégicas (dirigidas a la dirección de la compañía) 28

10.4. Juicio final 28

11. Cumplimiento, limitaciones y bibliografía 30

11.1. Limitaciones y desactualización 30

11.2. Declaración de posiciones e intereses 30

11.3. Encuadre regulatorio 30

11.4. Descargo de responsabilidad 30

11.5. Bibliografía y fuentes consultadas 31

Anexo A. Registro de cambios respecto de la primera edición 32

1. Resumen ejecutivo

Salesforce cerró el ejercicio FY2026 (31 de enero de 2026) con 41.530 M USD de ingresos, un 9,6% más que el año anterior, un margen operativo GAAP del 20,1% (34,1% no-GAAP) y un flujo de caja libre de 14.400 M USD, un 16% superior al del ejercicio precedente. En el primer trimestre de FY2027 (cerrado el 30 de abril de 2026) los ingresos crecieron un 13% hasta 11.130 M USD y el margen operativo no-GAAP alcanzó el 34,8%, máximo histórico. Sobre el papel, es la trayectoria de una compañía en buen estado.

El mercado no lo interpreta así. La acción cerró a 163,00 USD el viernes 10 de julio de 2026, un 55% por debajo de su máximo de cierre histórico (363,22 USD, diciembre de 2024), con una capitalización de unos 134.000 M USD. La rentabilidad del flujo de caja libre sobre capitalización se sitúa en el 10,7% y el PER adelantado sobre beneficio no-GAAP en 11,6 veces. Traducido al lenguaje del modelo de §8.6: **el precio actual implica un crecimiento perpetuo del flujo de caja libre próximo a cero** (−0,3%, con un coste de capital estimado del 9%). Esa discrepancia entre resultados y valoración es el objeto de este informe.

La explicación es una tesis de disrupción, no un problema de ejecución. El mercado ha rebautizado el episodio como *SaaSocalypse*: la hipótesis de que los agentes autónomos reducen el número de empleados que necesitan licencia y erosionan el modelo de precio por asiento. Salesforce es el caso testigo por dos razones. La primera es que su producto nuclear —el registro de la actividad comercial y de servicio— es exactamente el trabajo que los agentes automatizan mejor. La segunda es que la propia compañía ha aportado la evidencia más citada en su contra: Marc Benioff declaró haber reducido su plantilla de soporte de unos 9.000 a unos 5.000 empleados gracias a sus propios agentes. Un fabricante que demuestra que su producto elimina puestos administrativos demuestra, a la vez, que sus clientes necesitarán menos licencias.

Cifras de referencia

Métrica	Valor	Periodo / fuente / matiz
Ingresos	41.530 M USD (+9,6%)	FY2026 (cierre 31-01-2026), 10-K
Suscripción y soporte	10.590 M USD (+14%)	Q1 FY2027, 8-K de 27-05-2026
Margen operativo GAAP / no-GAAP	20,1% / 34,1%	FY2026
Margen Q1 FY2027 (GAAP / no-GAAP)	21,1% / 34,8%	Máximo histórico. Pero la guía de FY2027 es del 34,3%: implica deterioro en los tres trimestres restantes (§8.3)
Flujo de caja libre	14.400 M USD (+16%)	FY2026
Guía de FCF para FY2027	+4%/+5% (rebajada desde +9%/+10%)	Revisión de mayo de 2026, atribuida por la compañía a la emisión de deuda del ASR
FCF del trimestre	6.600 M USD (+4%)	Q1 FY2027, frente a ingresos que crecen un 13%
cRPO / RPO	33.600 (+14%) / 67.900 M USD (+11%)	Q1 FY2027
Facturación (billings)	+3,6%	Q1 FY2027. Indicador adelantado débil
Contribución de Informática	444 M USD en el trimestre	8-K de Q1 FY2027. Equivale a 4,5 pp de los 13,2 pp de crecimiento: el orgánico fue del 8,7% (§8.2)
ARR de Agentforce	1.200 M USD (+205%)	Declaración de la dirección, no auditada. Equivale al 2,9% de los ingresos de FY2026
Cuota del mercado CRM	20,0% (nº 1 por 13º año)	IDC, dato difundido por la propia compañía (véase la nota de fuente del Cuadro 4.2)
Deuda a largo plazo	39.280 M USD (10.439 M al cierre de FY2026)	30-04-2026, tras la emisión de 25.000 M USD para el ASR
Caja y valores negociables	11.800 M USD	30-04-2026. Deuda neta estimada: 27.500 M USD
Capitalización / EV estimado	134.000 / 161.500 M USD	Cierre del 10-07-2026
PER adelantado no-GAAP / GAAP	11,6x / c. 19x	Sobre BPA no-GAAP guiado (14,06–14,12 USD) y BPA GAAP estimado (c. 8,5 USD; estimación propia, §8.5)

Tesis del informe

La calidad del activo no está en duda; la durabilidad del modelo de ingresos, sí. Salesforce conserva un foso real en la capa de datos y de integración: 20% de cuota, 67.900 M USD ya contratados, ningún cliente por encima del 10% de la facturación y 14.400 M USD de caja anual. Ese foso, sin embargo, protege el *sistema de registro*, no el *número de asientos*. Y el precio de la compañía se construyó históricamente sobre el segundo.

La desaceleración orgánica puede ahora cuantificarse con fuentes primarias. El 8-K de Q1 FY2027 revela que Informatica aportó 444 M USD en el trimestre: **4,5 de los 13,2 puntos de crecimiento reportado**. El crecimiento orgánico fue, por tanto, del 8,7%. Aplicando el mismo método al ejercicio completo (§8.2), el 11% guiado para FY2027 se reduce a un **7,6% orgánico**, que con una inflación PCE proyectada del 3,6% para 2026 equivale a un crecimiento real del orden del 4%. La facturación creció un 3,6% en el trimestre y el flujo de caja libre trimestral un 4%, frente a unos ingresos que subían un 13%. Agentforce aporta 1.200 M USD de ARR —el 2,9% de los ingresos de FY2026—: crece un 205%, pero desde una base que todavía no compensa la desaceleración del núcleo.

La respuesta de la dirección ha sido financiera antes que operativa. La compañía autorizó una recompra de 50.000 M USD y ejecutó una recompra acelerada (ASR) de 25.000 M USD financiada con deuda, elevando la deuda a largo plazo de 10.439 a 39.280 M USD entre enero y abril de 2026. El intercambio queda documentado por la propia compañía: entre la guía de febrero y la de mayo, **el BPA no-GAAP guiado para FY2027 subió de 13,11–13,19 a 14,06–14,12 USD (+7%) mientras la guía de crecimiento del flujo de caja libre caía del 9%–10% al 4%–5%**. Se compró beneficio por acción a cambio de caja y de flexibilidad: la cobertura de intereses estimada pasa de unas 25 veces a unas 5,5–6 veces (§8.4). Conviene además nombrar el múltiplo correcto: la recompra no se ejecuta «a doce veces beneficios», sino a unas **19 veces el beneficio GAAP**; las doce veces corresponden al BPA no-GAAP, que excluye 3.510 M USD de retribución en acciones que este informe considera un coste real.

Escenarios (§8.6, método reproducible). Aplicando un múltiplo EV/FCF al flujo de caja libre del ejercicio en curso y descontando la deuda neta estimada, el valor se sitúa en 103–120 USD por acción en el escenario bajista, 206–243 USD en el base y 309–347 USD en el alcista. Con las probabilidades subjetivas asignadas (30% / 50% / 20%), el valor esperado es de unos **211 USD, un 30% por encima del precio actual**. El resultado se declara sin atenuarlo: **el modelo arroja una asimetría positiva**. Ahora bien, la dispersión entre extremos es de 3,4 veces y todo depende del múltiplo, cuya justificación descansa en la variable que no puede observarse (la NRR). Dicho de otro modo: para justificar el precio de 163 USD basta con asignar un 54% de probabilidad al escenario bajista ignorando por completo el alcista. El mercado no está siendo irracional; está siendo pesimista, y no puede demostrarse que se equivoque.

Fuentes consultadas

- Salesforce, Inc., Formulario 10-K FY2026 (SEC, 2 de marzo de 2026). Consultado el 12-07-2026.
- Salesforce, Formulario 8-K y nota de resultados de Q1 FY2027 (investor.salesforce.com y SEC, 27 de mayo de 2026). Consultado el 13-07-2026. Fuente de: BPA, márgenes, cRPO, RPO, FCF, contribución de Informatica y retribución al accionista.
- Salesforce, Formulario 8-K y nota de resultados de Q4 FY2026 (25 de febrero de 2026). Fuente de la guía inicial de FY2027: BPA no-GAAP de 13,11–13,19 USD y crecimiento del FCF del 9%–10%.
- Salesforce, Formulario 8-K sobre la recompra acelerada de 25.000 M USD (SEC, marzo de 2026).
- Reserva Federal, Resumen de Proyecciones Económicas (17 de junio de 2026) — inflación PCE proyectada para 2026.
- Datos de mercado (cotización, capitalización, beta, rango de 52 semanas): StockAnalysis y Macrotrends, consultados el 12-07-2026, referidos al cierre del 10-07-2026.

2. Introducción general de la empresa

2.1. Origen e historia

Salesforce fue fundada en marzo de 1999 en San Francisco por Marc Benioff —hasta entonces ejecutivo de Oracle— junto a Parker Harris, Dave Moellenhoff y Frank Dominguez. La propuesta fundacional, sintetizada en el eslogan *The End of Software*, no era un producto sino un modelo de distribución: sustituir la licencia perpetua instalada en servidores del cliente por una suscripción a una aplicación multiinquilino accesible por navegador. La compañía salió a bolsa el 23 de junio de 2004 a 11 USD por acción.

El crecimiento posterior combinó desarrollo interno y una política de adquisiciones agresiva: MuleSoft (2018, 6.500 M USD), Tableau (2019, 15.700 M USD), Slack (2021, 27.700 M USD) e Informatica (anunciada en mayo de 2025, cerrada el 18 de noviembre de 2025). El importe de esta última **no está resuelto en las fuentes consultadas**: el titular de CNBC en el anuncio hablaba de unos 8.000 M USD y otras referencias citan unos 9.600 M USD. La diferencia probablemente corresponda al valor de los fondos propios frente al valor de empresa —Salesforce ya poseía una participación previa a través de Salesforce Ventures—, pero no se ha reconciliado contra el 10-K en esta edición. El precio agregado de las cuatro operaciones se sitúa, en consecuencia, entre 58.000 y 60.000 M USD. Debe precisarse que esa cifra es el **precio pagado**, no el fondo de comercio registrado en balance, que es la magnitud que lastra el retorno del capital invertido analizado en §8.3.

2.2. Sector y actividad

Salesforce opera en el software empresarial en la nube (SaaS) y, dentro de él, en la gestión de la relación con el cliente (CRM): ventas, servicio, marketing y comercio digital. La descomposición de ingresos es inequívoca: en Q1 FY2027, de 11.130 M USD de ingresos, 10.590 M USD (95,1%) correspondieron a suscripción y soporte (+14%) y 540 M USD (4,9%) a servicios profesionales (+1,5%).

Dos lecturas posibles de la debilidad de los servicios profesionales

La primera, que este informe considera plausible, es que los servicios de implantación funcionan como **indicador adelantado**: anticipan los despliegues de licencias futuros, y su estancamiento sugeriría una cartera de proyectos más débil. La segunda, igualmente compatible con los datos, es que Salesforce lleva años trasladando deliberadamente la implantación a su ecosistema de socios (Accenture, Deloitte y otros), lo que produce exactamente el mismo síntoma **sin implicación alguna sobre la demanda**: el ingreso de implantación migra del proveedor al integrador. La información pública no permite discriminar entre ambas explicaciones. Se registra el dato y se advierte de su ambigüedad; no se emplea como prueba de la tesis bajista.

Cartera de productos

Familia	Contenido	Observación analítica
Sales Cloud	Automatización de la fuerza de ventas; producto histórico y mayor línea individual.	Núcleo del modelo por asiento y, por tanto, el más expuesto a la compresión de licencias.
Service Cloud	Gestión de casos y atención al cliente.	Segmento donde la automatización agéntica es más efectiva: canibalización interna estructural.
Platform y Slack	Plataforma de desarrollo y colaboración. Slack se presenta como capa de contexto de los agentes.	La dirección afirma que Slack participó en casi la mitad de las operaciones superiores a 1 M USD en Q1 FY2027 (declaración no verificable de forma independiente).
Marketing y Commerce	Automatización de marketing y comercio electrónico.	Debilidad reconocida por la dirección en la llamada de resultados de Q1 FY2027.
Integración y analítica	MuleSoft, Tableau e Informatica (desde noviembre de 2025).	Tableau muestra debilidad en contratación y renovaciones según la propia compañía; Informatica aporta volatilidad por su componente <i>on-premise</i> .
Data 360 y Agentforce	Plataforma de datos unificada y agentes autónomos. ARR combinado de IA y datos: 3.400 M USD (Q1 FY2027), del que 1.200 M USD corresponden a Agentforce.	Eje de la tesis alcista. Cifras declaradas por la dirección, no auditadas ni desglosadas por producto.
Nubes sectoriales	Servicios financieros, salud, sector público, etc. ARR agregado de 6.600 M USD (+20%) al cierre de FY2026; dentro de él, el ARR de sector público superó los 2.000 M USD (+23%) en Q1 FY2027.	Los dos datos corresponden a fechas distintas y no deben leerse como simultáneos. Es el segmento más defensivo: mayor especificidad regulatoria y menor sustituibilidad.

2.3. Presencia internacional

Este informe no dispone del desglose de ingresos por geografía de FY2026, que sería la magnitud relevante para evaluar la exposición cambiaria de §3.2. El único dato geográfico verificado es de naturaleza distinta y no lo sustituye: según el 10-Q del trimestre cerrado el 30 de abril de 2026, el 82% de los **activos** estaba localizado en Estados Unidos. La localización de activos no informa sobre dónde se generan los ingresos y, por tanto, no se emplea como aproximación de ellos en ningún punto del análisis. El tratamiento del riesgo cambiario en §3.2 se apoya exclusivamente en el diferencial entre crecimiento reportado y crecimiento en divisa constante publicado por la compañía.

