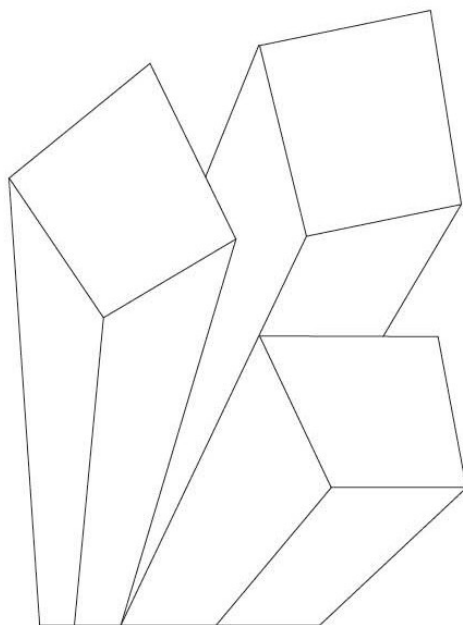


Umělá inteligence mění pravidla hry v odvětví softwaru

Téma čtvrtletí

Q1 2026



DÁVÁME *financím* ŘÁD
A *smysluplnou* BUDOUCNOST

EMUN

Umělá inteligence mění pravidla hry v odvětví softwaru

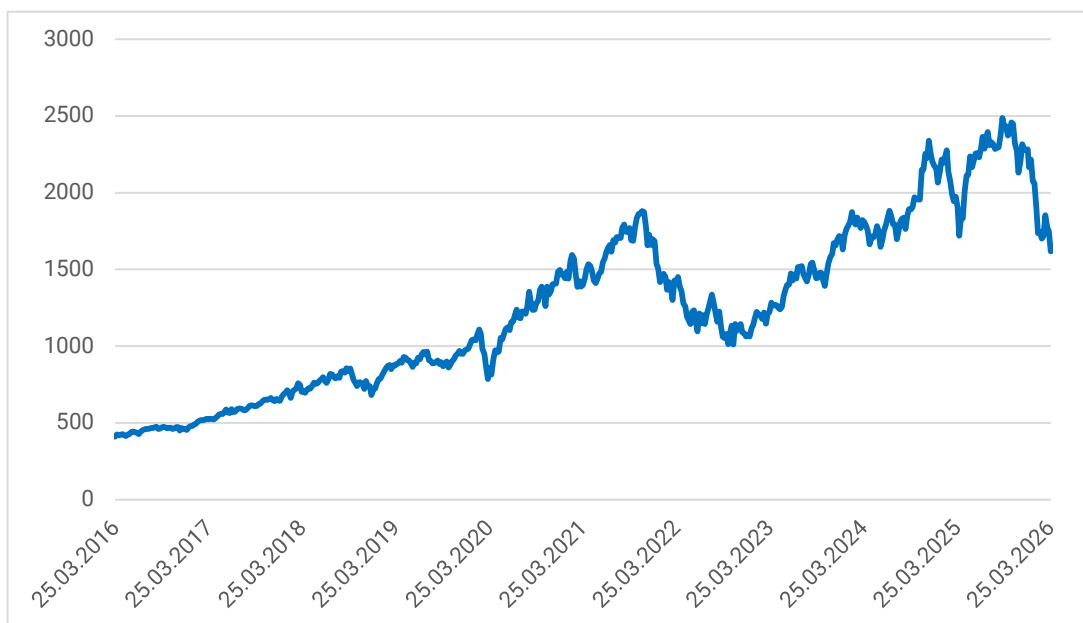
Odvětví softwaru prochází hlubokou strukturální změnou, v níž umělá inteligence zásadně přepisuje dosavadní pravidla fungování, oceňování i konkurenční dynamiku. Nejde o klasickou cyklickou korekci, ale o přerozdělení hodnoty uvnitř odvětví. Větší tlak dopadá na obecné, snadno nahraditelné aplikační vrstvy, zatímco posilují firmy s kontrolou nad daty, workflow, bezpečností, compliance, system of record vrstvou a hlubokou integrací softwaru do každodenního provozu zákazníka. Současně se zvyšuje konkurenční tlak, mění se cenové modely od plateb za uživatele směrem k platbám za využití či výsledek. Z investičního pohledu tak AI nepředstavuje konec celého odvětví softwaru, ale příchod období, kdy je potřeba být mnohem selektivnější než v minulosti. Jak se na probíhající disruptci díváme investiční optikou ve společnosti Emun? Odpověď naleznete v aktuálním tématu čtvrtletí.

