

Estrategia Global

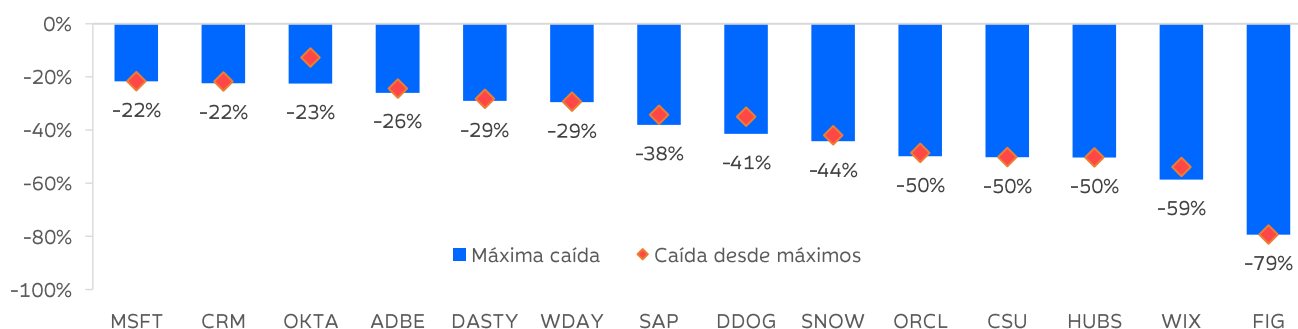
La industria del SaaS la gran perjudicada con la IA

Toda disrupción tecnológica termina produciendo cambios en la forma en la que vivimos y trabajamos. Como en todo proceso de cambio, aparecen modelos de negocio ganadores, que impulsan la nueva tecnología y se aprovechan de ella para crecer, y perdedores, que terminan desapareciendo o pasando a un segundo plano. En este sentido, la IA y el desarrollo de agentes está impulsando una narrativa que prevé el fin de los negocios de servicios de Software (SaaS).

La creciente penetración de la IA, su continua mejora y la previsión de que sea capaz de reemplazar a un elevado número de trabajadores ha provocado un cambio en las expectativas de los inversores. La preocupación se ha acrecentado en los últimos seis meses, provocando grandes caídas en buena parte de los valores cotizados que cuentan con un modelo de negocio centrado en el SaaS.

Ilustración 1: Máxima caída y caída desde máximos de empresas de SaaS.

El gráfico incluye solo el periodo comprendido entre 01/07/2025 y 02/02/2026.



Fuente: Ibercaja Gestión.



La tesis de los cortos:

Los inversores que tienen una visión negativa del sector cuentan con múltiples argumentos que la avalan. En 2024 el sector ha pasado de vivir en un entorno con incontables vientos de cola: nula competencia, expectativa de bajadas de tipos de interés, elevados márgenes e inversores centrados en el largo plazo; a un escenario completamente opuesto, con expectativas de entrada de nuevos competidores, necesidad de sacrificar márgenes para competir con la IA y un cambio en las expectativas de los inversores acerca del valor terminal.

Todo esto se ha visto reflejado en cifras de crecimiento de los ingresos por debajo de lo habitual, con escasas revisiones y una compresión en el múltiplo derivada de la menor seguridad y visibilidad en el crecimiento de los ingresos y la estabilidad de los márgenes.

Estrategia Global

Ilustración 2: Crecimiento de los ingresos interanual en compañías de SaaS.

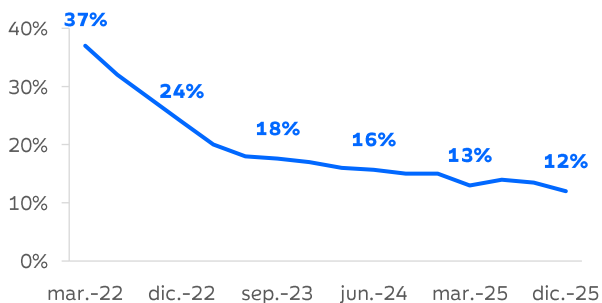
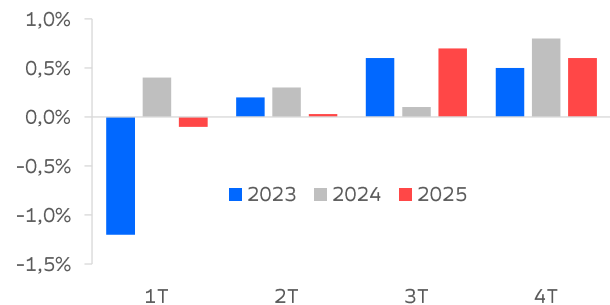


Ilustración 3: Revisiones de ingresos promedio en compañías de SaaS.