2.4. Posicionamiento y situación actual (julio de 2026)

IDC sitúa a Salesforce en el 20,0% del mercado mundial de CRM —número uno por decimotercer año consecutivo—, con una base instalada **declarada** superior a 150.000 clientes; la compañía no publica un recuento auditado, y así se etiqueta el dato a lo largo del informe. El mercado sigue fragmentado y la cuota conjunta de los proveedores ajenos al top-5 ha aumentado de forma sostenida.

La compañía atraviesa la mayor divergencia entre resultados operativos y valoración de su historia: los resultados baten previsiones y los márgenes están en máximos, pero la acción acumulaba una caída próxima al 32% en el año en el momento de publicar los resultados de mayo, siendo el peor componente del Dow Jones en 2026. Los movimientos corporativos recientes son coherentes con una dirección que considera su acción infravalorada: programa de recompra de 50.000 M USD, ASR de 25.000 M USD (27.100 M USD devueltos en recompras solo en Q1 FY2027), dividendo trimestral elevado a 0,44 USD, adquisición de m3ter (facturación por consumo) y una participación en Anthropic cuyo **valor estimado** ronda los 5.000 M USD. Simultáneamente ha reducido plantilla: la reducción documentada de mayor tamaño afecta a unas 4.000 posiciones de soporte (2025) y la más reciente a 86 puestos en Agentforce, MuleSoft y Marketing Cloud (junio de 2026). El número total de rondas y su tamaño agregado no han podido verificarse y no se cuantifican.

Fuentes consultadas

- Salesforce, Formulario 10-K FY2026 y Formulario 10-Q Q1 FY2027 (SEC). Consultados el 12-07-2026.
- Salesforce, nota de resultados de Q1 FY2027 (27-05-2026), investor.salesforce.com — contribución de Informatica, ARR de sector público, retribución al accionista.
- CNBC, «Salesforce to acquire Informatica in \$8 billion deal» (27-05-2025); Techzine, cierre de la operación (18-11-2025). Discrepancia de importe no resuelta: véase §2.1.
- IDC, Worldwide Semiannual Software Tracker (2025), citado a través de la comunicación de la compañía (véase la nota de fuente del Cuadro 4.2).
- Bloomberg y The Next Web (01-06-2026) — valor estimado de la participación en Anthropic.
- Money365 y Value The Markets (mayo de 2026) — comportamiento bursátil relativo dentro del Dow Jones.

3. Análisis del macroentorno (PESTEL)

Periodo analizado: primer trimestre de 2025 a segundo trimestre de 2026. Datos macroeconómicos actualizados a la *Actualización de Perspectivas de la Economía Mundial* del FMI publicada el **8 de julio de 2026** y a la reunión del FOMC del 16–17 de junio de 2026.

3.1. Factores políticos

El elemento dominante es el conflicto en Oriente Medio. El FMI construyó su *Perspectivas* de abril de 2026 sobre un escenario de referencia que asumía un conflicto de duración limitada e incorporaba el cierre del estrecho de Ormuz como factor de perturbación; la actualización del 8 de julio confirma un cierre más prolongado del supuesto en abril. El efecto sobre Salesforce es indirecto: opera en un sector cuya demanda depende de la confianza inversora empresarial y de los presupuestos discrecionales de tecnología, sensibles a los *shocks* de incertidumbre. No tiene exposición operativa directa a la región.

Un segundo vector es la contratación pública: el ARR de las nubes para administraciones superó los 2.000 M USD en Q1 FY2027 (+23% interanual) y el escuadrón 441 de la Fuerza Aérea estadounidense adoptó la plataforma Missionforce —dato procedente de un agregador financiero, no de un comunicado oficial ni de una fuente del Departamento de Defensa; se cita con esa reserva—. El segmento aporta contratos plurianuales y altos costes de cambio, pero introduce dependencia del ciclo presupuestario federal. El tercer vector es la fragmentación tecnológica entre bloques y la soberanía de datos en la Unión Europea, que obliga a invertir en capacidad local: según Mordor Intelligence, la compañía comprometió unos 4.000 M USD en centros de datos en Europa, Japón y Australia en enero de 2026 (fuente secundaria, no verificada en documentación oficial).

Fuentes consultadas

- FMI, *World Economic Outlook: Global Economy in the Shadow of War* (abril de 2026) y *World Economic Outlook Update*, «Global Economy in Crosscurrents of War and Technology» (8 de julio de 2026), [imf.org](https://www.imf.org). Consultados el 12-07-2026.
- Salesforce, nota de resultados de Q1 FY2027 (27-05-2026) — ARR de sector público.
- TipRanks (agregador), sobre la adopción de Missionforce (julio de 2026). No se ha localizado fuente primaria.
- Mordor Intelligence, *Customer Relationship Management Market Report* (actualización de 2026) — fuente secundaria.

3.2. Factores económicos

Crecimiento. El FMI proyecta un crecimiento mundial del 3,0% en 2026 y del 3,4% en 2027, frente al 3,5% medio de 2024–25. El matiz relevante es la composición: el organismo atribuye expresamente la resistencia del crecimiento al impulso del ciclo tecnológico global asociado a la IA, que compensa el *shock* bélico. El sector de Salesforce no afronta, por tanto, una contracción de la demanda agregada de tecnología, sino una **reasignación** del gasto dentro de ella: de licencias de aplicación hacia infraestructura, cómputo y modelos. El propio FMI ha modelizado además un escenario de «decepción de la IA» en el que una corrección de la inversión reduciría el producto mundial en torno a un 1,2%: la reasignación favorable al cómputo tampoco está garantizada.

Inflación y tipos. La inflación mundial repunta al 4,7% en 2026 y el FMI declara estancada la desinflación iniciada en 2024. El FOMC mantuvo en junio de 2026 el tipo de los fondos federales en el rango 3,50%–3,75%, vigente desde diciembre de 2025, pero la mediana del *dot plot* subió del 3,4% al 3,8% para el cierre de 2026 y 17 de 18 participantes situaron los riesgos de inflación al alza. Para un activo de duración larga, un tipo terminal más alto comprime el múltiplo. Este canal —puramente macroeconómico— explica **una parte** de la caída de la valoración; el factor tecnológico (§3.4) explica el resto y es, a juicio de este informe, el de mayor peso. La atribución cuantitativa entre ambos no es posible con la información disponible, y el informe no la intenta.

Efecto directo. El endurecimiento monetario tiene aquí un canal específico e inusual: la emisión de 25.000 M USD de deuda en marzo de 2026 para financiar la recompra. Con un coste medio ponderado de la deuda previa del 3,46% y unos tipos actuales más elevados, el gasto financiero incremental es sustancial, y la propia compañía revisó a la baja su guía de crecimiento del FCF para FY2027 del 9%–10% al 4%–5% atribuyéndolo expresamente a esta emisión (§8.4).

Divisa. En Q1 FY2027 los ingresos crecieron un 13% reportado frente a un 12% en divisa constante: un viento de cola cambiario de aproximadamente un punto. Su reversión —plausible si el dólar se refuerza como activo refugio— restaría crecimiento reportado sin cambio alguno en el negocio subyacente.

Nominal frente a real. Una precisión que refuerza la tesis del informe y que suele omitirse: el crecimiento orgánico del 7,6% estimado para FY2027 (§8.2) es **nominal**. Con una inflación PCE proyectada por la Reserva Federal en el 3,6% para 2026, el crecimiento real del negocio subyacente se sitúa en el entorno del 4%. La compañía no crece a un dígito alto en términos reales: crece a un dígito medio-bajo.

Fuentes consultadas

- FMI, World Economic Outlook Update (8 de julio de 2026) y transcripción de la rueda de prensa de la misma fecha (imf.org).
- FMI, World Economic Outlook (abril de 2026) — escenario de «decepción de la IA».
- Reserva Federal, comunicado del FOMC y Resumen de Proyecciones Económicas (17 de junio de 2026); actas publicadas el 8 de julio de 2026.
- Salesforce, notas de resultados de Q4 FY2026 y Q1 FY2027 (guías de FCF); 10-K FY2026 (coste medio ponderado de la deuda: 3,46%).

3.3. Factores socioculturales

La transformación relevante no es demográfica sino organizativa: la aceptación de que parte del trabajo administrativo y de atención al cliente sea ejecutada por agentes. Sobre el grado de penetración de la IA *dentro* del CRM circulan dos cifras muy citadas y de signo opuesto: Salesforce afirma que el 87% de las organizaciones comerciales utiliza ya alguna forma de IA (encuesta propia, 4.050 profesionales), mientras que HubSpot sitúa en el 19% la proporción de comerciales que usan la IA integrada en su CRM, frente a un 45% que recurre a asistentes de propósito general (encuesta propia, más de 1.000 profesionales).

Advertencia metodológica sobre estas dos encuestas

Ambas son encuestas de proveedor, con poblaciones, metodologías y —sobre todo— **preguntas distintas**: una mide el uso de «alguna forma de IA» a escala de organización y la otra el uso de IA integrada en el CRM por comerciales individuales. La diferencia entre el 87% y el 19% puede deberse íntegramente al enunciado. En consecuencia, la afirmación de que «la adopción de IA es masiva pero no se está produciendo dentro del CRM» se degrada aquí de **inferencia a indicio**, y como tal —y solo como tal— se emplea en §4.3 y §9.3. Sería necesaria una medición independiente y con metodología pública de la penetración de IA dentro del CRM; no se ha localizado ninguna en la elaboración de este informe.

El segundo elemento es la legitimidad de la reducción de plantilla asociada a la IA. Salesforce se ha situado voluntariamente en el centro del debate: Benioff declaró haber reducido el soporte de unos 9.000 a unos 5.000 empleados y afirmó que la IA realiza hasta el 50% del trabajo en la compañía. La empresa matiza que muchas de esas posiciones fueron redistribuidas, no eliminadas. Con independencia de la cifra neta, el efecto de señalización es doble y contradictorio: refuerza la credibilidad del producto y valida simultáneamente la tesis bajista sobre sus propios ingresos.

Fuentes consultadas

- Salesforce, encuesta State of Sales (4.050 profesionales, 22 países, 2025) — dato declarado por el proveedor.
- HubSpot, encuesta a más de 1.000 profesionales de ventas (2025) — dato declarado por el proveedor.
- CNBC, «Salesforce CEO confirms 4,000 layoffs 'because I need less heads' with AI» (2 de septiembre de 2025).

3.4. Factores tecnológicos

Es, a juicio de este informe, **el factor de mayor peso** en la revalorización negativa del sector, aunque no el único (§3.2). La cadena causal es concreta: (i) los modelos de lenguaje han alcanzado capacidad de ejecución de flujos de trabajo de varios pasos; (ii) los protocolos abiertos de conexión entre modelos y sistemas empresariales reducen el coste de integración que antes exigía *middleware* propietario —lo que afecta directamente al valor de MuleSoft—; y (iii) el coste de construir aplicaciones internas a medida ha caído en uno o dos órdenes de magnitud. Las barreras de entrada al software de aplicación, fundamento de las valoraciones del sector durante veinte años, se erosionan.

La respuesta de Salesforce descansa en tres piezas: Data 360 (capa de datos), Agentforce (agentes) e Informatica (gobierno, calidad y linaje del dato). La lógica es defendible: los agentes solo son útiles si operan sobre datos fiables y gobernados. La compañía declara haber consumido cerca de 20 billones de *tokens* y haber convertido más de 2.400 millones de unidades de trabajo agéntico hasta el cierre de FY2026, con 3.800 millones adicionales en Q1 FY2027.

Contraargumento: el foso tecnológico está por encima, no por debajo

La inteligencia que ejecuta el trabajo agéntico de Salesforce no es propiedad de Salesforce. La compañía declara que gastará unos 300 M USD en *tokens* de Anthropic en 2026 y mantiene en dicha empresa una participación cuyo **valor estimado** ronda los 5.000 M USD. Conviene la precisión: eso es el valor de la participación, no una plusvalía —el coste de adquisición no es público y la plusvalía real no puede calcularse—. La posición es paradójica: su proveedor de inteligencia es también el vector de disrupción de su modelo. Si el valor migra hacia la capa de modelo, Salesforce captura parte de esa migración como inversor financiero —un activo no operativo—, pero la pierde como operador. La cobertura es real y no es simétrica: unos 5.000 M USD frente a 134.000 M USD de capitalización.

Fuentes consultadas

- Salesforce, notas de resultados de Q4 FY2026 (25-02-2026) y Q1 FY2027 (27-05-2026) — consumo de tokens y unidades de trabajo agéntico.
- The Next Web y Bloomberg (1 de junio de 2026) — valor estimado de la participación en Anthropic y gasto en tokens.
- Forbes, «SaaSocalypse Now? AI Is Disrupting SaaS» (6 de febrero de 2026).

3.5. Factores medioambientales

Salesforce declara cero emisiones netas residuales en toda su cadena de valor y el 100% de energía renovable. Ambas afirmaciones requieren una lectura precisa que la propia compañía facilita en sus notas: «cero neto» significa la compra de créditos de carbono equivalentes a las emisiones residuales de alcances 1, 2 y 3, y «100% renovable» significa la adquisición de energía renovable o de certificados de atributo energético (REC) equivalentes al consumo. No es descarbonización física de la operación, sino compensación contable, distinción material en un contexto de escrutinio creciente sobre la calidad de los créditos.

En 2025 la compañía reorientó sus objetivos de 2030 hacia una métrica de **intensidad** de emisiones, justificándolo por su condición de compañía de alto crecimiento. El cambio coincide temporalmente con la apuesta por cargas de trabajo de IA intensivas en energía. Es un ajuste operativamente racional y, a la vez, un debilitamiento del compromiso absoluto asumido públicamente desde 2015. Último informe de impacto verificado: FY2025 (véase el aviso de desactualización en la nota metodológica).

Fuentes consultadas

- Salesforce, FY25 Stakeholder Impact Report y Schedules of Selected Environmental and Employee Metrics (FY2025).
- Salesforce Investor Relations, sección ESG — definiciones de «cero neto» y «100% renovable».
- Trellis, «Salesforce shifted its 2030 climate goals while going all in on AI» (3 de octubre de 2025).

