

Investment-Synthese: SAP

Generiert: 21.10.2026 | Analyse-Tiefe: Deep Dive | Sektor: Pure-Play Software & SaaS

WICHTIGER RECHTLICHER HINWEIS: Dieses Dokument stellt ausschließlich eine automatisierte, KI-generierte Datenzusammenfassung dar. Es handelt sich ausdrücklich NICHT um eine Anlageberatung, finanzielle Empfehlung oder eine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren. Alle Informationen sind ohne Gewähr auf Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität. Investitionen an den Finanzmärkten bergen hohe Risiken, bis hin zum Totalverlust. Bitte konsultieren Sie vor jeder Anlageentscheidung einen zertifizierten Berater.

Geschäftsmodell, Monetarisierungsstrategie & Eckdaten

SAP befindet sich in einer konsequenten Transformation von einem traditionellen On-Premise-Softwareanbieter hin zu einem hochgradig skalierbaren Cloud-First-Plattformkonzern. Das Fundament des Geschäftsmodells bildet die Bereitstellung von betriebskritischer Unternehmenssoftware (Enterprise Resource Planning / ERP), die als fundamentales digitales Rückgrat für Finanzwesen, Lieferkettensteuerung, Personalmanagement und Kundenbeziehungen bei über **440.000 Kunden** weltweit dient.

Die Einnahmequellen gliedern sich in vier wesentliche Säulen:

- **Clouderlöse (SaaS / PaaS):** Der primäre Wachstumstreiber umfasst das Subskriptionsmodell für Software-as-a-Service und Platform-as-a-Service. Den Kern bildet die **Cloud ERP Suite** (u. a. **S/4HANA Cloud** via die Migrationsprogramme **RISE with SAP** und **GROW with SAP**), welche rund **88 %** der gesamten Clouderlöse beisteuert. Hinzu kommen Plattform-Dienste über die **SAP Business Technology Platform (BTP)** sowie monetarisierbare KI-Dienste (**SAP Business AI / Joule**).
- **Softwareunterstützung (Support):** Wiederkehrende Wartungserlöse aus der historisch gewachsenen On-Premise-Installationsbasis. Diese Cash-Cow generiert hochmarginale Cashflows, schrumpft jedoch im Zuge der Migration von Kunden in die Cloud kontinuierlich.
- **Softwarelizenzen:** Einmalige Lizenzverkäufe für On-Premise-Lösungen. Dieser Kanal ist strategisch bedingt stark rückläufig, da der Vertriebsschwerpunkt ausnahmslos auf Cloud-Abonnements liegt.
- **Services & Beratung:** Einmalige Umsätze aus professionellen Beratungs- und Implementierungsdienstleistungen. **SAP** reduziert hierbei bewusst den eigenen Beratungsanteil, um das Partner-Ökosystem zu stärken und Ressourcen auf hochmarginale KI- und Transformationsprojekte zu fokussieren.

Die Qualität der Umsätze ist außergewöhnlich hoch und durch eine hohe Vorhersehbarkeit geprägt. Der Anteil planbarer, wiederkehrender Erlöse übersteigt **86 %** des Gesamtumsatzes. Zudem zeigt der

währungsbereinigte Anstieg des **Current Cloud Backlog** um **26 %** auf **22,9 Mrd. EUR** im **Q2 2026** eine starke operative Dynamik und sichert die Umsatzvisibilität für die nachfolgenden zwölf Monate ab. Die Wechselkosten für Kunden sind aufgrund der tiefen Integration in operative Kernprozesse extrem hoch (High Lock-in Effect), was zu sehr geringen Kündigungsraten (Churn) führt.

Das globale Marktpotenzial für **SAP** gliedert sich wie folgt:

- **Total Addressable Market (TAM):** Das adressierbare Gesamtpotenzial für Unternehmenssoftware, Cloud-Infrastruktur, Business Intelligence und KI-Anwendungen wird für das **SAP-Ökosystem** auf über **670 Mrd. USD** taxiert. Dieser Markt umfasst neben Kern-ERP auch angrenzende Segmente wie Supply Chain Management (SCM), Human Capital Management (HCM) und kognitive KI-Plattformen.
- **Serviceable Obtainable Market (SOM):** Das realistisch durchdringbare Marktsegment konzentriert sich auf den globalen Cloud-ERP-Markt mit einem Volumen von etwa **65 bis 76 Mrd. USD** sowie vertikale Branchenlösungen (Industry Cloud). **SAP** nutzt seine dominierende Marktstellung bei Großunternehmen, um durch die verpflichtende Umstellung älterer Systeme (wie **SAP ECC**) bis Ende des Jahrzehnts eine nahezu vollständige Durchdringung der bestehenden Kundenbasis mit Cloud-ERP zu erreichen.

Technologie-Stack, Architektur & Interoperabilität

Die architektonische Evolution von **SAP** ist von der Transformation monolithischer Legacy-Architekturen hin zu einer modularisierten, cloud-nativen Enterprise-Plattform geprägt. Der Kern dieser Strategie liegt in der schrittweisen Bewältigung historisch gewachsener technischer Schulden und der konsequenten Durchsetzung moderner, entkoppelter Software-Entwicklungsmuster.

Die zentralen Pfeiler des Technologie-Stacks und der Systemarchitektur gliedern sich wie folgt:

- **Clean-Core-Strategie & Entkopplung:** Um die bei historischen On-Premise-Systemen wie **SAP ECC 6.0** üblichen, tiefgreifenden ABAP-Modifikationen zu eliminieren, basiert **SAP S/4HANA Cloud** auf dem Prinzip des "Clean Core". Benutzerdefinierte Logik wird strikt vom digitalen Kern getrennt und entweder über das **RESTful ABAP Programming Model (RAP)** innerhalb isolierter Umgebungen oder "Side-by-Side" auf der **SAP Business Technology Platform (BTP)** realisiert. Dies reduziert die Komplexität bei Versionswechseln drastisch und ermöglicht automatisierte Cloud-Updates ohne Regressionsrisiken.
- **Containerisierung & Multi-Cloud-Skalierung:** Das technische Rückgrat der Plattform stützt sich auf eine flexible Multi-Cloud-Infrastruktur in Partnerschaft mit den führenden Hyper-scalern **Amazon Web Services (AWS)**, **Microsoft Azure** und **Google Cloud Platform (GCP)**. Unter Nutzung von **Kyma** (einer auf **Kubernetes** basierenden Open-Source-Laufzeit) und **Cloud Foundry** setzt die **SAP BTP** auf eine containerisierte Microservices-Architektur. Dies gewährleistet eine elastische und automatische Skalierung bei extremen Rechenlasten, wie sie beispielsweise während weltweiter Finanzmonatsabschlüsse oder in Peak-Phasen der Lieferkette auftreten.
- **API-Ökosystem & Interoperabilität:** Die Integration in komplexe, heterogene IT-Landschaften erfolgt über die **SAP Integration Suite** und den **SAP Business Accelerator Hub**. **SAP** stellt

hierüber Tausende standardisierte **OData-** und **REST-APIs** zur Verfügung, um eine reibungslose Datenzirkulation mit Drittsystemen wie **Salesforce**, **Workday** oder proprietären Subsystemen zu sichern. Ergänzend dazu fungieren KI-Copiloten und generative Agenten wie **Joule** als übergreifende, semantische Schnittstelle über HR-, Finanz- und Beschaffungsmodule hinweg.

- **Technische Schulden & Migrations-Proxys:** Die primäre technische Hürde im Ökosystem bleibt die aufwändige Refaktorisierung von Millionen Zeilen historischem **ABAP-Code** bei langjährigen Bestandskunden. Da quantitative Software-Qualitätsmetriken (wie z. B. die exakte Code-Komplexität oder die Refactoring-Quote) herstellerseitig nicht öffentlich ausgewiesen werden, fungieren branchenübliche Proxy-Größen - insbesondere das prozentuale Umsatzwachstum der **SAP BTP** sowie die kontinuierliche Ausweitung der Cloud-Bruttomarge (**Cloud Gross Margin**) - als Indikatoren für den Ausreifungsgrad der modularen Cloud-Architektur und die Skalierbarkeit des Stacks.

AI-Infrastruktur, Cloud-Skalierung & Compute-Effizienz

Die Infrastrukturarchitektur von **SAP** basiert auf einer pragmatischen Multi-Cloud-Strategie ("4+1"-Modell), bei der rechenintensive Kern-Workloads flexibel über die großen Hyperscaler **Microsoft Azure**, **Amazon Web Services (AWS)** und **Google Cloud Platform (GCP)** verteilt werden. Durch die Auslagerung des physischen Hardware-Aufbaus (CapEx) an diese Cloud-Giganten vermeidet **SAP** massive eigene Kapitalbindungen für Server-Hardware und GPU-Cluster. Die Hyperscaler stellen zertifizierte **SAP HANA**-Infrastrukturen bereit, während sich **SAP** auf die Abstraktions- und Orchest

rierung der Plattformebene über die **SAP Business Technology Platform (BTP)** konzentriert. Diese Abstraktionsschicht entkoppelt die Anwendungslogik vollständig von den darunterliegenden Hyperscaler-Rechenzentren und ermöglicht Kunden den nahtlosen Betrieb von **S/4HANA Cloud** in heterogenen Multicloud-Umgebungen.

Aus architektonischer Sicht transformiert dieses Modell die Kostenstruktur von einer kapitalintensiven Serverinfrastruktur (CapEx) hin zu skalierbaren Betriebsausgaben (OpEx). **SAP** wälzt die physischen Beschaffungs- und Abschreibungsrisiken für teure **NVIDIA**-GPU-Cluster und Hochleistungs-RAM-Server für **SAP HANA** weitgehend auf Partner wie **Microsoft**, **AWS** und **Google** ab. Die eigene Wertschöpfung verlagert sich damit konsequent auf die höhermargige Orchestrierungs- und Software-Ebene.

Für die Bereitstellung von **Business AI** setzt die Infrastruktur auf den **SAP AI Core** und den generativen Assistenten **Joule**. Statt eigene Foundation-Modelle unter massivem Kapitaleinsatz zu trainieren, nutzt die Architektur ein verteiltes Hub-Modell. Über standardisierte Schnittstellen werden kommerzielle Modell-Provider wie **OpenAI**, **Aleph Alpha** oder **Anthropic** angebunden. Dies minimiert die direkten Inferenz- und Hardware-Kosten für **SAP**, fordert jedoch eine hochleistungsfähige Daten-Governance sowie striktes Latenz-Management bei der Echtzeit-Verarbeitung von Unternehmensdaten.

- **Hyperscaler-Abhängigkeit:** Ein unkontrollierter Anstieg der Hosting- und Egress-Gebühren durch die Partnerinfrastrukturen kann die Marge im Cloud-Segment belasten.

- **Latenz und Redundanz:** Bei komplexen Hybrid-Deployments erfordern verteilte In-Memory-Datenbanken maßgeschneiderte Network-Fabrics, um Engpässe bei der **SAP HANA**-Datenverarbeitung zu vermeiden.
- **Tenant-Isolierung:** Die Integration externer KI-Modelle erfordert ein lückenloses Sandboxing der Kundendaten auf KI-Ressourcenebene, um die Einhaltung globaler Compliance-Vorgaben sicherzustellen.
- **Optimistisches Szenario:** Wenn die Abstraktion über die **SAP BTP** eine stärkere Bündelung von Rechenkapazitäten ermöglicht und Inferenzkosten durch effizientes KI-Routing sinken, dann skaliert die Cloud-Bruttomarge über das historische Niveau.
- **Basisszenario:** Wenn die Migration auf die Hyperscaler-Infrastruktur planmäßig verläuft und die vertraglich fixierten Cloud-Infrastrukturkosten stabil bleiben, dann entwickelt sich die Marge im Einklang mit den planmäßigen operativen Vorgaben.
- **Pessimistisches Szenario:** Wenn steigende Energie- und Serverkosten der Hyperscaler in Form höherer Kapazitätsgebühren an **SAP** weitergereicht werden oder Latenzprobleme bei rechenintensiven KI-Workloads auftreten, dann gerät die Profitabilität der Cloud-Infrastruktur unter Druck.

F&E-Investitionen (R&D), Innovationskraft & Produkt-Pipeline

Die **SAP SE** steuert ihre Forschungs- und Entwicklungsausgaben (F&E) gezielt in Richtung Cloud-Architekturen, Datenplattformen und Unternehmens-KI (**Business AI**). In den Geschäftsjahren **2023 (6,32 Mrd. EUR)**, **2024 (6,51 Mrd. EUR)** und **2025 (6,63 Mrd. EUR)** wurden die absoluten Aufwendungen für F&E kontinuierlich ausgeweitet. Gemessen am Gesamtumsatz (2025: **36,80 Mrd. EUR**) verringerte sich die **F&E-Quote** durch starke Skalierungseffekte im Cloud-Segment von **20,3 %** (2023) über **19,1 %** (2024) auf knapp **18,0 %** im Jahr 2025. Trotz dieser prozentualen Konsolidierung reflektiert der absolute Mittelaufwand eine fokussierte Investitionsoffensive in Kerntechnologien.

Die operative Effizienz der F&E-Budgets wird maßgeblich durch eine Verschiebung der Mittelverteilung geprägt. Reine Instandhaltungsinvestitionen ("**Keeping the lights on**") für historische On-Premise-Architekturen wie **SAP ECC 6** werden strikt minimiert oder durch angehobene Support-Gebühren monetarisiert. Der überwiegende Teil der Investitionen fließt in inkrementelle und wertschöpfende Innovationen. Dazu zählen der KI-Assistent **Joule**, autonome KI-Agenten für HR-, Finanz- und Lieferkettenprozesse sowie spezifische Erweiterungen für die Nachhaltigkeitsberichterstattung (**CSRD-Compliance**). Zudem nutzt der Konzern generative KI-Werkzeuge zur Steigerung der eigenen F&E-Produktivität: In wesentlichen Entwicklungsbereichen sind bereits **30 bis 40 %** des Software-Entwicklungszyklus KI-unterstützt. Dies verkürzt die Test- und Release-Zyklen und setzt Kapazitäten für die Produktentwicklung frei.

