

SAP, de toekomst ligt in the Cloud

Advies Kopen

Koers € 54,54

Conclusie:

- Met Hana databasesysteem en the Cloud is SAP gereed voor de toekomst
- SAP speelt snel in op de mogelijkheden van the Cloud
- Winst en dividend groei verwacht
- SAP heeft veel cash en zal dividenduitkering waarschijnlijk gaan verhogen
- Koopwaardig tot € 60, verkopen boven € 70

Bedrijfsprofiel



SAP is een van de grootste aanbieders van of client/server enterprise software solutions. SAP's R/3 product wordt gebruikt in de financiële wereld, human resource, logistics, supply chain management en voor e-commerce. Als marktleider op het gebied van bedrijfssoftware biedt SAP zijn diensten aan aan bedrijven van elke omvang in elke branche. SAP (Systemen, Applicaties en Producten in gegevensverwerking) werd opgericht in 1972 en kent inmiddels een rijke historie op het gebied van innovatie en groei. SAP is actief in meer dan 180 landen over de hele wereld met locaties voor verkoop en ontwikkeling. SAP telt naar eigen zeggen meer dan 250 000 klanten en telt wereldwijd 66,500 medewerkers. Het hoofdkantoor is gevestigd in Walldorf in Duitsland.



In 2012 zag SAP zijn omzet met 3,7% toenemen tot een bedrag van € 16,9 miljard. De winst daalde echter fors en wel met 19,6% naar een bedrag van € 4,021 miljard. De winst per aandeel daalde met een gelijk percentage naar € 4,46 en het dividend kwam uit op € 0,94. Dat vertegenwoordigt een rendement van 1,6%.

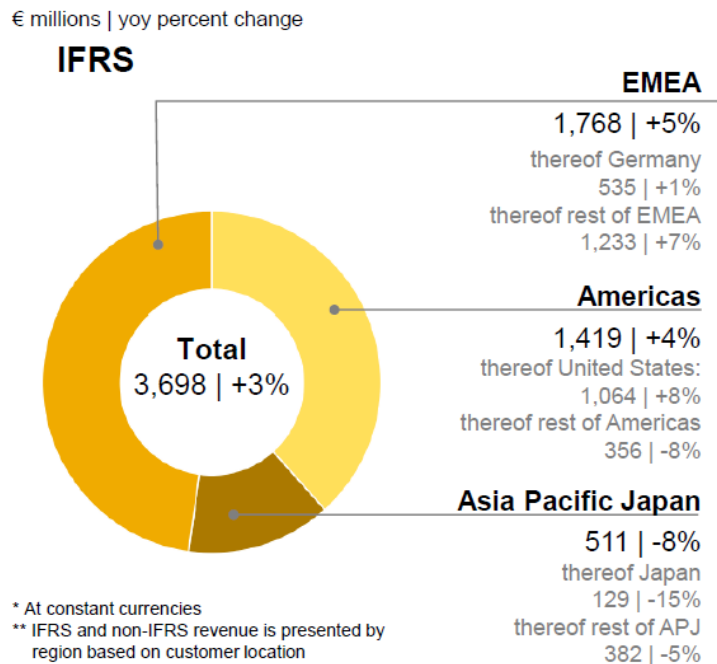
China wordt de 2^{de} thuismarkt

Het Duitse SAP beleeft moeilijke tijden. Omzet en winst staan onder druk. De problemen waar SAP mee kampt wijken niet bijzonder af van die van collega-bedrijven als IBM, Microsoft, Cisco of Oracle. De winnaars van de vorige eeuw dreigen te verworden tot dinosaurussen die aan alle kanten worden voorbij gerend door nieuwkomers als Facebook, Google, Salesforce.com en Workday. Bedrijven als Microsoft en SAP bedienen weliswaar grote, maar tegelijkertijd verzadigde markten. Ze hebben vooral moeite om aansluiting te vinden bij de laatste technologische vergezichten. Die vergezichten zijn te vinden in the Cloud. Hier wordt met enige overdrijving de toekomst bepaald van de IT-sector. IT-bedrijven die hun producten en diensten niet via the Cloud kunnen aanbieden zijn veroordeeld tot marginaliteit.

Het verhaal van SAP, is dan ook het verhaal van de transitie naar the Cloud en dat is geenszins uniek. Concurrenten als IBM, Microsoft of Oracle zijn ook bezig met deze transitie.

Hoewel de transitie veel tijd en energie vergt, is SAP ook nog drukdoende zijn werkterrein op 'aarde' uit te breiden. Daarbij gaat bijzonder veel aandacht uit naar China. Dat land moet in de visie van SAP de tweede thuismarkt worden en niet ten onrechte. In de meeste delen van de wereld haalt SAP met moeite een groeicijfer van meer dan 5%. China is een duidelijke uitzondering in de wereld. Hier wordt de groei met dikke dubbele cijfers geschreven, zoals te lezen staat in het verslag over het eerste kwartaal 2014.

Figuur 1 SAP is een trage groeier geworden



Om die groei verder uit te bouwen heeft SAP een Joint Venture gevormd met China Telecom, China Datacom geheten. Het is de bedoeling om via deze JV in de tweede helft van dit jaar Cloud diensten te gaan aanbieden aan zowel klanten van China Telecom als niet-klanten. Via een tweede Joint Venture met Huawei Technologies probeert SAP zijn Hana database systeem te slijten. Hana Database vormt het hart van het Hana softwareplatform dat zowel in de cloud als daarbuiten aan klanten kan aangeboden worden. Het Hanaplatform is het antwoord van SAP op het probleem van Big data. De software kan heel snel heel veel data verwerken en analyseren. In 2013 genereerde Hana een omzet van € 633 miljoen een stijging van 16%.

Hoe belangrijk China voor SAP is, blijkt wel uit de recente organisatorische wijziging. Tot voor kort maakt China deel uit van de regio Asia Pacific Japan, maar het land is daar uitgehaald en China is nu zelf een regio geworden. Hiermee is China het enige land dat zelf als een regio wordt beschouwd. De VS zijn onderdeel van de regio Americas en Duitsland van de regio EMEA.

Dat China zo snel groeit, heeft SAP wellicht ook te danken aan het schandaal rondom de Amerikaanse Inlichtingendienst NSA. Sinds het bekend worden, dat de NSA ook gebruik maakt van de diensten van Amerikaanse IT-bedrijven stopt de groei van Amerikaanse concurrenten in China. Dan gaat het met name om Oracle en IBM. SAP is een Duits bedrijf en heeft nu een streepje voor bij de Chinese autoriteiten. SAP is van plan die voorkeursbehandeling ten volle uit te buiten. Tot 2015 gaat het bedrijf € 2 miljard in China investeren.

De transitie naar the cloud

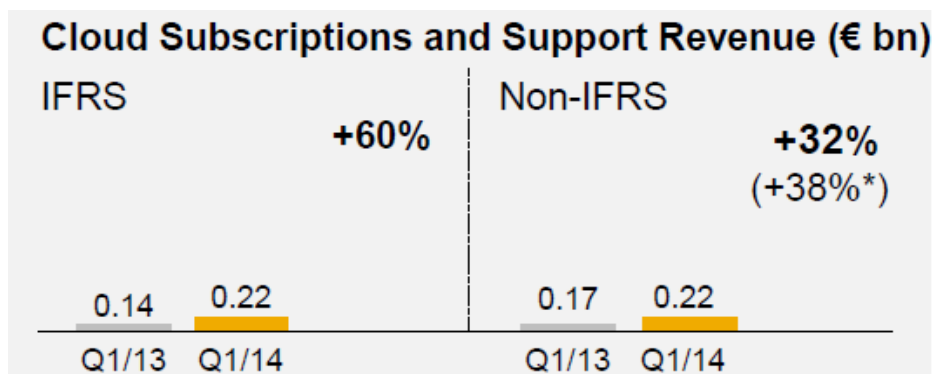
Onlangs liet de vicevoorzitter van Salesforce.com zich tegenover beleggers ontvallen, dat zijn bedrijf een actief beleid gaat voeren om klanten van SAP te benaderen en hen de

