

Christof Kerkmann Düsseldorf

Schlecht waren die Quartalszahlen gewiss nicht, die SAP in der vergangenen Woche vorlegte. Das Zukunftsgeschäft mit dem Cloud-Computing wuchs kräftig, trotz des Handelskonflikts gab es keine dramatischen Abweichungen von den Prognosen der Analysten, der Softwarehersteller bekräftigt zudem die Ziele fürs laufende Jahr und darüber hinaus.

Dennoch verkauften die Aktionäre die Aktie des Softwareherstellers in Massen, der Kurs brach um bis zu zehn Prozent ein und sank auch an den folgenden Tagen. Der Vorstand um Bill McDermott hatte in den Monaten zuvor die Erwartungen mit ambitionierten Aussagen ordentlich in die Höhe getrieben, besonders in Sachen Profitabilität. Diese Hoffnungen konnten die Zahlen zumindest nicht vollständig erfüllen.

Hat die SAP-Aktie also ihren Höhepunkt überschritten? Wie viel Potenzial steckt noch in dem Papier des bisherigen Börsenlieblings, das in den vergangenen Monaten zu den Wachstumswerten zählte?

Trotz des deutlichen Kursrückgangs sind die meisten Analysten weiter optimistisch. „Langfristig ist die Company richtig positioniert“, sagt Mirko Maier, Experte für die Softwarebranche bei der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW). Die Digitalisierung sei ein Thema, das die Wirtschaft auf Jahrzehnte beschäftigen werde - davon profitiere der Softwarekonzern mit seinen Lösungen. Die meisten Analysten empfehlen die Aktie daher weiter zum Kauf. „Man darf nicht vergessen, dass die Aktie seit Jahresanfang stark gestiegen ist, da hat es viele Gewinnmitnahmen gegeben“, gibt der Börsenexperte Markus Friebe, Analyst bei Independent Research, zu bedenken.

Gelungene Transformation

SAP entwickelt ein Betriebssystem für die Unternehmenssteuerung. Mit der Software können Manager Finanzen, Logistik und Personalverwaltung überwachen und lenken. Seit der Gründung 1972 ist es dem Konzern immer wieder gelungen, sich neu zu erfinden - so auch unter Bill McDermott: Mit mehreren Übernahmen hat er das Unternehmen aufs Cloud-Computing ausgerichtet. Die Kunden greifen dabei übers Internet auf Speicherplatz, Rechenleistung und Programme zu, ohne selbst in die Infrastruktur zu investieren.

Der Softwarehersteller schreibt damit eine bemerkenswerte Erfolgsgeschichte. Ihm gelingt es, sein Geschäftsmodell umzustellen und dabei weiter profitabel zu arbeiten - wenn auch nicht ganz so profitabel wie früher. Gleichzeitig positioniert sich das fast 50 Jahre alte Unternehmen als Helfer für die Digitalisierung und besetzt so das Megathema der Wirtschaft. Längst ist SAP wertvollster Konzern im Dax, mit deutlichem Vorsprung vor Linde und Allianz.

Damit gibt sich McDermott jedoch nicht zufrieden: Der Amerikaner hält es für realistisch, dass sein Unternehmen bis 2023 eine Marktkapitalisierung von 300 Milliarden Dollar erreichen könne, umgerechnet etwa 270 Milliarden Euro. Diese Ambitionen haben offenbar auch den Hedgefonds Elliott Management angelockt, der im April eine Beteiligung an SAP von knapp einem Prozent publik machte und sogleich wissen ließ, dass der Konzern zwar durchaus gut



SAP-Chef Bill McDermott: Marktkapitalisierung des Konzerns soll deutlich steigen.

Aktie unter der Lupe

Spiel mit den Erwartungen

Das Management von SAP hat sich ehrgeizige Ziele gesetzt - aber die Hoffnungen der Aktionäre zuletzt enttäuscht. Trotzdem gilt der Softwarekonzern als langfristig lohnenswertes Investment.

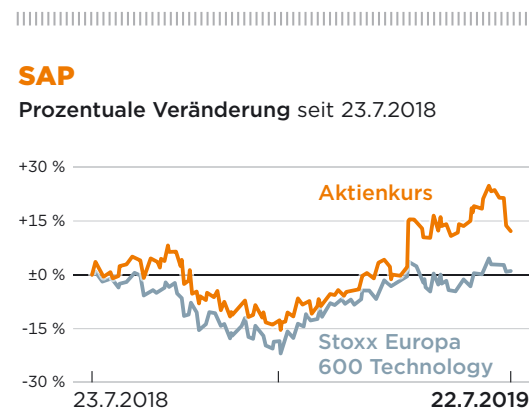
geführt, aber „konsequent unterbewertet“ sei.

Das Management kündigte - offenbar nach Absprachen mit dem aktivistischen Investor - ein Effizienzprogramm an, das die operative Marge in den nächsten fünf Jahren um jeweils einen Prozentpunkt steigern soll. „Wir haben von den institutionellen Investoren eine klare Botschaft erhalten“, sagte Finanzchef Luka Mucic dem Handelsblatt im April: „Das Umsatzwachstum zeigt in die richtige Richtung, aber die Margenentwicklung wird wichtiger.“

Starkes Wachstum und hohe Gewinne wie in alten Zeiten: Diese Ankündigung elektrisierte die Börsenwelt. Mehrere Analysten hoben in den folgenden Monaten das Kursziel für SAP an, die Aktionäre investierten kräftig. Der Kurs stieg so zwischenzeitlich auf ein Allzeithoch von rund 125 Euro, der Börsenwert auf 153,75 Milliarden Euro. Da schienen die 300 Milliarden Dollar nicht mehr ganz so weit zu sein.

