

SAP: Anleger hadern mit der Cloud-Mathematik

Von
Stephan Dörner
Donnerstag, 30. Oktober 2014, 14:37 Uhr

SAP richtet sein Geschäftsmodell auf die neue von Cloud-Computing und Mobilität geprägte IT-Welt aus. Das Cloud-Geschäft wächst kräftig - doch die Rechnung hat SAP-Chef Bill McDermott offenbar ohne die Anleger gemacht. Als SAP am 20. Oktober die jüngsten Quartalszahlen veröffentlichte, ging die Aktie erneut auf Tauchstation. Schon in den Tagen davor hat das Papier erheblich an Wert verloren. Seit Anfang September liegt das Minus bei rund 15 Prozent. McDermott äußerte am Tag der Veröffentlichung Unverständnis für die Reaktion der Investoren. "Letztlich müssen die Anleger verstehen, dass jedes Wachstum der Cloud weniger Vorauszahlungen bedeutet und mehr verteilte regelmäßig wiederkehrende Einnahmen", sagte McDermott damals.



SAP-Chef Bill McDermott setzt voll auf die Cloud. Anleger scheinen nicht mitzuziehen. *Bloomberg News*

Was ist passiert? Commerzbank -Analyst Thomas Becker sieht vor allem zwei Gründe für den Preisverfall: Das Geschäft mit den Neulizenzen geriet stärker unter Druck, als der Markt erwartet hatte - und das Cloud-Geschäft übt zunehmend Druck auf die Margen des Gesamtkonzerns aus. Wichtiger als das, was sich aus den Zahlen für die Vergangenheit ablesen lässt, ist aber noch das, was die Anleger für die Zukunft erwarten: "Die Befürchtung ist, dass die Marge die nächsten zwei Jahre unter Druck geraten könnte", sagt Becker. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 13,5 ist die Aktie sowohl im historischen wie im Branchenvergleich allerdings sehr günstig bewertet.

Der nach unten korrigierte Ausblick von SAP für das Gesamtjahr reflektiere darüber hinaus vermutlich nicht nur wie vom Unternehmen behauptet, die durch das Cloud-Abo-Modell auf einen längeren Zeitraum verteilten Einnahmen, sondern auch die schwächere wirtschaftliche Entwicklung in wichtigsten Schwellenländern. Ein Trost für SAP: Europas größter Softwarekonzern steht mit dem schwachen Geschäft mit klassischer Software nicht alleine da - zahlreiche Softwarekonzerne, von Tibco über Software AG bis Oracle und Dassault Systèmes hatten zuletzt schwache Zahlen präsentiert. "Wenn man sich die aktuelle Berichtssaison anschaut, so sieht man, dass der Großteil der klassischen Softwareanbieter mit Fokus auf On-Premise-Geschäftsmodellen mit Blick auf das Lizenzwachstum eher enttäuscht hat", sagt Knut

Woller, Analyst bei der Baader Bank. "Unabhängig davon gibt es den Strukturbruch in der Industrie hin zur Cloud, insbesondere in Nordamerika", sagt Woller.

Laut SAP betreibt der deutsche Softwarekonzern das Cloud-Geschäft profitabel, während die reine Cloud-Konkurrenz wie Salesforce.com Verluste ausweist. "SAP gelingt es, die Transformation des Geschäftsmodells zur Cloud mit einer deutlich höheren Ergebnisstabilität darzustellen als dies anderen Softwareunternehmen gelungen ist", lobt Analyst Woller. Allerdings ist hier fraglich, ob SAP die Cloud-Profitabilität auf Grundlage einer Vollkosten-Basis berechnet, merkt Becker von der Commerzbank an - ob also auch wirklich alle Kosten eingerechnet werden, die anfallen.

