

LA PRIMERA · ANÁLISIS DE UNA ACCIÓN DE CALIDAD

S&P Global (SPGI)

El peaje que cobra cada vez que el mundo emite deuda o compra un índice

COTIZA EN NYSE · ESTADOS UNIDOS · TICKER SPGI · PRECIO DE REFERENCIA US\$410

VEREDICTO	FUNCIÓN	PUNTAJE COMPOUNDER	SEMÁFORO
Comprar	La Primera	8,3 / 10	Amarillo

CÓMO LEER ESTE INFORME

No te pedimos que nos creas: te llevamos paso a paso por nuestro Detector de Compounders, el mismo método con el que evaluamos cada empresa de la cartera. En cada criterio vas a ver el número de SPGI al lado del umbral que exigimos, y su puntaje. La escala es simple: 2 = cumple holgado, 1 = al límite, 0 = no cumple (usamos una banda de 10% sobre el umbral). La nota de cada pilar es el promedio llevado a 10, y el Puntaje Compounder es el promedio de los tres pilares.

S&P Global no compite en los mercados financieros: los mide. Califica la deuda, publica los índices y vende los datos con los que se toman las decisiones. Hoy cotiza 22% por debajo de su múltiplo histórico porque el mercado le teme a la inteligencia artificial y todavía digiere una escisión. Nosotros creemos que la IA la necesita más de lo que la amenaza.

PASO 1

La Puerta de Entrada

Antes de medir un solo ratio, el Detector hace tres preguntas de sí o no. Si alguna da que no, la empresa queda afuera por más linda que se vea.

¿Entiendo cómo gana plata el negocio? Sí.

Cobra peaje tres veces. Cuando una empresa emite deuda, necesita una calificación y la paga. Cuando alguien compra un ETF que sigue al S&P 500, una fracción de esa comisión va a S&P Global, que es dueña del índice. Y cuando un banco o una petrolera necesita datos y precios de referencia, paga una suscripción anual.

Desde el 1 de julio de 2026 la empresa quedó con cuatro segmentos, después de escindir su división automotriz. Sobre la base actual: **Market Intelligence 36%** (software de datos para analistas), **Ratings 34%** (la mayor calificadora de crédito del mundo), **Commodity Insights 17%** (los precios Platts, la referencia mundial en energía y metales) y **Índices 13%** (el S&P 500 y toda su familia). Más de tres cuartas partes de los ingresos son recurrentes.

¿Tiene una ventaja competitiva difícil de destruir? Sí, de tres tipos a la vez.

Efecto de red de doble lado en calificaciones. Los inversores usan S&P porque casi todas las empresas están calificadas por S&P, y las empresas pagan a S&P porque es el idioma que hablan los inversores. Una calificación de una agencia desconocida no te ayuda a conseguir plata prestada. El negocio es un oligopolio de tres: S&P con cerca del 40% del mercado, Moody's con otro 40% y Fitch con 15%.

Activos intangibles imposibles de recrear. Tiene registros crediticios y bursátiles que se remontan a principios del siglo pasado. Y en mercados como el combustible de aviación o el crudo del Mar del Norte no existe una bolsa oficial: sus

periodistas llaman por teléfono a los operadores, reconstruyen las operaciones y publican el precio. Ese precio Platts es propiedad privada de la empresa y el mundo entero lo usa como referencia.

Barrera regulatoria. Hay leyes y contratos que exigen literalmente una calificación de S&P. El reglamento de un fondo de pensiones puede decir que solo puede comprar bonos calificados BBB o mejor por S&P. Cuando la ley te nombra, el competidor no entra.

El test que usamos siempre: ¿un rival con capital infinito le sacaría clientes? Acá no alcanza la plata. Haría falta un siglo de historia acumulada y que los reguladores lo escriban en el texto de las normas.

¿El management está alineado y es capaz? Sí, con una reserva.

Martina Cheung es CEO desde fines de 2024, después de catorce años adentro de la compañía. La tenencia de los directivos es bajísima, apenas 0,01% en su caso, así que la alineación no viene por ese lado sino por cómo está armado su sueldo: el 92% de su compensación es variable y está en riesgo.

El detalle que nos importa está en el incentivo de largo plazo, que es el 74% del total. El 70% de ese paquete son acciones que solo cobra si la empresa cumple una meta a tres años, y esa meta es la **ganancia por acción acumulada**. Elegir la ganancia por acción, y no los ingresos totales, cambia todo: si compra una empresa y paga de más, o si recompra acciones caras, se castiga a sí misma. Es de los pocos casos donde la letra chica del estatuto sostiene la alineación mejor que la propiedad.