Aktuální situace na trzích - softwarové firmy pod prodejním tlakem

Umělá inteligence („AI“) je mnohými považována za zlomovou technologii, jejíž dopady na ekonomiku a globální hospodářství budou srovnatelné s průmyslovou revolucí. Schopnosti LLM modelů skokově rostou. Spolu s nimi i možnosti jejich využití, což vyvolává v řadě oblastí obavy z disruptcí. Jedním z nejvíce zasažených sektorů je v posledních měsících software.

S&P North American Technology Software Index propadl od počátku roku ke konci 1Q o 24,5 % a nachází se na podobných úrovních jako na počátku roku 2024 či na konci roku 2021. Obavy z osudu softwarových firem zasáhly akciové trhy, dluhopisové trhy i oblast private creditu.

Obrázek 1: Tržní cena S&P North American Technology Software Indexu

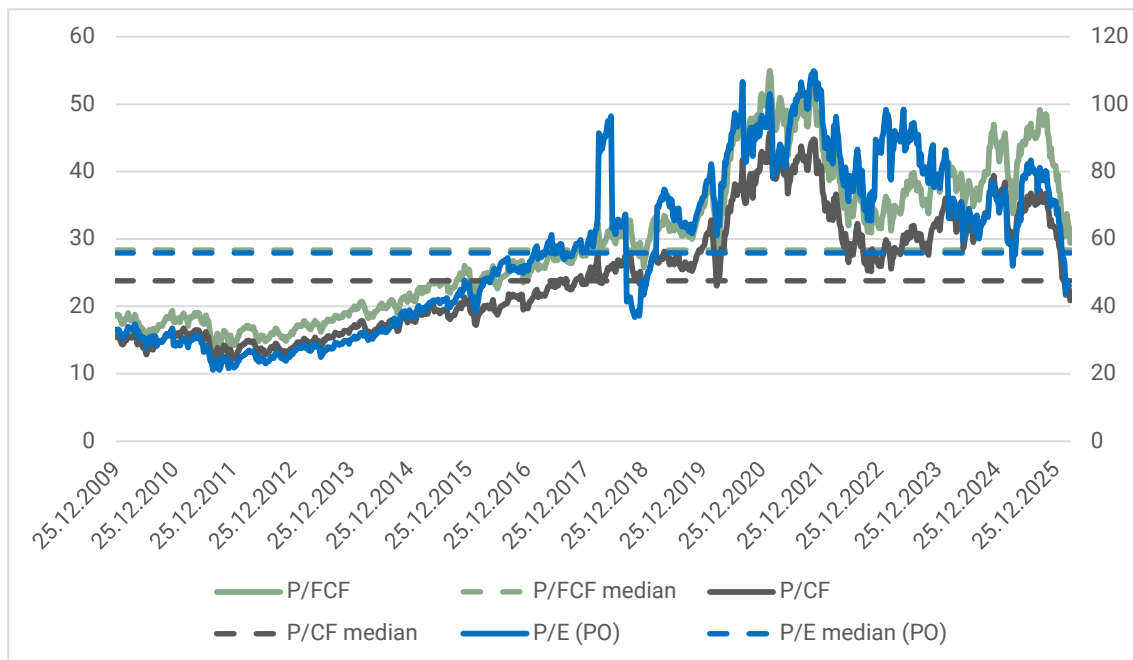


Proč jsou investoři nervózní? Umělá inteligence vnáší do softwaru obrovské neznámé, které mají potenciál změnit celé odvětví. Vystává řada klíčových otázek. Které společnosti nepřekážejí nástup AI? Jak se změní jejich ziskovost? Poklesne tempo růstu tržeb? Zvýší se počet konkurentů v odvětví? Jak změní AI odvětví softwaru a business modely jednotlivých společností? Které firmy si udrží současnou konkurenční výhodu a „pricing power“? Sníží AI náklady na programování softwaru k nule? Které společnosti budou z implementace umělé inteligence těžit, a pro které představuje kritickou hrozbu? V základech se otřásá i samotný SaaS model plateb za software (zákazníkům je účtován pravidelný

roční poplatek za licenci na jednoho uživatele), který doposud zajišťoval relativní stabilitu a dobrou předvídatelnost růstu firemních tržeb a zisků.

