

Sector: Tecnología

Precio Objetivo: 158 €

Sólidos resultados 2T20 y mensajes positivos de cara al futuro. Reiteramos Comprar.

SAP

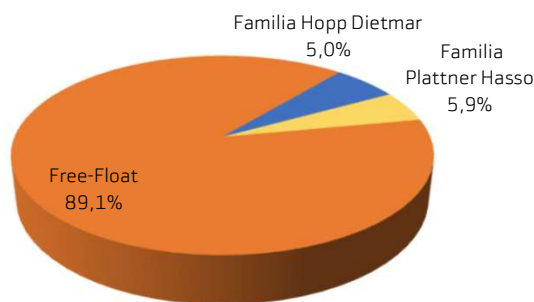
Recomendación: Comprar

Analista: Juan Tuesta

Datos Básicos

Capitalización (M €):	161.907 M€
Último:	139,8 €/acc.
Nº Acciones (M.):	1.193,0 M
Max / Min (52 sem):	129,60€ / 82,13€
Cód. Reuters / Bloomberg:	SAPG.DE / SAP GR

Accionariado



Principales cifras P&L y Ratios

	2019r	2020e	2021e	2022e	TAMI(1)
Ingresos	27.550	28.184	30.464	33.155	6,4%
Ebitda	6.362	8.230	9.073	10.786	19,2%
Mg. Ebitda	23,1%	29,2%	29,8%	32,5%	
Ebit	4.490	6.564	7.273	8.827	25,3%
BAI	4.613	6.355	7.074	8.642	23,3%
BNA	3.337	4.593	5.112	6.246	23,2%
BPA (€/acc.)	2,79	3,85	4,29	5,24	23,4%
DPA (€/acc.)	1,58	1,66	1,84	2,00	8,2%
Rentab. Div.	1,5%	1,2%	1,3%	1,4%	-1,9%
PER	37,4x	36,3x	32,6x	26,7x	
EV/Ebitda	20,9x	21,1x	19,1x	15,9x	
DFN (€M)	8.286	7.173	6.336	4.829	
DFN/Ebitda	1,3x	0,9x	0,7x	0,4x	

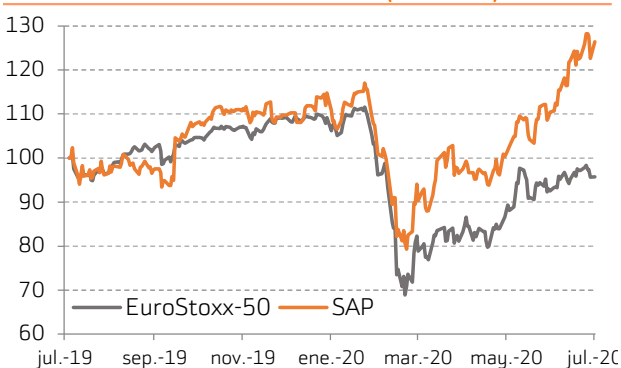
(1) Incremento 2019/2022

Resultados 2T20

(€M)	2T19	2T20	ncr (a/a)
Ingresos	6.630	6.744	1,7%
EBIT	826	885	7,1%
BNA	581	885	52,3%

Fuente: Compañía

Evolución bursátil vs EuroStoxx-50 (base 100)



Fuente: Bloomberg, Reuters, CNMV y compañía

Reiteramos recomendación de Compra y subimos Precio Objetivo de 145€/Acc a 158€/Acc (potencial: 13%). Tanto las cifras publicadas como los mensajes del equipo directivo de cara al futuro son muy positivos (incluida la salida a bolsa de Qualtrics). El guidance de la compañía resulta suficientemente sólido como para que el valor siga manteniendo la confianza del mercado y la salida a bolsa a Qualtrics apoyará también la cotización del valor en el medio plazo. SAP presenta varias de las características que buscamos en un valor para el actual momento de incertidumbre económica: **Negocio consolidado, ingresos altamente recurrentes y diversificación geográfica.** En el año el valor lleva una subida de +12% vs -12% el EuroStoxx-50. **Comprar.**