La reserva es honesta: Cheung lleva menos de dos años en el cargo y el director financiero llegó en 2025. Es un equipo capaz pero todavía sin un historial largo al frente.

Resultado de la Puerta: PASA. Las tres preguntas con un sí.

PASO 2

El Negocio · Nota 7,8 / 10

Acá medimos la calidad del negocio hoy, con números duros. Es el pilar más flojo de los tres, y eso es contraintuitivo en una empresa de este calibre. Vale la pena mirar las manchas de frente.

CRITERIO	SPGI	UMBRAL	PUNTAJE
Ventaja competitiva (ancho de la ventaja)	cualitativo	criterio	2
Margen bruto	70,9%	≥40%	2
Margen FCF (caja libre sobre ingresos)	34,6%	≥15%	2
Calidad de ganancias (FCF / Ganancia neta)	105%	≥90%	2
CapEx / Ingresos	0,9%	≤5%	2
CapEx / Caja operativa	2,6%	≤25%	2
ROIC (ajustado por la fusión)	30,4%	≥15%	2
ROE (promedio 5 años)	24,1%	≥20%	2
Compensación en acciones / Ingresos	1,5%	≤5%	2
Cobertura de intereses (EBIT / interés)	22,6x	≥15x	2
Deuda neta / EBITDA	1,4x	≤1,0x	0
Goodwill / Activos	60%	≤20%	0
Crecimiento de ingresos (5 años)	14,2%	≥5%	2
Crecimiento de ganancias por acción (normalizado)	9,5%	≥7%	2
Owner's Earnings (normalizado)	10,4%	≥12%	0
Valor creado: precio desde el IPO (anual)	14,5%	≥15%	1

Las manchas, explicadas

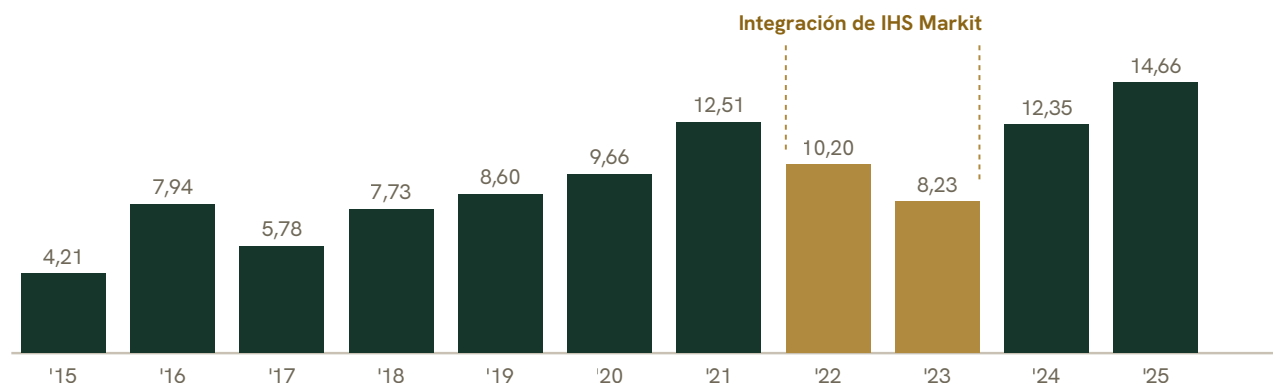
Tres criterios dan cero y uno da uno. Los cuatro tienen la misma raíz: **la compra de IHS Markit por US\$44.000 millones en 2022**, la mayor operación de la historia de la empresa.

Goodwill sobre activos en 60%, contra un umbral de 20%. El goodwill es la diferencia entre lo que pagás por una empresa y el valor contable de lo que te llevás. Al comprar IHS Markit, S&P se llevó sobre todo bases de datos y contratos, cosas que valen mucho y pesan poco en un balance, así que el excedente pagado quedó registrado como goodwill. El umbral existe para cazar al comprador serial que sobrepaga, y por la letra de nuestra regla esto es un incumplimiento de tres veces. Lo puntuamos como tal. El contrapeso: el retorno sobre el capital ajustado por esa compra subió de 19,2% en 2022 a 30,4% hoy. La adquisición se pagó sola.