Investoři kvůli výše uvedeným obavám revidují ocenění softwarových firem. Snižují svá očekávání ohledně tempa růstu tržeb a spolu s nimi i valuační. Investiční banka Goldman Sachs uvádí, že re-rating softwarového sektoru stlačil valuační z úrovně implikujících střednědobý růst tržeb v rozmezí 15–20 % na pásmo odpovídající spíše 5–10 %. Při pohledu na graf vybraných valuačních ukazatelů níže je zřejmé, že poklesly k dlouhodobým mediánovým valuačním. Vymizela tak plošná prémie, kterou byli investoři v minulosti ochotni platit za SaaS firmy. Revize fundamentů přirozeně doprovází i tržní cena akcií.

Obrázek 2: Vybrané valuační ukazatele indexu S&P North American Technology Software Index



Trh softwaru neprochází cyklickou korekcí, ale strukturální změnou. AI software jako celek nezničí, ale velmi výrazně zamíchá kartami uvnitř odvětví. Hrozba umělé inteligence je reálná. Adopce AI ve firmách sice postupně nabírá na intenzitě, finanční efekty zatím ale ještě nejsou plošně prokázány. Například McKinsey v rámci svého průzkumu uvádí, že 88 % oslovených organizací pravidelně používá AI alespoň v jednom procesu, avšak jen zhruba třetina ji skutečně zavádí na úrovni celého podniku a jen 39 % respondentů hlásí dopad do EBIT¹.

Obavy z budoucích problémů softwarových firem ovlivnily i trh private credit („PC“). S&P BDC Index, který odráží agregovaný vývoj cen veřejně obchodovaných BDC² investujících do PC, poklesl od počátku roku o 12 %. Důvodem je struktura portfolií BDC společností, kde sektor softwaru tvoří v průměru 20-30 % jejich půjček. Kombinace klesajících úrokových sazeb, obav z vyšší míry nesplácení půjček v oblasti softwaru, pochyby o reálnosti ocenění některých úvěrů v portfoliích a potenciálně horší dostupnost financování v budoucnu (banky omezují úvěry PC firmám a revidují interní přecenění zástav, investoři požadují vyšší rizikové prémie za úvěry PC firmám) vyvolala obavy ohledně výnosů PC fondů. To vede následně ke snahám investorů redukovat pozice v PC. V uzavřených fondech tuto možnost nemají, proto se prodejní tlak koncentruje do BDC a semi-likvidních fondů. Vyšší požadavky na odkupy narážejí na tzv. gate, pomocí nichž fondy omezují možnost výběru v daném čtvrtletí (typicky max. 5 % NAV fondu). Tento mechanismus slouží k ochraně likvidity fondu a zbývajících investorů

¹ Earnings Before Interest and Taxes - zisk před zaplacením úroků a zdaněním

² Business Development Companies

před nuceným prodejem aktiv pod cenou (tzv. „fire sale“). Neuspokojení všech požadavků na výběry upoutává pozornost médií. Vyšší mediální pozornost (většinou negativní) následně často vede k další redukci pozic.

Klíčové změny v odvětví softwarových firem

Budoucnost je nejistá. Pokud nevíme, jakým směrem se bude dále ubírat rozvoj a implementace AI, tak ani nevíme, jaký bude celkový dopad na sektor softwaru. Jakákoliv disrupce jde nicméně ruku v ruce s investičními příležitostmi. Existující firmy zanikají, nové vznikají, mění se tržní podíly, roste nejistota a spolu s ní i volatilita. To je často doprovázeno přehnanými reakcemi investorů, které přináší zajímavé příležitosti pro dlouhodobé investory.

Odvětví softwaru prochází řadou změn.

Software se posouvá od pouhého nástroje k autonomnější exekuci práce. AI vnáší do softwaru nový rozměr. Vedle práce se strukturovanými daty nově rozumí i nestrukturovaným informacím, umí generovat obsah, shrnovat, rozhodovat v kontextu a postupně automatizovat celé workflow. Díky tomu se přerozděluje hodnota uvnitř odvětví. Posiluje se pozice společností, které kontrolují data, governance, bezpečnost, workflow a system of record vrstvu, zatímco větší tlak dopadá na tenké aplikační vrstvy.