Resultados 2T20 y guías 2020

Los Resultados 2T20 batieron expectativas y la compañía anuncia la salida a bolsa de su filial Qualtrics. Principales cifras frente a consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos 6.744M€ frente a 6.668M€ esperado, EBIT 1.964M€ frente a 1.871M€ esperado y BNA de 885M€ frente al esperado de 837M€. En la nota de hoy la compañía señala que ve recuperación de la demanda a partir del 3T20 lo cual vemos muy positivo. **SAP anuncia la salida a bolsa en el mercado americano de su filial Qualtrics** (análisis de datos y CRM en la nube). Este negocio comprado en 2018 por 8.000M\$, se estima que podría tener una capitalización en bolsa de entre 10.000M€ y 16.000M€.

Por otro lado, la compañía reitera el guidance *post-covid* que anunció el pasado mes de abril para 2020: ingresos 28.500M€-27.800M€ y EBITDA 8.100M€-8.700M€. Además, anuncia un incremento de sus previsiones de FCF para el año desde 3.500M€ a 4.000M€. Los objetivos de la compañía de largo plazo (2023) se mantienen intactos (triplicar el negocio en la nube vs 2018, alcanzar ingresos de 35.000M€ y mejorar el margen EBIT 1p.p. por año en 5 años).

Tanto las cifras publicadas como los mensajes del equipo directivo de cara al futuro son muy positivos. El guidance de la compañía resulta suficientemente sólido como para que el valor siga manteniendo la confianza del mercado y la salida a bolsa a Qualtrics apoyará también la cotización del valor en el medio plazo. **En el año el valor lleva una subida de +12% vs -12% el EuroStoxx-50.**

Perspectivas de negocio

De los tres principales negocios de SAP: Servicios en la Nube, Mantenimiento de Software y Venta de Nuevas Licencias de Software, es únicamente este último el que se prevé que se vea claramente afectado por la crisis del Covid-19. En todo caso, las Nuevas Licencias representan un 16% del total de ingresos del grupo y por tanto el impacto debería ser limitado. Además, el crecimiento del resto de divisiones (y en especial Servicios en la Nube) más que compensará este impacto y por tanto esperamos que los ingresos del grupo crezcan un +2,3% en 2020.

Recomendación y Precio Objetivo

SAP presenta varias de las características que buscamos en un valor para el actual momento de incertidumbre económica: **Negocio consolidado, ingresos altamente recurrentes y diversificación geográfica.** Además, debido al tipo de producto que ofrece SAP, **su perfil de cliente está centrado en empresas medianas-grandes (actualmente más protegidas ante la crisis que las Pymes)**, lo cual reduce significativamente la potencial pérdida de negocio. **Reiteramos nuestra recomendación de Compra y subimos Pr. Objetivo de 145€/Acc a 158€/Acc.**

PYG Resumida (M€)	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI 19/23
Total Ingresos	24.709	27.550	28.184	30.464	33.155	35.656	38.521	41.615	7%
Gastos de explotación	-17.644	-21.188	-19.954	-21.391	-22.369	-23.739	-25.160	-26.541	
EBITDA	7.065	6.362	8.230	9.073	10.786	11.917	13.360	15.074	17%
<i>Margen Ebitda</i>	<i>28,6%</i>	<i>23,1%</i>	<i>29,2%</i>	<i>29,8%</i>	<i>32,5%</i>	<i>33,4%</i>	<i>34,7%</i>	<i>36,2%</i>	
Amortizaciones	-1.362	-1.872	-1.666	-1.800	-1.959	-2.107	-2.276	-2.459	
EBIT	5.703	4.490	6.564	7.273	8.827	9.810	11.084	12.614	22%
Rdo. Financiero	-46	196	-143	-127	-97	-58	-9	52	
BAI	5.602	4.613	6.355	7.074	8.642	9.655	10.964	12.540	
BNA	4.082	3.337	4.593	5.112	6.246	6.977	7.924	9.063	20%
BPA	3,4	2,8	3,8	4,3	5,2	5,8	6,6	7,6	20%
Balance Resumido	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Total activos corrientes	16.620	15.214	17.049	17.669	18.373	19.004	19.701	20.428	
Inmovilizado Material	3.553	5.496	5.518	5.793	6.083	6.387	6.707	7.042	
Total activos no corrientes	34.882	44.999	46.724	48.873	51.127	53.489	55.965	58.561	
TOTAL ACTIVO	51.502	60.213	63.773	66.542	69.500	72.492	75.666	78.989	
Total pasivos corrientes	10.486	14.462	16.795	17.668	18.588	19.557	20.554	21.570	
Total pasivos no corrientes	12.138	14.929	14.412	13.385	11.563	9.210	6.299	2.632	
Total Fondos Propios	28.877	30.822	32.566	35.489	39.349	43.725	48.814	54.787	
TOTAL PASIVO	51.501	60.213	63.773	66.542	69.500	72.492	75.666	78.989	