Als zentrales Bindeglied der Produktplattform-Effizienz (**PPE**) dient die **SAP Business Technology Platform (BTP)**. Als technologische Basis orchestriert sie sämtliche Kernanwendungen der **Cloud ERP Suite** und ermöglicht eine standardisierte Integration von Partnerlösungen sowie Zukäufen. Die modulare Architektur der BTP reduziert die Grenzkosten bei der Entwicklung neuer Funktionsmodule deutlich. Da spezifische Kennzahlen zur Produktplattform-Effizienz von **SAP** nicht separat ausgewiesen werden, dienen proxybasierte Indikatoren zur Beurteilung der Plattformstärke:

Insbesondere das kontinuierliche Wachstum der **Cloud ERP Suite** und der Anstieg des Cloud-Auftragsbestands (**Current Cloud Backlog**) belegen die direkte Übersetzung der Plattforminfrastruktur in organisches Umsatzwachstum.

Die zukünftige Produkt-Pipeline basiert auf der Transformation hin zum autonomen Unternehmen (**Autonomous Enterprise Strategy**). Der monetäre Hebel verlagert sich dabei von reinen Subskriptionsmodellen pro Nutzer hin zu wert- und ergebnisbasierten Abrechnungsmodellen auf Basis von KI-Verbrauchseinheiten (**AI Units**).

Aus der F&E-Dynamik und Plattformarchitektur lassen sich folgende funktionale Szenarien ableiten:

- **Innovationsgetriebenes Positivszenario:** Wenn Kunden die Migration auf die **Cloud ERP Private** zügig abschließen und den Einsatz eigenständiger KI-Agenten breitenwirksam skalieren, führt die Plattform-Effizienz der **SAP BTP** zu einer direkten Ausweitung der wiederkehrenden Cloud-Erlöse bei gleichzeitig steigenden operativen Cloud-Margen.
- **Verzögerungsszenario:** Wenn bestehende Unternehmenskunden den Wechsel von Legacy-Systemen aufgrund von Komplexität oder kundenseitigen Budgetbeschränkungen verschieben, binden ältere Softwaregenerationen weiterhin F&E-Ressourcen für die Wartung, was die Ausrollgeschwindigkeit neuer KI-Funktionen dämpfen kann.

Patent-Portfolios, Intellectual Property (IP) & Defensivstrategien

Das Intellectual-Property-Portfolio (**IP**) von **SAP SE** spiegelt die strategische Ausrichtung eines führenden Anbieters von Enterprise-Software wider. Im Gegensatz zu Hardware- oder Telekommunikationskonzernen besitzt **SAP** nahezu keine standardessenziellen Patente (**SEPs**) in Bereichen wie **5G** oder Videokompression, da diese Industriestandards im Kerngeschäft der Enterprise Resource Planning (**ERP**)-Software nicht leitend sind. Die Substanz des Portfolios manifestiert sich stattdessen in mehreren tausend erteilten Patenten und laufenden Patentanmeldungen bei den global führenden Ämtern, insbesondere dem US-Patent- und Markenamt (**USPTO**), dem Europäischen Patentamt (**EPO**) sowie dem deutschen Patent- und Markenamt (**DPMA**).

Die technologische Verteilung des Patentportfolios ist stark auf Kernkompetenzen in den Bereichen In-Memory-Datenbanken (**SAP HANA**), ERP-Prozessautomatisierung, Datenintegration und Unternehmenssoftware-Architekturen ausgerichtet. In den jüngsten Anmeldezyklen verschiebt sich der Fokus massiv auf **SAP Business AI**, KI-Agenten-Systeme (wie **Joule**) und automatisierte Workflow-Analysen. Die Restlaufzeiten der fundamentalen Basispatente der ersten **SAP HANA**-Generation aus den Jahren 2010 bis 2015 erstrecken sich bis in die späten 2020er- und späten 2030er-Jahre, während neuere Patente im Bereich der Cloud-Infrastruktur und generativen KI Schutzrechte bis weit in die 2040er-Jahre sichern.

- **Monetarisierung und Lizenzgebühren:** **SAP** weist keine separaten Erlöse aus wiederkehrenden Patent-Lizenzgebühren (**Royalties**) aus. Die Monetarisierung des geistigen Eigentums erfolgt primär indirekt über hochmarginige wiederkehrende Subskriptions- und Lizenzgebühren der Cloud-Produkte (z. B. **SAP S/4HANA Cloud**), anstatt durch aktive, offensive Patentlizenzierungsprogramme an Dritte.

- **Defensivstrategie und Netzwerkmitgliedschaften:** Die Strategie ist historisch überwiegend defensiv ausgerichtet. Um das Risiko durch Patent Assertion Entities (**PAEs**, sogenannte Patent-Trolls) zu minimieren, ist **SAP** aktives Mitglied im **LOT Network** sowie im **Open Invention Network (OIN)**. Zudem engagiert sich der Konzern in Initiativen wie **IP2Innovate**, um verhältnismäßige Regelungen bei gerichtlichen Unterlassungsverfügungen im europäischen Raum zu fördern.
- **Selektive offensive Durchsetzung:** Obwohl **SAP** über Jahrzehnte hinweg kaum als Patentkläger in Erscheinung trat, vollzieht sich in umkämpften Wachstumsfeldern wie dem Process Mining eine taktische Nachschärfung. Im Juli 2025 reichte **SAP** vor dem Einheitlichen Patentgericht (**UPC**) eine Klage gegen den Wettbewerber **Celonis** wegen Schutzrechtsverletzungen bei Cloud-Datenzugriffen ein. Im Gegenzug entschieden Gerichte (wie das Landgericht München I im Oktober 2026) in Teilaspekten bezüglich **SAP Signavio** zugunsten von Wettbewerbern, was die gestiegene Intensität juristischer Auseinandersetzungen in Nischenmärkten unterstreicht.
- **Geschäftsgeheimnisse und Urheberrecht:** Neben dem reinen Patentschutz basiert der technologische Schutzwall von **SAP** maßgeblich auf Geschäftsgeheimnissen (Trade Secrets) und Urheberrechten an proprietärem Quellcode sowie komplexen Datenmodellen. Dieser Schutz sichert die Kundenbindung, birgt jedoch bei Rechtsstreitigkeiten um Know-how-Abfluss fortlaufende Risiken.
- **Optimistisches Szenario:** Wenn die kontinuierliche Patentierung im Bereich betriebswirtschaftlicher KI-Modelle und Cloud-Prozesse greift, kann **SAP** den technologischen Vorsprung defensiv absichern und die Wechselkosten für Unternehmenskunden weiter erhöhen.
- **Basisszenario:** Wenn **SAP** sein IP-Portfolio primär als Absicherung gegen Streitigkeiten nutzt und punktuelle Konflikte über Überkreuzlizenzierungen (Cross-Licensing) beilegt, bleibt der Schutz des Kernsystems stabil, während direkte IP-Erlöse vernachlässigbar bleiben.
- **Pessimistisches Szenario:** Wenn Ausweichlösungen von Wettbewerbern

patentiert Kernverfahren im Bereich der **Business AI** sowie Cloud-Integrationen wirksam umgehen oder Lizenzstreitigkeiten den Rollout neuer Funktionalitäten blockieren, steigen die Abwehrkosten von **SAP** signifikant, während der technologische Vorsprung des Konzerns in lukrativen Wachstumsfeldern schwindet.

Netzwerkeffekte, "Walled Gardens" & Plattform-Ökonomie

Die Geschäftsmodell-Architektur von **SAP** basiert auf einem hochgradig vernetzten Ökosystem, das ausgeprägte direkte und indirekte Netzwerkeffekte nutzt und durch eine konsequente Plattform-Strategie geschlossene Ökosysteme ("Walled Gardens") etabliert. Der strategische Übergang von klassischen On-Premise-ERP-Systemen hin zur **SAP Business Technology Platform (BTP)** bildet das Fundament für eine dauerhafte Bindung von Unternehmenskunden und Drittanbietern.

- **Direkte Netzwerkeffekte im B2B-Handel:** Über das **SAP Business Network** verbindet das Unternehmen Millionen von Einkäufern, Lieferanten und Logistikdienstleistern. Mit jedem neu beitretenden Handelspartner steigt der operative Nutzwert für alle bestehenden Netzwerkteilnehmer, da Standardprozesse in der Beschaffung automatisiert und Transaktionskosten gesenkt werden. Dieser zweiseitige Netzwerkeffekt erzeugt extrem hohe Wechselkosten (Switching Costs), da ein

Austritt aus dem Netzwerk den Verlust etablierter digitaler Lieferkettenverbindungen bedeuten würde.

- **Indirekte Netzwerkeffekte über BTP und Partner-Ökosystem:** Über **25.000 Partner** weltweit und eine globale Marktdurchdringung, bei der über **77 %** aller Großunternehmen auf **SAP-Lösungen** setzen, treiben zweiseitige Skaleneffekte an. Independent Software Vendors (ISVs) und Entwickler bauen Erweiterungen und spezialisierte KI-Lösungen bevorzugt auf der **SAP BTP**, um Zugriff auf die enorme weltweite Kundenbasis zu erhalten. Für die Kunden wiederum erhöht sich der Wert des **SAP-Systems** mit jedem im **SAP Store** verfügbaren Zusatzmodul.

- **Geschlossene Ökosysteme ("Walled Gardens") und Clean-Core-Strategie:** Mit der strikten Ausrichtung auf die sogenannte **Clean Core**-Architektur verpflichtet **SAP** Kunden dazu, das Kern-ERP-System von individuellen Quellcode-Anpassungen freizuhalten. Sämtliche Modifikationen, Branchenlösungen und Erweiterungen müssen zwingend auf der **SAP BTP** oder über die **SAP Business AI Platform** realisiert werden. Dadurch wird ein technologischer "Walled Garden" geschaffen, der Unternehmensdaten innerhalb der **SAP Business Data Cloud (BDC)** isoliert und Drittsysteme nur über definierte Schnittstellen wie **SAP Business Data Cloud Connect** zuschaltet. Ein Wechsel des ERP-Anbieters wird dadurch wirtschaftlich und technisch nahezu unrentabel.

- **Preissetzungsmacht und marginale Akquisitionskosten:** Die tiefe Integration der Plattform in die Kernprozesse der Kunden verleiht **SAP** eine strukturell hohe Preissetzungsmacht bei Cloud-Subskriptionen und Vertragsverlängerungen. Sobald ein Kunde auf die **S/4HANA Cloud** und **SAP BTP** migriert ist, tendieren die marginalen Akquisitionskosten (CAC) für Folgeprodukte gegen Null. Zusatzmodule wie **SAP Analytics Cloud**, **SAP SuccessFactors** oder KI-Agenten wie **Joule** können ohne signifikanten Vertriebsaufwand direkt über die bestehende Plattform-Infrastruktur im Cross-Selling monatlich abrechenbar bereitgestellt werden.

- **Positivszenario:** Wenn die Migration der Bestandskunden auf die **SAP BTP** zügig voranschreitet und KI-Agenten wie **Joule** als Standard-Betriebssystem für Geschäftsprozesse etabliert werden, dann steigen die wiederkehrenden Cloud-Erlöse (ARR) substantiell bei gleichzeitig sinkenden relativen Vertriebskosten.

- **Basisszenario:** Wenn die Cloud-Transformation der Kernkunden im prognostizierten Zeitrahmen verläuft und das globale Partner-Netzwerk geordnet expandiert, dann behauptet **SAP** seine Marktposition und erzielt stabile Margenzuwächse durch moderates Cross-Selling von Plattform-Diensten.

- **Negativszenario:** Wenn Kunden aufgrund von Komplexität oder Migrationseffizienz bei der Umstellung auf das **Clean Core**-Modell zögern oder konkurrierende Datenplattformen bevorzugen, dann schwächt sich der indirekte Netzwerkeffekt der **SAP BTP** ab und die Preissetzungsmacht gerät im Plattform-Segment unter Druck.

Market Positioning, Total Addressable Market (TAM) & Pricing Power

SAP SE dominiert als globaler Marktführer das Segment der Enterprise Application Software mit einer tiefen Verankerung in den Kernprozessen globaler Großkonzerne. Der adressierbare Gesamtmarkt (**Total Addressable Market, TAM**) für Unternehmenssoftware wird für das Jahr **2025/2026** auf rund **670 Mrd. USD** geschätzt, wobei das Kernsegment der Enterprise-Resource-Planning-Systeme (**ERP**) ein Volumen von knapp **68 Mrd. USD** umfasst und mit einer jährlichen Wachstumsrate (**CAGR**) von ca. **12 %** expandiert. Das "Right-to-Win" von **SAP** basiert nicht auf isolierten Software-Features, sondern auf Jahrzehnte gewachsener Expertise bei branchenspezifischen Geschäftsprozessen, regulatorischer Compliance in über **180 Ländern** und einer installierten Basis von mehr als **440.000 Kunden**. Eine kritische Differenzierung des TAM offenbart jedoch, dass **SAP** in Randsegmenten wie Customer Relationship Management (**CRM**) oder Spezial-HR-Anwendungen im direkten Wettbewerb mit fokussierten Pure-Playern wie **Salesforce** oder **Workday** steht und daher nicht den gesamten **670-Mrd.-USD**-Markt in voller Breite monetarisieren kann. Der Kern des realistisch bedienbaren Marktes konzentriert sich primär auf Core-ERP, Supply Chain Management (**SCM**), die **Business Technology Platform (BTP)** sowie die vertikale **Industry Cloud**.

Die Preissetzungsmacht (**Pricing Power**) von **SAP** zählt zu den stärksten im B2B-Softwaresektor und dient als essenzieller Schutzschild für die Bruttomarge. Dieser ökonomische Burggraben resultiert aus extrem hohen Wechselkosten (**Switching Costs**). Ein Wechsel von bestehenden ERP-Architekturen wie **SAP S/4HANA** oder traditionellen **ECC**-Systemen zu Konkurrenzplattformen ist für Großkonzerne mit immensen Transformationskosten im teils zwei- bis dreistelligen Millionenbereich sowie signifikanten operativen Risiken verbunden. Über die Migrationsinitiativen **RISE with SAP** und **GROW with SAP** transformiert das Management das Erlösmodell schrittweise von einmaligen Lizenzverkäufen hin zu wiederkehrenden Cloud-Subskriptionen. Durch Lizenzierungsmetriken wie **Full-Use-Equivalents (FUE)**, vertragliche Inflationsanpassungsklauseln und die Monetarisierung von **Business AI** (beispielsweise über den generativen KI-Assistenten **Joule**) setzt **SAP** regelmäßige Preiserhöhungen am Markt durch und stützt damit langfristige Cloud-Bruttomargen von über **70 %**.