Výrazně **roste konkurenční tlak**, protože klesá cena tvorby softwaru. AI snižuje náklady na vývoj a urychluje vznik nových produktů. Dále zvyšuje hrozbu ze strany startupů či vlastních interních firemních řešení. Pokud stávající poskytovatelé softwaru nedokážou dostatečně rychle implementovat AI řešení do svých produktů a nezareagují na konkurenci, budou mít problémy. Nově vznikající společnosti jsou navíc ziskovější dříve než jejich konkurenti v SaaS. Data banky UBS ukazují, že AI startupy dosahují 5 milionů dolarů ARR³ v průměru za 24 měsíců, zatímco klasické SaaS firmy za 37 měsíců. To je problém zejména v oblastech, kde jsou nízké switching costs (náklady změny softwaru). Dále v případě softwaru, jehož přidaná hodnota spočívá zejména v uživatelském rozhraní (user interface), protože primárním rozhraním práce se může stát AI agent.

Klíčovou změnou je **změna cenového modelu softwaru**. AI může výrazně zvýšit produktivitu, což tlačí softwarové firmy k novým modelům monetizace. Pokud umělá inteligence dokáže nahradit práci deseti lidí, firma potřebuje méně licencí softwaru. Tradiční model by tak trestal dodavatele za to, že vytvořil příliš efektivní produkt. Patrně se tak dočkáme odklonu od modelu SaaS (platba za počet uživatelů) směrem k platbám za výsledek (Cena je vázána na dosažení definovaného cíle. Například u AI zákaznické podpory neplatíte za každou zprávu, ale pouze za vyřešený požadavek) či využití (Cena se odvíjí od měřitelných jednotek aktivity, jako jsou například počet odeslaných API volání, objem uložených dat nebo počet zpracovaných tokenů u AI).

Mění se nákladovost softwarových firem. AI zásadně narušuje tradiční model nulových mezních nákladů. Zatímco u běžného SaaS produktu stál každý další uživatel firmu jen „zlomek dolaru“, u AI softwaru rostou náklady s každým dalším uživatelem a jeho AI dotazy. Na jednu stranu hrozí softwarovým firmám snížení marží díky potenciálně vyšší konkurenci, tlaku na ceny softwaru nebo díky růstu nákladů na provoz AI řešení v datových centrech (platby poskytovatelům LLM modelů, platby za tokeny/odpovědi AI, dražší specializovaná cloud centra, sběr/čištění dat, ...). Na druhou stranu se situace může zlepšit díky poklesu nákladů na programování, které by se se zlepšující se AI měly blížit směrem k nule, a díky internímu použití AI v oblasti podpory a prodeje.

Další otázkou je **bezpečnost**. Umělá inteligence přináší nové bezpečnostní výzvy. Jakmile firmy nasazují copiloty a agenty, vzniká více dotazů na data, větší tlak na latenci, dostupnost, rychlost,

³ Annual Recurring Revenue – Roční opakující se výnosy

auditovatelnost a bezpečnost. Mění se tak práce s daty, bezpečnost softwaru a hrozby související s bezpečností softwaru, který bude generovaný AI. Nově vstupují do hry halucinace AI, nepřesnosti a chyby, které generuje. V neposlední řadě je tu otázka data managementu. McKinsey uvádí, že 51 % organizací používajících AI zažilo alespoň jeden negativní důsledek a téměř třetina respondentů hlásí problémy související s nepřesností AI. To přirozeně představuje problém, zejména pro regulovaná odvětví s velkým důrazem na compliance, a zvyšuje firmám náklady na bezpečnost.

Spolu s příchodem umělé inteligence se upravují i **korporátní rozpočty na software**. Stále více prostředků směřuje do AI. Analýza společnosti Gartner očekává v roce 2026 růst výdajů na podnikový software o 14,7 %. Z toho bude více než polovinu tvořit pouhé zvýšení cen stávajících služeb. Zbývající část bude alokována do AI funkcionalit. Umělá inteligence zatím sice nepřebírá většinu firemních IT rozpočtů na software, ale již bere většinu diskrečního růstu.

Horizontální vs. vertikální software

Na jaké softwarové firmy mají tedy výše uvedené změny největší dopad? Software lze v obecné rovině rozdělit do dvou kategorií na horizontální a vertikální. Klíčové rozdíly naleznete v tabulce níže.