Deuda neta sobre EBITDA en 1,4x, contra un ideal de 1x. Manejable, muy lejos del máximo de 3x que toleramos, y con una cobertura de intereses de 22,6 veces que es de las mejores del mercado. Pero está arriba del ideal y no lo maquilamos.

Owner's Earnings en 10,4%, contra un umbral de 12%. Este es el criterio más importante de todos y el que explica por qué SPGI no saca una nota más alta. Es la ganancia del dueño: cuánto crece la ganancia por acción más lo que te paga en dividendos. Y acá nos topamos con un problema de medición que merece contarse.

EL POZO QUE SE COMIÓ DOS AÑOS



Ganancia por acción diluida, en dólares. Las barras doradas son los dos años en que la fusión con IHS Markit hundió la ganancia: la compra se pagó con acciones nuevas, que diluyeron, y trajo cargos contables por amortización. Al mismo tiempo la Reserva Federal subió las tasas de golpe y la emisión de deuda se frenó.

Ese pozo hace que el número cambie por completo según el año que elijas para arrancar la cuenta. Si medís desde 2015, que fue un año piso, te da 13,3% anual. Si medís desde 2016, que fue un año pico, te da 7,1%. A cinco años, 8,7%. **Los tres son ciertos y los tres mienten.** Por eso, cuando las ventanas difieren tanto entre sí, no tomamos ninguna de frente: ajustamos una recta sobre toda la serie y sacamos la tasa que mejor la representa. Ese número es 9,5%, más 0,9% de dividendo, igual a 10,4%. No llega a 12% y lo puntuamos cero. La pregunta abierta, la que de verdad importa, es si la empresa que sale del otro lado de la fusión, más liviana y más recurrente, vuelve a componer a ese ritmo.

Un detalle de asignación de capital que conviene mirar

En los últimos doce meses S&P Global recompró US\$5.200 millones de acciones propias y pagó US\$1.156 millones de dividendos. Total: US\$6.356 millones. La caja libre que generó en el mismo período fue de US\$5.578 millones. **Devolvió el 114% de lo que generó**, y la diferencia la cubrió con deuda nueva.

No es alarmante con una cobertura de intereses de 22,6 veces, y en un negocio que casi no necesita reinvertir tiene lógica devolver la plata. Pero es una palanca que no se puede estirar para siempre, y lo dejamos anotado en la lista de lo que vamos a vigilar.

Las fortalezas

El resto del pilar es sobresaliente y explica por qué la empresa está en la cartera. Margen bruto de 70,9% y margen de caja libre de 34,6%, o sea que de cada cien dólares que factura, casi treinta y cinco le quedan en caja después de invertir. Convierte más del 100% de su ganancia contable en efectivo. Gasta 0,9% de sus ingresos en inversión física, porque no fabrica nada: su fábrica es un archivo. Retorno sobre el capital ajustado de 30,4%. Compensación en acciones de apenas 1,5% de los ingresos, cuando en el mundo del software es normal ver diez veces eso. Y los ingresos crecieron 14,2% anual en los últimos cinco años.

PASO 3

El Futuro · Nota 8,75 / 10

El Negocio mira el hoy. El Futuro mira la pista que queda por delante.

CRITERIO	SPGI	UMBRAL	PUNTAJE
Atractividad del mercado y entorno competitivo	cualitativo	criterio	2
Crecimiento estimado (ganancias, próx. 2-3 años)	14,0%	≥10%	2
Runway de reinversión y optionality	cualitativo	criterio	1
Durabilidad de la ventaja	cualitativo	criterio	2

El mercado y la pista

Los cuatro negocios crecen solos y los cuatro son oligopolios. El mercado de software de datos financieros se espera que crezca alrededor de 9% anual hasta 2034, y ahí compiten Bloomberg, LSEG y S&P, con jugadores chicos que no llegan a dos dígitos de participación. El de calificaciones crediticias crece cerca de 6,8% anual proyectado a 2035, con tres jugadores que controlan el 95%. El de índices tiene detrás la marea de la inversión pasiva, que no para de crecer: los tres ETF más grandes del mundo siguen al S&P 500 y juntos administran más de dos billones de dólares. Cada dólar que entra ahí paga peaje.

Una aclaración sobre el crecimiento estimado. La escisión de la división automotriz distorsiona los números de este año: parece que los ingresos crecen 1% anual, pero eso es porque se compara una empresa con esa división contra otra sin ella. Comparando dos años limpios, ambos posteriores a la separación, los ingresos crecen 6,9% y las ganancias por acción 14,0%. Esos son los números que usamos y así lo declaramos.

El runway, y por qué le ponemos 1

Espacio para crecer tiene, y de sobra. Compró With Intelligence, que le abre la puerta a los datos de fondos de inversión privados y de cobertura, información que no es pública y es famosamente difícil de conseguir. Desarrolla su propia inteligencia artificial con Kensho. Los índices de renta fija que heredó de IHS Markit son la referencia en crédito.

Pero el criterio pide algo más específico: que la empresa **reinvierta mucho a un retorno alto**, que es como se compone capital de verdad. Y S&P Global hace lo contrario: casi no invierte, devuelve todo, y crece comprando compañías. Es un modelo válido y le funcionó muy bien, pero no es el que este criterio premia. Le ponemos 1 y lo decimos.

La durabilidad y el elefante en la sala

La ventaja no se erosiona, se agranda: el margen bruto subió de 67,7% a 70,9% en una década y el retorno sobre el capital ajustado viene en alza sostenida. Cuanto más crece la inversión pasiva, más peaje cobra.

Queda la pregunta que hoy tiene a la acción castigada: ¿la inteligencia artificial destruye el trabajo del analista financiero y con él la necesidad de estos servicios? Nuestra lectura es la contraria, y es simple. **Un modelo de inteligencia artificial sin datos confiables no sirve para nada**. S&P Global es dueña de esos datos, y de los que nadie más tiene. La IA necesita comprarle a ella. Es la misma lógica de siempre en las revoluciones tecnológicas: durante la fiebre del oro, el negocio estaba en vender las palas.

PASO 4

El Precio · Nota 8,3 / 10

Una gran empresa a mal precio es una mala inversión. Miramos el precio por tres caminos.

CONCEPTO	SPGI	REFERENCIA	PUNTAJE
Múltiplo (Forward PE) vs. su historia	21,7x	prom. 27,9x	2
Retorno esperado (método propio)	12,1%	≥ 15%	1
Crecimiento implícito vs. demostrado	6,8% vs 11,7%	pide menos	2
FCF Yield (señal de apoyo)	4,1%	contexto	no puntúa

Contra su propia historia

Hoy la acción cotiza a 21,7 veces las ganancias esperadas del próximo año, contra un promedio de 27,9 veces en la última década y de 30,9 en los últimos cinco. Es un descuento de 22% y 30% respectivamente, el más grande desde 2018. La misma empresa, más barata que de costumbre, sin que el negocio haya empeorado.

Y la comparación nos juega en contra a propósito: ese promedio histórico incluye la división automotriz que ya no está, que era justamente el negocio de menor múltiplo del grupo. La empresa que queda es más recurrente y de mayor margen, así que si algo, el descuento real es mayor.

El retorno que podemos esperar

Proyectamos alrededor de **12,1% anual**, y este es el criterio más flojo de los tres. Lo calculamos con el freno de mano puesto: tomamos el crecimiento que espera el consenso de analistas y lo castigamos un 30%, porque décadas de evidencia muestran que esas proyecciones pecan de optimistas de forma sistemática. Le sumamos el dividendo y suponemos que el múltiplo se recupera hasta 25 veces ganancias, con un tope que nunca levantamos.

Doce por ciento anual es bueno, pero queda debajo de nuestro umbral de la casa, que es 15%, así que le ponemos 1 y no lo disfrazamos. Es el número que hay que mirar si alguien te dice que la acción está regalada.

Lo que el precio está pidiendo

Esta es nuestra mirada favorita, porque en vez de adivinar el futuro le pregunta al precio qué está dando por hecho. Dado lo que vale hoy, **el mercado le exige a S&P Global hacer crecer su caja apenas 6,8% por año durante una década**. La empresa viene haciendo crecer esa caja al 11,7% anual en los últimos cinco años.

Dicho en criollo: el precio de hoy te pide bastante menos de lo que la empresa ya viene entregando. No necesitás que el futuro sea generoso ni que la IA no cambie nada. Te alcanza con que siga siendo la máquina que ya es. Ese margen entre lo que el precio exige y lo que el negocio entrega es, para nosotros, la definición de una compra sensata.

PASO 5

Riesgos y Semáforo

Listamos los riesgos más serios. El peor define el color, y no se promedia con nada.