- **Enterprise-Prozesshoheit:** Über **80 %** der weltweiten **Fortune-500**-Unternehmen wickeln ihre geschäftskritischen Finanz- und Logistikströme über **SAP**-Systeme ab, was eine unerreichte Datenverankerung schafft.
- **Monetarisierung von Business AI:** Die Einbettung generativer KI-Modelle direkt in Geschäftsprozesse erlaubt es **SAP**, höherpreisige Software-Tiers durchzusetzen und den durchschnittlichen Umsatz pro Nutzer (**ARPU**) kontinuierlich zu steigern.
- **Mittelstands-Konkurrenz als Risikofaktor:** Während Großkonzerne stark gebunden sind, führt die hohe Gesamtkostenstruktur (**Total Cost of Ownership, TCO**) bei kleineren Unternehmen zu erhöhtem Selektionsdruck zugunsten schlanker Cloud-ERP-Lösungen wie **Oracle NetSuite** oder **Microsoft Dynamics 365**.

- **Umsatzmischung schützt Rohmarge:** Der steigende Anteil planbarer Cloud-Abonnements reduziert die Zyklizität des Geschäftsmodells und gleicht makroökonomische Investitionszurückhaltungen wirksam aus.
- **Bull-Szenario:** Wenn die Migration der verbleibenden **ECC**-Installationsbasis hin zu **S/4HANA Cloud** beschleunigt verläuft und die Zahlungsbereitschaft für integrierte KI-Agenten hoch bleibt, skaliert die Cloud-Bruttomarge nachhaltig in Richtung **75 %**.
- **Basisszenario:** Wenn die Umstellung auf **RISE with SAP** planmäßig voranschreitet und Preisanpassungen im Rahmen historischer B2B-Software-Teuerungsraten von **3 % bis 5 %** realisiert werden, verteidigt **SAP** seine Marktführerschaft bei moderater Margenexpansion.
- **Bär-Szenario:** Wenn hohe Implementierungskosten und komplexe Cloud-Transformationen Kunden zu Aufschieben veranlassen oder den Mittelstand verstärkt zu Mitbewerbern drängen, verlangsamt sich das adressierbare Marktvolumenwachstum.

Customer Switching Costs (Wechselkosten) & Ökosystem-Lock-in

Die operative Verankerung von **SAP** in der IT-Infrastruktur weltweiter Großkonzerne erzeugt einen der ausgeprägtesten Burggräben (Economic Moat) im globalen B2B-Softwaresektor. Als zentrales Nervensystem für Finanzbuchhaltung, Lieferkettensteuerung, Personalwesen (HR) und Fertigungsprozesse sind die ERP-Lösungen von **SAP** tief in die geschäftskritischen Arbeitsabläufe von über **425.000 Kunden** integriert. Ein Austausch des Kernsystems kommt für Großunternehmen einer chirurgischen Operation am offenen Herzen gleich, da Störungen bei der Umstellung direkte, unternehmensbedrohende Erlösausfälle und Lieferkettenabrisse nach sich ziehen können.

Die mit einem Systemwechsel verbundenen finanziellen und operativen Migrationsrisiken bilden eine massive Hürde für Wettbewerber. Die Umstellung eines globalen ERP-Systems erfordert mehrjährige Transformationsprojekte, deren Kosten das eigentliche Software-Lizenzvolumen häufig um ein Vielfaches übersteigen. Zu den wesentlichen Determinanten der Wechselkosten zählen:

- **Prozessualer Aufwand:** Die vollständige Kartierung, Restrukturierung und Validierung hochkomplexer Geschäftsprozesse bei einer Migration zu Fremdsystemen verursacht beträchtliche Beraterkosten und bindet interne Ressourcen über Jahre.
- **Datenmigrations- und Ausfallrisiken:** Die Übertragung historischer Transaktionsdaten birgt hohe Risiken von Datenverlusten oder Schnittstellenfehlern, was im operativen Betrieb zu unmittelbaren Produktionsstopps oder Verzögerungen in der Finanzberichterstattung führen kann.
- **Umschulungs- und Produktivitätsverluste:** Mitarbeiter müssen auf völlig neue Oberflächen und Logiken geschult werden. Die damit einhergehende temporäre Effizienzeinbuße in der Belegschaft stellt einen signifikanten indirekten Kostenfaktor dar.

Der Ökosystem-Lock-in von **SAP** wird zusätzlich durch proprietäre Technologien und Jahrzehnte aufgebaute Anpassungen verstärkt. Über Millionen von Zeilen eigenentwickelten **ABAP-Codes** (Advanced Business Application Programming) sind spezifische Branchen- und Unternehmenslogiken tief in den Systemkern eingewoben. Mit dem strategischen Wandel zur **SAP Business Technology Platform (BTP)** und der Architektur des "Clean Core" verlagert **SAP** diesen Lock-in nun

in cloudbasierte Erweiterungsumgebungen. Durch die Integration proprietärer KI-Assistenten wie **Joule** sowie KI-getriebener Entwicklungswerkzeuge (**SAP Build Code**) wird die Bindung an das **SAP-Ökosystem** weiter gefestigt. Zudem existiert ein weltweites Netz von Systemintegratoren und zertifizierten Fachkräften, was die Abhängigkeit von der **SAP-Architektur** verfestigt.

Aufgrund der fehlenden Veröffentlichung spezifischer Brutto-Kundenbindungsraten (Gross Retention Rate) durch den Konzern dienen etablierte Finanz- und operative Proxy-Kennzahlen zur Quantifizierung dieser Wechselkosten:

- **Vorhersehbare Umsätze:** Der Anteil planbarer Erlöse (Cloud-Abonnements und Software-Support) lag im Geschäftsjahr 2025 bei **86 %**, was eine extrem geringe Neigung der Bestandskunden zum Wechsel verdeutlicht.
- **Cloud-Auftragsbestand:** Der bilanzierte Cloud-Backlog stieg auf den Rekordwert von **77,3 Mrd. EUR** und sichert die langfristige Bindung der Kundenbasis vertraglich ab.
- **S/4HANA-Migrationsdynamik:** Trotz des bevorstehenden Auslaufs der regulären Wartung für Alt-ERP-Systeme (**SAP ECC**) bis 2027 entscheiden sich mehrheitlich Bestandskunden für einen Upgrade-Pfad innerhalb der Produktfamilie (z. B. über **RISE with SAP**), anstatt den Anbieter zu wechseln.

Szenariobetrachtungen verdeutlichen die strategische Dynamik der Wechselkosten:

- **Positivszenario:** Gelingt es **SAP**, die verbleibende Basis von **ECC-Kunden** reibungslos auf **S/4HANA Cloud** zu migrieren und über die **SAP BTP** mit zusätzlichen KI-Funktionen zu monetarisieren, steigt der durchschnittliche Umsatz pro Kunde (ARPU) bei gleichzeitiger Erhöhung der Wechselkosten weiter an.
- **Negativszenario:** Verursachen erzwungene Migrationsfristen oder hohe Umstellungskomplexitäten Unzufriedenheit bei Kunden, nutzen diese den Cloud-Umstieg, um Alternativlösungen von Wettbewerbern zu evaluieren. Dies könnte den verankerten Lock-in-Effekt schrittweise aufweichen.

Vertriebsstruktur (Product-Led Growth vs. Enterprise Sales)

Die Go-To-Market-Strategie (GTM) von **SAP** stützt sich auf ein hybrides Vertriebsmodell, das sich strikt an der Zielgruppe und der Komplexität der Produkte ausrichtet. Während das fundamentale Kerngeschäft rund um Enterprise Resource Planning (ERP) nach wie vor stark vom klassischen Top-Down Enterprise Sales dominiert wird, gewinnt Product-Led Growth (PLG) vor allem bei der Entwickler-Community und der Erweiterung der Cloud-Plattform massiv an Bedeutung.

Im traditionellen Kernbereich mit Lösungen wie **S/4HANA Cloud**, **RISE with SAP** und **GROW with SAP** liegt der Fokus uneingeschränkt auf der Enterprise Sales-Architektur.

- **Verkaufszyklen (Sales Cycles):** Die Verkaufsphasen bei ERP-Transformationen sind aufgrund komplexer Governance-Strukturen, tiefgreifender Prozessanpassungen und strategischer Tragweite lang. Sie bewegen sich typischerweise in einer Spanne von **6 bis 18 Monaten**. Der bevorstehende Wartungsstopp für Alt-Systeme wie **SAP ECC 6.0** per Ende **2027** intensiviert den Handlungsdruck auf Kundenseite derzeit spürbar.

- **Vertriebsausgaben & Total Contract Value (TCV):** Top-Down-Verkäufe erfordern erhebliche initiale Vertriebsinvestitionen für globale Sales-Teams, branchenspezifische Pre-Sales-Consultants und Partner-Ökosysteme wie **Accenture** oder **Deloitte**. Diese hohen Customer Acquisition Costs (CAC) zahlen sich jedoch durch immense Vertragswerte aus: Der Total Contract Value (TCV) für mehrjährige Transformationen im Großkundenbereich liegt regelmäßig im mehrstelligen Millionen-Euro-Bereich.

- **Niedrige Churn-Raten & NRR:** Ist die Software einmal in die betriebskritischen Abläufe eines Großkonzerns integriert, entstehen extrem hohe Wechselkosten (Switching Costs). **SAP** weist in diesem Segment eine strukturell sehr niedrige Kundenabwanderung auf; der Branchen-Proxy für den jährlichen Gross Churn im Kern-ERP liegt schätzungsweise unter **5 %**. Gleichzeitig sorgt die kontinuierliche Erweiterung des Leistungsumfangs - etwa durch KI-Assistenten wie **Joule** oder Module für das Lieferkettenmanagement - für eine Net Retention Rate (NRR) deutlich oberhalb der Marke von **100 %**.

Zur Ergänzung der investitionsintensiven Enterprise-Vertriebskanäle setzt **SAP** bei modernere Cloud-Komponenten gezielt auf Ausbreitungsmechanismen des Product-Led Growth (PLG).

- **Freemium & BTP Free Tier:** Über das Free-Tier-Modell der **SAP Business Technology Platform (BTP)** stellt das Unternehmen Entwicklern und Architekten kostenlose Konten für Services wie **SAP HANA Cloud**, Integration Suite und AI-Dienste zeitlich unbegrenzt zur Verfügung. Dies senkt die Hürde für Prototyping und Evaluierung drastisch.

- **Land-and-Expand-Mechanik:** PLG fungiert bei **SAP** primär als Türöffner auf Abteilungsebene. Entstehen im Free Tier produktive Anwendungsfälle, konvertieren diese ohne aufwendige Neuverhandlungen nahtlos in verbrauchsbasierte Abrechnungsmodelle wie **Pay-As-You-Go** oder das **Cloud Platform Enterprise Agreement (CPEA)**.

- **CAC-Transparenz & Proxy-Effizienz:** **SAP** weist die Customer Acquisition Costs (CAC) für das PLG-Segment nicht als eigenständige Kennzahl aus. Branchenübliche Benchmarks für B2B-Enterprise-Software zeigen jedoch, dass reine PLG-Ansätze die Akquisitionskosten um **40 bis 60 %** gegenüber reinem Direktvertrieb reduzieren können. Für **SAP** dient PLG damit als effizienter Hebel, um Add-on-Module und Entwickler-Tools kostengünstig im Bestandskundenstamm zu skalieren.

Die strategische Stärke der **SAP**-Vertriebsorganisation liegt in der synergetischen Verzahnung beider Modelle: Der Bottom-Up-Ansatz über das **BTP Free Tier** erzeugt technische Akzeptanz auf Anwenderebene, während der Top-Down Enterprise Sales über **RISE with SAP** den langfristigen Total Contract Value auf C-Level-Ebene sichert.

SaaS-Kernmetrik (ARR, NDR, GDR, CAC, LTV, Magic Number)

Die Transformation von **SAP** von klassischen On-Premise-Softwarelizenzen zu einem rein Subskriptions-basierten Modell erfordert eine differenzierte Betrachtung der SaaS-Kennzahlen. Da klassische Kennzahlen aus dem Startup-Bereich in den IFRS-Finanzberichten globaler Enterprise-Softwarekonzerne nicht vollständig in Reinform ausgewiesen werden, dienen das **Current Cloud Backlog (CCB)** sowie abgeleitete Vertriebseffizienzkennzahlen als maßgebliche Analysegrundlage.

- **Current Cloud Backlog (CCB) als ARR-Proxy:** SAP berichtet anstelle eines klassischen ARR-Wertes das **Current Cloud Backlog (CCB)**, welches die vertraglich gebundenen Cloud-Erlöse für die kommenden zwölf Monate erfasst. Bereinigt um Einmaleffekte aus Lizenzverkäufen und Beratungsdienstleistungen verzeichnet das **CCB** ein währungsbereinigtes Wachstum von über **25 %**. Haupttreiber dieses Anstiegs ist die **Cloud ERP Suite** im Rahmen der Transformationsinitiative **RISE with SAP**.
- **Net Dollar Retention (NDR) & Gross Dollar Retention (GDR):** Die **Net Dollar Retention (NDR)** im Cloud-Segment liegt im Bereich von **115 %** bis **118 %**. Damit bewegt sich **SAP** nahe an der etablierten Enterprise-SaaS-Benchmark von **120 %**. Das Expansion-Wachstum resultiert vor allem aus der Skalierung der **SAP Business Technology Platform (BTP)** sowie der Monetarisierung von **Business AI**-Funktionen. Die **Gross Dollar Retention (GDR)** liegt schätzungsweise bei über **95 %**, was die extrem geringe Kündigungsquote (Churn) aufgrund der hohen Wechselkosten bei Kern-ERP-Systemen unterstreicht.
- **Customer Acquisition Cost (CAC) & Lifetime Value (LTV):** Spezifische Kundenakquisitionskosten (**CAC**) je Neukunde veröffentlicht **SAP** nicht. Aufgrund komplexer Enterprise-Vertriebsprozesse mit Zyklen von 6 bis 18 Monaten sind die absoluten **CAC** vergleichsweise hoch. Angesichts einer durchschnittlichen Kundenhaltbarkeit von 10 bis 15 Jahren im Kernbereich fällt der **Lifetime Value (LTV)** jedoch hoch aus. Das berechnete **LTV/CAC-Verhältnis** liegt konservativ geschätzt über **5:1** und übertrifft damit das branchenübliche Ideal von **3:1** deutlich.
- **CAC Payback Period & Magic Number:** Die geschätzte **CAC Payback Period** liegt im Enterprise-Segment bei **18 bis 24 Monaten**, was leicht über dem Mid-Market-Richtwert von 12 bis 18 Monaten liegt, jedoch durch lange Vertragslaufzeiten kompensiert wird. Die abgeleitete **SaaS Magic Number** - welche das Wachstum des neuen Cloud-Backlogs ins Verhältnis zu den Vertriebs- und Marketingaufwendungen der Vorperiode setzt - rangiert in einer Spanne von **0,75** bis **0,90**. Dies belegt eine hohe Go-To-Market-Effizienz bei der Umstellung der Bestandskunden auf Cloud-Subskriptionen.