Valoración DFC	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	7.273	8.827	9.810	11.084	12.614
Tasa fiscal (%)	27%	27%	27%	27%	27%
- Impuestos	-1.964	-2.383	-2.649	-2.993	-3.406
+ Amortizaciones	1.800	1.959	2.107	2.276	2.459
CF Generado	7.110	8.403	9.269	10.368	11.668
- Capex	-799	-784	-782	-769	-752
+/- Var. Circulante	-263	-330	-240	-312	-357
CF Libre	6.047	7.289	8.247	9.286	10.560

Fuente: Análisis Bankinter.

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCL

		WACC				
		5,7%	5,9%	6,2%	6,4%	6,7%
G	2,50%	207	191	177	165	155
	2,25%	193	179	167	157	147
	2,00%	181	169	158	149	140
	1,75%	170	159	150	142	134
	1,50%	161	151	143	135	128

Fuente: Análisis Bankinter.

Valoración DCFL

Hipótesis	
WACC:	6,2% g: 2,00%
Valoración	
Enterprise Value (€M)	195.638
DFN (€M)	-7.173
Equity value (€M)	188.466
Nº accs. (M)	1.193
Pr. Objetivo (€/Acc)	158
Potencial (%)	13%

Ratios Comparables

Compañía	Market cap (€M)	Precio Mdo	PER 2020e	PEG 2020e	EV/Ebitda 2020e	Rent. Div. 2020e	Incr % BNA (19-22)
SAP	161.907	139,8	36,3x	3,3 x	21,1x	1,2%	23,2%
CAPGEMINI	17.488	103,5	16,6x	2,0 x	7,6x	1,3%	9,0%
SOFTWARE AG	2.917	40,1	22,6x	NaN	12,8x	1,9%	-4,5%
SAGE GROUP	8.162	733,2	28,4x	NaN	17,6x	2,3%	1,9%
DASSAULT SYSTEMS	38.050	149,3	38,7x	2,5 x	24,5x	0,5%	10,8%
TEMENOS AG	10.321	143,7	44,1x	5,8 x	28,4x	0,6%	11,7%
Media			31,1x	3,4x	18,7x	1,3%	8,7%

Fuente: Reuters y Análisis Bankinter.

INFORMACIÓN IMPORTANTE,-

Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Las metodologías de valoración más frecuentemente aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS :**EQUIPO DE ANÁLISIS:**

Ramón Forcada – Director	Rafael Alonso – Bancos	Ana de Castro – Analista
Pedro Echeguren – Farma & Salud	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología	Pilar Aranda – Petróleo
Aránzazu Bueno – Eléctricas	Aránzazu Cortina – Industriales	Juan Moreno – Inmobiliarias
Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Luis Piñas – Alimentación/Distribución	Elena Fdez-Trapiella – Consumo & Telco

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo: Macroeconomía, Estrategia de Inversión, Bonos, Divisas, Fondos de Inversión, ETFs, Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable.