

## Aktien Analyse

### SAP Aktie: Berechtigter Crash oder Chance zum Einstieg?

**Die SAP-Aktie rasselte am Montag um mehr als 20 Prozent ins Minus. Hauptgrund dafür sind die gekappten Mittelfristziele. Ist der Absturz angemessen, oder bietet jetzt eine Trendwende Chancen zum Einstieg? Eine Analyse.**

Nach der Veröffentlichung der Quartalszahlen und der vorausgegangenen Gewinnwarnung ist die SAP-Aktie am Montag um mehr als 22 Prozent abgestürzt. Für das Dax-Schergewicht war es der härteste Crash seit knapp 22 Jahren. Die Anleger entzogen dem Techriesen zu Wochenbeginn Kapital im doppelten Börsenwert der deutschen Bank und rissen damit gar den Dax merklich ins Minus. Dabei hatte SAP Anfang September noch einen historischen Rekordkurs von 142 Euro erreicht und machte unter anderem durch die Entwicklung der Corona-Warn-App vor allem mit positiven Schlagzeilen von sich reden. Doch der jüngste Absturz und der mittelfristige Ausblick des Walldorfer Managements haben das Vertrauen der Investoren in Europas größten Techkonzern massiv erschüttert. Sollten Anleger ihr Kapital retten, oder ist der Crash eine gute Chance zum Einstieg? Wir analysieren, was genau bei SAP los ist und was das für die Aktie bedeutet.

#### **Mit diesen Geschäftszahlen schockte SAP die Anleger**

In den vergangenen beiden Tagen ging es bei SAP Schlag auf Schlag: Mit der Ad-Hoc-Gewinnwarnung am Sonntag senkte SAP seine Prognose für das laufende Geschäftsjahr bereits zum zweiten Mal. Der Quartalsbericht, der am Montag veröffentlicht wurde, hatte es tatsächlich in sich: Im Vergleich zum Vorjahr brach der Umsatz um rund vier Prozent auf 6,5 Milliarden ein, das Betriebsergebnis sank um mehr als zwölf Prozent auf 1,47 Milliarden. Zudem korrigierte SAP die Ziele für das Gesamtjahr nach unten: Für den Umsatz erwarten die Walldorfer eine Spanne zwischen 27,2 und 27,8 Milliarden Euro. Die neue Obergrenze galt zuvor noch als Mindestumsatz, SAP hielt gar Umsätze bis 28,5 Milliarden Euro für möglich. Zudem prognostiziert der Technologiekonzern nun ein bereinigtes Betriebsergebnis zwischen 8,1 und 8,5 Milliarden Euro – rund 200 Millionen Euro weniger als zuvor angenommen.

Angesichts der Coronakrise wären viele Unternehmen wohl froh über solches Zahlenwerk: Auch wenn der Gesamtumsatz von SAP im Vergleich zum Vorjahr dem Worst-Case-Szenario zufolge um rund 1,5 Prozent zurückgehen könnte, dürfte der bereinigte Betriebsgewinn gegenüber den 8,2 Milliarden aus 2019 leicht steigen, oder zumindest nur wenig nachgeben. Doch als Technologiekonzern sollte SAP eigentlich als Gewinner aus der Krise hervorgehen. Das hatten auch die Analysten vermutet – mit den neuen Zahlen haben die Walldorfer ihre Erwartungen jedoch weit verfehlt.

Einen Hauptgrund für die schwachen Zahlen sieht SAP darin, dass Unternehmen wegen der hohen Unsicherheit größere B2B-Projekte verstärkt unter die Lupe nehmen. Außerdem machen die Walldorfer die zugekaufte Tochter Concur, die ihre Geschäfte im Reisekostenmanagement macht, für den Misserfolg mitverantwortlich. Da coronabedingt erheblich weniger Geschäftsreisen und geringere volumenabhängige Transaktionsumsätze erzielt wurden, brachen Concur's Umsätze im Jahresvergleich um 14 Prozent ein. Dass sich die angeschlagene Tochter dieses Jahr noch erholt, glaubt SAP nicht.