3.6. Factores legales

Cuatro frentes concentran el riesgo jurídico. **Protección de datos:** el RGPD y sus equivalentes imponen obligaciones que se intensifican cuando agentes autónomos acceden a registros de clientes; Salesforce comercializa confianza y gobierno del dato como diferenciador, lo que convierte cualquier incidente en un daño desproporcionado a su propuesta de valor. **Regulación de la IA:** el Reglamento europeo de IA introduce obligaciones de transparencia y gestión de riesgos sobre sistemas de decisión automatizada, con efecto directo en el diseño de Agentforce en la UE. **Divulgación de sostenibilidad:** la CSRD obliga a un reporte más exigente, coste que Salesforce ha convertido en producto (Net Zero Cloud). **Propiedad intelectual y fiscalidad:** la titularidad de las salidas generadas por modelos y el marco de tributación mínima global (Pilar 2 de la OCDE) introducen incertidumbre sobre márgenes y responsabilidad contractual.

Fuentes consultadas

- Reglamento (UE) 2016/679 (RGPD); Reglamento (UE) de Inteligencia Artificial; Directiva (UE) 2022/2464 (CSRD).
- Salesforce, documentación de producto sobre Net Zero Cloud (2025).
- OCDE, marco inclusivo sobre erosión de bases imponibles (Pilar 2).

4. Análisis del entorno específico: las cinco fuerzas de Porter

El ejercicio evalúa cómo han **cambiado de intensidad** las fuerzas competitivas entre 2024 y mediados de 2026. Tres de las cinco se han intensificado de forma estructural, y la variación en la amenaza de sustitutivos es la que explica la recalificación bursátil del sector.

Cuadro 4.1. Evolución de la intensidad competitiva (evaluación propia)

Fuerza	Intensidad 2024	Intensidad julio 2026	Dirección
Amenaza de nuevos competidores	Baja	Media-alta	Deterioro estructural
Poder de negociación de clientes	Media-baja	Media-alta	Deterioro
Amenaza de sustitutivos	Baja	Alta	Deterioro severo
Poder de negociación de proveedores	Baja	Media	Deterioro
Rivalidad competitiva	Alta	Alta	Estable en nivel elevado

4.1. Amenaza de nuevos competidores — Media-alta y creciente

Las barreras clásicas siguen siendo formidables y verificables: 67.900 M USD de ingresos ya contratados; certificaciones sectoriales cuyo coste disuade a competidores pequeños; un ecosistema de integradores cuya práctica de negocio depende de la plataforma; y costes de cambio derivados de años de personalización.

Lo que ha cambiado es el **coste de construir la alternativa**. La caída del coste de desarrollo asistido por IA permite que compañías «nativas de agentes» ofrezcan funcionalidad comparable sin interfaz compleja ni facturación por asiento. Circulan en prensa especializada casos anecdóticos de sustitución de contratos anuales por soluciones construidas internamente; **este informe no ha localizado una fuente primaria que los documente y, en consecuencia, no los emplea como evidencia**. El mecanismo económico sí es argumentable con independencia de las anécdotas: cuando el coste de construir cae uno o dos órdenes de magnitud, la barrera de entrada deja de ser tecnológica y pasa a ser exclusivamente de datos, cumplimiento y confianza. Salesforce conserva las tres; su *software*, en cambio, deja de ser el foso.

4.2. Poder de negociación de los clientes — Media-alta

La concentración es baja y es un dato auditado: según el 10-Q del trimestre cerrado el 30 de abril de 2026, ningún cliente representó el 10% o más de los ingresos ni de las cuentas por cobrar. El poder de negociación no es individual, sino **colectivo**, y ha aumentado por tres vías: la consolidación deliberada de proveedores por parte de los directores de sistemas; la existencia de alternativas creíbles, que da credibilidad a la amenaza de abandono en la renovación; y, sobre todo, la reducción del número de asientos necesarios. Este último punto es el crítico: no hace falta que el cliente cancele el contrato para que el ingreso caiga; basta con que renueve con menos licencias.

La evidencia indirecta de que esto podría estar ocurriendo ya es doble: la facturación creció un 3,6% interanual en Q1 FY2027 y el flujo de caja libre trimestral un 4%, frente a unos ingresos reconocidos que avanzaron un 13%. Ambas magnitudes son sensibles a la duración y la estacionalidad de los contratos, y la compañía no las considera indicadores principales; pero una divergencia de nueve puntos entre facturación e ingresos merece explicación, y no se ha ofrecido con detalle suficiente.

4.3. Amenaza de productos sustitutivos — Alta (fuerza determinante)

Es la fuerza que ha cambiado de categoría. Hasta 2024, el sustitutivo del CRM era otro CRM. En 2026 los sustitutivos plausibles se han multiplicado: asistentes de propósito general conectados a los sistemas de la empresa mediante protocolos abiertos; aplicaciones internas construidas con asistencia de IA; plataformas nativas de agentes; y suites adyacentes (ERP, servicio de campo) que absorben funcionalidad de CRM. El *indicio* —no la evidencia— que aportan las encuestas comentadas en §3.3 apunta a que la sustitución podría estar ocurriendo ya a nivel de flujo de trabajo, aunque todavía no a nivel de contrato.

El matiz que impide calificar esta amenaza de existencial a corto plazo es que las herramientas de IA sustituyen trabajo a nivel de *tarea*, pero no necesariamente el software que gobierna operaciones críticas: una herramienta que redacta un contrato no sustituye a la plataforma que gestiona su ciclo de vida con trazabilidad, control de acceso y auditabilidad. Esta distinción es un argumento propio del autor, no una cita atribuible a un tercero. La cuestión, por tanto, no es si Salesforce

desaparece —no lo hará—, sino qué proporción de su ingreso corresponde a trabajo de tarea sustituible y qué proporción a operación crítica defendible. Ese reparto no es públicamente calculable, y esa es la limitación analítica central de todo el sector.

4.4. Poder de negociación de los proveedores — Media

Los **hiperescalares** aportan la infraestructura; su poder es moderado por la escala de compra y la posibilidad de multi-nube, y se refleja en un margen bruto estable en torno al 77%. Los **laboratorios de modelos** constituyen una categoría nueva: Salesforce depende de modelos de terceros —unos 300 M USD declarados en *tokens* de Anthropic en 2026— para la capa que define su propuesta de valor futura. Su poder es estructuralmente creciente y solo se mitiga en parte con una estrategia multimodelo y con la participación accionarial.

El riesgo relevante no es el precio del *token*, que tiende a caer, sino el **margen bruto en un modelo de consumo**. La suscripción por asiento tiene coste marginal casi nulo; una unidad de trabajo agéntico tiene coste de inferencia real. Si la mezcla migra de asientos a consumo sin revisión proporcional del precio, el margen bruto del 77% es estructuralmente insostenible. La compañía no publica el margen bruto de Agentforce; el análisis no puede cerrarse con datos públicos.

4.5. Rivalidad competitiva — Alta

Salesforce lidera con un 20,0% de cuota. La lectura correcta del dato es la contraria a la habitual: si el líder de un mercado sostiene solo el 20% tras veintisiete años de existencia y entre 58.000 y 60.000 M USD en adquisiciones, el mercado está fragmentado y la posición dominante es más frágil de lo que sugiere el titular.

Cuadro 4.2. Mapa competitivo (2025 – primer semestre de 2026)

Competidor	Posición	Crecimiento reciente	Vector de amenaza
Microsoft (Dynamics 365 + Copilot)	Cuota estimada del 5%–6% en CRM.	Dynamics 365 en crecimiento de doble dígito alto.	El más peligroso: agrupación con Microsoft 365, Teams y Azure. No necesita ganar en producto, solo en precio agregado.
ServiceNow	Líder en flujos de trabajo empresariales.	Ingresos de suscripción c. +21% (Q4 2025).	Crece más rápido y compite por el mismo presupuesto de automatización agéntica. Se ha posicionado como beneficiario, no como víctima, de la IA.
HubSpot	299.458 clientes de pago (marzo de 2026); ARR de 3.450 M USD.	+23% (Q1 2026).	Domina PYME y mercado medio; presiona por abajo. Su número de clientes casi duplica al de Salesforce, con un ingreso por cliente muy inferior.
SAP, Oracle, Adobe, Zoho	Cuotas individuales del 3% al 5%.	Estancadas o moderadas.	Amenaza limitada individualmente; relevantes por su integración con ERP o con datos de marketing.
Nativos de agentes y modelos frontera	Sin cuota medible en CRM.	No aplicable.	Amenaza no capturada por las métricas de cuota tradicionales. Es el competidor que el cuadro de IDC no ve.

Nota de fuente (relevante): la cuota del 20,0% procede del Worldwide Semiannual Software Tracker de IDC, un producto de pago que NO se ha consultado directamente. La cifra se ha tomado de la comunicación corporativa de Salesforce, que lo cita; la fuente efectiva es, por tanto, la propia compañía, y así debe interpretarse. Las cuotas de los competidores son estimaciones de mercado no verificadas contra el tracker original.

Sobre la guerra de precios: no existe en el sentido clásico —descuentos generalizados sobre el precio de lista—, pero sí una **presión de precio implícita** más peligrosa, que opera por dos vías: la agrupación de Microsoft (que regala funcionalidad para defender su suite) y la reducción del número de unidades facturadas. El ingreso puede caer sin que el precio por asiento baje ni un dólar.

Fuentes consultadas

- Salesforce, Formulario 10-Q Q1 FY2027 (SEC, mayo de 2026) — concentración de clientes y margen bruto.
- HubSpot, resultados del primer trimestre de 2026; ServiceNow, resultados del cuarto trimestre de 2025; Adobe, resultados del primer trimestre de 2026.
- IDC, Worldwide Semiannual Software Tracker (2025), citado a través de la comunicación de Salesforce (véase la nota del Cuadro 4.2).
- Resonate, análisis comparado de cuota de clientes HubSpot–Salesforce (julio de 2026).

5. Análisis de las ventajas competitivas

El ejercicio relevante no es enumerar ventajas, sino clasificarlas por durabilidad y, sobre todo, someterlas al contraste de la disrupción agéntica. Una ventaja que era decisiva en 2019 puede haberse convertido en irrelevante en 2026 sin que la compañía haya hecho nada mal.

Cuadro 5.1. Clasificación de ventajas competitivas por durabilidad

Ventaja	Evidencia (y su naturaleza)	Durabilidad	Contraste con la disrupción agéntica
Costes de cambio	67.900 M USD de RPO (auditado). Base instalada declarada superior a 150.000 clientes: la compañía no publica recuento auditado.	Sostenible	Es la ventaja más resistente. Migrar años de personalización, integraciones y datos históricos sigue siendo caro y arriesgado, con independencia de la IA.
Datos propietarios y gobierno del dato	Data 360 + Informatica: linaje, calidad y control de acceso (hecho verificable sobre la cartera de producto).	Sostenible	Es la única ventaja que <i>mejora</i> con la IA: los agentes son inútiles sobre datos sucios o no gobernados. Es el núcleo de la tesis defensiva.
Confianza, cumplimiento y auditabilidad	Certificaciones sectoriales; requisito de contratación en entidades reguladas y sector público.	Sostenible	La operación crítica exige trazabilidad. Un asistente genérico no la aporta.
Ecosistema y efectos de red	AppExchange e integradores (Accenture, Deloitte) cuya práctica depende de la plataforma.	Sostenible pero debilitándose	La caída del coste de integración reduce el valor del ecosistema como barrera. Nótese además el efecto cruzado: si la implantación migra a los socios, los servicios profesionales de Salesforce se estancan (\$2.2).
Marca y cuota de mercado	20,0% de cuota (IDC, vía la propia compañía); nº 1 durante 13 años.	Temporal	Protege frente a competidores conocidos; no frente a una redefinición de categoría. La marca no defiende el número de asientos.
Escala financiera	14.400 M USD de FCF (auditado); capacidad de adquirir y de recomprar.	Sostenible	Permite comprar tiempo y activos. No resuelve el problema estructural, pero amplía el margen de maniobra.
Tecnología de agentes propia (Agentforce)	1.200 M USD de ARR (+205%): declaración de la dirección, no auditada.	Temporal y disputada	La inteligencia subyacente es de terceros. Es un producto, no un foso: replicable por cualquier competidor con acceso a los mismos modelos.
Ventaja de coste	Margen bruto c. 77% (auditado).	En riesgo	El coste marginal casi nulo del asiento no se traslada al modelo de consumo, donde cada unidad agéntica tiene coste de inferencia real.

La conclusión analítica es específica y conviene enunciarla con precisión: **el foso de Salesforce protege el sistema de registro, no el número de asientos**. Sobrevivirá como infraestructura de datos de cliente; lo que está en cuestión es si podrá seguir cobrando por empleado que accede a ella. Las ventajas verdaderamente difíciles de imitar (costes de cambio, gobierno del dato, cumplimiento) son precisamente las que *no* dependen del modelo de precio; las que sí dependen de él (marca, ecosistema, ventaja de coste por asiento) son las que se están erosionando.

Fuentes consultadas

- Salesforce, Formularios 10-K FY2026 y 10-Q Q1 FY2027 (SEC) — RPO, margen bruto, cartera de producto.
- Salesforce, nota de resultados de Q1 FY2027 (27-05-2026) — ARR de Agentforce (declaración de la dirección).
- IDC, Worldwide Semiannual Software Tracker (2025), vía comunicación corporativa (véase la nota del Cuadro 4.2).

6. Análisis interno de la empresa

6.1. Producción y operaciones

El «modelo productivo» de una compañía SaaS es su arquitectura multiinquilino: una única base de código sirve a todos los clientes, lo que produce un coste marginal por usuario adicional próximo a cero y sostiene un margen bruto en torno al 77%. La eficiencia operativa ha mejorado de forma verificable y sostenida: el margen operativo GAAP pasó del 2,1% en FY2022 al 20,1% en FY2026, y el no-GAAP del 18,7% al 34,1%. Esta mejora es real, es auditada y no debe atribuirse a la IA: procede de la disciplina de costes impuesta tras la presión de los inversores activistas en 2023 (reducción de plantilla, cierre de oficinas, racionalización de la inversión en ventas y marketing).

La transición al modelo agéntico introduce, sin embargo, una **discontinuidad en la estructura de costes** que aún no es visible en los estados financieros. La inferencia tiene coste variable; el asiento no lo tenía. El margen bruto del 77% se construyó sobre una economía de coste marginal nulo que el nuevo modelo no comparte. La compañía mitiga esto con una estrategia multimodelo y con modelos pequeños especializados, pero **no publica el margen bruto del negocio agéntico**, de modo que la afirmación de que la transición es neutral para el margen es hoy una hipótesis de la dirección, no un hecho verificado. Es, probablemente, el dato individual más importante que la compañía no divulga después de la NRR.