"Langfristig sehe ich aber keinen Grund, warum ein Cloud-Deal über fünf Jahre nicht annähernd genauso profitable werden kann wie On-Premise-Software", sagt Becker - zumindest wenn es sich um ein sogenanntes Private-Cloud-Geschäft im Kernbereich von SAP-Software handelt, also Cloud-Technologie, bei der das Rechenzentrum im Unternehmen bleibt. Bei aus dem Internet bezogener Software - der sogenannten Public Cloud - sieht Becker dagegen auch langfristig die hohe Marge des klassischen Lizenzgeschäfts mit Software nicht in Sicht. Hier sei der Wettbewerb durch andere, vor allem reine, Cloud-Anbieter zu hoch.

SAP-Herausforderer wie Salesforce.com und Workday sind wegen sehr hoher Wachstumszahlen traditionelle Börsenlieblinge. Was SAP sich vor allem durch Zukäufe teuer erkaufte, wächst bei den Neulingen organisch. Manchmal scheint es, als könnten die Herausforderer vor Kraft kaum laufen: Salesforce.com, die nur ein Bruchteil des Umsatzes des Softwareriesens ausweisen, kündigte mehrfach an, größer als SAP werden zu wollen. Darauf angesprochen brach McDermott vergangene Woche in Gelächter aus.

"SAP leidet unter Phänomen wie um die Jahrhundertwende"

Johannes Ries von Apus Capital fühlt sich angesichts dieser Diskussion an die Jahrtausendwende erinnert. "SAP leidet aktuell unter dem gleichen Phänomen wie um die Jahrhundertwende als viele glaubten, die Hersteller von kompletten Business Suites hätten keine Zukunft und ‚Best of Breed‘- Software Anbieter wie Siebel, I2, Manugistics oder Commerce One würden die Zukunft des Softwaremarktes bestimmen", sagt Ries. Diese Annahme hätten sich als komplett falsch erwiesen. "Die ‚Single-Lösungs-Anbieter‘ sind alle verschwunden beziehungsweise in den Suites von Oracle und SAP aufgegangen", sagt Ries. Ries hält derzeit selbst "kleine Positionen SAP-Aktien mit der Tendenz zum Aufstocken."

Die Annahme, dass Cloud-Software klassische On-Premise-Lösungen vollständig verdränge, hält er für falsch. "Viele - gerade große - Unternehmen werden auch in Zukunft ihre sensiblen Daten und Geschäftsprozesse nicht in die Cloud, zumindest nicht in die Public Cloud a la Salesforce.com stellen wollen", sagt Ries. SAP sei hier sehr gut aufgestellt, kämpfe aber gegen die von reinen US-Cloud-Anbietern wie Salesforce.com gepredigten Ruf als "Legacy Company", als Unternehmen der Vergangenheit, an.

Auch Woller von Baader Bank ist ebenfalls langfristig optimistisch für die Aktie. "Wir stehen am Anfang eines neuen Produktzyklus von SAP mit Business Suite on HANA,

die in der Regel im Kern um die sieben Jahre dauern und in der Vergangenheit hat sich das Wachstum bei SAP immer im Laufe eines Produktzyklus beschleunigt“, sagt er. Der Wandel zur Cloud erhöhe den Anteil wiederkehrender Umsätze, was stabilere Ergebnisse zur Folge habe. “All dies ist aus meiner Sicht im aktuellen Kursniveau nicht reflektiert“, sagt Woller.

Becker von der Commerzbank sieht aber noch einen anderen Grund, warum SAP kein Liebling der Anleger vor allem aus dem angelsächsischen Raum ist. “Was vor allem US- und UK-Investoren nicht gefällt: Um beim Cloud-Rennen mitzuhalten, gibt SAP fast den gesamten Cash Flow für Übernahmen aus“, sagt Becker. Zuletzt hatte SAP die Übernahme des US-Cloud-Reiseabrechnungs-Anbieters Concur für das Zehnfache des jährlichen Umsatzes angekündigt. Ein Nomura-Analyst nannte das das “höchste Multiple, das je für eine SaaS-Übernahme in dieser Größenordnung bezahlt wurde.” US-Konkurrent Oracle hält dagegen die Anleger regelmäßige Dividendenausschüttungen bei Laune.