Obrázek 3: Charakteristika horizontálního a vertikálního softwaru

	Horizontální software	Vertikální software
Funkcionalita	Univerzální standardizovaný software	Specializovaný software pro užší okruh zákazníků
Trh (TAM)	Široký, napříč obory	Úzký, oborově specifický
Přizpůsobení klientovi	Nízké až střední	Střední až vysoké
Retence zákazníků	Nižší až střední	Střední až vysoká
Konkurence v oboru	Střední až vysoká	Nízká až střední
Potenciální konkurenční výhody	Úspory z rozsahu Síla distribuce Značka Ekosystém	Silná vazba se zákazníkem Hluboká integrace SW do provozu Domain know-how Workflow know-how Sektorové/regulační know-how Vysoké switching costs Vysoké bariéry vstupu do odvětví
Pricing power	Střední až nízká	Střední až vysoká
Ceny	Standardní, veřejné	Individuální, často neveřejné
Cenový model	Platba za uživatele (SaaS), za využití, tiered pricing, firemní plány	Value, module-based, subscription + implementation fee, transaction-based
Monetizace	Roční poplatky, add-ons, platby za využití, upsell/cross-sell	Roční poplatky, platby za implementaci, podporu, úpravy SW/moduly, transakce, data/služby
Cena za klienta	Spíše nižší	Spíše vyšší
Prodej	Standardizovaný, kratší prodejní cyklus	Složitější, delší prodejní cyklus
Typické oblasti	Administrativa, komunikace, účetnictví, CRM, HR, marketing	Zdravotnictví, bankovníctví, pojišťovnictví, energetika, výroba, stavebnictví, právní služby, logistika, veřejný sektor

Umělá inteligence představuje menší hrozbu pro vertikální software, který je méně komodizovatelný a má vyšší obranyschopnost. Jeho hodnota totiž neleží pouze v tenké vrstvě či v jednotlivých funkcích, ale je ukotvena v oborových workflow, compliance, auditu, datech a integracích. Switching costs jsou vysoké a spolu s nimi i rizika změny softwaru. Často se totiž jedná o kritický firemní software. Umělá inteligence zde nenahradí celý produkt. Naopak může být významným doplňkem zvyšujícím produktivitu a hodnotu stávajícího řešení. Vertikální softwarové firmy navíc typicky těží z dlouholetých vztahů se zákazníky, z detailních znalostí jejich firem a odvětví, z často omezené konkurence a hluboké integrace jejich softwaru uvnitř korporací.

Na druhou stranu horizontální software je často pouze tenkou vrstvou a podpůrným nástrojem pro konkrétní potřebu. Čím menší je jeho integrace uvnitř firmy, tím zranitelnější je. U horizontálního softwaru představuje AI větší riziko hlavně proto, že jeho klíčové funkce bývají obecné, široce použitelné a relativně snadno replikovatelné pomocí generativních modelů a copilotů. To se týká například tvorby textů, sumarizace, vyhledávání, základní analytiky, automatizace kancelářské práce nebo obecné produktivity. AI tím snižuje diferenciaci produktu a zvyšuje tlak na ceny. U řady horizontálních řešení tak hrozí komoditizace. Zákazník si může podobnou hodnotu obstarat levněji přes AI vrstvu integrovanou jinde, aniž by potřeboval samostatný software.

Horizontální softwarové firmy nicméně nezaniknou. Část z nich má silné postavení na trhu a úspěšně přežije i nástup AI. Jedná se zejména o společnosti, které nestojí jen na snadno nahraditelných funkcích, ale mají silnou distribuci, velkou instalovanou bázi, hluboké integrace, vysokou důvěru klientů, vlastní ekosystém a přímý přístup k unikátním datům a workflow zákazníka. Typicky jde o hráče, kteří mají robustní rozvahu, schopnost financovat vývoj ve velkém měřítku a jsou schopni rychle zabudovat AI do stávající platformy, nabídnout ji v rámci existujícího produktu a monetizovat ji. Zároveň existují v případě jejich softwaru dostatečně vysoké switching costs, aby zákazník nemohl snadno přejít k levnějším AI alternativám.

Budoucí vítězové a poražení (?)

Odvětví softwaru prochází jednou z největších strukturálních změn za poslední roky. Umělá inteligence nemění jen tempo inovací, ale i samotnou ekonomiku oboru, charakter konkurenčních výhod a pravidla tvorby hodnoty. Nejde o běžný cyklický výkyv, ale o proces, v němž se bude přerozdělovat hodnota mezi budoucí vítěze a poražené. Krátkodobé fundamenty řady firem sice zatím zůstávají solidní, to ale neznamená, že si všechny společnosti udrží svou pozici i v novém prostředí. AI je pro celé odvětví disruptivní faktor. To si uvědomují i investoři, kteří revidují valuace a růstový potenciál softwarových firem. Ještě před několika lety hlásaly novinové titulky, že SaaS firmy "ovládnu svět". Dnes naopak čteme o „SaaSopokalyipse“ nebo o tom, že „AI zabila SaaS“. Pravda bude, jako vždy, někde uprostřed.