Fuente: Morgan Stanley Research, Ibercaja Gestión. **Nota:** Los datos incluyen un conjunto de 30 compañías.

La lista de riesgos antes no contemplados -ya sea por su baja probabilidad de producirse o porque no existían-, es material. El inversor no solo tiene la obligación de conocerlos, sino que además debe contar con una respuesta definida ante ellos. Dentro de esta lista se incluye:

- La diferenciación de las plataformas tiende a cero, con aceleración en la tendencia de que toda plataforma es capaz de ofrecer múltiples soluciones.
- Las empresas que nacen en este nuevo ecosistema con IA ofrecerán un valor enorme a precios más bajos, reduciendo la cuota de mercado de los SaaS actuales.
- A medida que los agentes de IA realizan más trabajos, el modelo de ingresos basado en el cobro por licencia/trabajador pierde atractivo.
- Los SaaS actuales se enfrentan a complejidades para evolucionar a un modelo de ingresos distinto y su adopción de la IA es más lenta.
- Los márgenes se deterioran por una degradación en el poder de fijación de precios y por el mayor coste computacional que necesitan los agentes.
- El coste de adquisición de los clientes (CAC) se incrementará por un cambio en los usos de internet, a medida que crece el uso de los LLMs.



La caída en las valoraciones en un mercado en máximos:

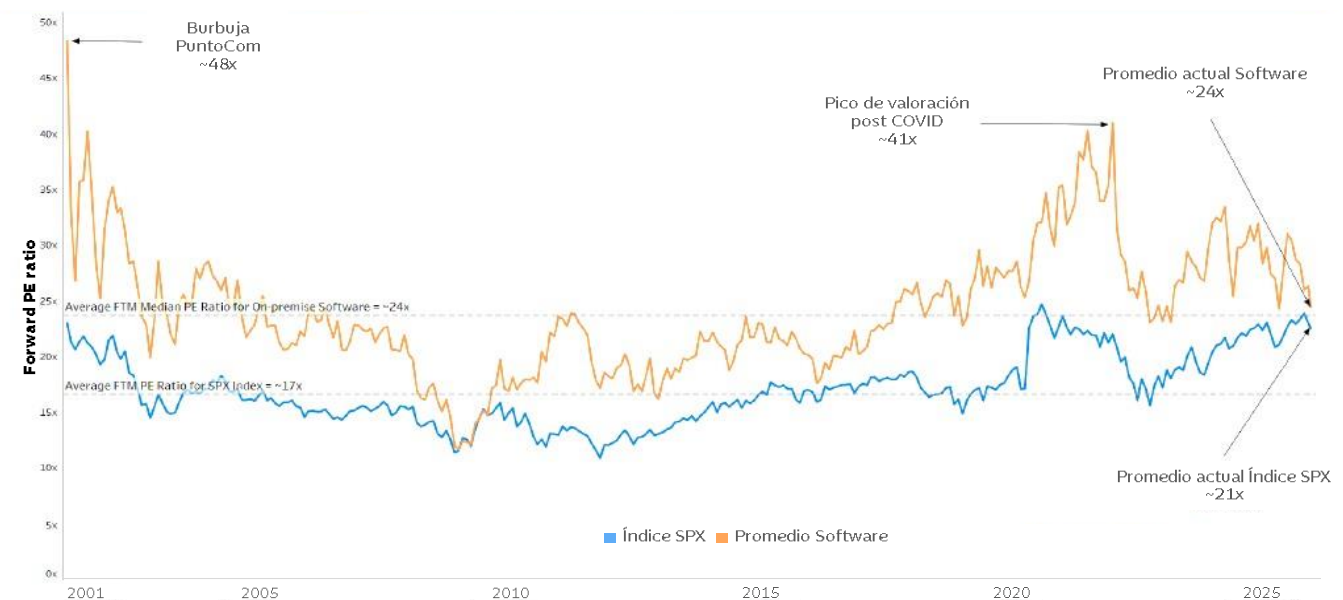
El mercado es un agregador de expectativas que pone en precio los riesgos al alza y a la baja de forma veloz. De este modo, la negatividad de los inversores se ha trasladado a una caída de los múltiplos de valoración. La valoración por múltiplos suele ser el reflejo de dos factores: (a) las expectativas acerca de la capacidad de crecimiento y (b) la incertidumbre -o el riesgo- a la que se expone el inversor.