6.2. Comparación con la competencia

La comparación no puede limitarse a la cuota de mercado. Los siete vectores siguientes describen mejor la posición relativa:

Cuadro 6.1. Comparación competitiva más allá de la cuota de mercado

Dimensión	Salesforce	Lectura comparada
Foso tecnológico	Datos, gobierno e integración. La inteligencia es de terceros.	Inferior al de Microsoft (que posee modelo, nube y suite) y al de los laboratorios de modelos. Superior al de HubSpot o Zoho.
Costes de cambio	Muy altos en gran cuenta; medios en mercado medio.	Es la ventaja donde Salesforce gana con claridad a todos los competidores, incluido Microsoft.
Poder de fijación de precios	Históricamente alto; hoy en cuestión.	La agrupación de Microsoft reduce el precio efectivo de la competencia a cero dentro de una suite ya contratada. Salesforce no puede replicarlo: no tiene sistema operativo, ni ofimática, ni nube de infraestructura.
Capacidad de cómputo	Sin infraestructura propia de entrenamiento.	Desventaja estructural frente a Microsoft, Google y Amazon. Se compensa parcialmente con acuerdos y con la participación en Anthropic.
Ecosistema de software	AppExchange; el más profundo del CRM.	Ventaja real, en erosión: los protocolos abiertos de conexión abaratan la integración que antes justificaba el ecosistema.
Dependencia de proveedores	Creciente (modelos de terceros).	Peor posición que Microsoft o Google, que son proveedores de sí mismos.
Riesgo de comoditización	Alto en la capa de aplicación; bajo en la capa de datos.	El riesgo es asimétrico dentro de la propia cartera: Sales Cloud está expuesto; Data 360 e Informatica, mucho menos.

Sobre el **riesgo de integración vertical del cliente**: es la novedad de 2026. Cuando el coste de construir una aplicación interna cae uno o dos órdenes de magnitud, la decisión de «comprar frente a construir» se reabre en compañías que llevaban quince años sin plantársela. La defensa de Salesforce no es tecnológica —el cliente puede construir la interfaz— sino de datos, cumplimiento y responsabilidad contractual: cuando un agente comete un error en una operación crítica, alguien tiene que responder.

6.3. Comercialización y marketing

La estrategia comercial es de *land and expand*: entrar por una nube y expandirse a las adyacentes. La compañía ha declarado históricamente que más del 60% de sus ingresos procede de clientes preexistentes. El posicionamiento de marca se apoya en Dreamforce y, desde 2026, en el patrocinio oficial del Mundial de la FIFA.

Sobre el patrocinio del Mundial (opinión del autor, no análisis cuantitativo)

Destinar presupuesto de marca a un evento de consumo masivo en un negocio B2B, en el mismo ejercicio en que se ejecutan reducciones de plantilla y se recorta la guía de flujo de caja, es una decisión que este autor considera difícil de justificar por retorno esperado. **Debe leerse como lo que es: una opinión.** El importe del patrocinio no es público y, sin él, no puede calcularse retorno alguno ni afirmarse que destruya valor.

El cambio comercial de fondo es el paso a una lógica de resultados en el flujo de trabajo, apoyada en Slack como capa de contexto, y la reconstrucción del sistema de facturación (adquisición de m3ter) para soportar precios por consumo. La segmentación se refuerza por verticales: las nubes sectoriales alcanzaron 6.600 M USD de ARR al cierre de FY2026 (+20%), crecimiento superior al del grupo, y son coherentemente la parte más defendible del negocio.

6.4. Dirección ejecutiva y gobierno corporativo

Marc Benioff acumula los cargos de presidente del consejo y consejero delegado, concentración que la literatura de gobierno corporativo asocia con debilidad estructural, especialmente en una compañía con un historial de adquisiciones de gran tamaño y de rotación en la segunda línea ejecutiva. Robin Washington ocupa desde 2025 la presidencia y dirección de operaciones y finanzas, con un mandato claro de disciplina de capital.

La capacidad de adaptación narrativa de la dirección es notable —de Einstein a Data Cloud, de Data Cloud a Agentforce, de Agentforce a Data 360 y Headless 360 en apenas tres años—, pero esa misma velocidad de reposicionamiento discursivo dificulta la verificación de resultados: cada cambio de marca reinicia la base de comparación. El analista debe exigir continuidad de métricas, no de mensajes. La dirección merece, en cambio, un reconocimiento explícito y basado en datos: la disciplina de márgenes tras la presión de los inversores activistas de 2023 (el margen no-GAAP ha subido más de diez puntos desde FY2022) y la ejecución de una política de retribución al accionista sin precedentes en la compañía.

Distinción entre hechos y narrativa

Hecho confirmado (10-K FY2026, auditado): ingresos de 41.530 M USD, margen operativo GAAP del 20,1%, FCF de 14.400 M USD. **Declaración de la dirección (no auditada):** ARR de Agentforce de 1.200 M USD; «aceleración orgánica de los ingresos en el segundo semestre de FY2027»; 3.800 millones de unidades de trabajo agéntico. **Hipótesis estratégica (del autor):** el margen bruto se mantendrá si —y solo si— el precio de la unidad de consumo supera su coste de inferencia; no puede verificarse. **Expectativa del mercado:** el precio de 163 USD implica un crecimiento perpetuo del FCF próximo a cero (\$8.6), incompatible con la guía de la propia compañía. Estas cuatro categorías no deben mezclarse.

6.5. Factores ESG

Environmental (medioambiental)

La compañía declara cero emisiones netas residuales en toda la cadena de valor y 100% de energía renovable; ambos logros se alcanzan por vía de compensación (créditos de carbono y certificados de atributo energético), no por descarbonización física. La gobernanza climática está formalmente asignada al consejo (comité de nombramientos y gobierno corporativo, con supervisión de la divulgación por el comité de auditoría). En 2025 reorientó los objetivos de 2030 hacia una métrica de intensidad de emisiones, lo que debilita el compromiso absoluto anterior. Comercializa además su propio cumplimiento con un producto (Net Zero Cloud), lo que convierte la regulación de sostenibilidad en ingreso. Último informe verificado: FY2025.

Social

La plantilla declarada en el último 10-K es de 83.334 personas, cifra que convive con la reducción del soporte de unos 9.000 a unos 5.000 empleados declarada por el consejero delegado. La compañía sostiene que la mayoría de esas posiciones fueron redistribuidas o eliminadas por atrición; la ausencia de un desglose auditado impide verificarlo. El modelo filantrópico 1-1-1 (Pledge 1%) sigue siendo un diferenciador reputacional real y de larga trayectoria. El riesgo social relevante no es de cumplimiento, sino de coherencia: una compañía que vende automatización y afirma simultáneamente que esta no destruye empleo se expone a un problema de credibilidad en ambos discursos.

Governance (gobierno corporativo)

Dualidad de funciones en la cúpula; retribución basada en acciones de 3.510 M USD en FY2026 —equivalente al 8,5% de los ingresos, proporción elevada incluso para el sector— cuya dilución se neutraliza ahora mediante recompras financiadas con deuda. La práctica es legítima y habitual, pero conviene nombrarla con precisión: **una parte sustancial del crecimiento del beneficio por acción no procede del negocio, sino de la reducción del denominador**, y esa reducción se ha financiado, en 2026, con apalancamiento.

Fuentes consultadas

— Salesforce, Formulario 10-K FY2026 (SEC, marzo de 2026) — plantilla, recompras, dividendos, retribución en acciones (estado de flujos de efectivo).

- Salesforce, FY25 Stakeholder Impact Report; Salesforce Investor Relations, sección ESG.
- Trellis (3 de octubre de 2025) — cambio de los objetivos climáticos.
- CNBC (2 de septiembre de 2025) y The HR Digest (junio de 2026) — reducciones de plantilla.

7. Análisis DAFO

DEBILIDADES (internas) ■ Dependencia de terceros en la capa de inteligencia: unos 300 M USD declarados en tokens de Anthropic en 2026. La capa que define su valor futuro no es propia. ■ Modelo de precio por asiento estructuralmente expuesto a la automatización que la propia compañía vende. ■ Retorno decreciente de las adquisiciones: entre 58.000 y 60.000 M USD pagados en cuatro operaciones, con Tableau en declive reconocido. ■ Opacidad métrica: no divulga NRR, ARR por nube ni margen bruto agéntico. La opacidad tiene un coste de valoración. ■ Retribución en acciones de 3.510 M USD (8,5% de los ingresos), que el BPA no-GAAP excluye. ■ Apalancamiento nuevo: deuda a largo plazo de 39.280 M USD frente a 10.439 M tres meses antes. ■ Dualidad presidente/consejero delegado y rotación en la segunda línea ejecutiva.	AMENAZAS (externas) ■ Compresión del modelo por asiento por sustitución agéntica: la amenaza dominante del mapa de riesgos. ■ Agrupación de Microsoft: Dynamics 365 y Copilot dentro de una suite ya contratada. Precio efectivo próximo a cero. ■ Desintermediación por la capa de modelo: el valor migra a los laboratorios y a los almacenes de datos. ■ Presión por abajo: HubSpot (299.458 clientes de pago, ARR de 3.450 M USD, +23%) y Zoho. ■ Tipos de interés con sesgo alcista: el dot plot del FOMC subió del 3,4% al 3,8% para el cierre de 2026. ■ Regulación de la IA (Reglamento europeo) sobre decisiones automatizadas. ■ Estandarización abierta de la conectividad, que erosiona el valor de MuleSoft.
FORTALEZAS (internas) ■ Liderazgo de mercado: 20,0% de cuota, número uno durante trece años (IDC, vía la compañía). ■ Visibilidad de ingresos: 67.900 M USD de RPO y 33.600 M USD de cRPO. ■ Generación de caja: 14.400 M USD de FCF en FY2026 (+16%). ■ Expansión de márgenes acreditada: del 2,1% al 20,1% de margen operativo GAAP entre FY2022 y FY2026. ■ Activo de datos y gobierno del dato: Data 360 más Informatica. La única ventaja que mejora con la IA. ■ Diversificación de clientes: ningún cliente alcanza el 10% de los ingresos (10-Q, auditado). ■ Nubes sectoriales: 6.600 M USD de ARR (+20%) al cierre de FY2026.	OPORTUNIDADES (externas) ■ Transición a precios por consumo: desacopla el ingreso del número de empleados; m3ter aporta la infraestructura de facturación. ■ Agentforce: 1.200 M USD de ARR (+205%), aunque desde una base equivalente al 2,9% de los ingresos. ■ Gobierno del dato como categoría: los agentes exigen datos fiables; Informatica lo capitaliza. ■ Sector público y verticales reguladas: ARR público superior a 2.000 M USD (+23%) en Q1 FY2027. ■ Participación en Anthropic: valor estimado de unos 5.000 M USD (no es una plusvalía: el coste no es público). Cobertura financiera parcial frente a la disrupción. ■ Valoración deprimida: PER adelantado no-GAAP de 11,6x y rentabilidad del FCF del 10,7%.

Una debilidad que este informe NO incluye, y por qué

El ratio corriente de 0,79 (activo corriente frente a pasivo corriente) suele citarse como debilidad de liquidez. **No lo es en un modelo SaaS y por eso no figura en el cuadrante de debilidades.** Una parte muy sustancial del pasivo corriente de Salesforce es *ingreso diferido*: no es una obligación de pagar efectivo, sino de prestar un servicio ya cobrado por anticipado. Un ratio corriente inferior a 1 es, en este modelo, normal e incluso indicativo de fortaleza en el cobro. Incluirlo junto a la deuda de 39.280 M USD induciría a error sobre la naturaleza del riesgo financiero, que es de apalancamiento y de coste financiero, no de liquidez.

7.1. Relación entre factores y estrategias cruzadas

Estrategia	Combinación	Contenido y contraste crítico
Ofensiva (F + O)	Activo de datos + gobierno del dato → categoría agéntica	Es la tesis alcista y la estrategia declarada: convertir Data 360 e Informatica en la condición previa de cualquier despliegue de agentes, propio o ajeno. Riesgo de ejecución: exige que el cliente acepte pagar por gobierno del dato lo que antes pagaba por asientos; nada garantiza que la disposición a pagar se transfiera íntegramente.
Defensiva (F + A)	Costes de cambio + verticales → contener a Microsoft	Profundizar en sectores regulados, donde la agrupación importa menos que la especificidad funcional y donde el coste de cambio es mayor. Es la estrategia con mejor relación entre coste y eficacia, y explica el crecimiento del 20% del ARR sectorial.

Estrategia	Combinación	Contenido y contraste crítico
Adaptativa (D + O)	Modelo por asiento → precios por consumo	Es la respuesta correcta al problema correcto, y la adquisición de m3ter demuestra que la dirección lo ha entendido. Pero su viabilidad depende de una variable no publicada: el margen bruto de la unidad agéntica. Si el precio de la unidad no supera holgadamente su coste de inferencia, la transición sustituye ingreso de alto margen por ingreso de margen incierto.
De supervivencia (D + A)	Dependencia de modelos + desintermediación	La compañía compra opcionalidad (participación en Anthropic, estrategia multimodelo) y tiempo (recompras y adquisiciones). Es una cobertura financiera, no una solución estratégica: unos 5.000 M USD frente a 134.000 M USD de capitalización. Si el valor migra a la capa de modelo, Salesforce lo captura como inversor, no como operador.

Fuentes consultadas

- Salesforce, Formularios 10-K FY2026 y 10-Q Q1 FY2027 (SEC); notas de resultados de Q4 FY2026 y Q1 FY2027.
- Reserva Federal, Resumen de Proyecciones Económicas (17 de junio de 2026).
- HubSpot, resultados del primer trimestre de 2026.

8. Análisis financiero y valoración

Esta sección publica los datos de partida, todos los cálculos derivados y el modelo de valoración completo, de modo que cualquier lector pueda reproducir —o refutar— cada cifra. Las estimaciones propias se identifican como tales.

8.1. Datos de partida (inputs del modelo)

Cuadro 8.1. Datos de partida a 10 de julio de 2026

Variable	Valor	Origen y observaciones
Precio por acción	163,00 USD	Cierre del viernes 10-07-2026 (última sesión antes del cierre de datos).
Capitalización bursátil	≈ 134.000 M USD	Dato de mercado.
Acciones en circulación	≈ 822 M	Estimación propia: 134.000 / 163. Véase la nota sobre el número de acciones más abajo.
Media ponderada diluida FY2026	≈ 956 M	Estimación propia: 7.460 / 7,80. Magnitud distinta de la anterior.
Deuda a largo plazo (30-04-2026)	39.280 M USD	10-Q Q1 FY2027.
Caja y valores negociables (30-04-2026)	11.800 M USD	10-Q: 8.900 M de efectivo y equivalentes más 2.900 M de valores negociables.
Deuda neta (estimación propia)	≈ 27.500 M USD	39.280 – 11.800. Excluye deuda corriente y arrendamientos , no verificados en esta edición: la deuda neta real podría ser algo superior.
Valor de empresa (EV, estimación propia)	≈ 161.500 M USD	134.000 + 27.500.
FCF FY2026	14.400 M USD (+16%)	10-K FY2026.
Guía de FCF FY2027	+4% a +5% □ 14.980–15.120 M USD	Nota de resultados de Q1 FY2027 (mayo de 2026).
Beneficio neto GAAP FY2026	7.460 M USD	10-K. BPA diluido: 7,80 USD.
BPA no-GAAP guiado FY2027	14,06–14,12 USD	Guía de mayo de 2026 (elevada desde 13,11–13,19 USD en febrero por efecto del ASR).
BPA GAAP guiado FY2027	7,85–7,93 USD (guía de febrero); c. 8,5 USD tras el ASR (estimación propia)	La guía de febrero es dato publicado; el ajuste al alza por menor número de acciones es estimación propia.
Coste de capital (WACC)	≈ 9% (estimación propia)	Tipo sin riesgo del entorno del 4,2%, beta de 1,18 y prima de riesgo del 4,5% □ coste de los fondos propios ≈ 9,5%; el coste de la deuda después de impuestos reduce ligeramente la media. Se emplea solo como contraste de los múltiplos.

Nota sobre el número de acciones (relevante, y fuente habitual de errores): conviven tres magnitudes distintas. (i) Acciones en circulación hoy: ≈ 822 M, tras la entrega inicial de unos 103 M de acciones en la recompra acelerada de marzo de 2026. (ii) Media ponderada diluida de FY2026: ≈ 956 M, que es el denominador del BPA histórico y que refleja el ejercicio completo, anterior al ASR. (iii) Media ponderada de FY2027: será intermedia. Comparar el BPA histórico (calculado sobre 956 M) con la capitalización actual (calculada sobre 822 M) produce múltiplos incoherentes; en §8.5 se especifica el denominador de cada ratio.

8.2. Evolución de los ingresos y crecimiento orgánico

Cuadro 8.2. Cinco ejercicios de evolución financiera

Ejercicio	Ingresos (M USD)	Crecim.	Margen op. GAAP	Margen op. no-GAAP	FCF (M USD)
FY2022	26.492	+25%	2,1%	18,7%	6.000
FY2023	31.352	+18%	3,3%	22,5%	6.170
FY2024	34.857	+11%	14,4%	30,5%	9.500
FY2025	37.895	+9%	19,0%	33,0%	12.430
FY2026	41.530	+9,6%	20,1%	34,1%	14.400
FY2027 (guía)	45.900–46.200	+11%	20,6%	34,3%	+4%/+5%

Las cifras de FY2022 a FY2024 proceden de agregadores financieros (Macrotrends, StockAnalysis) y no se han reconciliado con los 10-K originales; deben tratarse como orientativas. Las de FY2025 y FY2026 proceden de los 10-K. La guía de FY2027 corresponde a la actualización de mayo de 2026.

La trayectoria es la de una desaceleración ordenada compensada con expansión de márgenes. Pero el dato publicado de FY2027 —un 11% de crecimiento— no es comparable con los anteriores, porque incorpora una adquisición. El 8-K de Q1 FY2027 permite ahora aislarla con precisión, y este es el cálculo:

Cálculo del crecimiento orgánico (estimación propia, a partir de datos publicados)

Trimestre (Q1 FY2027, dato directo). La compañía informa de que Informatica aportó **444 M USD** de ingresos en el trimestre. Los ingresos de Q1 FY2026 fueron de 9.830 M USD. Por tanto, la contribución inorgánica equivale a $444 / 9.830 = 4,5$ puntos porcentuales. Con un crecimiento reportado del 13,2%, el **crecimiento orgánico del trimestre fue del 8,7%** (y del orden del 7,5% en divisa constante, descontando el punto de viento de cola cambiario). La cifra es coherente con la guía de la propia compañía, que anticipaba «algo más de 4 puntos» de contribución de Informatica en el trimestre.

Ejercicio completo (FY2027e, estimación). Anualizando la contribución trimestral: $444 \times 4 \approx 1.780$ M USD de ingresos anuales de Informatica. La operación cerró el 18 de noviembre de 2025, ya dentro de FY2026, de modo que FY2026 incorporó aproximadamente 2,4 meses ≈ 350 M USD. La contribución *incremental* en FY2027 es, en consecuencia, de unos **1.430 M USD**, equivalentes a $1.430 / 41.530 = 3,4$ puntos de crecimiento. Restados del 11% guiado: **crecimiento orgánico FY2027e $\approx 7,6\%$ nominal**. Con la inflación PCE proyectada por la Reserva Federal en el 3,6% para 2026, el crecimiento **real** es del orden del 4%.

Limitación: el cálculo supone que los ingresos de Informatica se distribuyen uniformemente a lo largo del año, lo cual es discutible en un negocio con componente de licencia *on-premise* y estacionalidad de renovaciones. El intervalo razonable de contribución incremental es de 3 a 4 puntos, lo que sitúa el crecimiento orgánico entre el 7% y el 8%.

8.3. Rentabilidad, apalancamiento operativo y calidad del beneficio

Apalancamiento operativo. Los ingresos crecieron un 9,6% en FY2026 y el margen operativo GAAP subió 1,1 puntos; en Q1 FY2027, los ingresos crecieron un 13,2% y el margen no-GAAP se expandió 2,5 puntos (del 32,3% al 34,8%). Es apalancamiento operativo real y verificable. Ahora bien, la guía de margen no-GAAP para el conjunto de FY2027 es del **34,3%**, es decir, *inferior* al 34,8% ya alcanzado en el primer trimestre: la propia compañía anticipa un deterioro del margen en los tres trimestres restantes. Este matiz no suele acompañar a la celebración del «máximo histórico» trimestral y merece registrarse.

El BPA no-GAAP creció un 50% en el trimestre. Verificado. Pero la explicación habitual no se sostiene.

Hecho (8-K de Q1 FY2027): el BPA no-GAAP fue de 3,88 USD, un 50% más que el año anterior; el BPA GAAP fue de 2,42 USD, un 52% más. **El dato es correcto.** Lo que no se sostiene es atribuirlo a la recompra. Descomposición: el resultado operativo no-GAAP creció aproximadamente un **22%** ($11.130 \times 34,8\%$ frente a $9.830 \times 32,3\%$); la reducción de la media ponderada de acciones tras la entrega de unos 103 M de títulos del ASR aporta del orden de **6 a 8 puntos** adicionales. Ambos efectos combinados explican un crecimiento del orden del **30%–32%**. **Los 18–20 puntos restantes no son reconciliables con la información pública** y deben proceder de partidas situadas por debajo del resultado operativo (ingresos financieros, resultado de inversiones o tasa impositiva no-GAAP). El 10-Q completo del trimestre es el documento que lo resolvería. Hasta entonces, este informe registra la cifra como verificada y su causa como **parcialmente inexplicada**, y advierte de que un crecimiento del BPA cuya causa principal no se conoce no debe utilizarse como prueba de fortaleza operativa.

Calidad del beneficio. La retribución en acciones ascendió a 3.510 M USD en FY2026, el 8,5% de los ingresos. El BPA no-GAAP la excluye; es un coste real, y en consecuencia el múltiplo no-GAAP sobrestima el atractivo de la acción. La consecuencia práctica se desarrolla en §8.5: la recompra no se ejecuta a doce veces beneficios, sino a unas diecinueve.

Retorno del capital invertido. Con un capital invertido inflado por el fondo de comercio derivado de entre 58.000 y 60.000 M USD en adquisiciones, el ROIC de Salesforce se sitúa históricamente por debajo de su coste de capital, aunque la mejora de márgenes lo ha ido acercando. **Este informe no publica una cifra concreta de ROIC ni de ROE porque no ha reconciliado el capital invertido con el balance del 10-K;** publicarla sin esa reconciliación sería un ejercicio de precisión aparente. La afirmación cualitativa —el retorno de las adquisiciones ha sido inferior al coste del capital empleado— se sostiene en el hecho verificable de que Tableau está en declive reconocido y en la magnitud del importe pagado frente a la contribución identificable a los ingresos.

8.4. Estructura de capital, deuda y liquidez

Conciliación de la deuda: 3.841 M USD que no cuadran

La deuda a largo plazo pasó de **10.439 M USD** (31-01-2026) a **39.280 M USD** (30-04-2026): un aumento de **28.841 M USD**. La emisión declarada para financiar la recompra acelerada fue de **25.000 M USD**. $10.439 + 25.000 = 35.439$, de modo que **faltan por explicar 3.841 M USD**. La hipótesis más plausible es la reclasificación o refinanciación de deuda corriente y arrendamientos existentes al cierre de FY2026 (que situaban la deuda total por encima de la cifra a largo plazo), o bien una emisión superior a la anunciada. **Este informe no ha podido verificar cuál de las dos explicaciones es la correcta y lo declara expresamente** en lugar de presentar una conciliación aparente.

Coste del apalancamiento: la propia compañía lo ha cuantificado sin nombrarlo. Entre la guía de febrero de 2026 y la de mayo, el crecimiento del FCF esperado para FY2027 se recortó del 9%–10% al 4%–5%. Sobre una base de 14.400 M USD, esos cinco puntos equivalen a unos **720 M USD anuales de menor flujo de caja libre**. Si se interpretan íntegramente como gasto financiero después de impuestos, el gasto antes de impuestos rondaría los **940 M USD** (tasa del 23%), lo que implica un **cupón medio del orden del 3,5%–4,5%** sobre los 25.000 M USD emitidos. La estimación es propia y depende de que no haya otros factores en la revisión de la guía; la compañía atribuyó el recorte expresamente a la emisión.

Cobertura de intereses: antes y después. Al cierre de FY2026, con un gasto financiero reducido, la cobertura (resultado operativo GAAP dividido entre gasto por intereses) se situaba en torno a **25 veces**. Esa cifra es *anterior* al apalancamiento y, por sí sola, resulta engañosa. Pro forma: con un gasto financiero total estimado en unos 1.500 M USD anuales (deuda previa más la nueva emisión) y un resultado operativo GAAP de 8.350 M USD en FY2026 —o de unos 9.500 M USD según la guía de FY2027—, la cobertura cae al entorno de **5,5 a 6 veces**. Sigue siendo holgada para una compañía con 14.400 M USD de flujo de caja libre, pero el orden de magnitud del cambio es el que importa: la flexibilidad financiera se ha reducido aproximadamente en un factor de cuatro en un solo trimestre.

Liquidez. Caja y valores negociables de 11.800 M USD al 30 de abril de 2026. El ratio corriente (0,79) no se emplea aquí como indicador de tensión de liquidez, por las razones expuestas en la caja metodológica de §7: en un modelo SaaS, el pasivo corriente está dominado por el ingreso diferido, que es una obligación de servicio ya cobrada, no una obligación de pago.

8.5. Valoración relativa y múltiplos

Cuadro 8.3. Múltiplos a 10 de julio de 2026, con numerador y denominador explícitos

Múltiplo	Numerador	Denominador	Valor	Lectura
PER TTM (GAAP)	Capitalización (134.000)	Beneficio neto FY2026 (7.460)	18,0x	Base homogénea (ambas magnitudes agregadas). Sobre precio y BPA diluido histórico (163 / 7,80) daría 20,9x, porque el BPA se calcula con la media ponderada de FY2026 (956 M acciones), anterior al ASR. Las dos cifras son correctas y miden cosas distintas.
PER adelantado (no-GAAP)	Precio (163)	BPA no-GAAP guiado FY2027 (14,09)	11,6x	Es el múltiplo que se cita habitualmente. Excluye 3.510 M USD de retribución en acciones.
PER adelantado (GAAP)	Precio (163)	BPA GAAP estimado FY2027 (c. 8,5)	≈ 19x	Estimación propia. Es el múltiplo correcto para juzgar la recompra: la compañía no compra a doce veces beneficios, sino a unas diecinueve.
EV / FCF	EV estimado (161.500)	FCF FY2026 (14.400)	11,2x	Múltiplo sobre valor de empresa: incorpora la deuda neta.
Rentabilidad del FCF	FCF FY2026 (14.400)	Capitalización (134.000)	10,7%	Rendimiento sobre fondos propios, <i>no</i> sobre EV. No es el inverso del múltiplo anterior y no debe presentarse como equivalente.
Margen neto	Beneficio neto (7.460)	Ingresos (41.530)	18,0%	Ejercicio FY2026.
Rentabilidad por dividendo	Dividendo anualizado (1,76)	Precio (163)	1,08%	Dividendo trimestral de 0,44 USD.
EV / EBITDA	—	—	No se publica	No se ha reconciliado la amortización y depreciación con el 10-K. Publicar un EBITDA sin esa conciliación produciría un múltiplo arbitrario. Se declara la omisión en lugar de estimarla.

El sector cotiza con descuento frente a su propia historia reciente: es un hecho comprobable en la compresión de múltiplos del software empresarial desde 2024. Este informe **no** afirma, en cambio, que sea la primera vez en la historia que el software cotiza por debajo del mercado —afirmación que aparecía en la primera edición y que no puede sostenerse con

fuente ni resiste el contraste con 2002 o 2008—.

8.6. Escenarios de valoración: método y cálculo completo

Método (declarado en su totalidad, para permitir la refutación)

Se aplica un múltiplo EV/FCF al flujo de caja libre del ejercicio en curso (FY2027e), se resta la deuda neta estimada y se divide entre las acciones en circulación. No hay proyección plurianual ni descuento temporal: el resultado es un valor *a fecha de hoy*, directamente comparable con los 163 USD.

Fórmula: **Valor por acción** = $(FCF_{FY2027e} \times \text{múltiplo EV/FCF} - \text{deuda neta}) \div \text{acciones}$, con deuda neta = 27.500 M USD y acciones = 820 M (véase §8.1).

Dónde entra el crecimiento. El crecimiento no se proyecta: se incorpora *a través del múltiplo*, y se contrasta con la fórmula de crecimiento perpetuo (Gordon): un múltiplo EV/FCF de m equivale a asumir un crecimiento perpetuo $g = WACC - 1/m$. Con un WACC estimado del 9%, cada múltiplo se traduce en una hipótesis explícita y falsable sobre el crecimiento a largo plazo. Esta es la razón por la que el múltiplo no es arbitrario. **Advertencia: es una valoración por múltiplo, no un descuento de flujos.** Toda su sensibilidad se concentra en el múltiplo, y el múltiplo depende de la variable que no puede observarse (la NRR). La primera edición de este informe presentaba una fila de «FCF estimado en FY2029» que no intervenía en el cálculo; ha sido eliminada.

Cuadro 8.4. Escenarios de valoración (cálculo reproducible)

Escenario	Hipótesis operativas	FCF FY2027e	Múltiplo EV/FCF	g perpetua implícita	Valor por acción	Prob.
Bajista	La compresión de asientos se materializa: la NRR cae por debajo de 100, la facturación permanece en el 3%–4% y el margen bruto cede por el coste de inferencia. La guía de FCF se incumple.	14.000 M USD (0%)	8x – 9x	–3,5% a –2,1%	103 – 120 USD	30%
Base	El crecimiento orgánico se estabiliza en el 6%–8% nominal; la transición a consumo compensa parcialmente la pérdida de asientos; el margen se sostiene. Se cumple la guía.	15.100 M USD (+5%)	13x – 15x	+1,3% a +2,3%	206 – 243 USD	50%
Alcista	Agentforce y Data 360 aceleran el crecimiento orgánico por encima del 10%; el gobierno del dato se consolida como categoría y el modelo de consumo expande el ingreso por cliente.	15.600 M USD (+8%)	18x – 20x	+3,4% a +4,0%	309 – 347 USD	20%

Comprobación del escenario base, línea a línea: $15.100 \times 13 = 196.300$ M USD de valor de empresa; menos 27.500 M USD de deuda neta = 168.800 M USD de valor de los fondos propios; dividido entre 820 M de acciones = 206 USD por acción. Con múltiplo de 15x: $15.100 \times 15 = 226.500$; $- 27.500 = 199.000$; $/ 820 = 243$ USD. Las probabilidades son subjetivas del autor y no proceden de ninguna fuente externa.

Qué implica el precio actual. El mismo modelo, aplicado a la inversa: EV de 161.500 M USD dividido entre el FCF esperado de FY2027 (15.100 M USD) arroja un múltiplo implícito de **10,7 veces**, equivalente a un crecimiento perpetuo del flujo de caja libre de **–0,3%** con un WACC del 9%. **El mercado está valorando Salesforce como un activo cuyo flujo de caja no volverá a crecer nunca en términos nominales.** Esa es la afirmación implícita en el precio, y es la que el análisis debe contrastar.

8.7. Sensibilidad y probabilidad implícita en el precio

Cuadro 8.5. Valor por acción (USD) según FCF y múltiplo. Deuda neta de 27.500 M USD; 820 M de acciones

FCF FY2027e / Múltiplo →	8x	10x	12x	14x	16x	18x	20x
14.000 M USD (bajista)	103	137	171	205	240	274	308
15.100 M USD (base, guía)	114	151	187	224	261	298	335
15.600 M USD (alcista)	119	157	195	233	271	309	347

Lectura: la variable dominante es el múltiplo, no el flujo de caja. Duplicar el múltiplo triplica el valor; una variación del 11% en el FCF apenas mueve el resultado un 8%. Cualquier conclusión de este informe es, en el fondo, una afirmación sobre qué múltiplo merece la compañía, y esa es una afirmación sobre la durabilidad del ingreso, no sobre su nivel actual.

Valor esperado. Con los puntos medios de cada rango (111,5 / 224,5 / 328 USD) y las probabilidades asignadas (30% / 50% / 20%), el valor esperado es de **211 USD por acción, un 30% por encima del precio de 163 USD.** Este informe

declara ese resultado sin atenuarlo: **el modelo arroja una asimetría positiva**, y afirmar lo contrario —como hacía la primera edición— sería incoherente con las propias probabilidades publicadas.

La probabilidad implícita en el precio. El ejercicio inverso es más informativo que el valor esperado. ¿Qué distribución de probabilidad haría que 163 USD fuera el precio correcto? Ignorando por completo el escenario alcista (probabilidad cero) y repartiendo el resto entre bajista y base, la respuesta es: una probabilidad del **54% para el escenario bajista**. Manteniendo el alcista en el 20%, haría falta asignar en torno al **73% al bajista**. Dicho de otro modo: el mercado no está siendo irracional ni está ignorando los resultados; está asignando a la compresión estructural del modelo por asiento una probabilidad de entre el 55% y el 75%. **Ese es el contenido informativo del precio, y no puede demostrarse que sea un error.**

8.8. Cómo podría fallar la tesis, en ambas direcciones

Si el mercado tiene razón (y este análisis, no)

- La NRR ya está por debajo de 100 y la compañía no la publica precisamente por eso. La facturación del +3,6% y el FCF trimestral del +4% serían los primeros síntomas visibles.
- El margen bruto del 77% es insostenible en un modelo de consumo, y el margen operativo del 34% se revela como el pico del ciclo, no como una nueva base.
- Los 25.000 M USD de deuda se habrán empleado en recomprar acciones a 163 USD justo antes de una recalificación estructural a la baja: el peor error de asignación de capital de la historia de la compañía.
- El crecimiento orgánico del 7,6% nominal se dirige hacia cero, y el 4% real actual desaparece en dos ejercicios.

Si este análisis tiene razón (y el mercado, no)

- La NRR se mantiene por encima de 100 porque la expansión en datos, plataforma y verticales compensa la pérdida de asientos. El cRPO orgánico se sostiene en el entorno del 10%.
- El modelo de consumo resulta acretivo: el cliente paga más por resultado del que pagaba por asiento, y el margen bruto se mantiene.
- La opcionalidad del gobierno del dato (Informática) no está en el precio: si los agentes se generalizan, la demanda de datos gobernados crece con ellos, con independencia de quién fabrique el agente.
- A 10,7 veces el flujo de caja libre esperado, cualquier estabilización del crecimiento produce una reexpansión del múltiplo mecánica y violenta.

La variable que decide. No es la narrativa: es la tasa de retención neta de ingresos. La compañía no la publica. Mientras no lo haga, el analista honesto debe reconocer que la tesis bajista y la alcista son empíricamente indistinguibles con los datos disponibles, y que la amplitud de los escenarios de \$8.6 —de 103 a 347 USD— no es una imprecisión del método, sino la medida exacta de esa ignorancia.

Fuentes consultadas

- Salesforce, Formulario 10-K FY2026 (SEC, 2 de marzo de 2026) — ingresos, márgenes, FCF, beneficio neto, retribución en acciones, deuda a largo plazo.
- Salesforce, Formulario 10-Q Q1 FY2027 (SEC, mayo de 2026) — deuda, caja y valores negociables, concentración de clientes.
- Salesforce, Formulario 8-K y nota de resultados de Q1 FY2027 (27-05-2026) — BPA GAAP y no-GAAP, contribución de Informática (444 M USD), guía actualizada de FY2027.
- Salesforce, Formulario 8-K y nota de resultados de Q4 FY2026 (25-02-2026) — guía inicial de FY2027 (BPA no-GAAP de 13,11–13,19 USD; FCF +9%/+10%).
- Macrotrends y StockAnalysis (consultados el 12-07-2026) — series históricas FY2022–FY2024 (fuente secundaria, no reconciliada).
- Reserva Federal, Resumen de Proyecciones Económicas (17 de junio de 2026) — inflación PCE proyectada (3,6% en 2026).

9. Mapa de riesgos jerarquizado

Los riesgos se clasifican por probabilidad de materialización, impacto potencial sobre el valor del negocio y horizonte temporal (corto: 0–12 meses; medio: 1–3 años; largo: más de 3 años). Dentro de cada categoría se ordenan por el producto de probabilidad e impacto. Para cada riesgo se indican el mecanismo de mitigación disponible, las señales tempranas observables públicamente y los posibles desencadenantes.

9.1. Riesgos estructurales (del modelo de negocio)

Riesgo	Prob.	Impacto	Horiz.	Mitigación	Señales tempranas y desencadenantes
Compresión del modelo por asiento. Los agentes reducen el número de empleados que necesitan licencia: el ingreso cae sin pérdida del cliente.	Alta	Crítico	Medio	Migración a precios por consumo (unidades de trabajo agéntico, adquisición de m3ter). Profundización en verticales reguladas.	Señales: facturación estancada (+3,6%); FCF trimestral (+4%) muy por debajo de los ingresos (+13%); cRPO orgánico ex-Informatica. Desencadenante: una temporada de renovaciones con reducción neta de asientos en grandes cuentas.
Erosión del margen bruto por el coste de inferencia en el modelo de consumo.	Media / alta	Alto	Medio	Estrategia multimodelo; modelos pequeños especializados; repercusión del coste en el precio por unidad agéntica.	Señales: margen bruto por debajo del 75%; coste de los ingresos creciendo por encima de los ingresos. Desencadenante: escalada del volumen agéntico sin revisión de precios.
Retorno decreciente del capital invertido en adquisiciones. Entre 58.000 y 60.000 M USD en cuatro operaciones, con Tableau en declive.	Media	Medio	Largo	Desinversión o integración de los activos con bajo rendimiento; disciplina de asignación de capital.	Señales: deterioros del fondo de comercio. Desencadenante: una nueva adquisición de gran tamaño.

9.2. Riesgos regulatorios y legales

Riesgo	Prob.	Impacto	Horiz.	Mitigación	Señales tempranas y desencadenantes
Reglamento europeo de IA y normativa análoga sobre decisiones automatizadas.	Alta	Medio	Corto	Agentes con supervisión humana y trazabilidad; capa de gobierno del dato (Informatica).	Señales: actos delegados y guías de aplicación; primeras sanciones sectoriales. Desencadenante: exigencia de auditoría externa de sistemas agénticos.
Privacidad y protección de datos (RGPD) en el acceso de agentes a datos personales.	Media	Alto	Continuo	Certificaciones, residencia de datos, inversión en infraestructura regional.	Señales: investigaciones de autoridades de control; incidentes en clientes. Desencadenante: una brecha atribuible a un agente.
Escrutinio antimonopolio sobre adquisiciones de software.	Baja / media	Medio	Medio	Operaciones de menor tamaño; crecimiento orgánico.	Desencadenante: intento de adquisición transformacional.
Fiscalidad internacional (Pilar 2 de la OCDE).	Media	Bajo	Medio	Planificación fiscal dentro del nuevo marco.	Señales: elevación de la tasa impositiva efectiva por encima del rango guiado.

9.3. Riesgos tecnológicos

Riesgo	Prob.	Impacto	Horiz.	Mitigación	Señales tempranas y desencadenantes
Desintermediación por la capa de modelo. El valor migra del software de aplicación al modelo y al almacén de datos.	Media / alta	Crítico	Medio	Propiedad del dato transaccional, gobierno del dato y cumplimiento; participación en Anthropic (valor estimado: 5.000 M USD) como cobertura financiera parcial.	Señales: adopción de asistentes genéricos conectados directamente a los sistemas del cliente (indicio, no evidencia: véase §3.3); descenso del uso de la interfaz nativa. Desencadenante: que un modelo frontera ofrezca un CRM funcional de referencia.

Riesgo	Prob.	Impacto	Horiz.	Mitigación	Señales tempranas y desencadenantes
Dependencia de proveedores de modelos: unos 300 M USD de gasto declarado en tokens de Anthropic en 2026.	Alta	Medio	Corto	Multimodelo; poder de negociación por volumen; posición accionarial.	Señales: cambios en la política de precios de los laboratorios; restricciones de capacidad de cómputo.
Estandarización abierta de la conectividad, que erosiona el valor de MuleSoft (6.500 M USD).	Alta	Medio	Corto	Reposicionar la integración como gobierno y calidad del dato (Informática), no como fontanería técnica.	Señales: desaceleración de la línea de integración y analítica. Desencadenante: adopción generalizada de protocolos abiertos por parte de los ERP.

9.4. Riesgos macroeconómicos y financieros

Riesgo	Prob.	Impacto	Horiz.	Mitigación	Señales tempranas y desencadenantes
Tipos de interés con sesgo alcista. La mediana del dot plot subió del 3,4% al 3,8% para el cierre de 2026; 17 de 18 participantes ven riesgos de inflación al alza.	Alta	Alto	Corto	Ninguna mitigación operativa: un tipo terminal más alto comprime el múltiplo de un activo de duración larga.	Señales: PCE subyacente por encima del 3%; reuniones del FOMC de septiembre y octubre de 2026. Desencadenante: una subida de tipos no anticipada.
Coste financiero de la deuda del ASR. Deuda a largo plazo de 39.280 M USD frente a 10.439 M tres meses antes.	Materializado	Alto	Corto	Amortización con el flujo de caja libre; suspensión de nuevas adquisiciones de gran tamaño.	Ya visible: guía de crecimiento del FCF recortada del 9%/10% al 4%/5%; cobertura de intereses estimada en 5,5–6x frente a 25x. Desencadenante adicional: revisión a la baja de la calificación crediticia.
Contracción del gasto discrecional en tecnología por desaceleración global (crecimiento mundial del 3,0% en 2026, FMI).	Media	Medio	Corto	Base contratada de 67.900 M USD de RPO; contratos plurianuales.	Señales: alargamiento de los ciclos de venta; caída de la duración media de los contratos. Escenario del FMI de «decepción de la IA»: –1,2% de producto mundial.
Riesgo cambiario. El crecimiento reportado superó en un punto al de divisa constante en Q1 FY2027.	Media	Bajo	Corto	Cobertura financiera; diversificación geográfica.	Señales: apreciación del dólar como activo refugio ante el conflicto en Oriente Medio.

