

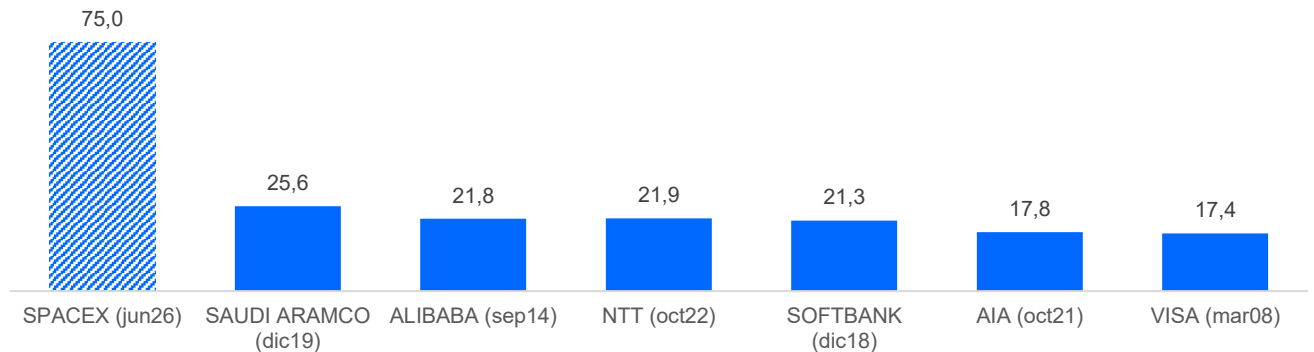
Mega ronda de salidas a bolsa

Space X espera empezar a cotizar el próximo 12 de junio. Se trata de la OPS (Oferta Pública de Suscripción) más grande de la historia, por delante de Saudi Aramco y Alibaba. No solo marcará un hito por ello, sino porque en tan sólo pocos días pasará a formar parte de los principales índices bursátiles debido a su elevada capitalización, aunque en un peso inferior al 1% debido a las pocas acciones que salen a mercado (*free float*). Esto añade presión compradora sobre un valor cuyas expectativas ya se encuentran altas.

Por si fuera poco todavía se esperan tres operaciones más este año. La primera en el horizonte es la ya anunciada ampliación de capital de \$80bn por parte de Alphabet. Esta operación debería completarse en el tercer trimestre de 2026 y participará Berkshire adquiriendo cerca de \$10bn. Posteriormente, se espera que Anthropic siga los pasos de SpaceX y aproveche el buen momento que experimentan los mercados para también salir a bolsa. La compañía, que posee y desarrolla el modelo de IA más avanzado y con mayor penetración en el segmento corporativo -Claude-, ya ha presentado el documento S-1 a la SEC y podría debutar en el segundo semestre de 2026. Los analistas esperan que OpenAI -dueña de ChatGPT- sea la tercera en salir a bolsa para completar un ciclo histórico de salidas, que pretende alcanzar cerca de \$4tn de valoración conjunta y más de \$200bn en capital levantado.

Ilustración 1: Salidas a bolsa que recaudaron más dinero en la emisión (\$bn)

SpaceX se situaría en el primer lugar, levantando más dinero que los tres siguientes unidos.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

Las dudas de los inversores se centran en tres aspectos que tratamos de analizar en este informe. La primera y más relevante es si estas compañías saldrán a una valoración adecuada o desorbitada y qué efecto causarán en el resto del mercado. La segunda está relacionada con su inclusión en los índices y, la tercera tiene que ver con un tensionamiento en la liquidez del mercado.

¿Quién llama a la puerta?

A la primera que debemos conocer es a SpaceX, aunque quizás sea la más desconocida, ya que muchos de nosotros somos usuarios de ChatGPT o Claude, pero ninguno pretendemos mandar cosas al espacio. Podríamos decir que su ecosistema es precisamente ese, el espacio, allí desarrolla sus principales negocios: conectividad satelital a través de Starlink, lanzamientos espaciales (Starship) y la posibilidad de construir centros de datos en el mismo entorno. Todo ello pretenden que se valore en cerca de \$1,8 trillones, cifras “estratosféricas” de por sí aunque lo que lanzaría al mercado sería solo una “pequeña” parte: \$75bn (~5%).

Por otro lado, tenemos a los dos líderes mundiales en el desarrollo de modelos de IA. Hasta ahora los inversores en renta variable cotizada no habíamos podido invertir en exposición directa a modelos de IA. Para invertir en esta temática teníamos que buscar empresas que poseyeran participaciones (Microsoft, Nvidia o Alphabet), empresas con desarrollos de modelos de segunda categoría o en los proveedores de la infraestructura, que no son esencialmente lo mismo.