La compresión actual del múltiplo promedio de las compañías del sector refleja los riesgos anteriormente mencionados. En los últimos meses, se ha producido una convergencia entre el múltiplo del promedio de las compañías de SaaS y el resto del índice SPX. En el gráfico se observa como el SaaS ha vuelto a su promedio histórico de x24 veces los

Estrategia Global

beneficios de los próximos 12 meses, mientras que el mercado en su conjunto se encuentra en máximos, cotizando a x21 veces.

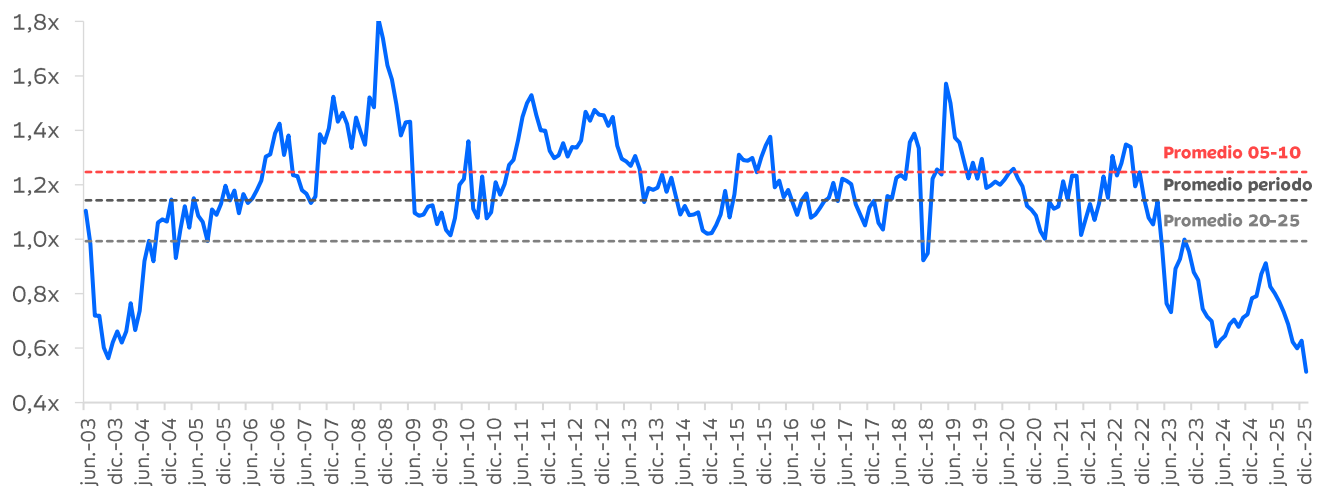
Ilustración 4: Evolución del múltiplo Forward PE de las compañías de SaaS y el índice SPX.



Fuente: J. P. Morgan Research, Ibercaja Gestión. **Nota:** El conjunto de compañías de SaaS incluye 30 compañías. El índice SPX es comúnmente conocido como S&P 500.

El cambio de narrativa ha afectado negativamente a las empresas de SaaS, pero ha fortalecido las valoraciones del sector de semiconductores. Históricamente el sector del software ha cotizado con una prima de valoración frente a los semiconductores, por las mayores fortalezas y expectativas de crecimiento. Desde el lanzamiento de Chat GPT, esta prima ha pasado a ser negativa y se encuentra en mínimos de los últimos 20 años.

Ilustración 5: Evolución del ratio EV/Ventas de Software vs. Semis.



Fuente: J. P. Morgan Research, Ibercaja Gestión.