Noch schlechter als das Quartalsergebnis und der schwache Jahresausblick kam allerdings die damit einhergehende Reduktion der Mittelfristziele bis 2023 bei Analysten und Investoren an. Corona werde sich voraussichtlich mindestens bis zur ersten Jahreshälfte 2021 auf die Nachfrage auswirken, heißt es im Quartalsbericht. Das führe dazu, dass sich Schlüsselziele, etwa für Gesamteinnahmen und Betriebsergebnis, um ein bis zwei Jahre verschöben. Außerdem geht SAP davon aus, dass die Umsätze mit Unternehmenssoftware künftig weiter sinken werden.

### **Es ist nicht alles schwarz**

So weit, so schockierend. Bei Betrachtung des Gesamtbildes wirkt das Ganze allerdings mehr wie eine ehrliche und transparente Offenlegung der Situation von SAP. Schließlich hat der Techriese sich seine mittelfristigen Ziele zuletzt im April 2019, also vor der Pandemie gesteckt. Dass der Konzern nun nicht mit fulminanten Gewinnsteigerungen glänzen kann, liegt unter anderem am beschleunigten Geschäftsmodellwechsel, der das Cloudgeschäft zunehmend fokussiert.

Dort macht SAP Fortschritte: Während der Umsatz mit Softwarelizenzen im Jahresvergleich um 23 Prozent einbrach, stieg der Cloud-Umsatz um zehn Prozent. Die verschobenen Schlüsselziele rühren mitunter von erhöhten Investitionen in die Cloud-Bereitstellung in den kommenden beiden Jahren. Letztlich solle das aber dazu beitragen, die Margen aus dem Cloudgeschäft bis 2025 erheblich zu steigern. Der Wandel zur Cloud ist auch der Grund für den prognostizierten Umsatzrückgang mit Unternehmenssoftware.

Von 2025 an soll das Cloudgeschäft dann mehr als 22 Milliarden Euro Umsatz bringen und außerdem den Anteil besser planbarer Umsätze auf etwa 85 Prozent ausbauen. Aktuell liegt der Anteil dieser regelmäßig wiederkehrenden Umsätze, zu denen etwa Cloud-Monatsabonnements zählen, bei 74 Prozent. Das ist eine Steigerung um fünf Prozentpunkte im Vergleich zum Vorjahr.

Im Klartext bedeutet das: SAP will die durch Corona beschleunigte digitale Transformation nutzen, um den Fokus schneller als bisher geplant auf Cloud zu legen. Dieser Geschäftsmodellwechsel wird Wachstum und Gesamteinnahmen in den nächsten zwei Jahren dämpfen. Der Gewinn werde in dieser Zeit stagnieren oder gar geringfügig sinken, heißt es im Geschäftsbericht. Von 2023 an sollen Gesamteinnahmen und Betriebsgewinn aber stark ansteigen, dem Bericht zufolge rechnet SAP dann mit zweistelligem Wachstum.

Die Walldorfer vermeldeten indes auch kleine Erfolge: Der freie Cashflow hat sich im Jahresvergleich weit mehr als verdoppelt, der Gewinn je Aktie ist um 26 Prozent gestiegen. Das liegt zu großen Teilen am erfolgreichen Geschäft von SAP-Finanzableger Sapphire Ventures, der Start-Ups Risikokapital und Zugang zum SAP-Ökosystem gibt, also beispielsweise Kunden und IT-Partner vermittelt.

Zudem weist SAP konsequent auf negative Währungseffekte hin. Tatsächlich hat der starke Euro Geschäftszahlen wie Umsatz und Betriebsgewinn zwischen drei und vier Prozent gedämpft. Währungsbereinigt sei der Umsatz nicht um vier Prozent gefallen, sondern er

wäre stagniert, das Betriebsergebnis wäre nicht um mehr als zwölf Prozent eingebrochen, sondern gar um vier Prozent gestiegen, schreibt SAP.