Tabla resumen con las principales características de las operaciones:

Compañía	Descripción	Tipo operación	Ingresos	TAM***	Valoración pretendida	Capital objetivo	% free float	Fecha prevista
SpaceX	Compañía aeroespacial manufacturera centrada en construir el hardware y software para desarrollar la infraestructura del espacio, de conectividad y de IA.	IPO	\$18,67bn (FY25)	\$28,5tn	\$1,0-1,8tn	~\$75bn	4-6% Est.	12-jun (Confirmada)
Anthropic	Es una empresa de IA enfocada en construir modelos de lenguaje avanzados. Es dueña de Claude, el modelo con más penetración en el segmento empresas.	IPO	\$47,0bn ARR* (may)	n.d.	>\$1tn (última valoración privada \$965bn)	n.d.	<10% Est.	3Q-4Q Est. (Pend. Conf.)
OpenAI	Empresa de computación e IA enfocada en el desarrollo de modelos y que pretende monetizar un ecosistema masivo de suscripciones de consumo directo, APIs y alianzas.	IPO	\$24,0bn ARR* (mar)	n.d.	n.d. (última valoración privada \$852bn)	n.d.	<10% Est.	3Q-4Q Est. (Pend. Conf.)
Alphabet	Conglomerado multinacional enfocado en la monetización de servicios digitales a escala global, cuyo negocio principal radica en la venta de publicidad, Cloud y, recientemente, IA.	OPS	\$422bn LTM**	n.d.	\$4,33tn (Valoración actual mercado)	~\$80bn	89,4%	3Q (Pend. Conf.)

Fuente: Bloomberg, SEC, Datos publicados por compañías, Ibercaja Gestión. **Notas:** *Ingresos anualizados recurrentes. **Últimos doce meses. ***Tamaño de mercado potencial.

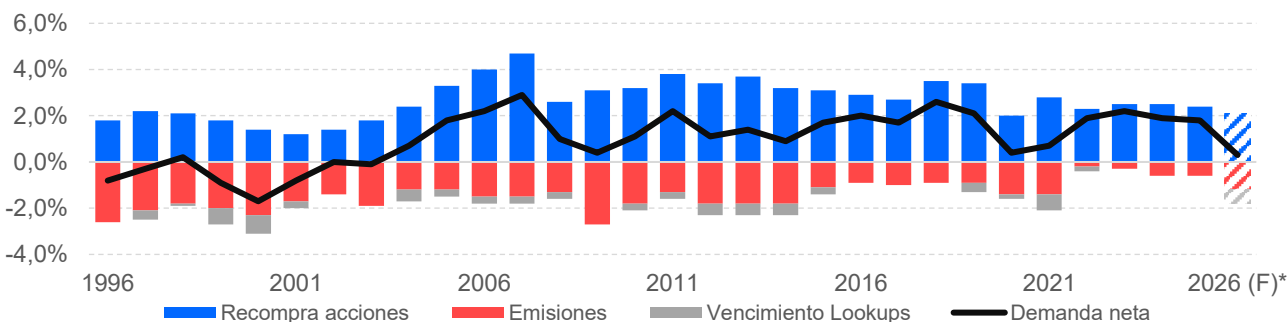
Show me the money

Una de las principales dudas que se plantea el mercado es si seremos capaces de absorber estas colocaciones, dicho de otra manera ¿habrá demanda para tanta oferta?. Si nos fijamos en las colocaciones privadas de Anthropic, realizadas entre inversores privados (Alphabet, Amazon, Micron, Samsung y SK Hynx) en la última semana, la respuesta es que hay apetito.

El mercado está “hambriento” tras años de sequía en el segmento de OPVs. Más aún si tenemos en cuenta que los últimos años hemos visto como el volumen de acciones se iba reduciendo a un ritmo del 2%, según un estudio reciente de Goldman Sachs. Esto es resultado de la suma de la sequía -donde apenas se ha emitido- más el fuerte volumen de recompra de acciones que hemos tenido gracias a la gran generación de caja de los grandes actores del mercado.

Ilustración 2: Cambio en la demanda y emisión de acciones sobre el market cap del Russell 300

En los últimos años se han eliminado cerca de un 2% de las acciones al año.



Fuente: Goldman Sachs, Ibercaja Gestión.

Las dudas sobre la posible “iliquidez”, que están sobre la mesa ahora mismo, nos parecen exageradas. El problema no nos parece que esté tanto en estas colocaciones como en las necesidades de financiación que la Inteligencia Artificial necesita para completar su implantación y seguir desarrollando su crecimiento. Es por ello que las miradas deben centrarse en el lado de las emisiones de deuda, donde nombres como Oracle y Alphabet están dominando los mayores volúmenes durante este año, y en la evolución conjunta de la emisión de nuevas acciones a futuro. El mercado tiene liquidez para esta ronda, el problema podría llegar si el patrón se repite en los próximos años.

Bienvenidas a los índices

La inminente salida a bolsa de SpaceX ha causado cierta polémica en los mercados dado que índices de la magnitud del Nasdaq y FTSE Russell han tenido que modificar las normas respecto a la inclusión de valores para que pueda ser incorporada en un plazo de tiempo relativamente breve.

En el caso del Nasdaq se han reducido los plazos de entrada, hasta solo 15 sesiones (*fast entry*), y el *free-float* mínimo para entrar, que antes era del 10%. El FTSE ha adaptado esa “entrada rápida” también a tan solo 5 días. ¿Y el S&P 500? La resolución a la consulta ha dictado que no se recorta el tiempo de cotización necesario para entrar, que es de 12 meses. Otra de las reglas actuales para entrar en el selecto índice es tener beneficio positivo, y como hemos visto anteriormente, no es el caso de SpaceX.

En resumen, los principales índices se están adaptando para poder incorporar lo más rápido posible a estas compañías. En principio, esto no es ni positivo ni negativo; es más, parece un movimiento lógico. Hasta ahora, no habíamos tenido compañías que saliesen a bolsa con valoraciones tan elevadas y, si la voluntad de los índices es replicar el comportamiento de un determinado mercado, esta flexibilidad es comprensible.

Más allá de esto, su entrada será ciertamente limitada, ya que la cantidad de acciones que emitirán será baja. Los grandes flujos que mueven los índices deberían ayudar a generar demanda, a costa de provocar pequeñas salidas en otras acciones que se verían marginalmente perjudicadas.

Aproximación al peso de las nuevas emisiones en el Nasdaq:

Nasdaq (Invesco QQQ ETF)	Peso (4-jun)	Free Float Market Cap (\$bn)
NVIDIA Corp	8,23%	5169
Apple Inc	7,18%	4302
Alphabet INC (A-C)	6,34%	4283
Micron	5,29%	1190
Microsoft Corp	5,00%	3143
Amazon.com Inc	4,23%	2595
Advanced Micro Devices Inc	3,85%	683
Broadcom Inc	3,58%	1952
Tesla Inc	3,33%	1368
Meta Platforms Inc	2,90%	1340
Total Top 10	49,93%	
Mega listings	Peso Estimado inicial	Free Float Market Cap Inicial Est (\$bn)
SpaceX	0,4% - 0,5%	~75
OpenAI	0,2% - 0,3%	~50
Anthropic	0,2% - 0,3%	~45

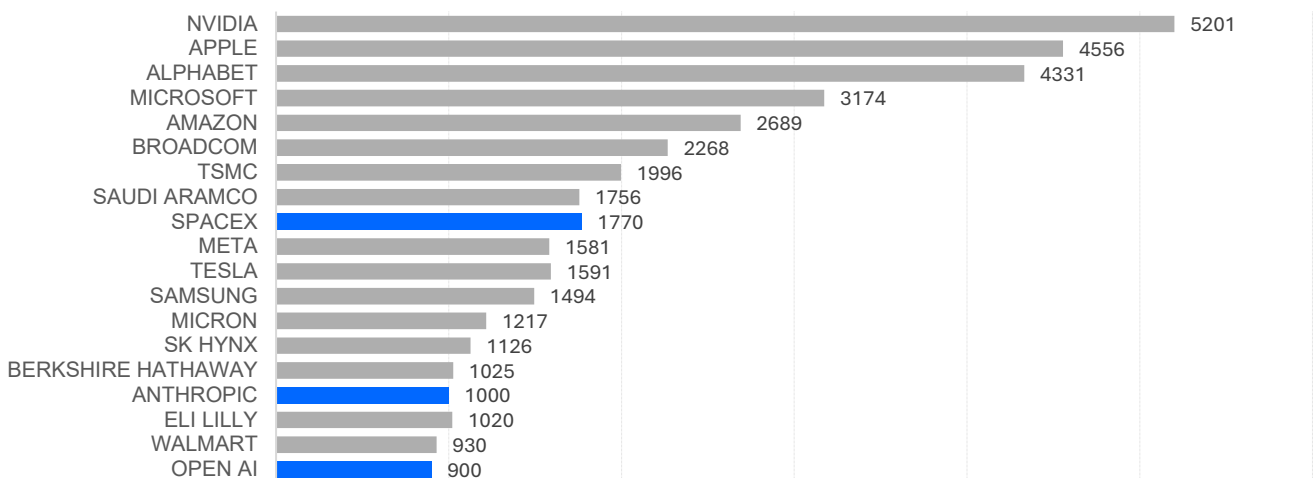
Fuente: Bloomberg, Invesco QQQ, Ibercaja Gestión.

¿Cuánto valen estas compañías?

Es ciertamente inquietante ver las valoraciones a las que estos tres gigantes tecnológicos pretenden salir a bolsa y es razonable que generen dudas, estupefacción e incompreensión. SpaceX, si cumple con lo previsto, entrará directamente en el top 10 empresas de mayor capitalización, por encima de nada menos que Meta o Tesla. Paralelamente, Anthropic y OpenAI, cogiendo la valoración de su última ronda de financiación en los mercados privados, ya están en el top 20.

Ilustración 3: Clasificación de las compañías por capitalización de mercado

Las tres compañías entran directamente al Top 20 mundial



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión. **Notas:** Para OpenAI y Anthropic se coge la valoración de su última ronda de financiación.

En nuestra opinión, es preciso analizarlas separando a SpaceX de las otras dos, ya que su modelo de negocio es distinto. Al ser empresas tan incipientes, con crecimientos tan elevados, modelos de negocio con mucha incertidumbre, necesidades de caja sustanciales y nula generación de beneficios; la forma más razonable de valorarlas es a través de medir el mercado potencial que atacan (TAM). Estas valoraciones no dejan de tener un alto grado de especulación, ya que determinar los flujos de caja futuros es prácticamente imposible, pero aún así, hay determinados precios que pueden justificar el riesgo asumido si el retorno potencial es lo suficientemente grande.

En casos como este, suele ser útil plantearse qué debe conseguir la empresa en los próximos 5 o 10 años para que la inversión a la valoración actual tenga sentido. En el caso concreto de SpaceX, que cuenta actualmente con unas ventas de \$19bn, si sale a una valoración de \$1,8tn, para que un inversor obtenga un retorno del 10% anualizado en 5 años -haciendo números de servilleta- se requiere*:

- Que multiplique x10 sus ventas actuales hasta los \$200bn.
- Que el mercado la valore con un múltiplo EV/Ventas ~14x (vs 100x act. vs 12x SOX**)
- Que no realice más emisiones de acciones o deuda asumiendo que reinvierte toda la caja para crecer.

*La compañía podría ofrecer el mismo o más retorno con menor crecimiento en ventas y mayor múltiplo o viceversa. **El SOX es el principal índice de semiconductores.

Naturalmente, son valoraciones exigentes, que únicamente están justificadas por el enorme tamaño potencial que se estima que atacan. SpaceX, estima su TAM en torno a los \$28tn de dólares (~25% del PIB mundial), nada menos.

Por otro lado, algunos inversores se preguntan cómo afectará esto al resto del mercado. Desde mediados de marzo estamos presenciando un *rally* pocas veces antes visto en tecnología, especialmente en semiconductores. En la burbuja de las puntocom las salidas a bolsa fueron la gasolina que terminó de prender la llama. Por ahora, las revalorizaciones son racionales, es decir, siguen a las revisiones de beneficios, y la mayoría de compañías siguen cotizando a múltiplos razonables. Mientras estas nuevas salidas a bolsa no hagan perder el norte a los inversores, creemos que seguimos estando lejos de un escenario de burbuja, aunque no descartamos terminar en una a medio plazo.

Tabla resumen de las nuevas compañías que saldrán a bolsa:

	SpaceX	Anthropic	OpenAI
Valoración (USD bn)	1770	952	865
Captación estimada (USD bn)	75	60	60
Ingresos estimados (Usd bn)	19	47	24
Fecha IPO prevista	12 de junio de 2026 (confirmada)	3Q-4Q Est (Pend. Conf)	3Q-4Q Est (Pend. Conf)
Producto Principal	Falcon 9, Starlink	Claude (IA empresarial)	ChatGPT
Inversores estratégicos	n.a.	Amazon, Microsoft, Nvidia, Alphabet, Samsung	Microsoft, SoftBank, Nvidia, Amazon
Rentabilidad	Rentable (Starlink)	Pérdidas operativas	Pérdidas operativas
Valoración (Precio / Ventas)	94,8x	20,3x	36,0x
Fundador	Elon Musk	Dario Amodei	Sam Altman

Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión. **Notas:** Para OpenAI y Anthropic se coge la valoración de su última ronda de financiación.