Estrategia Global

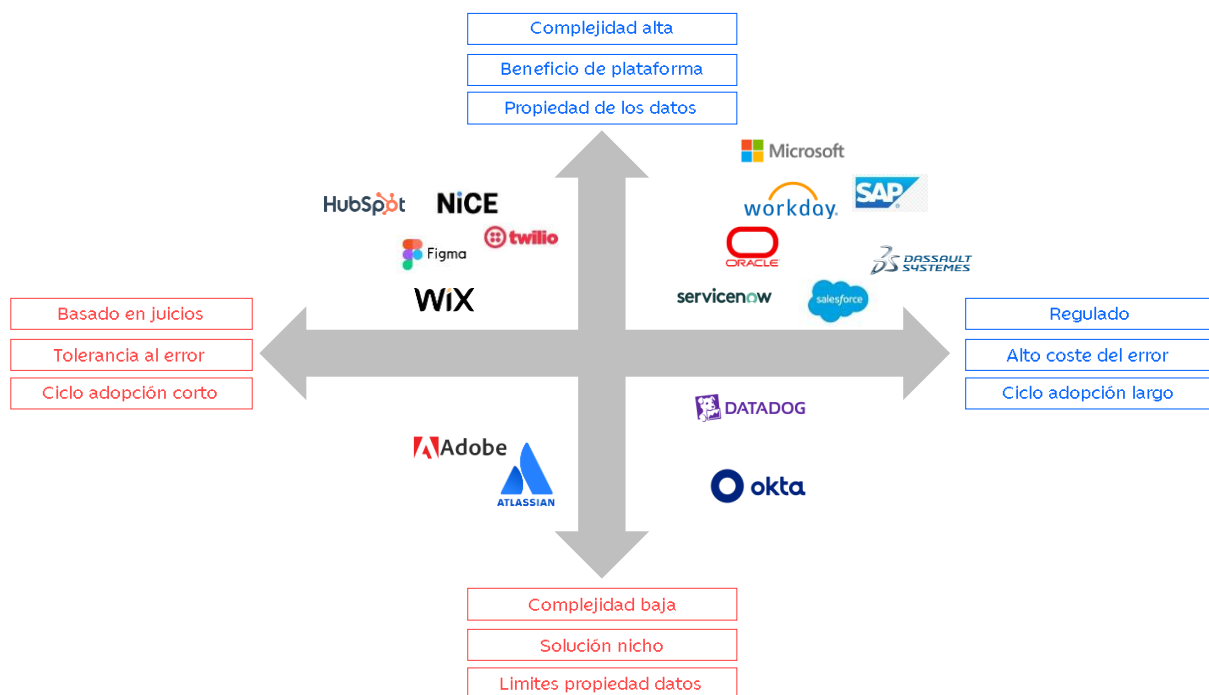
✓ **Es pronto para ver una recuperación, pero buen momento para tomar posiciones en compañías sólidas cuyos fundamentales no se han visto tan deteriorados:**

Tras las caídas experimentadas durante los últimos meses muchos inversores se preguntan si hemos tocado mínimos. Por valoraciones ya hemos visto que los niveles actuales son atractivos, pero también es cierto que el paradigma actual es diferente.

Por ahora, es difícil saber si estamos ante una equivocación del mercado en la valoración o ante una trampa de valor. El sentimiento de los inversores se mantiene en mínimos, pero un cambio de narrativa -como el que vimos con Google a mediados de 2025- podría resultar en una revalorización rápida de estas compañías.

En el caso de apostar por una recuperación del sector creemos que hay que ser muy selectivo en la elección de valores. Pese a la tendencia bajista, todavía existen modelos de negocio resistentes, cuyos fundamentales no se ven tan impactados por la disrupción de la IA. En este sentido, creemos que tiene más sentido analizar las empresas desde una visión bottom-up (de la micro a la macro) para llegar a detectar las oportunidades.

Ilustración 6: Matriz de posicionamiento de los distintos modelo de negocio de los SaaS.



Fuente: Ibercaja Gestión. **Nota:** El cuadrante preferido es el de arriba la derecha.

Ante la amenaza actual, preferimos estar expuestos a esos SaaS que se dirigen a sectores regulados, con un alto coste de error para el cliente y con un ciclo de adopción largo. Estas características aumentan la defensividad de los negocios y ralentizan una posible caída en las ventas. Por otro lado, preferimos aquellos Software con una complejidad técnica elevada, que ofrecen beneficios de estar integrados en una única plataforma y tienen la propiedad de los datos.