Wachstums- und Profitabilitäts-Kalküle: Rule of 40 & Rule of X

Die finanzielle Leistungsfähigkeit von **SAP SE** offenbart bei der klassischen Evaluierung nach der Rule of 40 eine ausgeprägte Dynamik zwischen dem reifenden Kerngeschäft und der hochskalierenden Cloud-Sparte. Auf Gesamtkonzernebene erzielt das Unternehmen bei einem währungsbereinigten Gesamtumsatzwachstum von **11 %** und einer operativen Non-IFRS-Marge von **28,3 %** einen Wert von **39,3 %** (bzw. **33,4 %** unter Ansetzung der Free-Cashflow-Marge von **22,4 %** auf Basis des GJ 2025). Blickt man jedoch dediziert auf das strategische Kernsegment - den reinen Cloud-Bereich -, übertrifft **SAP** die magische Hürde signifikant: Ein währungsbereinigtes Cloud-Umsatzwachstum von **24 %** gepaart mit einer Non-IFRS-Cloud-Bruttomarge von **74,6 %** resultiert in einer segmental berechneten Metrik von weit über **50 %**.

In der modernen Software-Bewertung gewinnt die "Rule of X" an Bedeutung, da sie das organische Umsatzwachstum gegenüber reinen Profitabilitätsmargen gewichtet ($\$X \approx 2,0\$$). Das Kalkül berücksichtigt, dass schnell wachsende wiederkehrende Cloud-Erlöse (SaaS/PaaS) durch hohe Customer Lifetime Values eine deutlich stärkere Ertragskraft für die Zukunft aufbauen als statische operative Gewinne. Unter Anwendung eines branchenüblichen Multiplikators von **2,0** auf

das Cloud-Umsatzwachstum von **24 %** addiert mit der Non-IFRS-Betriebsmarge von **28,3 %** erreicht **SAP** einen exzellenten Rule-of-X-Score von **76,3 %**. Diese Überperformance verdeutlicht, dass die beschleunigte Migration der Kundenbasis auf die **Cloud ERP Suite** ("RISE with SAP") trotz des bewussten Rückgangs hochmarginiger On-Premise-Einzellizenzen einen nachhaltigen Substanzwert schafft.

Um diesen Wachstumspfad abzusichern und die Abwanderungsrate (Churn Rate) zu minimieren, tätigt **SAP** gezielte Investitionen in die Post-Sales-Betreuung und Customer-Success-Infrastruktur:

- **Customer Success Management:** Der kontinuierliche Ausbau spezialisierter Betreuungsteams zusammen mit der Integration digitaler Adoptionsplattformen wie **WalkMe** beschleunigt die Time-to-Value bei komplexen S/4HANA-Transformationen und verankert die Software tief in den Geschäftsprozessen der Kunden.
- **Cross-Selling und Business AI:** Das Post-Sales-Engagement dient als primärer Kanal für das Upselling margenstarker Mehrwertdienste. Insbesondere die **Business Technology Platform (BTP)** sowie gebündelte **Business AI**-Funktionen, die bereits in rund zwei Dritteln der großen Cloud-Abschlüsse enthalten sind, steigern den durchschnittlichen Erlös pro Anwender (ARPU) nachhaltig.

Parallel zum Ausbau des Cloud-Geschäfts fokussiert sich das Management auf eine konsequente Steigerung der operativen Effizienz und die Beseitigung struktureller Margenbremsen:

- **Strukturelles Restrukturierungsprogramm:** Die gezielte Umschichtung von

Ressourcen in zukunftssträchtige Wachstumsfelder wie **Business AI** sowie die strukturelle Anpassung von Arbeitsplätzen adressieren verkrustete Kostenstrukturen. Dies reduziert die personellen Fixkosten kontinuierlich und ermöglicht eine Skalierung der operativen Marge über den **Operating Leverage**.

- **Infrastruktur- und Plattformeffizienz:** Die strategische Kooperation mit führenden Hyper-scalern (**Microsoft Azure, AWS, Google Cloud**) verringert den eigenen Investitionsbedarf (CapEx) für Rechenzentrumsinfrastruktur. Dies erhöht die Konvertierung des operativen Ergebnisses in den **Free Cashflow**.

Daraus leiten sich für die künftige Unternehmensentwicklung die folgenden deskriptiven Pfade ab:

- **Basisszenario:** Wenn die Migration der Bestandskunden auf die **Cloud ERP Suite** im aktuellen Tempo fortschreitet und die Effizienzeffekte der Restrukturierung greifen, stabilisiert sich das Cloud-Umsatzwachstum oberhalb von **20 %** bei simultaner Ausweitung der operative Marge.
- **Optimistisches Szenario:** Wenn die Monetarisierung integrierter **Business AI**-Funktionen schneller als vom Markt erwartet skaliert und die Churn-Rate durch **WalkMe** und optimierte Betreuung weiter sinkt, führt der steigende **ARPU** zu einer spürbaren Beschleunigung der Free-Cashflow-Generierung.
- **Pessimistisches Szenario:** Wenn makroökonomischer Gegenwind IT-Budgets verknappt und komplexe **S/4HANA**-Implementierungen verzögert werden, schwächt sich die Dynamik bei den wiederkehrenden Cloud-Erlösen ab, was den Margenanstieg vorübergehend verlangsamt.

Management-Check (Führungsebene)

Die Führungsebene von **SAP** befindet sich nach dem Abschied des Mitgründers **Hasso Plattner** aus dem Aufsichtsrat und der Übergabe des Aufsichtsratsvorsitzes an **Pekka Ala-Pietilä** in der Phase einer rein institutionalisierten Corporate Governance durch angestellte Führungskräfte (**Hired Executives**). An der Spitze des Vorstands steht Chief Executive Officer **Christian Klein**, dessen Mandat bis **2028** verlängert wurde. Klein verkörpert eine tiefe operationelle Verankerung im Konzern, gepaart mit einer konsequenten Ausrichtung auf die Transformation der historischen On-Premise-Architektur hin zu einem skalierbaren Cloud-Software-Modell.

- **Führungsprofil und technologische Ausrichtung:** Die Führungsriege zeichnet sich durch eine Kombination aus operativer ERP-Expertise und zielgerichteter Neuausrichtung aus. Unter der Leitung von **Christian Klein** hat der Vorstand die Organisation umstrukturiert, um künstliche Intelligenz (**Business AI**) direkt in den Kern der Geschäftsprozesse einzubinden. Die Bündelung der Technologie- und KI-Strategie unter CTO **Philipp Herzig** sowie die Konsolidierung der Vertriebs- und Serviceorganisationen in der *Customer Value Group* unter **Thomas Saueressig** unterstreichen den Anspruch, technologische Innovationen nicht nur zu entwickeln, sondern messbar beim Kunden zu monetarisieren. Die angekündigten Umreihungen im Vorstand belegen den Fokus auf die KI-Transformation, verdeutlichen aber gleichzeitig die mit personellen Wechseln verbundenen Reorganisationsrisiken.
- **Governance-Struktur (Founder-Led vs. Angestellte Manager):** Der Übergang von einem durch Gründer geprägten Pionierunternehmen zu einem von angestellten Managern geführten Großkonzern verändert die Anreizstrukturen. Während Gründer häufig eine langfristige, risikoaffine Vision verfolgen, stehen angestellte Manager unter kontinuierlichem Druck bezüglich der Erfüllung der Kapitalmarkterwartungen. **SAP** begegnet diesem Risiko durch eine Ausrichtung auf wiederkehrende Umsätze und langfristige Kundenverbindlichkeiten im Cloud-Bereich. Mit **Pekka Ala-Pietilä** an der Spitze des Aufsichtsrats verfügt das Kontrollgremium über tiefgehende Technologie- und Aufsichtserfahrung zur Begleitung der Vorstandsstrategie.
- **Track Record und Verlässlichkeit der Guidance:** Das Management hat in den vergangenen Jahren eine hohe Disziplin bei der Verfolgung seiner strategischen Kennzahlen gezeigt. Die Transformation des Geschäftsmodells über die Initiativen **RISE with SAP** und **GROW with SAP** wurde konsequent vorangetrieben. Ein wichtiger Indikator für die operative Exekution ist die Entwicklung der Cloud-Erlöse, bei denen das Cloud-Segment im Geschäftsjahr 2025 ein Volumen von **21,02 Mrd. Euro** erreichte (ein Plus von **23 %**). Kurzfristige Schwankungen im Cloud-Auftragsbestand zeigten jedoch wiederholt, wie sensitiv der Markt auf die Geschwindigkeit der Kundenmigration von Legacy-Systemen reagiert.
- **Vermeidung und Korrektur strategischer Fehlritte:** Der Umgang mit zurückliegenden Akquisitionen zeigt eine geschärfte Kapitaldisziplin. Der teure Zukauf von **Qualtrics** im Jahr 2018 wurde durch den späteren Börsengang und den anschließenden Verkauf im Jahr 2023 korrigiert, um Kapital freizusetzen und die Ressourcen strikt auf das Kerngeschäft der Unternehmenssoftware zu fokussieren. Zudem demonstriert das weltweite Restrukturierungsprogramm, bei dem tausende Stellen neu ausgerichtet oder abgebaut wurden, die Bereitschaft der Führungsebene, fixe Kostenstrukturen an die Erfordernisse der KI-Transformation anzupassen.

Corporate Governance & ESG

Die Governance-Struktur der **SAP SE** basiert auf der Rechtsform einer Europäischen Aktiengesellschaft (**Societas Europaea, SE**) mit dem klassischen dualen Führungssystem aus Vorstand und Aufsichtsrat. Im Gegensatz zu vielen US-amerikanischen Technologiekonzernen verzichtet SAP konsequent auf Mehrstimmrechtsaktien (*Dual-Class Share Structures*). Es gilt uneingeschränkt das Prinzip "**One Share, One Vote**", wodurch **Minderheitsaktionäre** vollumfänglich geschützt sind und alle Stammaktien dieselbe Stimmkraft aufweisen (ADRs werden im Verhältnis 1:1 abgebildet). Die Governance-Transformation an der Spitze des Aufsichtsrats wurde geordnet vollzogen: Nach dem Ausscheiden des Mitgründers **Prof. Dr. Hasso Plattner** leitet **Dr. Pekka Ala-Pietilä** das Gremium. Der Aufsichtsrat ist paritätisch besetzt (**9 Aktionärsvertreter, 9 Arbeitnehmervertreter**), was eine ausgewogene Überwachung der Unternehmensführung gewährleistet.

Bei der Kapitalallokation verfolgt das Management eine disziplinierte Strategie, die organische Reinvestitionen in fundamentale Treiber wie **Business AI** und die Cloud-Migration auf **S/4HANA** priorisiert. Ergänzende M&A-Aktivitäten werden primär als gezielte, technologische Ergänzung durchgeführt (wie die Akquisitionen von **LeanIX** oder **WalkMe**), um Integrationsrisiken und Übernahmen von Überpreisen zu begrenzen. Dennoch belastet ein historisch kumulierter Goodwill-Bestand von rund **30 Mrd. EUR** die Bilanz, was eine kontinuierliche Prüfung auf Wertminderungen (*Impairment-Tests*) und strenge Post-Merger-Governance erfordert. Die Aktionärsrendite wird durch eine progressive Ausschüttungspolitik gestützt: SAP zielt auf eine Dividendenquote von mindestens **40 % des bereinigten Jahresüberschusses** und ergänzt diese durch mehrjährige **Aktienrückkaufprogramme** im Wert von mehreren Milliarden Euro.

Im Bereich ESG nimmt SAP sowohl in der eigenen Berichterstattung als auch als Softwareanbieter eine führende Rolle ein. Das Unternehmen wendet die Vorgaben der **Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)** sowie die **European Sustainability Reporting Standards (ESRS)** für seine integrierte Finanz- und Nachhaltigkeitsberichterstattung an. Darüber hinaus wandelt SAP den regulatorischen Druck bei seinen Unternehmenskunden in ein eigenes Geschäftsmodell um: Über Lösungen wie den **SAP Sustainability Control Tower** ermöglicht der Konzern die automatisierte, prüfungsfähige Erfassung von ESG-Daten direkt aus den operativen **S/4HANA-ERP-Systemen**. Diese Verknüpfung von strikter Governance, kapitalschonender Allokation und der kommerziellen Monetarisierung von ESG-Software festigt das Vertrauen institutioneller Investoren nachhaltig.

Stellenmarkt-Analyse & Hidden Signals

Die Personaldynamik auf Führungsebene bei **SAP SE** spiegelt einen tiefgreifenden strategischen Umbau in Richtung einer vollkommen KI-zentrierten Produktarchitektur wider. Die Verlängerung der Verträge von Vorstandssprecher **Christian Klein** bis **2030** sowie Finanzvorstand **Dominik Asam** bis **2028** sichert die Kontinuität an der Konzernspitze. Demgegenüber stehen jedoch erhebliche strukturelle Umschichtungen im Produkt- und Entwicklungsressort: Nach der Entscheidung von Vorstandsmitglied **Muhammad Alam** (Head of Product & Engineering), seinen **2027** auslaufenden Vertrag nicht zu verlängern, übernahm **Christian Klein** Mitte 2026 direkt operative Produktverantwortungen, während das KI- und CTO-Ressort unter **Philipp Herzig** neu geordnet wurde. Diese Konsolidierung der Entwicklungssteuerung direkt beim CEO unterstreicht den hohen Aus-

führungsdruck bei der Skalierung der **Business AI Platform** und autovertraglichen KI-Agenten im S/4HANA-Ökosystem.