9.5. Riesgos competitivos

Riesgo	Prob.	Impacto	Horiz.	Mitigación	Señales tempranas y desencadenantes
Agrupación de Microsoft (Dynamics 365 y Copilot dentro de una suite ya contratada).	Alta	Alto	Corto	Diferenciación por profundidad funcional, verticales y ecosistema de socios.	Señales: ganancias de cuota de Dynamics; pérdidas de renovación en cuentas con Microsoft 365. Desencadenante: inclusión de funcionalidad de CRM sin coste incremental en la licencia E5.
Presión por abajo (HubSpot, Zoho): 299.458 clientes de pago y ARR de 3.450 M USD (+23%) en HubSpot.	Alta	Medio	Continuo	Foco en la gran cuenta y en verticales reguladas, donde el precio no es la variable decisiva.	Señales: crecimiento del número de clientes de HubSpot muy por encima del mercado; canibalización en el mercado medio.
ServiceNow compite por el mismo presupuesto de automatización y crece más rápido (suscripción c. +21%).	Media / alta	Medio	Medio	Integración del flujo de trabajo con el dato de cliente; Slack como capa de contexto.	Señales: contratos de plataforma agéntica adjudicados a ServiceNow en cuentas de Salesforce.

Riesgo	Prob.	Impacto	Horiz.	Mitigación	Señales tempranas y desencadenantes
Nuevos entrantes nativos de agentes, favorecidos por la caída del coste de desarrollo.	Media	Alto	Largo	Costes de cambio; cumplimiento; confianza y trazabilidad.	Señales: caída del ingreso medio por cliente. Nota: los casos de sustitución que circulan en prensa no tienen fuente primaria y no se computan como evidencia (§4.1).

9.6. Riesgos geopolíticos

Riesgo	Prob.	Impacto	Horiz.	Mitigación	Señales tempranas y desencadenantes
Conflicto en Oriente Medio y perturbación energética (escenario de referencia del FMI).	Media	Medio	Corto	Sin exposición operativa directa. Impacto por la vía de la confianza empresarial.	Señales: precio del crudo; disponibilidad del estrecho de Ormuz.
Fragmentación tecnológica y soberanía de datos.	Media / alta	Medio	Medio	Inversión en centros de datos regionales (unos 4.000 M USD comprometidos según fuente secundaria).	Señales: nuevos requisitos de localización de datos; restricciones a la exportación de tecnología de IA.
Dependencia del presupuesto federal estadounidense (ARR de sector público superior a 2.000 M USD).	Baja / media	Bajo	Corto	Diversificación entre administraciones y geografías.	Señales: bloqueos presupuestarios; cambios en la política de contratación tecnológica federal.

9.7. Jerarquía final

Ordenados por el producto de probabilidad e impacto, tres riesgos dominan el perfil de la compañía: **(1)** la compresión del modelo por asiento —alta probabilidad, impacto crítico y, sobre todo, *no verificable* con los datos que la compañía divulga—; **(2)** el sesgo alcista de los tipos combinado con el apalancamiento recién asumido, cuyo efecto sobre el flujo de caja ya se ha materializado en la guía; y **(3)** la agrupación competitiva de Microsoft, que puede erosionar el ingreso sin necesidad de superar a Salesforce en producto. Los tres comparten una característica incómoda: la dirección tiene frente a ellos una capacidad de mitigación limitada.

Fuentes consultadas

- FMI, World Economic Outlook (abril de 2026) y World Economic Outlook Update (8 de julio de 2026).
- Reserva Federal, comunicado y Resumen de Proyecciones Económicas del FOMC (17 de junio de 2026); actas (8 de julio de 2026).
- Salesforce, Formularios 10-K FY2026 y 10-Q Q1 FY2027 (SEC); notas de resultados de Q4 FY2026 y Q1 FY2027.
- HubSpot, resultados del primer trimestre de 2026; ServiceNow, resultados del cuarto trimestre de 2025.

10. Conclusión final

10.1. Evaluación global

Salesforce es, en julio de 2026, una compañía operativamente sólida cuyo problema no es de ejecución sino de categoría. Los datos auditados no admiten mucha discusión: 41.530 M USD de ingresos en FY2026 con un crecimiento del 9,6%, un margen operativo GAAP del 20,1% que se ha multiplicado por casi diez desde el 2,1% de FY2022, 14.400 M USD de flujo de caja libre y 67.900 M USD de ingresos ya contratados. Ninguna de esas cifras es la de una compañía en dificultades. La caída del 55% desde diciembre de 2024 no responde a un fallo operativo, sino a una **revisión del valor terminal**: el mercado ha dejado de asumir que el software empresarial de aplicación es una anualidad perpetua con crecimiento compuesto.

El juicio central de este informe es que **ambas partes del debate tienen razón sobre cosas distintas**. Los alcistas la tienen en que el activo de datos, el gobierno del dato y los costes de cambio de una base declarada de más de 150.000 clientes no desaparecen porque exista un modelo de lenguaje capaz de redactar correos: la operación crítica de negocio necesita trazabilidad, control de acceso y auditabilidad, y eso no lo proporciona un asistente conversacional. Los bajistas la tienen en que el *precio* de ese activo se construyó sobre una métrica —el número de empleados humanos con licencia— que la propia tecnología de Salesforce está reduciendo, y de la que la compañía ha ofrecido la demostración más contundente en su propia plantilla de soporte. La cuestión no es la supervivencia de Salesforce, sino qué proporción de sus 41.530 M USD de ingresos corresponde a trabajo sustituible por agentes y qué proporción a infraestructura de negocio defendible. Con la información que la compañía divulga, ese reparto no puede calcularse. **Esa opacidad es, en sí misma, el argumento más sólido a favor del descuento actual.**

10.2. Situación competitiva

La posición competitiva es de líder en erosión lenta, no de líder en colapso. Salesforce mantiene el 20,0% de un mercado fragmentado, por delante de la suma de Microsoft, Oracle, Adobe y SAP, pero pierde terreno relativo por los dos extremos —HubSpot y Zoho por abajo, Microsoft y ServiceNow por arriba— y afronta una categoría nueva de competidor que las mediciones convencionales de cuota no capturan. La amenaza más seria no es un CRM mejor: es la agrupación de Microsoft, que reduce el precio efectivo de la competencia a cero dentro de una suite ya contratada, y la posibilidad de que el cliente construya internamente lo que antes compraba.

10.3. Recomendaciones estratégicas (dirigidas a la dirección de la compañía)

Las recomendaciones que siguen se dirigen a la **gestión de la compañía**, no al inversor, y se derivan del análisis precedente. Este informe no formula recomendaciones de inversión (§11).

- **Restituir la transparencia métrica.** El mercado está aplicando un descuento por opacidad. Publicar la tasa de retención neta de ingresos, el ARR por nube y una medida de asientos facturados eliminaría la ambigüedad que hoy permite a analistas contrarios llegar a conclusiones opuestas con los mismos datos. Si la compresión de asientos no está ocurriendo, demostrarlo con datos tiene un valor de mercado muy superior al de cualquier campaña de marca.
- **Publicar el margen bruto del negocio agéntico.** La transición a precios por consumo es la respuesta estratégica correcta, pero carece de credibilidad verificable mientras su economía unitaria no sea pública. Un modelo de consumo sin transparencia de coste unitario es una promesa, no un plan.
- **Priorizar la reducción de deuda sobre nuevas compras.** Con 39.280 M USD de deuda a largo plazo, un sesgo alcista en los tipos, una cobertura de intereses reducida a 5,5–6 veces y una guía de FCF ya recortada al +4%/+5%, agotar la autorización restante de 25.000 M USD supondría duplicar una apuesta apalancada sobre una tesis que la propia compañía no ha demostrado con datos.
- **Concentrar el capital en verticales reguladas y sector público** (6.600 M USD de ARR sectorial, +20%; sector público superior a 2.000 M USD, +23%), donde la sustitución por herramientas genéricas es estructuralmente más difícil y el ingreso es más defendible.
- **Resolver la cartera de activos de bajo rendimiento.** Tableau, adquirido por 15.700 M USD, está en declive reconocido por la propia compañía. Mantenerlo por coste reputacional destruye más valor que reconocer el error.

10.4. Juicio final

A 163 USD por acción, el mercado paga 10,7 veces el flujo de caja libre esperado del ejercicio en curso, lo que equivale a asumir un crecimiento perpetuo del flujo de caja del $-0,3\%$. La guía de la propia compañía —un 11% de crecimiento de ingresos ($7,6\%$ orgánico) y un margen no-GAAP del $34,3\%$ en FY2027— no es compatible con esa hipótesis. La primera edición de este informe resolvía la tensión con una disyuntiva: «o el precio está equivocado, o la guía lo está». **Esa formulación era un falso dilema y se retira.** Existen al menos tres explicaciones compatibles entre sí, y no dos excluyentes:

- **(i) El valor terminal, no el ejercicio en curso.** Un precio puede ser plenamente compatible con una guía de un solo año y descontar simultáneamente un futuro deprimido. El mercado no está apostando contra FY2027: está apostando contra FY2032.
- **(ii) La tasa de descuento.** Un coste de capital más alto —consecuencia del sesgo alcista de los tipos y de la beta de 1,18— comprime el múltiplo sin necesidad de que el flujo de caja caiga un solo dólar. El canal es macroeconómico y no requiere ninguna tesis de disrupción.
- **(iii) La guía es correcta pero no repetible.** El 11% incluye 3,4 puntos de contribución inorgánica que desaparecen en FY2028, y el margen del $34,3\%$ podría ser el pico del ciclo de eficiencia, no una base sostenible.

Sobre la asimetría, este informe se corrige a sí mismo y adopta una posición explícita. Con las probabilidades asignadas, el valor esperado del modelo es de unos **211 USD, un 30% por encima del precio**: la asimetría es **positiva**, y afirmar lo contrario sería incoherente con las cifras publicadas en §8.6. Lo que debe acompañar a esa afirmación no es una atenuación retórica, sino su condición de validez: el resultado depende por completo del múltiplo, el múltiplo depende de la durabilidad del ingreso, y la durabilidad del ingreso se mide con una variable —la tasa de retención neta— que la compañía no publica. Un valor esperado calculado sobre probabilidades subjetivas no es una previsión: es una forma disciplinada de exponer las propias hipótesis para que puedan ser refutadas.

El elemento que hace útil este análisis es que la variable decisiva es observable y se resolverá pronto. Si en los resultados del segundo y del tercer trimestre de FY2027 (septiembre y diciembre de 2026) la facturación se recupera por encima del crecimiento de los ingresos, el cRPO orgánico ex-Informática se sostiene en el entorno del 10% y el margen bruto se mantiene en el 77% , la tesis bajista pierde su fundamento empírico y el descuento actual resultará excesivo. Si, por el contrario, la facturación permanece en el 3% – 4% , los servicios profesionales siguen planos y el margen bruto empieza a ceder, el escenario bajista —103 a 120 USD— dejará de ser una posibilidad para convertirse en el nuevo punto de partida. En ese caso, los 25.000 M USD de deuda contraídos para recomprar acciones a 163 USD —a unas 19 veces el beneficio GAAP, no a doce— se habrán revelado como el error de asignación de capital más costoso de la historia de la compañía.

En síntesis: activo de calidad, foso real pero desplazado de lugar, dirección competente en la gestión del margen y discutible en la del balance, y un precio que ya incorpora una probabilidad de entre el 55% y el 75% de que la disrupción se materialice. El mercado no está siendo irracional. Está siendo pesimista, y con la información pública disponible en julio de 2026 **no puede demostrarse que se equivoque, ni que acierte.**

Fuentes consultadas

- Síntesis propia a partir de las fuentes citadas en las secciones 1 a 9.
- Salesforce, Formulario 10-K FY2026 (SEC, 2 de marzo de 2026) y Formulario 10-Q Q1 FY2027 (SEC, mayo de 2026).
- Salesforce, notas de resultados de Q4 FY2026 (25-02-2026) y Q1 FY2027 (27-05-2026).

11. Cumplimiento, limitaciones y bibliografía

11.1. Limitaciones y desactualización

Los avisos de limitación de información y de posible desactualización se han consolidado en la **nota metodológica** que abre este documento, de modo que el lector los encuentre *antes* del análisis y no después. No se reproducen aquí para evitar la duplicación. Se remite a ellos expresamente: recogen las siete métricas que este informe no ha podido verificar, el impacto de cada carencia sobre las conclusiones y los documentos que convendría consultar cuando estén disponibles.

11.2. Declaración de posiciones e intereses

Campo obligatorio: debe cumplimentarse y confirmarse antes de cualquier publicación o difusión

El Reglamento Delegado (UE) 2016/958 exige la divulgación de los intereses y conflictos de interés del elaborador. Entérate Finec debe declarar aquí, de forma expresa: **(i)** si el autor, la entidad o personas vinculadas mantienen posiciones —largas, cortas o instrumentadas mediante derivados— en Salesforce, Inc. (NYSE: CRM); **(ii)** si las mantienen en las compañías comparables citadas (Microsoft, ServiceNow, HubSpot, Adobe, SAP, Oracle); **(iii)** cualquier remuneración recibida de un emisor citado; y **(iv)** cualquier posición tomada o deshecha en los treinta días anteriores a la difusión.

Lo que este documento sí puede afirmar y afirma: Entérate Finec no mantiene relación comercial, patrocinio ni acuerdo de remuneración con Salesforce, Inc. ni con ninguna de las entidades citadas, y ninguna de ellas ha revisado, financiado ni influido en el contenido de este informe.

El redactor de este análisis no puede declarar por cuenta del autor las posiciones personales del apartado anterior. El campo queda deliberadamente abierto.

11.3. Encuadre regulatorio

Este documento contiene: (i) escenarios de valor por acción; (ii) probabilidades subjetivas asignadas a cada uno; y (iii) referencias al consenso de analistas. En consecuencia, **puede quedar comprendido en la definición de «recomendación de inversión»** del Reglamento (UE) 596/2014 sobre abuso de mercado y del Reglamento Delegado (UE) 2016/958, con independencia de que el propio documento afirme no serlo: la autocalificación no determina el encuadre. Se recomienda revisión jurídica por un profesional autorizado antes de su difusión pública. Esta advertencia no constituye asesoramiento legal.