Unsicherheit in China

„Offenbar ließen sich einige von der Zuversicht anstecken, die SAP versprüht hatte“, sagt LBBW-Analyst Maier. „Jetzt wird das Unternehmen von der Realität eingeholt.“ Diese Realität sieht nicht düster aus, aber auch nicht so glänzend, wie McDer-



Kennzahlen	
Umsatz	24,71 Mrd. € ¹
Börsenwert	137,22 Mrd. € ²
Nettoergebnis	4,08 Mrd. € ¹
Dividendenrendite	1,7 %
Eigenkapitalrendite	15,0 % ¹
Ergebnis je Aktie	Dez. 2018 3,42 €
	Dez. 2019 4,89 € ³
	Dez. 2020 5,47 € ³
Kurs-Gewinn-Verhältnis	Dez. 2019 22,9 ³
Kurs am 22.7.2019 (12 Uhr)	111,80 €
Hoch/Tief (52 Wochen)	125,00/83,95 €
ISIN	DE0007164600
Hauptversammlung	20.5.2020
Homepage	www.sap.com

¹⁾ Geschäftsjahr zum 31.12.2018; ²⁾ 22.7.2019; ³⁾ IBES-Prognose
HANDELSBLATT
Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters, Unternehmen, IBES

mott es in seinem Optimismus gerne darstellt.

Denn: Grundsätzlich ist SAP auf Kurs. Das Geschäft mit dem Cloud-Computing wächst stark und wird jetzt auch immer profitabler, die Marge stieg im zweiten Quartal um vier Prozentpunkte. Und mit dem Programmpaket S/4 Hana hat der Softwarehersteller ein Produkt, das die Kunden auf Jahre binden und somit für stabile Einnahmen aus Lizenzen und Wartung sorgen wird.

Der Bericht zum zweiten Quartal beinhaltet jedoch zwei Aspekte, die vielen Anlegern nicht gefallen. Erstens: SAP bekommt erstmals die Auswirkungen des Handelskonflikts zu spüren. In China haben wegen der Unsicherheit mehrere Kunden ihre Investitionen in neue Softwarelizenzen verschoben, was sich auch auf die Marge auswirkt - an den Paketen verdient SAP so gut wie eh und je, die Bruttomarge beträgt 86 Prozent.

Ein langfristiges Problem sieht SAP-Finanzchef Mucic nicht. Die Nachfrage werde sich ähnlich positiv entwickeln wie nach dem Brexit-Votum: „Die Kunden beschäftigen sich jetzt damit, wie sie ihre Wertschöpfungsketten neu aufstellen und risikofreier gestalten können, da spielen Softwarelösungen eine strategische Rolle.“ Die Prognosen für die nächsten Monate seien gut.

Experten sehen in der Entwicklung jedoch ein Warnzeichen. „Wenn sich der Handelskonflikt fortsetzt, könnte das SAP Probleme bereiten“, sagt Analyst Mirko Maier. „China ist inzwischen ein Markt von nennenswerter Größe, wenn es da zu Ausfällen kommt, wirkt sich das auf die Erlöse aus.“

SAP kann, zweitens, seine Profitabilität nicht so schnell steigern wie erhofft. Im laufenden Geschäftsjahr verursachen der Konzernumbau und die Übernahme des Marktforschungsspezialisten Qualtrics hohe Kosten. Die bereinigte operative Marge stagnierte im zweiten Quartal bei 23,7 Prozent - zumindest eine leichte Verbesserung hatten sich die meisten nach den Ankündigungen erhofft. Einen „sehr, sehr bedeutenden Schritt vorwärts“ werde es aber 2020 geben, erklärt Finanzchef Mucic.

Optimistische Analysten

Derlei Einwände sollten Anleger jedoch nicht grundsätzlich abschrecken. „Der Zustand von SAP ist nach wie vor grundsolide“, sagt Independent-Research-Experte Friebe. Das Unternehmen überzeuge mit regelmäßigem Wachstum und ordentlichen Gewinnen. Allerdings sei es schon hoch bewertet, daher gebe es nur ein „moderates Aufwärtspotenzial“. Das Analysehaus empfiehlt, die Aktie zu halten, das Kursziel setzt das Unternehmen bei 123 Euro an.

„Langfristig ist die Company richtig positioniert“, sagt auch LBBW-Analyst Maier. Die Digitalisierung sei ein Thema, das die Wirtschaft auf Jahrzehnte beschäftigen wird - davon profitiere der Softwarekonzern mit seinen Lösungen. Daher bewertet er das Potenzial positiv: „Die Kursrückschläge der SAP-Aktie kann man nutzen, wenn man einen längerfristigen Horizont hat.“ So wie er empfehlen die meisten Analysten die Aktie weiterhin zum Kauf.

Zumal SAP etwas für die Stützung des Aktienkurses tun könnte - der Einstieg des aktivistischen Investors Elliott Management schürt die Erwartungen. Der Softwarekonzern müsse sich darauf gefasst machen, dass der Hedgefonds den Shareholder-Value deutlich steigern wolle, sagt Markus Friebe von Independent Research. „Sollte es Probleme geben, die Ziele zu erreichen, wird Elliott sicher Druck machen.“ Das könne bei schlechter Geschäftsentwicklung ein Sparprogramm sein, bei guter ein Aktienrückkauf. Wie immer bei SAP gilt: Die Erwartungen sind hoch.