### **Das sagen Charttechnik und Analysten**

Der Crash vom Montag hat eine Kurslücke zwischen den Schlusskursen von Freitagabend und Montag gerissen. Die 200-Tagelinie, die den langfristigen Trend angibt und derzeit etwas über 121 Euro liegt, wurde ebenfalls nachhaltig unterschritten – charttechnisch ein klares Verkaufssignal. Am heutigen Dienstag kämpfen Bullen und Bären um die psychologisch wichtige Marke von 100 Euro. Sollte sie brechen, könnte das weitere Verkäufe nach sich ziehen. Unterstützungen liegen beim Tagedeep von Montag bei etwas mehr als 96 Euro (96,34) und ausgeprägter um den Bereich von 95 Euro (94,60 Euro), basierend auf dem Kursverlauf von März dieses Jahres. Sollte es ganz bitter kommen, bietet das Coronatief bei 87,60 Euro halt.

So weit dürfte es den Analysten der großen Investmentbanken und Researchhäuser zufolge jedoch nicht kommen. Chandramouli Sriraman, Analyst bei der Frankfurter Investmentbank Main First, sagt gegenüber der WirtschaftsWoche, dass allein das Cloud-Geschäft einen Aktienkurs von 85 Euro rechtfertigen würde. In seiner am Montag veröffentlichten Analyse beließ er sein Kursziel von Juli bei 160 Euro: „Aber nach der Ankündigung, dass drei relativ schlechte Jahre anstehen, muss ich mir das nochmal genau ansehen.“

Dass der Kurssturz infolge des Berichts so heftig ausfiel, sei neben der herabgestuften Gewinnprognose auch dem Vertrauensverlust bei den Investoren geschuldet: „Das war schließlich die zweite Gewinnwarnung dieses Jahr. Kurzfristig ist der Absturz der Aktie aufgrund der Zahlen verständlich. Wenn man das allerdings langfristig sieht, ist der Crash übertrieben.“

Ähnlich sieht es Thomas Gleich, Geschäftsführer der Corum-Vermögensverwaltung: „Der Absturz um über 20 Prozent war meiner Ansicht nach überzogen. Wenn ein Unternehmen von heute auf morgen den Ausblick kappt, kann die Aktie schon mal zehnb Prozent nachgeben. Aber dass ein Schwergewicht wie SAP derart zusammenfällt, obwohl die immer noch Geld verdienen und die Quartalszahlen an sich gar nicht so schlecht waren, hat glaube ich alle überrascht.“

Den Hauptgrund sieht er im Ausblick des Managements: „Die Ziele zu senken, ist natürlich immer schlecht. Aber bei einer Tech-Firma, die von der Pandemie und der digitalen Transformation eigentlich beflügelt werden müsste, ist das besonders enttäuschend.“ Die Umstellung auf das Cloudgeschäft hält er zwar für richtig, dass es bei SAP aber erst in drei Jahren wieder richtig vorangehen soll, sei für Anleger ein Schock: „Das ist schon eine sehr lange Zeit.“

Main First-Analyst Sriraman rät Anlegern, sich nicht auf die Aussichten bis 2025 zu verlassen: „Das ist zu weit weg. Die nächsten zwei Jahre geht es für SAP erstmal darum, ihre Kunden in die Cloud zu holen. Nur wenn das gut funktioniert, kann dieser Ausblick stimmen.“ Ob das Cloudgeschäft stark genug sein wird, um den Rückgang des Wartungsgeschäfts abzufedern,

hänge davon ab, ob die Kunden wirklich in die Cloud wechseln: „Diese Transformation ist jetzt die wichtigste Aufgabe von SAP. Sie müssen beweisen, dass der Geschäftsmodellwechsel gelingt.“ Große Risiken bestünden nach dem Absturz am Montag nicht: „Die Erwartungen sind jetzt sehr niedrig.“