Im Bereich der Belegschaftstransformation nutzt **SAP SE** eine Kombination aus gezielter Fluktuation und permanenter Restrukturierung. Nach dem umfassenden Restrukturierungsprogramm von **2024**, das rund **10.000 Stellen** betraf, hat das Management eine dauerhafte jährliche Belegschaftsanpassung von **1 % bis 2 %** verankert. Dieser kontinuierliche Personalabbau trifft primär klassische Administrations- und Alt-Software-Rollen, während exklusive Einstellungsstopps für nicht-KI-relevante Bereiche durchgesetzt wurden. Parallel fordert der Konzern von bestehenden Mitarbeitern eine eigenständige Transformation hin zu KI-gestützten Aufgabenprofilen, um Fluktuations- und Umschulungskosten ohne zusätzliche Großabfindungen zu steuern.

Ausschreibungsanalysen und unstrukturierte Arbeitsmarktdaten offenbaren eine strikte Neuausrichtung der F&E-Ressourcen:

- **Business AI & Agent-Architektur:** Ein Großteil der aktiven Neuausschreibungen konzentriert sich auf Spezialisten für generative KI, Machine Learning sowie die Entwicklung des KI-Copilots **Joule** und autonomer KI-Agenten.
- **Forward-Deployed Engineering:** Stark steigender Bedarf an Ingenieuren an der Schnittstelle zwischen F&E und Kundenberatung. Diese Einheiten unterstützen Großkunden direkt vor Ort bei der Implementierung intelligenter Geschäftsprozesse auf der **Business Technology Platform (BTP)**.
- **S/4HANA & Data Infrastructure:** Der Fokus verschiebt sich von klassischer ABAP-Programmierung hin zu Datenarchitekten und Integrationsspezialisten, die Unternehmensdaten für KI-Trainingsmodelle und Schnittstellen orchestrieren.
- **Kostendisziplin & Budget-Umschichtung:** Parallele Restriktionen bei internen Reisekosten außerhalb von KI-Projekten und eine Reduzierung externer Dienstleisterbudgets dienen der direkten Mittelverlagerung in den KI-R&D-Bereich und ergänzende M&A-Aktivitäten.

Aus den beobachteten Signalen am Stellenmarkt ergeben sich folgende deskriptive Szenarien für die operative Entwicklung:

- **Optimistisches Szenario:** Wenn die Reallokation der F&E-Kapazitäten hin zu **Business AI** die Skalierung kostenpflichtiger KI-Module beschleunigt und die Belegschaft die geforderte Eigenumschulung erfolgreich umsetzt, sinkt der margenschwächere Beratungsaufwand bei Kundentransformationen signifikant.
- **Basisszenario:** Wenn die jährliche Belegschaftsrotation von **1 % bis 2 %** geordnet verläuft und der bestehende Fachkräftemangel im Bereich spezialisierter KI-Ingenieure durch selektives Anwerben kompensiert wird, setzt sich die schrittweise Umstellung der Kundenbasis auf die **BTP-Plattform** planmäßig fort.
- **Pessimistisches Szenario:** Wenn die Umstrukturierung der F&E-Führungsebene zu Reibungsverlusten in der Produktpipeline führt oder Schlüsselträger von ERP-Prozesswissen schneller ausscheiden als der KI-Wissenstransfer erfolgt, drohen Verzögerungen bei S/4HANA-Migrationen und Qualitätsmängel in der Implementierung.

Investorenstruktur (Smart Money)

Die Aktionärsstruktur der **SAP SE** weist das charakteristische Profil eines global etablierten Mega-cap-Technologiekonzerns auf. Mit einem Streubesitz (**Free Float**) von **84,0 %** gemäß der Definition der Deutschen Börse verfügt die Aktie über eine außerordentlich hohe Marktliquidität. Rund **62 %** des gesamten Aktienkapitals befinden sich in den Händen institutioneller Investoren. Geografisch bildet Nordamerika mit **27 %** (davon **25 % USA**) den stärksten Block im Aktionärsregister, gefolgt von Europa ohne Deutschland (**16 %**) und dem Vereinigten Königreich (**11 %**). Der heimische deutsche Markt stellt lediglich rund **5 %** des institutionellen Kapitals dar. Ergänzt wird die Capital Structure durch ca. **5,0 %** eigene Aktien (**Treasury Shares**) sowie einen strategischen Gründerblock.

Klassische Venture-Capital- oder Private-Equity-Fonds treten aufgrund der Reife- und Größenklasse von **SAP SE** nicht mehr als Eigenkapitalgeber auf. Das sogenannte "Smart Money" setzt sich aus weltweiten Asset Managern, Sovereign Wealth Funds und strategischen Gründerstiftungen zusammen:

- **BlackRock, Inc.:** Führt die Liste der institutionellen Anteilseigner mit ca. **6,87 %** (rund **79,3 Mio. Aktien**) an und fungiert als dominanter passiver und aktiver Liquiditätsanker.
- **Dietmar Hopp Stiftung GmbH:** Stellt mit ca. **5,36 %** (rund **62,5 Mio. Aktien**) den größten strategischen Gründer-Ankerblock dar, der dem Konzern langfristige Stabilität verleiht.
- **Vanguard Group:** Hält ca. **3,66 %** (rund **42,2 Mio. Aktien**) vorwiegend im Rahmen globaler Index- und ETF-Strategien.
- **Hasso Plattner Foundation:** Vertritt mit ca. **3,2 %** (rund **39,8 Mio. Aktien**) das verbliebene Engagement des Mitgründers.
- **Capital Research & Management Company:** Hält ca. **3,17 %** (rund **36,5 Mio. Aktien**) und ist der größte aktive US-amerikanische Fundamentalinvestor im Register.
- **Norges Bank Investment Management:** Verfängt mit ca. **1,85 %** der Stimmrechte als weltweit größter Staatsfonds mit starkem Fokus auf Governance und ESG-Kriterien.

Die institutionellen Transaktionsdaten für das Jahr 2026 verdeutlichen eine zweigeteilte Dynamik unter den aktiven Asset Managern. Während passive ETF-Ströme durch die hohe Indexgewichtung im **DAX 40** (ca. **13 %**) und im **EURO STOXX 50** (ca. **5 %**) für kontinuierliche Grundnachfrage sorgen, zeigten sich bei aktiven Großinvestoren Umschichtungen. Adressen wie die **Goldman Sachs Group** und **Hotchkis & Wiley** bauten ihre Positionen auf dem aktuellen Niveau stetig aus, was auf Vertrauen in die Cloud-Monetarisierung und die skalierenden **Business AI**-Angebote hindeutet. Auf der anderen Seite fielen selektive Positionsreduzierungen bei Adressen wie **Amundi Asset Management** und **Norges Bank Investment Management** ins Gewicht, was primär auf taktisches Rebalancing nach Kurssteigerungen zurückzuführen ist.

Das Insider-Verhalten auf dem freien Markt liefert wesentliche Signale bezüglich der betriebswirtschaftlichen Substanz. Historisch nutzte Mitgründer **Hasso Plattner** stärkere Kursrücksetzer für großvolumige Open-Market-Käufe (wie den aufsehenerregenden Nachkauf von über **248,5 Mio. Euro**), was dem Markt als starker Unterbewertungs-Indikator diente. Seit dem Ausscheiden von **Hasso Plattner** aus dem Aufsichtsrat im Mai 2024 beschränken sich Insider-Transaktionen des

Vorstands um CEO **Christian Klein** überwiegend auf strukturierte Ausübungen von Aktienoptionen und aktienbasierte Vergütungselemente [1.2.

] (z. B. **Share Matching Plans** und Zuteilungen aus dem **LTI-Programm**). Dies signalisiert dem Markt eine kontinuierliche, regelbasierte Eigenkapitalbindung des Managements ohne spekulative Marktmanöver auf eigene Rechnung.

Mit einem Streubesitz (**Free Float**) von weit über **80 %** bleibt die Aktie der **SAP SE** ein essenzieller Kernwert für globale Europa- und Enterprise-Software-Mandate. Die regulatorische Obergrenze im **DAX 40** (Kapping-Grenze von **15 %**) führt bei starker relativer Outperformance der Aktie jedoch zu automatisierten, technischen Verkäufen durch regelgebundene Indexfonds, um eine Übergewichtung im Index zu vermeiden. Solche Flow-Effekte sind rein struktureller Natur und reflektieren keine veränderten fundamentalen Einschätzungen seitens der Großinvestoren.

Für die künftige Entwicklung der Aktionärsstruktur ergeben sich auf Basis der institutionellen Kapitalflüsse folgende deskriptive Rahmenszenarien:

- **Basisszenario:** Sofern das Cloud-Wachstum im Rahmen der Erwartungen verläuft, sorgen stetige Zuflüsse aus passiven ETF-Strategien für eine verlässliche Untergrenze bei der Nachfrage. Aktive Großinvestoren halten ihre Positionen im Wesentlichen neutral und nutzen Kursausschläge primär für taktisches Rebalancing.
- **Optimistisches Szenario:** Wenn die Monetarisierung der **Business AI**-Module die Umsatzbeiträge schneller als vom Markt eingepreist nach oben treibt, dürften aktive US-Fundamentalinvestoren wie **Capital Research** ihre Beteiligungen weiter aufstocken. Dies könnte den durch das Index-Kapping bedingten Verkaufsdruck technischer Anleger überkompensieren.
- **Pessimistisches Szenario:** Sollte sich der Anstieg des Cloud-Auftragsbestands verlangsamen oder eine sektorweite Umschichtung aus europäischen Großkapitalisierten einsetzen, könnten europäische Adressen wie **Amundi** oder die **Norges Bank** weitere Gewinnmitnahmen realisieren, was die Marktbreite der Nachfrage temporär einschränken würde.

Unternehmenszahlen (Aktueller Stand)

SAP SE verzeichnet im zweiten Quartal 2026 eine robuste operative Dynamik, die maßgeblich durch die beschleunigte Umstellung des Geschäftsmodells auf wiederkehrende Cloud-Erlöse getrieben wird. Der **Gesamtumsatz** stieg währungsbereinigt um **11 %** (IFRS: **+9 %**) auf **9,88 Mrd. EUR**. Kernerstreiber dieser Entwicklung bleibt die Cloud-Sparte: Der **Cloud-Umsatz** kletterte währungsbereinigt um **24 %** auf **6,28 Mrd. EUR**. Innerhalb dieses Segments dominiert die **Cloud ERP Suite** mit einem Erlösplus von **27 %** auf **5,53 Mrd. EUR**, womit sie bereits **88 %** des gesamten Cloud-Umsatzes ausmacht. Demgegenüber schrumpfte der traditionelle Umsatz aus **Softwarelizenzen** planmäßig um **32 %**, was den fortschreitenden Übergang der Kundenbasis in Cloud-Modelle wie **RISE with SAP** widerspiegelt.

Die Visibilität künftiger Umsätze verbessert sich weiter strukturell. Der **Current Cloud Backlog (CCB)** - der den vertraglich gesicherten Cloud-Umsatz für die kommenden zwölf Monate abbildet - stieg währungsbereinigt um **26 %** auf **22,93 Mrd. EUR**. Anorganische Effekte spielten hierbei eine untergeordnete Rolle: Die Erstkonsolidierung von **Reltio** trug weniger als **1 Prozentpunkt** zum

CCB-Wachstum bei. Das Wachstum zeigt somit eine hohe organische Qualität, getragen von der steigenden Nachfrage nach der **Business AI Platform** und der Implementierung von KI-Agenten in kernkritische Geschäftsprozesse.

Ein Blick auf die Marge und die operative Ertragskraft verdeutlicht die Balance zwischen Skaleneffekten und strategischen Transformationen:

- **Cloud-Bruttomarge (Non-IFRS):** Die bereinigte Bruttomarge im Cloud-Geschäft belief sich im zweiten Quartal auf **74,6 %** (IFRS: **74,3 %**), was währungsbereinigt einem leichten Rückgang um **0,7 Prozentpunkte** entspricht. Dieser temporäre Druck resultiert vorrangig aus Vorinvestitionen in die KI-Infrastruktur und der Kapazitätserweiterung globaler Rechenzentren.
- **Bereinigter operativer Gewinn (Non-IFRS EBIT):** Das operative Ergebnis stieg währungsbereinigt um **9 %** auf **2,70 Mrd. EUR** (IFRS: **2,64 Mrd. EUR, +8 %**). Die kurzfristige Verlangsamung der Dynamik gegenüber dem Vorquartal begründet sich durch erhöhte Forschungs- und Entwicklungskosten für autonome Systeme sowie gezielte Vertriebsausgaben.
- **Sondereffekte und Restrukturierung:** Das IFRS-Ergebnis beinhaltet weiterhin Einmal- und Sonderbelastungen. Dazu zählen Restrukturierungsaufwendungen für das konzernweite KI-Transformationsprogramm sowie der Vollzug rechtlicher Vergleiche (u. a. der Vergleich mit **Teradata** über **408 Mio. EUR**).

Die Cashflow-Generierung unterstreicht die fundamentale Substanzerhaltung des Unternehmens. Im ersten Halbjahr 2026 kletterte der **Free Cashflow** um **5 %** auf **6,25 Mrd. EUR**. Im zweiten Quartal trug das operative Geschäft einen Free Cashflow von **3,0 Mrd. EUR** bei. Diese Mittelzuflüsse sichern nicht nur den finanziellen Spielraum für ergänzende Übernahmen - wie die Akquisitionen von **Dremio** und **Prior Labs** -, sondern unterstützen auch die Kapitalrückgabe an die Aktionäre.

Das Management bestätigt die Prognose für das Gesamtjahr 2026 hinsichtlich des **Cloud-Umsatzes** (**25,8 bis 26,2 Mrd. EUR**) und des **Free Cashflows** (ca. **10,0 Mrd. EUR**). Der Zielkorridor für den bereinigten operativen Gewinn wurde leicht auf **11,8 bis 12,2 Mrd. EUR** angepasst, um die Verwässerungseffekte der jüngsten Akquisitionen in der zweiten Jahreshälfte aufzufangen. Insgesamt zeigt die operative Run-Rate ein resilient skalierendes Geschäftsmodell, bei dem steigende Cloud-Volumina die Abdeckungsbeiträge langfristig sichern.

Net-Cash Analyse & Zukunfts-Burn-Rate

Bei etablierten Enterprise-Software-Konzernen wie **SAP** greift die klassische Venture-Capital-Logik einer negativen "Cash-Burn-Rate" nicht, da das Unternehmen hochgradig profitabel agiert. Die Analyse der Mittelverwendung und Liquiditätsdynamik erfordert daher eine differenzierte Betrachtung der Netto-Cash-Generierung, der Zukunfts-Verpflichtungen für Forschung und Entwicklung (**R&D**) sowie Sachinvestitionen (**CapEx**), ergänzt um die Verwässerungseffekte aktienbasierter Vergütungen (**Stock-Based Compensation, SBC**).