clouddienstverlening van Salesforce aan te bieden. Het voorbeeld geeft aan, dat de bordjes in IT land snel verhangen kunnen worden dankzij nieuwe, ontwrichtende technologieën. The Cloud is zo'n ontwrichtende trend. Het biedt bedrijven de mogelijkheid om hun IT-infrastructuur over te brengen naar the Cloud. Het kostenvoordeel is daarbij enorm. De klant hoeft alleen maar te betalen voor wat het gebruikt en hoeft niet meer te investeren in een veel omvattende IT-infrastructuur.

SAP is eigenlijk pas sinds 2013 serieus bezig werk te maken van the cloud. Het is de bedoeling, dat in 2017 alle producten en diensten, die nu nog op locatie aan bedrijven worden aangeboden, via the cloud aan te bieden. Om dat proces te versnellen en om ook de nodige kennis in huis te halen is SAP op het overnamepad gegaan. De meest recente overname is die van Fieldglass, een bedrijf gespecialiseerd in Human Resources Management, maar dan in the Cloud.

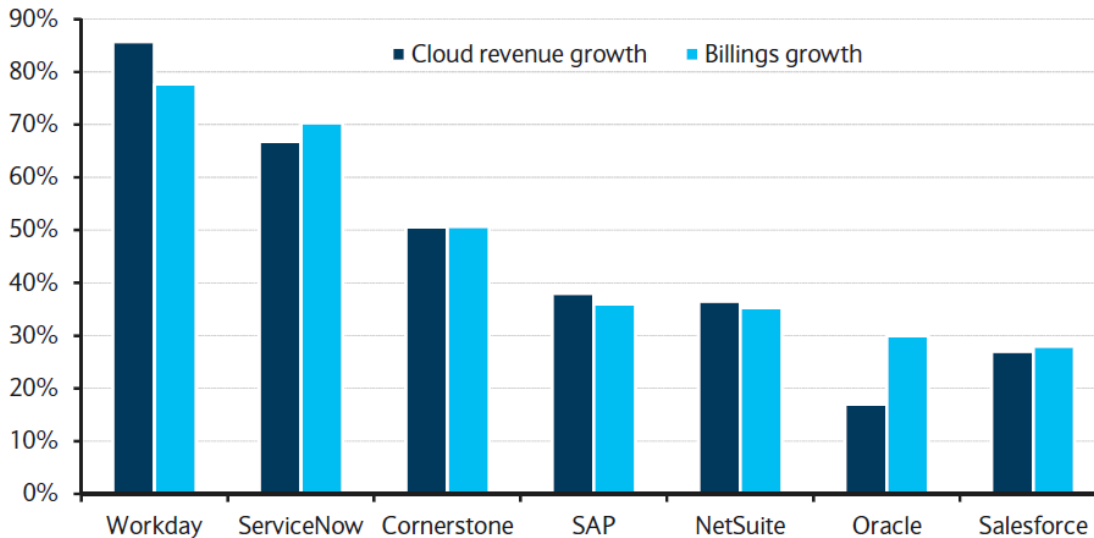
De resultaten over het eerste kwartaal van 2014 onderstrepen nogmaals, nut en noodzaak van een snelle transitie naar the Cloud. Voor de 2^{de} keer op rij miste SAP de eigen doelstellingen. De omzet steeg met een magere 2,7% naar een bedrag van € 3,7 miljard, waar gehoopt en gerekend werd op € 3,8 miljard. De winst per aandeel kwam uit op € 0,56. Ook dat was een tegenvaller. In eerdere instantie had SAP een wpa voorzien van € 0,58.