Auch Corum-Geschäftsführer Gleich sieht keine vorerst kein weiteres größeres Abwärtsrisiko für die SAP-Aktie, sollte der Gesamtmarkt nicht einbrechen: „Nach diesem Crash ist schon sehr viel eingepreist. Wer raus wollte, ist draußen.“ Auch wenn das SAP-Papier langfristig eine gute Aktie bleibe, hält er eine schnelle Erholung für unwahrscheinlich. Der einzige Lichtblick sei die regionale Marktführerschaft: „Wer einen europäischen Techwert haben will, kommt an SAP nicht vorbei. Aber ansonsten war das gestern wirklich ganz düster für die Aktie.“

„Langfristig ist das immer noch eine sehr interessante Aktie. Schließlich ist SAP der wichtigste Software-Partner für viele Kunden, daran ändert sich erstmal nichts“, sagt Main First-Analyst Sriraman. Die Aktie werde aber Zeit brauchen: „Kurzfristig sehe ich keine Anhaltspunkte für eine rasche Erholung.“

Die meisten Analysten reagieren auf die jüngsten Berichte bei SAP gelassener als die Aktionäre des Techkonzerns: Der durchschnittliche Zielkurs aus zwölf am Dienstag aktualisierten Analysen liegt bei rund 123 Euro: Acht raten zum Kauf, drei zum Halten und eine zum Verkauf. Der optimistischste der am Dienstag aktualisierten Berichte ist von Analyst Richard Nguyen von der französischen Investmentbank Société Générale mit einem Kursziel von 141 Euro. Das niedrigste Kursziel kommt von Carlos Trevino, einem Analysten der spanischen Großbank Grupo Santander. Neutral zeigt sich unter anderem die Analystin Stacy Pollard von der US-Investmentbank J.P. Morgan, die nicht nur ihr Kursziel auf 120 Euro senkte, sondern die SAP-Aktie zudem von der „Analyst Focus List“ der Großbank strich.

**Fazit:** SAP hat das Vertrauen vieler Investoren mit der zweiten Gewinnwarnung innerhalb dieses Jahres verspielt. Sollte der geplante Geschäftsmodellwechsel hin zur Cloud wie geplant funktionieren, könnte er das Unternehmen langfristig stärken. Denn durch die Cloud-Abonnements generiert SAP monatlich planbare Einnahmen. An der Börse wird diese Voraussehbarkeit geschätzt und lässt höhere Bewertungen zu. Den Ausblick für 2025 sollten Anleger nicht überbewerten: In den vergangenen Jahren sind die 5-Jahres-Ziele von SAP regelmäßig gefloppt.

Die Quartalszahlen sind für ein Techunternehmen in der Coronakrise zwar enttäuschend, senden allerdings auch keine Warnsignale, dass es nun langfristig bergab gehen könnte. Anders jedoch die Übernahmen der vergangenen Jahre, etwa der schwächelnden Tochter Concur: Durch sie schlummern in der SAP-Bilanz erhebliche Goodwill-Risiken. Goodwill entsteht, wenn der Übernahmepreis beim Kauf einer Firma höher ist, als ihr Wert nach der Übernahme bewertet wird. Solange die Geschäfte der übernommenen Firmen gut laufen, ist das kein Problem. Sobald sie jedoch rückläufig sind, drohen hohe Abschreibungen.

Im Branchenvergleich ist SAP mit einem bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 18 zwar aktuell niedrig bewertet, allerdings muss dabei berücksichtigt werden, dass die Gewinne in den nächsten drei Jahren voraussichtlich stagnieren oder leicht zurückgehen werden. Zudem wird der starke Euro die Geschäftszahlen voraussichtlich solange belasten,

bis ein steigender US-Zins den Dollar wieder stärkt – eine wage Aussicht. Anleger, die nach einem soliden Langfristinvestment suchen, können SAP im Auge behalten, sollten allerdings abwarten, bis sich die Turbulenzen gelegt haben, bevor sie über einen Einstieg nachdenken. Letztlich müssen Anleger ihre Investitionsentscheidungen anhand ihrer persönlichen Erwartungen und auf Grundlager ihrer spezifischen Investitionsziele sowie ihrer individuellen finanziellen Situation treffen.