Netto-Liquidität & Operativer Cash-Motor

SAP verfügt über ein stark wiederkehrendes Umsatzmodell, das von der Transformation zur **Cloud ERP Suite** getrieben wird. Mit einem **Current Cloud Backlog** von **22,9 Milliarden Euro** im **Q2 2026** ist die Visibilität künftiger Mittelzuflüsse extrem hoch.

- **Free Cash Flow:** Im Gesamtjahr 2025 erwirtschaftete **SAP** einen **Free Cash Flow** von **8,2 Milliarden Euro**. Auch im **Q2 2026** setzte sich diese Dynamik mit einem **Free Cash Flow** von rund **3,0 Milliarden Euro** fort.
- **Reichweite (Cash Runway):** Rechnerisch ist die Cash-Runway von **SAP** unbegrenzt, da das operative Geschäft kontinuierlich substantielle Mittelüberschüsse generiert. Das Risiko einer Illiquidität ist bilanziell vernachlässigbar.
- **Kapitalallokation:** Der massive Mittelzufluss ermöglicht es der Unternehmensführung, strategische Initiativen, Dividendenerhöhungen (z. B. auf **2,50 Euro** je Aktie) und ein umfangreiches **10 Milliarden Euro Aktienrückkaufprogramm** zeitgleich zu stemmen.

Zukunfts-Burn-Rate: CapEx, R&D und M&A-Abflüsse

Obwohl **SAP** keinen defensiven Cash-Burn aufweist, binden strategische Zukunftsinitiativen erhebliche liquide Mittel, die als Re-Investitionsrate die Netto-Cash-Generierung beeinflussen.

- **R&D & Business AI:** Um die Marktposition bei **Business AI** und autonomen Unternehmensanwendungen zu festigen, fließen bedeutende operative Mittel in die Weiterentwicklung der **SAP Business Technology Platform** sowie in die Integration intelligenter Agenten. Management-Vorgaben halten die Kosten-Umsatz-Quote strikt im Rahmen von 80 bis 90 %.
- **CapEx-Anforderungen:** Da Softwareunternehmen im Vergleich zur klassischen Industrie geringe physische Anlagen benötigen, beschränken sich die Kapazitätsausgaben im Wesentlichen auf die Cloud-Rechenzentrumsinfrastruktur sowie aktivierte Softwareentwicklung.
- **M&A-Mittelabflüsse:** Gezielte Übernahmen zur Erweiterung des KI- und Daten-Portfolios (z. B. **Dremio**, **Prior Labs** oder **Reltio**) führen zwar kurzfristig zu verwässernden Effekten auf die operative Non-IFRS-Marge, werden jedoch vollständig aus dem laufenden Cashflow finanziert.

Stock-Based Compensation (SBC) & Verwässerungsanalyse

Aktienbasierte Vergütungen darstellen bei globalen Softwarekonzernen wie **SAP** ein wichtiges Instrument zur Gewinnung und Bindung von Top-Talenten, erzeugen jedoch wesentliche stumme Kosten für Aktionäre.

- **Operative Auswirkung:** **SBC** ist ein Hauptgrund für die Abweichung zwischen IFRS- und Non-IFRS-Betriebsergebnissen. Es stellt zwar im Zeitpunkt der Gewährung keinen direkten operativen Cash-Abfluss dar, verursacht jedoch nachgelagerte Verwässerungseffekte.
- **Verwässerungs-Kompensation:** Zur Neutralisierung der durch **SBC** bedingten Zunahme der gewichteten Aktienanzahl nutzt **SAP** gezielt das beschlossene **10 Milliarden Euro Aktienrückkaufprogramm**. Dadurch wird der Verwässerungseffekt für Bestandsaktionäre abgefedert und der Gewinn je Aktie (**EPS**) gestützt.

Szenarien der Liquiditäts- und Cashflow-Entwicklung

- **Basisszenario:** Wenn die Cloud-Umsätze weiterhin im Bereich von 22 bis 25 % wachsen und die Skalierungseffekte im Cloud-Geschäft greifen, bleibt der jährliche **Free Cash Flow** nachhaltig im Bereich von **8 bis 10 Milliarden Euro**.
- **Belastungsszenario:** Wenn sich die globale Makroökonomie deutlich verschlechtert oder die Re-Investitionskosten für KI-Infrastruktur unerwartet stark steigen, könnte der **Free Cash Flow** vorübergehend unter Druck geraten, bleibe jedoch aufgrund der hohen wiederkehrenden Cloud-Erträge solide im positiven Bereich.

Integrierte Finanzmodellierung

Das integrierte Dreistoffmodell (3-Statement-Modell) der **SAP SE** spiegelt die fortschreitende strukturelle Transformation von einmaligen Software-Lizenzen hin zu wiederkehrenden, hochmargigen Cloud-Subskriptionen wider. In der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) zeigt sich eine deutliche Verschiebung der Erlösströme: Im zweiten Quartal 2026 stieg der Gesamtumsatz währungsbereinigt um **11 %** auf **9,88 Mrd. EUR**. Dieser Anstieg wurde maßgeblich durch das Cloud-Segment getrieben, das währungsbereinigt um **24 %** auf **6,28 Mrd. EUR** zulegte. Die **Cloud ERP Suite** (insbesondere **S/4HANA Cloud**) stellt mit einem Erlös von **5,53 Mrd. EUR** (+27 % währungsbereinigt) und einem Anteil von **88 %** am gesamten Cloud-Umsatz das zentrale Wachstumselement dar. Der Current Cloud Backlog (CCB) kletterte um **26 %** auf **22,9 Mrd. EUR** und dient als verlässlicher Bilanz-Proxy für die mittelfristige Visibilität der GuV-Erlöse. Demgegenüber schrumpften die klassischen Software-Lizenzen um **32 %** auf **131 Mio. EUR** und der Software-Support um **8 %** auf ca. **2,40 Mrd. EUR**, was den gezielten Abbau des legacy On-Premise-Geschäfts unterstreicht.

In Bezug auf die Kostenstruktur unterscheidet sich **SAP** als Enterprise-Software-Konzern grundlegend von hardwarezentrierten Herstellern. Spezifische Fertigungskosten wie externe Foundry-Wafer-Kosten entfallen naturgemäß vollständig. Als branchenübliche Proxy-Metrik für die Herstellungskosten der Umsatzerlöse dienen die Aufwendungen für die Cloud-Infrastruktur - sprich Verträge mit Hyperscalern (**Amazon Web Services, Microsoft Azure, Google Cloud Platform**) sowie eigene Rechenzentrumskapazitäten. Die Non-IFRS Cloud-Bruttomarge belief sich im zweiten Quartal 2026 auf **74,6 %**. Auf der operativen Aufwandseite schlagen sich verstärkt Forschungs- und Entwicklungskosten (**F&E**) nieder, die durch die Integration von generativer KI (**Business AI, Joule Work**) und Token-Verarbeitungskosten belastet werden, sowie Aufwendungen für Vertrieb und Marketing (**S&M**). Für das Gesamtjahr 2026 prognostiziert das Management ein Non-IFRS Betriebsergebnis von **11,8 bis 12,2 Mrd. EUR**, welches die verwässernden Effekte jüngster Übernahmen (**Dremio, Prior Labs**) bereits berücksichtigt.

Die Verknüpfung von Bilanz und Cashflow-Rechnung wird maßgeblich durch die Dynamik des Working Capitals gesteuert:

- **Inventar (DIO):** Aufgrund des rein digitalen Produkt- und Dienstleistungsportfolios ist der Vorratsbestand im Modell vernachlässigbar und liegt nahe null.
- **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (DSO):** Die Debitorentage folgen der Logik jährlicher SaaS-Abrechnungszyklen. Zu Beginn eines Vertragsjahres steigen die Forderungen typischerweise an und wandeln sich im Jahresverlauf durch Zahlungseingänge schrittweise in freie Liquidität um.

- **Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (DPO):** Diese korrelieren im Modell primär mit den Zahlungszielen gegenüber Hyperscaler-Partnern und externen Implementierungsberatern.
- **Vertragsverbindlichkeiten (Deferred Revenue):** Der kumulierte Cloud-Auftragsbestand von **22,9 Mrd. EUR** führt

zu einer zeitlich versetzten Umsatzrealisierung im Drei-Statement-Modell. Vorab vereinnahmte Rechnungsbeträge aus mehrjährigen Cloud-Abonnements schlagen sich bilanziell auf der Passivseite nieder und fließen im Verlauf von zwölf Monaten schrittweise in die Gewinn- und Verlustrechnung ein, was eine hohe Vorhersehbarkeit für die künftige Cashflow-Entwicklung schafft.

Die Kapital- und Investitionsstruktur sowie die Cashflow-Mechanismen stellen sich folgendermaßen dar:

- **Investitionsaufwendungen (CapEx):** Durch die primäre Nutzung externer Hyperscaler-Infrastrukturen bleibt die direkte Kapitalintensität für Sachanlagen überschaubar. Investitionen fließen überwiegend in Software-Aktivierungen sowie den selektiven Ausbau eigener Hochleistungsrechenzentren für **Business AI**.
- **Free Cash Flow (FCF):** Das Management strebt für das Gesamtjahr einen freien Cashflow von rund **10 Mrd. EUR** an. Die Konvertierung des operativen Ergebnisses in den Free Cash Flow profitiert strukturell vom negativen Working Capital der SaaS-Verträge, da Zahlungseingänge vor der eigentlichen Leistungserbringung erfolgen.

Aus dem Drei-Statement-Modell ergeben sich für das laufende Geschäftsjahr folgende szenariobasierte Projektionen:

- **Basisszenario:** Das Management erreicht die angepasste Zielspanne für das Non-IFRS Betriebsergebnis von **11,8 bis 12,2 Mrd. EUR** bei währungsbereinigten Cloud-Erlösen von **25,8 bis 26,2 Mrd. EUR**. Die kurzfristige Verwässerung durch die Integration von **Dremio** und **Prior Labs** beläuft sich wie kalkuliert auf etwas mehr als **100 Mio. EUR**, während die Non-IFRS Cloud-Bruttomarge auf dem Niveau von rund **74,6 %** verbleibt.
- **Bullenszenario:** Wenn die Konvertierungsrate des Current Cloud Backlogs von **22,9 Mrd. EUR** durch beschleunigte S/4HANA-Migrationen steigt und gleichzeitig die Skalierung der **Business AI**-Funktionen höhere Lizenzpreise durchsetzt, expandiert die Cloud-Bruttomarge. In diesem Fall übersteigen die operativen Cashflows die Prognose und heben den Free Cash Flow über die Marke von **10 Mrd. EUR**.
- **Bärenszenario:** Wenn sich die Kundenmigration verzögert oder steigende Verarbeitungs- und Infrastrukturkosten für generative KI-Modelle (**Joule Work**) die **F&E**-Aufwendungen überproportional belasten, drückt die anhaltende Verwässerung durch Zukäufe das Non-IFRS Betriebsergebnis an das untere Ende der Spanne von **11,8 Mrd. EUR**.

Toxische Kapitalstruktur

Eine detaillierte Prüfung der Bilanz von **SAP SE** im Jahr **2026** zeigt ein eindeutiges Bild: Die Kapitalstruktur des Walldorfer Softwarekonzerns weist keinerlei Merkmale einer toxischen, spekulativen oder übermäßig gehebelten Verschuldung auf. Mit liquiden Mitteln und kurzfristigen Finanzanlagen

von insgesamt rund **11,6 Mrd. EUR** zum **2. Quartal 2026** übersteigt die Liquiditätsreserve die kurzfristigen Fälligkeiten um ein Vielfaches. Das Cash-to-Debt-Verhältnis liegt bei komfortablen **1,06**. Die langfristigen Verbindlichkeiten bestehen im Wesentlichen aus klassischen Eurobonds, die von den führenden Ratingagenturen **Moody's** mit **A1** und **S&P Global** mit **A+** (jeweils stabiler Ausblick) im erstklassigen Investment-Grade-Bereich bewertet werden.

- **Kurzfristige und variabel verzinsten Schulden:** Die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten beliefen sich im **2. Quartal 2026** auf rund **1,97 Mrd. EUR**. Zur Abdeckung kurzfristigen Liquiditätsbedarfs nutzt **SAP SE** unter anderem ein Commercial-Paper-Programm mit einem Gesamtvolumen von bis zu **2,5 Mrd. EUR**, von dem zuletzt lediglich **0,5 Mrd. EUR** in Anspruch genommen wurden. Der überwiegende Teil der Gesamtschulden ist fest verzinst; das Zinsänderungsrisiko wird durch ein konservatives Zinsmanagement und selektive Swap-Geschäfte auf ein Minimum reduziert.

- **Wandelanleihen (Convertible Debt):** **SAP SE** führt keine ausstehenden Wandelanleihen in der Bilanz. Dementsprechend bestehen weder Verwässerungsrisiken für bestehende Aktionäre noch strukturelle Gefahren durch "Out-of-the-money"-Wandelpreisklauseln, die bei fallenden Aktienkursen den Druck auf das Eigenkapital erhöhen könnten.

- **Refinanzierungsrisiken im Zinsumfeld:** Das Fälligkeitsprofil der festverzinslichen Anleihen ist weit über die Dekade gestaffelt. Die nächsten nennenswerten Fälligkeiten verteilen sich auf **2027 (1,0 Mrd. EUR)**, **2028 (1,8 Mrd. EUR)** und **2029 (1,65 Mrd. EUR)**. Selbst im Fall eines dauerhaft erhöhten Leitzinsniveaus ist das Refinanzierungsrisiko als äußerst gering einzustufen, da **SAP** aus dem operativen Geschäft heraus sehr hohe freie Cashflows generiert und problemlos Zugang zum primären Anleihemarkt besitzt.

- **Gefahr von Eigenkapitalverlusten:** Ein Risiko im Hinblick auf eine bilanzielle Überschuldung oder den Verlust des Eigenkapitals existiert faktisch nicht. Das bilanzielle Eigenkapital liegt bei über **44 Mrd. EUR**. Der kontinuierlich wachsende Anteil wiederkehrender Cloud-Umsätze stabilisiert den Erholungspfad der Ertragslage nachhaltig.

- **Basisszenario:** Wenn **SAP** die bestehenden Anleihefälligkeiten ab **2027** zu marktüblichen Konditionen refinanziert oder teilweise aus dem operativen Cashflow tilgt, bleibt die Zinsbelastung im Verhältnis zum Gesamtergebnis vernachlässigbar und das **A+/A1**-Credit-Rating aufrechterhalten.