Elementos exigidos por dicha normativa que este informe ya incorpora:

- **Identidad del elaborador:** Entérate Finec (portada).
- **Fecha y hora de finalización:** 13 de julio de 2026, 12:00 CEST (portada).
- **Resumen de la metodología y base de valoración:** §8.6, con la fórmula, todos los datos de partida (§8.1) y un cálculo línea a línea que permite reproducir cualquier cifra.
- **Horizonte temporal:** 12–24 meses (portada).
- **Distinción entre hechos e interpretaciones:** taxonomía de cuatro categorías declarada en la nota metodológica y aplicada en todo el texto.
- **Advertencia de riesgo:** §11.4.
- **Intereses y conflictos:** §11.2 (campo pendiente de cumplimentar).

11.4. Descargo de responsabilidad

Este documento tiene finalidad exclusivamente informativa, formativa y analítica. **No constituye asesoramiento financiero, recomendación personalizada de compra o venta de valores, ni oferta o solicitud de oferta de instrumentos financieros.** Las opiniones expresadas son responsabilidad exclusiva de Entérate Finec, se basan en información pública disponible en la fecha de cierre indicada y pueden modificarse sin previo aviso. Los escenarios de valoración son ejercicios ilustrativos contruidos sobre hipótesis explícitas y probabilidades subjetivas; no son previsiones. La inversión en instrumentos financieros conlleva riesgo de pérdida, incluida la pérdida total del capital invertido. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras. Cualquier decisión de inversión debe adoptarse tras un análisis

propio y, en su caso, con el asesoramiento de un profesional autorizado.

11.5. Bibliografía y fuentes consultadas

Documentación corporativa y regulatoria (fuentes primarias)

- Salesforce, Inc. Formulario 10-K del ejercicio fiscal 2026 (cerrado el 31-01-2026). SEC, 2 de marzo de 2026. Consultado el 12-07-2026.
- Salesforce, Inc. Formulario 10-Q del trimestre cerrado el 30-04-2026. SEC, mayo de 2026. Consultado el 12-07-2026.
- Salesforce, Inc. Formulario 8-K y nota de resultados de Q1 FY2027, investor.salesforce.com, 27 de mayo de 2026. Consultado el 13-07-2026.
- Salesforce, Inc. Formulario 8-K y nota de resultados de Q4 y ejercicio FY2026, 25 de febrero de 2026. Consultado el 13-07-2026.
- Salesforce, Inc. Formulario 8-K sobre la recompra acelerada de acciones por 25.000 M USD. SEC, marzo de 2026.
- Salesforce, Inc. Nota de resultados de Q3 FY2026, 3 de diciembre de 2025.
- Salesforce, Inc. FY25 Stakeholder Impact Report y Schedules of Selected Environmental and Employee Metrics. Consultados el 12-07-2026.
- Salesforce Investor Relations, sección ESG y definiciones metodológicas de los objetivos climáticos.

Organismos económicos y marco normativo

- Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook: Global Economy in the Shadow of War, abril de 2026; y World Economic Outlook Update: Global Economy in Crosscurrents of War and Technology, 8 de julio de 2026 (imf.org). Consultados el 12-07-2026.
- Reserva Federal de Estados Unidos. Comunicado del FOMC y Resumen de Proyecciones Económicas, 17 de junio de 2026; actas publicadas el 8 de julio de 2026 (federalreserve.gov). Consultados el 12-07-2026.
- Reglamento (UE) 596/2014 sobre abuso de mercado y Reglamento Delegado (UE) 2016/958 sobre recomendaciones de inversión.
- Reglamento (UE) 2016/679 (RGPD); Reglamento (UE) de Inteligencia Artificial; Directiva (UE) 2022/2464 (CSRD).
- OCDE. Marco inclusivo sobre erosión de bases imponibles y traslado de beneficios (Pilar 2).

Estudios sectoriales, consultoras y datos de mercado (fuentes secundarias)

- IDC. Worldwide Semiannual Software Tracker, edición de 2025. NO consultado directamente (producto de pago): la cifra de cuota procede de la comunicación corporativa de Salesforce, que lo cita.
- Mordor Intelligence. Customer Relationship Management Market Report 2025–2031 (actualización de 2026). Consultado el 12-07-2026.
- HubSpot, resultados del primer trimestre de 2026; ServiceNow, resultados del cuarto trimestre de 2025; Adobe, resultados del primer trimestre de 2026.
- HubSpot y Salesforce, encuestas propias sobre adopción de IA en ventas (2025). Datos declarados por el proveedor; véase la advertencia metodológica de §3.3.
- StockAnalysis, Macrotrends, GuruFocus y Finbox. Cotización, múltiplos, series históricas FY2022–FY2024 y retribución en acciones. Consultados el 12-07-2026, referidos al cierre del 10-07-2026.

Prensa económica y análisis especializado

- Bloomberg. «Salesforce Investment in Anthropic Is Valued at About \$5 Billion», 1 de junio de 2026.
- CNBC. Cobertura de los resultados de Salesforce, 27 de mayo de 2026; y «Salesforce CEO confirms 4,000 layoffs 'because I need less heads' with AI», 2 de septiembre de 2025.
- CNBC. «Salesforce to acquire Informatica in \$8 billion deal», 27 de mayo de 2025; Techzine, cierre de la operación, 18 de noviembre de 2025.
- Forbes. «SaaSocalypse Now? AI Is Disrupting SaaS», 6 de febrero de 2026.
- The Next Web. «Salesforce's Anthropic stake hits \$5B ahead of IPO filing», 1 de junio de 2026.
- Trellis. «Salesforce shifted its 2030 climate goals while going all in on AI», 3 de octubre de 2025.
- TipRanks e Investing.com. Cobertura de revisiones de recomendación y de la adopción de Missionforce, julio de 2026 (agregadores; sin fuente primaria localizada).
- The HR Digest. Cobertura de las reestructuraciones de plantilla, junio de 2026.

Anexo A. Registro de cambios respecto de la primera edición

Este anexo documenta el tratamiento dado a cada incidencia detectada en la revisión editorial interna de la primera edición (12 de julio de 2026). Se publica por principio de trazabilidad: un informe que corrige sus errores en silencio pide al lector una confianza que no ha ganado.

Ref.	Incidencia	Tratamiento en esta edición
C-1	Los escenarios de valoración no eran reproducibles con el método declarado.	Corregido. §8.6 publica la fórmula completa, los datos de partida (§8.1) y la comprobación línea a línea. Se elimina la fila «FCF FY2029», que no intervenía en el cálculo. El método se reetiqueta con precisión: múltiplo sobre el FCF del ejercicio en curso, con contraste de Gordon sobre el crecimiento perpetuo implícito. Nuevos rangos: 103–120 / 206–243 / 309–347 USD.
C-2	Múltiplos incoherentes (EV/EBITDA, PER TTM, margen neto, EV/FCF, dividendo).	Corregido. El Cuadro 8.3 se recalcula desde los datos de partida y especifica numerador, denominador y base de cada ratio. Margen neto: 18,0%. Dividendo: 1,08%. EV/FCF: 11,2x sobre un EV revisado (161.500 M USD, con caja de 11.800 M). EV/EBITDA se elimina: no se ha reconciliado la D&A y no se publica un múltiplo arbitrario.
C-3	El crecimiento del BPA no-GAAP del +50% parecía incompatible con el resto del informe.	Verificado y matizado. El 8-K de Q1 FY2027 confirma la cifra (BPA no-GAAP de 3,88 USD, +50%; GAAP de 2,42 USD, +52%). Lo incorrecto era la <i>causalidad</i> : §8.3 descompone ahora el crecimiento (operativo ≈ +22%, recompra ≈ +6/8 pp) y declara que 18–20 puntos no son reconciliables con información pública.
C-4	Ausencia de declaración de posiciones y de encuadre regulatorio.	Corregido parcialmente. Se añaden §11.2 (declaración de posiciones, con el campo del autor deliberadamente abierto: no puede cumplimentarse por él) y §11.3 (encuadre bajo MAR y el Reglamento Delegado 2016/958, con los elementos exigidos). Se incorporan fecha y hora de finalización y resumen de metodología en portada.
I-1	Contradicción entre §3.2 («los tipos explican parte») y §3.4 («la tecnología explica la totalidad»).	Corregido. Se sustituye «la totalidad» por «el factor de mayor peso» y se declara que la atribución cuantitativa no es posible.
I-2	La conclusión negaba la asimetría que implicaban las propias probabilidades.	Corregido. §8.7 y §10.4 publican el valor esperado (211 USD, +30%) y declaran la asimetría positiva sin atenuarla, junto con sus condiciones de validez.
I-3	Falso dilema («o el precio está equivocado, o la guía lo está»).	Retirado. §10.4 lo sustituye por tres hipótesis compatibles: valor terminal, tasa de descuento y contribución inorgánica no repetible.
I-4	La participación en Anthropic se calificaba de «plusvalía latente».	Corregido. Se emplea «valor estimado de la participación» y se advierte de que el coste de adquisición no es público, por lo que la plusvalía real no puede calcularse.
I-5	El aumento de la deuda (28.841 M) no cuadraba con la emisión declarada (25.000 M).	Declarado. §8.4 publica la conciliación fallida: faltan 3.841 M USD por explicar, expone la hipótesis más plausible (reclasificación de deuda corriente) y declara que no ha podido verificarse.
I-6	La cobertura de intereses se citaba pre-apalancamiento.	Corregido. §8.4 estima la cobertura pro forma (5,5–6x frente a 25x) y deriva el cupón implícito (3,5%–4,5%) a partir del recorte de la guía de FCF.
I-7	El ratio corriente de 0,79 figuraba como debilidad sin matiz.	Retirado del DAFO y explicado en una caja metodológica: en un modelo SaaS el pasivo corriente está dominado por el ingreso diferido.
I-8	Inferencia fuerte a partir de dos encuestas de proveedor no comparables.	Degradado a indicio , con advertencia metodológica explícita en §3.3, y empleado como tal en §4.3 y §9.3.
I-9	Fuentes secundarias para datos disponibles en fuentes primarias.	Corregido. La retribución en acciones se atribuye al estado de flujos de efectivo del 10-K; Missionforce e IDC se etiquetan como agregador y comunicación corporativa respectivamente; se eliminan las referencias a Gartner , que carecían de identificador y eran inverificables.
I-10	Precio de Informática: 8.000 frente a 9.600 M USD.	Declarado no resuelto en §2.1, con la hipótesis explicativa. El agregado de adquisiciones pasa a expresarse como rango (58.000–60.000 M USD) y se aclara que es precio pagado, no fondo de comercio.
I-11	La contribución inorgánica de «3 puntos» se afirmaba sin mostrar el cálculo.	Corregido con fuente primaria. §8.2 publica el cálculo completo a partir de los 444 M USD declarados en el 8-K: 4,5 pp en el trimestre (orgánico del 8,7%) y 3,4 pp en el ejercicio (orgánico del 7,6%), con su limitación metodológica.
I-12	Número de acciones inconsistente (822 / 956 / 961 millones).	Corregido. §8.1 incluye una nota que distingue las tres magnitudes (acciones en circulación, media ponderada diluida de FY2026 y media de FY2027) y §8.5 especifica el denominador de cada múltiplo.
I-13	Mezcla de periodos en el ARR sectorial.	Corregido. Se fecha cada dato: 6.600 M USD al cierre de FY2026; más de 2.000 M USD de sector público en Q1 FY2027.
I-14	Uso de la localización de activos como aproximación de los ingresos por geografía.	Retirado. §2.3 declara que no se dispone del desglose de ingresos y que la localización de activos no lo sustituye ni se emplea como tal.

Ref.	Incidencia	Tratamiento en esta edición
I-15	Se juzgaba la recompra con el múltiplo no-GAAP previamente criticado.	Corregido. La recompra se evalúa ahora sobre BPA GAAP: unas 19 veces, no doce. Aparece así en el resumen ejecutivo, en §8.5 y en la conclusión.
I-16	Interpretación unívoca de la debilidad de los servicios profesionales.	Corregido. §2.2 presenta la interpretación alternativa (traslado de la implantación al ecosistema de socios) y declara que los datos públicos no permiten discriminar.
Menores	Fecha de cotización en domingo; «x6 en cuatro ejercicios»; redondeos (41.500/+10%); denominador de Agentforce; «conversión de FCF»; referencias cruzadas; fondo de comercio frente a precio pagado; avisos duplicados; tamaño de las rondas de despidos; «evidencia verificable» en el recuento de clientes; «primera vez que el software cotiza con descuento»; patrocinio de la FIFA; anécdota de los 350.000 USD; nominal frente a real; guía de margen a la baja; fecha del WEO Update; fechas de consulta; maquetación de los cuadros de §9.	Todas tratadas. Cierre de datos trasladado al viernes 10 de julio. Cifras unificadas (41.530 M USD, +9,6%). Avisos consolidados en la nota metodológica. Anécdota sin fuente primaria retirada como evidencia. Afirmación sobre el descuento histórico del software retirada. Patrocinio de la FIFA etiquetado como opinión. Párrafo nuevo sobre crecimiento nominal frente a real (§3.2). Guía de margen del 34,3% comentada en §8.3. WEO Update verificado: publicado el 8 de julio de 2026; la cita es válida. Fechas de consulta añadidas en la bibliografía. Cuadros de §9 remaquetados.

Fortalezas de la primera edición que se conservan sin cambios: la taxonomía de cuatro categorías de afirmación; el aviso de limitación situado antes del análisis y no después; la sección «cómo podría fallar la tesis en ambas direcciones»; la distinción entre el foso que protege el sistema de registro y el que protegería el número de asientos; el tratamiento crítico de las cifras ESG; la separación entre recomendaciones a la dirección y recomendaciones al inversor; la lectura invertida del dato de cuota del 20%; y el compromiso de la tesis con una variable falsable y observable en los dos próximos trimestres.

Informe elaborado por Entérate Finec. Análisis independiente. Sin patrocinio de entidades bancarias, brókeres ni de la compañía analizada. Cierre de datos de mercado: 10 de julio de 2026. Finalizado el 13 de julio de 2026 a las 12:00 CEST.