Figuur 2 The Cloud groeit boven verwachting



De grootste tegenvaller was echter de verkoop van het aantal softwarelicenties. Die daalde in het eerste kwartaal met maar liefst 3,9% tot een bedrag van € 623 miljoen. Beleggers zijn erg gespitst op de ontwikkeling van de softwarelicenties, omdat die een goede indicatie geven van toekomstige winstgevendheid van het bedrijf. Maar misschien zouden beleggers er goed aan doen om niet teveel meer te focussen op die licenties en meer oog te krijgen voor de prestaties in the Cloud. Daar groeide de omzet met royaal meer dan 30%. Dat percentage is niet onbelangrijk, omdat SAP hier royaal de consensus overtrof maar ook de eigen doelstellingen. SAP wil in the Cloud tussen 25% en 32% groeien. Uitkomsten over het eerste kwartaal laten zien, dat SAP de eigen doelstellingen kan verslaan. Bovendien slaat SAP met deze uitkomsten helemaal geen slecht figuur in vergelijking met de naaste concurrentie.

SAP Cloud revenue and billings growth versus peers for the last reported quarter



Source: Company data, Barclays Research

Vooruitzichten

De cijfers bieden een aantal belangrijke aanknopingspunten voor de nabije toekomst. De belangrijkste is misschien wel, dat de transitie naar the Cloud sneller verloopt dan gedacht en gehoopt. Dat moet een geruststelling zijn voor veel beleggers, die het hele proces maar moeizaam konden waarderen en interpreteren. Het nieuwe SAP in the Cloud staat nu al redelijk in de stijgers.

Het proces verloopt zo snel, dat er nu al sprake is van kannibalisatie. Gecorrigeerd voor valuta-effecten en voor de impact van de transitie bedraagt de daling van de softwarelicenties geen 3,9% maar slechts 1%. Bedenk daarbij, dat vooral Japan in het eerste kwartaal slechts gepresteerd heeft en het plaatje over het eerste kwartaal wordt al een stuk genuanceerder. De negatieve reactie van de beleggers op de cijfers mogen dan ook als te voorbarig beschouwd worden. Het is niet uit te sluiten, dat SAP in de komende maanden de eigen verwachtingen voor 2014 opwaarts gaat bijstellen. Dat is dan juist te danken aan de groeicijfers in the Cloud. Die kunnen wel eens blijven uitkomen boven de groeidoelstelling 25% - 32%. De concurrentie laat zien, dat zulks zeer wel mogelijk is. Bovendien beschikt SAP over een ongelooflijk brede klantenbasis, waar nog veel te winnen valt. We kijken dan ook met vertrouwen naar de toekomst van SAP. We vinden het aandeel beslist koopwaardig, zeker gezien de zeer milde koers-winstverhouding.

Figuur 3 Kerncijfers SAP

SAP	2013A	2014E	2015E	2016E
Revenu	16,9	17,886	19,17	20,684
% groei		5,8%	7,2%	7,9%
EBITDA	6,464	6,863	7,478	8,15
% groei		6,2%	9,0%	9,0%
Pre-taks income	4,402	4,719	5,48	6,069
% groei		7,2%	16,1%	10,7%
Net income	4,021	4,24	4,652	5,129
% groei		5,4%	9,7%	10,3%
WpA	4,46	4,82	5,29	5,84
% groei		8,1%	9,8%	10,4%
DpA	0,94	0,99	1,09	1,2
% groei		5,3%	10,1%	10,1%
Rendement %	1,6	1,7	1,8	2
Ebitda margin	38,2%	38,4%	39,0%	39,4%
Pre-taks margin	26,0%	26,4%	28,6%	29,3%
Net margin	23,8%	23,7%	24,3%	24,8%
K/W	18,3	11,3	10,3	9,3