- **Stress-Szenario:** Wenn die Refinanzierungskosten aufgrund einer anhaltenden Hochzinsphase bei künftigen Emissionen steigen und gleichzeitig unerwartete operative Umsatzeinbrüche eintreten, würde sich der Zinsaufwand moderat erhöhen, was jedoch aufgrund des hohen Cash-Polsters von **11,6 Mrd. EUR** die finanzielle Stabilität der Gruppe zu keinem Zeitpunkt gefährdet.

Discounted Cash Flow (DCF) & Terminal Value (inkl. WACC-Sensitivität)

Die fundamentale Bewertung von **SAP SE** basiert auf der Modellierung der unverschuldeten freien Cashflows (**Free Cash Flow to Firm, FCFF**). Der Übergang vom traditionellen Lizenzmodell hin zu wiederkehrenden Cloudern (Lösungen) (**RISE with SAP, S/4HANA Cloud**) entfaltet eine stetig steigende Berechenbarkeit der Zahlungsströme. Nach einem operativen Free Cashflow von über **8,4 Mrd. EUR** im Geschäftsjahr **2025** stützt die Management-Prognose für das Jahr **2026** ein Zielvolumen von rund **10 Mrd. EUR**. Treiber dieser Cashflow-Dynamik sind das zweistellige Wachstum des **Current Cloud**

Backlog (auf **22,9 Mrd. EUR** in Q2 2026) sowie Skaleneffekte im Rahmen der **SAP Business AI Platform** und autonomer Software-Agenten.

Zur Abzinsung der erwarteten Cashflows dient der gewichtete Gesamtkapitalkostensatz (**Weighted Average Cost of Capital, WACC**), der das geldpolitische Zinsumfeld widerspiegelt. Die Eigenkapitalkosten berechnen sich über das **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**: Bei einem risikofreien Zinssatz (basierend auf 10-jährigen deutschen Bundesanleihen) von **2,50 %**, einem historisch adäquaten Beta-Faktor von **0,80** sowie einer Eigenkapitalrisikoprämie von **5,50 %** ergeben sich kalkulatorische Eigenkapitalkosten von knapp **6,90 %** bis **7,50 %**. Fremdkapitalseitig schlagen effektive Fremdkapitalkosten von vor Steuern **4,25 %** zu Buche, was nach Berücksichtigung des geschätzten effektiven Steuersatzes von **31,5 %** Netto-Fremdkapitalkosten von rund **2,91 %** entspricht. Angesichts einer Eigenkapitalquote von über **95 %** im Kapitalkostenmodell liegt der geglättete **WACC** bei **7,25 %**.

Der Endwert (**Terminal Value**) dominiert die Gesamtwertberechnung der **SAP SE**, was charakteristisch für kapitalleichte, margenstarke Enterprise-Software-Geschäftsmodelle ist. Bei einer angenommenen ewigen Wachstumsrate (**Perpetual Growth Rate**) von **2,50 %** - begründet durch die langfristige BIP-Entwicklung sowie den strukturellen Rückenwind der ERP-SaaS-Migration - entfallen typischerweise **70 %** bis **80 %** des aggregierten Unternehmenswerts (**Enterprise Value**) auf den Terminal Value. Dies verdeutlicht die hohe Sensitivität des Gesamtergebnisses gegenüber Schwankungen des Diskontierungssatzes.

Zur Beurteilung des Bewertungsrahmens in Abhängigkeit von WACC und ewiger Wachstumsrate lassen sich drei Szenarien rein deskriptiv darstellen:

- **Basisszenario:** Wenn der **WACC** bei **7,25 %** verbleibt und die ewige Wachstumsrate **2,50 %** beträgt, bildet der resultierende Barwert die Konsens-Erwartung einer stetigen Margenexpansion und der planmäßigen FCF-Monetarisierung der Cloud-Transformation ab.
- **Optimistisches Szenario:** Wenn der **WACC** durch ein sinkendes Zinsniveau auf **6,75 %** zurückgeht und die ewige Wachstumsrate durch eine stärkere KI-Upselling-Dynamik auf **3,00 %** steigt, erfährt der diskontierte Unternehmenswert eine deutliche Barwert-Expansion.
- **Pessimistisches Szenario:** Wenn der **WACC** infolge anhaltend hoher Kapitalmarktzinsen auf **8,00 %** ansteigt und die ewige Wachstumsrate bei einer makroökonomischen Eintrübung auf **2,00 %** nachgibt, führt die verstärkte Abzinsung zu einer spürbaren Kompression des impliziten Gesamtbarwerts.

Relative Peer-Group Analyse (Sektor-spezifische Multiples)

Die Bewertung der **SAP SE** im Vergleich zur globalen Software- und SaaS-Peer-Group erfordert eine differenzierte Metriken-Betrachtung, da sich das Unternehmen in einer fortgeschrittenen Transformation vom traditionellen Lizenzmodell hin zu hochgradig wiederkehrenden Cloud-Erlösen befindet. Zur Neutralisierung unterschiedlicher Kapitalstrukturen, Verschuldungsgrade und bilanzieller Sondereffekte bildet die Analyse von Unternehmenswert-Multiplikatoren (Enterprise Value / EV) das Fundament der institutionellen Sektor-Evaluation.

- **Peer-Group-Strukturierung:** Die relevante Peer-Group für **SAP SE** teilt sich in drei primäre Segmente auf. Erstens enterprise ERP- und Infrastruktur-Schergewichte wie **Oracle**, zweitens spezialisierte SaaS- und Plattform-Giganten wie **Salesforce**, **Workday** sowie **ServiceNow**, und drittens Hyperscale-Plattform-Anbieter wie **Microsoft**, die sowohl Infrastruktur als auch Unternehmensanwendungen abdecken.
- **EV/NTM Revenue & EV/ARR (SaaS-Transformation):** Mit einem Multiple auf Basis des erwarteten Umsatzes der nächsten zwölf Monate (**EV/NTM Revenue**) von ca. **5,7x bis 6,0x** ordnet sich **SAP SE** im oberen Mittelfeld der etablierten Enterprise-Software-Monopolisten ein. Klassische Cloud-Pure-Plays mit höheren organischen Wachstumsraten wie **ServiceNow** erzielen Multiples von über **9,5x bis 11,0x EV/NTM Revenue**, während **Salesforce** und **Workday** im Bereich von **5,0x bis 6,2x** gehandelt werden. Das Enterprise Value to Annual Recurring Revenue Multiple (**EV/ARR**) von **SAP SE** verdeutlicht die Bewertung der reinen Cloud-Subskriptionsbasis und profitiert vom beschleunigten Übergang bestehender On-Premise-Kunden auf die **S/4HANA Cloud**-Plattform.
- **Profitabilitäts-Multiples (EV/EBITDA & EV/FCF):** Auf Ebene des operativen Ergebnisses vor Abschreibungen wird **SAP SE** aktuell mit einem **EV/EBITDA (NTM)** von rund **17,5x bis 18,0x** bewertet. Damit verzeichnet **SAP SE** einen leichten Bewertungssportaufschlag gegenüber **Salesforce** (ca. **12,0x bis 13,5x EV/EBITDA**) und **Oracle** (ca. **12,0x EV/EBITDA**), was auf die adressierbare Verlässlichkeit der ERP-Kernsysteme und die hohe Kundenbindung zurückzuführen ist. Unter Berücksichtigung der Free-Cash-Flow-Generierung (**EV/FCF**) spiegelt das Multiple die Auslaufphase hoher Restrukturierungsaufwendungen wider, wodurch die fundamentale Cash-Conversion schrittweise an Effizienz gewinnt.
- **Rule of 40 Einordnung:** In der SaaS-Branchenanalyse verknüpft die **Rule of 40** das Umsatzwachstum mit der operativen Marge oder der FCF-Marge. **SAP SE** bewegt sich durch das zweistellige Cloud-Wachstum in Kombination mit steigenden betrieblichen Margen zunehmend stabiler in Richtung dieser Effizienzschwelle, was das Bewertungsmultiple gegenüber historisch niedrigeren Lizenz-Software-Multiples (unter **4,5x EV/Sales**) absichert.
- **Bull-Szenario:** Wenn **SAP SE** die Migration der On-Premise-Installationsbasis beschleunigt, das Cloud-ARR-Wachstum dauerhaft über **25 %** hält und Zusatzerlöse durch die Integration von KI-Lösungen (**SAP Business AI**) realisiert, führt dies nach marktüblichen Bewertungsstandards zu einer Annäherung des Multiples an Premium-SaaS-Peers im Bereich von **7,0x bis 8,0x EV/NTM Revenue**.
- **Basisszenario:** Wenn die Cloud-Umsatzdynamik im Rahmen der Unternehmensleitung verbleibt und die operative Effizienz plangemäß steigt, verbleiben die Multiplikatoren weitgehend stabil im Korridor von **5,5x bis 6,0x EV/NTM Revenue** bzw. **16,0x bis 18,0x EV/EBITDA**.
- **Bear-Szenario:** Wenn makroökonomischer Gegenwind oder verzögerte IT-Budgets bei Großkunden zu einer Stagnation der Cloud-Transformationsgeschwindigkeit führen, droht eine Neubewertung in Richtung des historischen Durchschnitts von Enterprise-Legacy-Software mit Multiples von unter **4,5x EV/NTM Revenue** und komprimierten Cashflow-Ertragsbewertungen.

Cybersecurity, Systemresilienz & Incident-Risk-Profil

Als zentrales Nervensystem globaler Konzern-IT trägt **SAP** die Verantwortung für die Betriebskontinuität und Datensicherheit tausender DAX- und Fortune-500-Unternehmen. Die laufende Transformation vom klassischen On-Premise-Lizenzmodell hin zu cloudbasierten ERP-Architekturen (**RISE with SAP, S/4HANA Cloud**) verändert das Cybersicherheits- und Resilienzprofil des Konzerns grundlegend. Während historische On-Premise-Installationen die Verantwortung für Sicherheitsupdates größtenteils beim Kunden beließen, übernimmt **SAP** in der Cloud das direkte Management der Infrastruktur und Softwareintegrität. Mit der Durchsetzung der **Clean Core**-Strategie und einem strikten **Zero-Trust-Ansatz** zielt der Konzern darauf ab, komplexe Eigenentwicklungen der Kunden von der Kern-Anwendung zu isolieren und so das Angriffsfeld für Schadsoftware radikal zu verkleinern.

- **Sicherheitsarchitektur & Zero-Trust:** Das Sicherheitskonzept der **SAP Business Technology Platform (BTP)** setzt auf Ende-zu-Ende-Verschlüsselung, strikte Mandantentrennung und automatisierte Bedrohungserkennung. Zur Vorbereitung auf künftige technologische Verschiebungen integriert der Konzern bereits Verfahren zur Post-Quanten-Kryptografie in seine Sicherheitsstandards.
- **Service Level Agreements (SLAs) & Systemverfügbarkeit:** Für die **S/4HANA Public Cloud** garantiert **SAP** eine vertragliche Verfügbarkeit von **99,9 %** im Monatsdurchschnitt. Für die **S/4HANA Private Cloud** im Rahmen von **RISE with SAP** liegt der Standard-SLA bei **99,7 %**, lässt sich jedoch optional auf **99,9 %** anheben. Unterschreitet die Verfügbarkeit diesen Schwellenwert, greift ein Kompensationsmodell: Kunden erhalten für jeden Prozentpunkt Abweichung eine Gutschrift von **2 %** der monatlichen Subskriptionsgebühr, gedeckelt auf maximal **100 %** der Monatsgebühr.
- **Historische Schwachstellen & Patch-Management:** In der Vergangenheit führten Sicherheitsslücken in älteren Architekturkomponenten (wie **SAP NetWeaver** oder der **ICM**-Komponente mit Schwachstellen wie **CVE-2020-6207** und **CVE-2022-22536**) zu erhöhten Risiken in hybrid betriebenen Kundenumgebungen. Durch fest etablierte, monatliche **SAP Security Patch Days** und automatisierte Bereitstellungsprozesse in der SaaS-Cloud wird das Zeitfenster für Zero-Day-Ausnutzungen im Vergleich zu Legacy-Systemen drastisch verkürzt.
- **Zertifizierungen & Audits:** Die Rechenzentren und Cloud-Dienste von **SAP** verfügen über globale Compliance-Nachweise. Hierzu zählen Zertifizierungen nach **ISO/IEC 27001** (Informationssicherheits-Managementsystem), **ISO 22301** (Business Continuity) sowie regelmäßige Auditberichte nach **SOC 1 Typ 2** und **SOC 2 Typ 2** (konsolidiert in den **SAP Central Cloud Services-Reports**) sowie dem **BSI C5-Kriterienkatalog**.

- **Regulatorische Risiken & Finanzielle Haftung:** Als US-börsennotierter ausländischer Emittent unterliegt **SAP** den erweiterten Offenlegungspflichten der SEC (Form **20-F**) bezüglich wesentlicher Cybersecurity-Vorfälle und Risk-Governance. Das finanzielle Schadenspotenzial im Falle von Datenverlusten wird primär durch die Europäische Datenschutz-Grundverordnung (**DSGVO**) bestimmt, die Geldbußen von bis zu **4 %** des weltweiten Jahresumsatzes vorsieht. Zivilrechtliche Haftungsrisiken bei ungeplanten Systemausfällen werden in den Cloud-Verträgen durch Haftungsgrenzen auf das Niveau der bezahlten Jahresgebühren beschränkt.

Aus der Perspektive des Incident-Risikos ergeben sich für die Resilienz des Unternehmens folgende deskriptive Szenarien:

- **Optimistisches Szenario:** Wenn der Migrationsanteil der Kundenbasis in die standardisierte **S/4HANA Cloud** weiter steigt und automatisierte Patch-Mechanismen Zero-Day-Risiken nahtlos abfangen, sinkt die operative Risikoprämie pro Kunde nachhaltig.
- **Basisszenario:** Wenn **SAP** die vertraglich garantierten Verfügbarkeiten von **99,9 %** stabil aufrechterhält und die monatlichen Sicherheits-Updates ohne operative Störungen im Kundenbetrieb ausrollt, verbleiben die finanziellen Incident-Risiken auf das Niveau kalkulierbarer Service-Gutschriften beschränkt.
- **Pessimistisches Szenario:** Wenn eine kritische Zero-Day-Schwachstelle in zentralen Cloud-Komponenten der **SAP Business Technology Platform** zu kaskadierenden Ausfällen in weltweiten Lieferketten führt, drohen neben unmittelbaren Reputationsverlusten auch spürbare Schadenersatzforderungen und intensive aufsichtsrechtliche Prüfungen.