- **Disrupción por inteligencia artificial.** El mercado teme que la IA reemplace el trabajo del analista y reduzca la necesidad de estos servicios. Es el riesgo que hoy explica el descuento. Mitigante: la empresa es dueña del dato propietario que la IA necesita para no inventar, y construye el suyo con Kensho.
- **Escrutinio regulatorio.** Estados Unidos y Europa amenazan periódicamente con abrir la competencia o poner topes a las tarifas de las calificadoras. Mitigante: sus escalas están tan metidas en el texto de las normas que reemplazarlas exigiría reescribir el sistema financiero.

- **Ciclo de emisión de deuda.** Si las tasas suben de golpe o llega una recesión, las empresas dejan de emitir bonos y el negocio de calificaciones cae. Ya pasó en 2022 y se ve en el pozo del gráfico. Mitigante: más de tres cuartas partes de los ingresos son suscripciones recurrentes.
- **El goodwill de IHS Markit.** Es el 60% de los activos. Un deterioro contable no toca la caja, pero golpea la acción y la confianza.
- **Recompras financiadas con deuda.** Devolvió 114% de su caja libre en los últimos doce meses y la deuda total subió de US\$13.582 a US\$15.622 millones. Sostenible hoy, no indefinidamente.

Semáforo: Amarillo. Ninguno es un cisne negro: todos son conocidos, graduales y se pueden cuantificar. Pero el de la IA y el de las recompras con deuda piden vigilancia.

CONCLUSIÓN

Puntaje Compounder · 8,3 / 10

El Negocio	7,8
El Futuro	8,75
El Precio	8,3

Puntaje Compounder 8,3

S&P Global es un peaje sobre los mercados financieros globales, con una ventaja competitiva que no se erosiona sino que se agranda, y que cotiza 22% por debajo de su múltiplo histórico porque el mercado le teme a la inteligencia artificial y todavía digiere una escisión. El precio le exige menos de la mitad del crecimiento que viene entregando.

Lo que la deja debajo de un puntaje más alto no es el precio ni la calidad del negocio: es que la ganancia del dueño no llegó a componer al 12% anual en la última década, y la razón está en el gráfico de la página tres. La integración de IHS Markit se comió dos años enteros. Es el tipo de cicatriz que el mercado sigue mirando y que, si la empresa vuelve a su ritmo, deja de importar. Por eso el veredicto es **comprar un peaje irreemplazable mientras el mercado discute si la inteligencia artificial lo va a destruir**, sabiendo que esa misma inteligencia artificial le tiene que comprar los datos.

QUÉ VAMOS A VIGILAR

- El primer año completo sin la división automotriz: si el crecimiento orgánico se sostiene arriba del 6% y los márgenes mejoran, como debería pasar al quedarse con los negocios más recurrentes.
- La ganancia por acción trimestre a trimestre, para confirmar si vuelve a componer arriba del 12% ahora que quedó atrás el pozo de la fusión.
- El ritmo de recompras contra la caja libre: si sigue arriba del 100% y la deuda neta sobre EBITDA se acerca a 2x, cambia la lectura del balance.
- Señales concretas de que la inteligencia artificial le quita clientes en Market Intelligence, que es el segmento más expuesto y el más grande.

GLOSARIO EN CRIOLLO

Forward PE. El precio dividido por la ganancia que se espera del próximo año. Cuántos años de ganancias estás pagando.

ROIC. Cuánto rinde cada dólar de capital que la empresa pone a trabajar. Acá lo ajustamos sacando el efecto contable de la compra de IHS Markit, que lo distorsiona.

Free Cash Flow (caja libre). La plata que de verdad queda en la caja después de invertir en el negocio.

Owner's Earnings. La ganancia del dueño: cuánto crece la ganancia por acción más lo que te paga en dividendos.

Goodwill. La diferencia entre lo que pagaste por una empresa y el valor contable de lo que te llevaste. Aparece cuando comprás algo por más de lo que dicen sus libros.

Deuda neta / EBITDA. Cuántos años de ganancia operativa harían falta para pagar toda la deuda.

CAGR. El crecimiento promedio anual compuesto a lo largo de varios años.

Recompra de acciones. Cuando la empresa compra sus propias acciones y las retira. Quedan menos acciones dando vueltas, así que tu tajada de la empresa crece sin que hagas nada.

Contenido educativo de Capital Antifrágil. No constituye una recomendación personalizada de inversión ni una oferta de compra o venta de instrumentos financieros. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Toda decisión es responsabilidad de cada lector. Datos de Fiscal.ai y presentaciones de la compañía, con precio de referencia de agosto de 2026.