Při takto zásadních strukturálních změnách v odvětví se ceny akcií obvykle nestabilizují dříve, než se stabilizují očekávání budoucích zisků, marží a konkurenční pozice jednotlivých firem. Není příliš pravděpodobné, že bychom se dočkali oživení typu V a ceny se brzy vrátily ke svým historickým maximům. Trh potřebuje důkaz, že konkrétní firma opravdu monetizuje AI a že její marže a růst nejsou jen odrazem "starého modelu" fungování. To je pro SaaS odvětví zásadní. Rerating zpět nahoru nepřijde jen proto, že jsou akcie levnější, ale až tehdy, když čísla popřou aktuální disruptivní narativ. Investoři potřebují vyšší vizibilitu ohledně nového rozložení sil v odvětví a ohledně toho, kde se bude v budoucnu koncentrovat hodnota. Dokud se nezmizí alespoň část nejistoty, zůstane celé odvětví nadále volatilní.

Klíčovou otázkou proto není, zda software jako celek čeká lepší nebo horší budoucnost. Podstatné je, které typy firem mají předpoklady stát se vítězi, a které naopak mohou ztrácet. **Budoucí vítězové pravděpodobně nebudou stát na snadno nahraditelných funkcích, ale na kontrole důležitých workflow, kvalitních datech, hluboké integraci do provozu zákazníka, vysokých switching costs, silné**

distribuci a důvěře klientů. Typicky půjde o společnosti, které jsou ukotvené v system of record vrstvě, v compliance, bezpečnosti, auditu, transakcích nebo v oborově specifických procesech, kde AI spíše zvyšuje hodnotu produktu, než aby celý produkt nahrazovala.

Naopak mezi pravděpodobné **poražené** budou patřit **firmy**, jejichž produkt je pouze tenkou aplikační vrstvou nad obecnou funkcionalitou, kterou lze snadno replikovat pomocí generativní AI, copilotů nebo agentů. Zranitelné jsou zejména společnosti s nízkou mírou integrace do zákaznických procesů, slabší vazbou na unikátní data, omezenou cenovou silou a nízkými switching costs. Riziko roste i tam, kde byla dosavadní hodnota produktu postavena především na uživatelském rozhraní nebo na funkcích, které se mohou rychle stát komoditou.

V novém prostředí budou mít dále **výhodu firmy s robustní rozvahou, silným cash flow a dostatečnou schopností financovat inovace z vlastních zdrojů**. Strukturálním změnám v odvětvích většinou hůře čelí firmy s malým manévrovacím prostorem, slabší ziskovostí nebo vysokým dluhem a závislostí na externím financování. Stejně důležitá bude **kvalita managementu a jeho schopnost alokovat kapitál, upravit rychle produktovou strategii a reagovat na změnu cenových modelů, které se mohou posouvat od klasického SaaS směrem k monetizaci podle využití či výsledku**.

Specificky platí, že relativně **odolnější by měl být vertikální software** pevně zasazený do regulovaných procesů, kde rozhodují oborové know-how, compliance, auditovatelnost, bezpečnost a hluboká integrace do každodenního fungování zákazníka. Naopak **většímu tlaku budou čelit obecnější horizontální řešení**, zejména tam, kde zákazník vnímá produkt spíše jako nástroj pro dílčí úkol než jako kritickou součást svého provozu. To ale neznamená, že horizontální software jako celek zanikne. Silné platformy s rozsáhlým ekosystémem, distribucí, instalovanou bází a přístupem k důležitým workflow mohou naopak svou pozici posílit.

Výsledkem současné transformace tak nebude zánik softwarového odvětví, ale jeho výrazně větší polarizace. Část firem využije AI k posílení své konkurenční výhody, zvýšení produktivity zákazníků a upevnění kontroly nad daty, workflow i monetizací. Jiná část zjistí, že AI snižuje bariéry vstupu do odvětví, oslabuje jejich diferenciaci a zvyšuje komoditizaci jejich produktů. Právě tato selekce bude jedním z hlavních investičních témat následujících čtvrtletí.

Z tohoto pohledu dnes software nepůsobí jako jednodílná investiční kategorie, ale jako prostředí, ve kterém je nutné rozlišovat mezi firmami s vysokou pravděpodobností dlouhodobého posílení a firmami, jejichž současný byznys model může být AI postupně narušen. **Optimální strategií proto není slepá sázka na celý sektor, ale schopnost správně číst, kde AI posiluje existující konkurenční výhody a kde je naopak ničí.**