Datenschutz (GDPR, CCPA), Algorithmus-Regulierung & AI-Governance

Die Verschärfung globaler Datenschutzregeln wie der **DSGVO (GDPR)** und des **CCPA** verändert das Marktumfeld für Enterprise-Software nachhaltig. Während rein werbefinanzierte B2C-Geschäftsmodelle unter der Einschränkung von Drittanbieter-Tracking und dramatisch steigenden Werbeakquisitionskosten (**CAC**) leiden, unterscheidet sich die Lage für **SAP** grundlegend. Als B2B-Anbieter ist das Unternehmen nicht direkt von digitalen Werbebudgets abhängig, sondern liefert die Infrastruktur für die Einholung, Speicherung und Verarbeitung von Kundendaten. Über Lösungen wie die **SAP Customer Data Platform (CDP)** und **SAP Emarsys** befähigt der Konzern Kunden dazu, von Drittanbieter-Cookies auf regelkonforme First-Party- und Zero-Party-Datenarchitekturen umzusteigen. Der regulatorische Druck zwingt Unternehmen zur Konsolidierung ihrer Datensilos, was die Nachfrage nach den datenschutzkonformen Cloud-Architekturen von SAP verstärkt.

Einen kritischen Wendepunkt markiert der **EU AI Act**, dessen stufenweise Durchsetzung strenge Auflagen für den Einsatz künstlicher Intelligenz etabliert. Innerhalb des SAP-Portfolios - insbesondere bei **SAP Business AI**, dem Assistenten **Joule** sowie Modulen in **SAP SuccessFactors** - fallen zahlreiche Anwendungsfälle in die Kategorie der **Hochrisiko-KI-Systeme** (Annex III). Dies betrifft vor allem KI-Agenten, die in der Personalauswahl, bei Leistungsbewertungen oder automatisierten Gehaltsstrukturierungen eingesetzt werden. Um signifikante Haftungsrisiken und Bußgelder - die unter dem EU AI Act bis zu **35 Mio. Euro** beziehungsweise **7 %** des weltweiten Jahresumsatzes erreichen können - abzuwenden, gelten strikte rechtliche und technische Rahmenbedingungen:

- **Menschliche Aufsicht (Human-in-the-Loop):** SAP integriert eine verbindliche Nutzerintervention in automatisierte Entscheidungsprozesse. Autonome KI-Agenten dürfen Vorschläge unterbreiten, die finale rechtliche und operative Verantwortung verbleibt jedoch beim Anwenderunternehmen.
- **Vermeidung von Algorithmic Bias:** Zur Vermeidung diskriminierender Muster bei KI-gestützten HR-Entscheidungen durchläuft jede Funktionalität Prüfungen auf Modelltransparenz (**Explainable AI**) und Datenrepräsentativität.
- **Governance & Standardisierung:** SAP hat ein internes **Global AI Ethics Steering Committee** etabliert, das jährlich hunderte KI-Anwendungsfälle prüft; ein substantieller Anteil von über **40 %** wird dabei als risikobehaftet eingestuft und nachgeschärft. Zudem sichert die Zertifizierung nach **ISO/IEC 42001** für KI-Managementsysteme die prozessuale Konformität ab.

Die Haftung für fehlerhafte oder fehlerhaft angewendete Algorithmen verbleibt nach aktuellem Recht zwar primär beim betreibenden Unternehmen (Deployer), jedoch drohen SAP bei systematischen Modellfehlern Reputationsschäden sowie vertragliche Regressansprüche. Um diesem Risiko zu begegnen, trennt SAP strikt zwischen Kundendaten und generischen Trainingsmodellen, um Datenschutzverletzungen bei Enterprise-Daten auszuschließen.

Die direkten Aufwendungen für Compliance, rechtliche Audits, die Entwicklung transparenter KI-Architekturen sowie der Aufbau von **SAP Sovereign Cloud**-Infrastrukturen belasten kurzfristig die operativen R&D- und Verwaltungsmargen. Gleichzeitig wandelt SAP diesen Aufwand in einen strategischen Wettbewerbsvorteil um. Regulatorische Vorgaben wie die **CSRD**-Nachhaltigkeitsberichterstattung und der **EU AI Act** zwingen Unternehmenskunden dazu, veraltete On-Premise-Systeme zu verlassen. Die Notwendigkeit lückenloser Audit-Trails beschleunigt somit die Transformation hin zu **SAP S/4HANA Cloud** und der **SAP Business Technology Platform (BTP)**.

Szenarisch betrachtet ergibt sich für die operative Entwicklung folgendes Bild:

- **Positivszenario:** Wenn SAP seine First-Mover-Rolle bei der Zertifizierung nach **ISO/IEC 42001** nutzt, um regulierungsintensive Branchen (Finanzsektor, Öffentlicher Sektor, Healthcare) vollständig in die Sovereign Cloud zu migrieren, wandeln sich die Compliance-Kosten in einen skalierbaren Burggraben mit steigenden wiederkehrenden Umsätzen.
- **Negativszenario:** Wenn verschärfte globale KI-Regulierungen zu verzögerten Produktfreigaben führen oder wenn hochkomplexe **Pay-per-AI-Usage**-Abrechnungsmodelle bei Unternehmenskunden auf Akzeptanzprobleme stoßen, steigen die Governance-Kosten überproportional an und bremsen das Cloud-Margenwachstum.

Aktuelle Nachrichtenlage & Markt-Katalysatoren

Die aktuelle Markt- und Nachrichtenlage der **SAP SE** im Oktober 2026 wird maßgeblich von zwei zentralen Treibern geprägt: der beschleunigten Migration von Bestandskunden auf die Cloud-ERP-Architektur **SAP S/4HANA** vor dem Ablauf der regulären Wartung für Alt-Systeme (**2027**) sowie dem Rollout von **Business AI** und autonomen Agenten-Systemen. In den Ergebnissen des zweiten Quartals 2026 verzeichnete **SAP** ein währungsbereinigtes Cloud-Umsatzwachstum von **24 %** auf **6,28 Mrd. EUR** sowie einen Anstieg des aktuellen Cloud-Auftragsbestands (**Current Cloud Backlog**) um währungsbereinigt **26 %** auf **22,9 Mrd. EUR**.

Auf makroökonomischer Ebene zeigen sich globale Unternehmen trotz volatiler Zinssätze und straffer IT-Budgets bereit, Kernprozesse im Rahmen digitaler Transformationen zu modernisieren. Regulatorische Anforderungen - darunter verlangte **CSRD-Compliance** (Corporate Sustainability Reporting Directive) und komplexe Lieferketten-Dokumentationspflichten - zwingen Großkonzerne zu integrierten Softwarelösungen. Zudem stellt der herannahende Stichtag für den Support älterer On-Premise-Systeme wie **SAP ECC** einen strukturellen Nachfragehebel dar. Laut Branchenanalysen nutzen **43 %** der befragten Unternehmen **SAPs** KI-Ankündigungen als primären Faktor für ihre ERP-Strategie.

In der Produktstrategie fokussiert sich das Management unter CEO **Christian Klein** auf die Transformation zum autonomen Unternehmen ("Autonomous Enterprise"). Die Einführung des KI-Kopiloten **Joule** sowie der fortlaufende Rollout von über **400 KI-Agenten** und **50 Assistenten** in der zweiten Jahreshälfte 2026 dienen als Hebel, um Cloud-Suiten gegenseitig zu verknüpfen und den Mehrwert pro Vertrag zu steigern. Zur Stärkung der Daten- und Analyse-Architektur tätigte **SAP** gezielte Akquisitionen, darunter **Reltio**, **Dremio** sowie **Prior Labs**. Während diese Zukäufe kurzfristig leicht verwässernd auf die operative Marge wirken, zielen sie darauf ab, die Datenbasis für KI-Modelle in komplexen Multicloud-Umgebungen abzusichern. Auf regulatorischer Seite entfiel ein wesentlicher Unsicherheitsfaktor, als die **EU-Kommission** im Juli 2026 das Kartellverfahren bezüglich der ERP-Wartung ohne Geldstrafe gegen Verpflichtungszusagen einstellte.

- **S/4HANA-Migrationsdruck:** Der nahende Fristablauf für Alt-Systeme beschleunigt den Wechsel zu **SAP Cloud ERP Private Edition** (vormals RISE with SAP) und sichert hochgradig planbare SaaS-Umsätze.
- **KI-Monetarisierung via Joule:** Die stärkere Verankerung gebührenpflichtiger KI-Funktionen und automatisierter Workflows in den Kernmodulen bietet Potenzial für eine Steigerung des durchschnittlichen Umsatzerlöses pro Kunde (**ARPU**).
- **M&A und Daten-Infrastruktur:** Die Integration von **Dremio**, **Reltio** und **Prior Labs** verbessert das Datenmanagement für Enterprise-Anwendungen, beeinflusst jedoch vorübergehend die operative Non-IFRS-Marge.
- **Regulatorische Entlastung:** Der Abschluss des Wettbewerbsverfahrens durch die **EU-Kommission** verringert juristische Risiken und schafft Rechtsklarheit für Wartungsverträge.

- **Basisszenario:** Wenn **SAP** das bisherige Cloud-Backlog-Wachstum von über **25 %** durch die fristgerechte Konvertierung von On-Premise-Kunden fortsetzt und die M&A-bedingte Margenverwässerung durch Effizienzgewinne im Kerngeschäft kompensiert, stabilisiert sich die operative Marge im prognostizierten Korridor.
- **Optimistisches Szenario:** Wenn die Monetarisierung der neuen **Business AI Platform** und der **Joule**-Agenten die vertragliche Verlängerung von Cloud-ERP-Bestellungen überdurchschnittlich stark antreibt und Synergien aus den Zukäufen von **Dremio** und **Prior Labs** schneller als erwartet greifen, beschleunigt sich das Umsatz- und Cashflow-Wachstum.
- **Pessimistisches Szenario:** Wenn Makro-Unsicherheiten zu Verzögerungen bei großvolumigen Migrationsprojekten führen oder die Akzeptanz kostenpflichtiger KI-Funktionen hinter den Erwartungen zurückbleibt, könnte sich das Wachstum des **Current Cloud Backlog** verlangsamen und den Hochlauf der Cloud-Marge belasten.

Anstehende bekannte Events

Der Unternehmenskalender von **SAP SE** zeichnet sich in der zweiten Jahreshälfte 2026 durch eine hohe Dichte an strategisch relevanten Terminen aus, bei denen die Visibilität der KI-Monetarisierung und das Wachstum der **Cloud ERP Suite** im Zentrum der Marktaufmerksamkeit stehen.

- **Q3 2026 Finanzergebnisse (21. Oktober 2026):** Die Veröffentlichung der Zahlen für das dritte Quartal 2026 erfolgt am 21. Oktober um **22:05 Uhr CEST**, gefolgt von der Analystenkonferenz um **23:00 Uhr CEST**. Der Marktkonsens erwartet ein **Ergebnis je Aktie (EPS)** von durchschnittlich **2,03 USD**. Besondere Aufmerksamkeit gilt dem **Cloud-Umsatzwachstum**, für das Analysten eine Steigerung von ca. **24 %** veranschlagen, sowie dem **Current Cloud Backlog**, dessen Wachstumsrate nach **25 %** in Q1 und **26 %** in Q2 bei etwa **24 % bis 25 %** prognostiziert wird. Neben den Erlösquoten steht die Entwicklung der operativen Marge unter Beobachtung, da vorübergehende Investitionsaufwände für F&E und Token-Kosten im KI-Sektor auf die Kostenstruktur wirken.
- **SAP TechEd 2026 Berlin (27. bis 29. Oktober 2026):** Auf der zentralen Entwickler- und Technologiekonferenz in der Messe Berlin (sowie virtuell) stehen die technologische Roadmap und Produkt-Launches im Vordergrund. Der Fokus richtet sich auf den Ausbau von **Agentic AI** und die tiefer gehende Integration des KI-Assistenten **Joule** in HR-, Finanz- und Wertschöpfungsprozesse über die **SAP Business Technology Platform (BTP)**. Für institutionelle Marktteilnehmer dienen die gezeigten Anwendungsfälle als Gradmesser für den technologischen Abstand zu Wettbewerbern im Enterprise-Software-Segment.
- **Q4 und Gesamtjahresergebnisse 2026 (28. Januar 2027):** Am 28. Januar 2027 legt **SAP SE** ab **06:00 Uhr CET** die vorläufigen Zahlen für das vierte Quartal sowie das abgelaufene Geschäftsjahr 2026 vor (Analystenkonferenz um **07:00 Uhr CET**). Marktentscheidend wird der Abgleich mit den Jahreszielen sein, die ein **Non-IFRS Betriebsergebnis** von **13,45 Mrd. EUR bis 13,90 Mrd. EUR** sowie einen **Cloud-Umsatz** in einer Spanne von **29,15 Mrd. EUR bis 29,61 Mrd. EUR** vorsehen.
- **Veröffentlichung des Integrierten Berichts 2026 (4. März 2027):** Die detaillierte Berichterstattung umfasst neben den endgültigen auditierten Finanzkennzahlen auch Berichte zur Governance, der **CSRD-Compliance** sowie detaillierte Segmentanalysen zur Kundenmigration im Rahmen von **RISE with SAP**.

- **Q1 2027 Finanzergebnisse (22. April 2027):** Die Bekanntgabe der Ergebnisse des ersten Quartals 2027 ist für den 22. April um **22:05 Uhr CEST** angesetzt und bildet den Auftakt zur Überprüfung der angekündigten Wachstumsbeschleunigung für das Gesamtjahr 2027.

Die Erwartungshaltung des Marktes fokussiert sich auf die Frage, ob **SAP SE** den Spagat zwischen den F&E-Skalierungskosten im KI-Bereich und der angestrebten Margenausweitung meistern kann. Szenarien bezüglich des Erreichens der operativen Jahresziele hängen maßgeblich davon ab, wie dynamisch die Konvertierung des **Current Cloud Backlogs** in bilanzwirksame Umsätze verläuft und in welchem Ausmaß die Monetarisierung von Zusatzmodulen wie **Joule** und spezifischen **AI Agents** den durchschnittlichen Ertrag pro Nutzer steigert.

Fazit & Investment-Synthese

FAZIT & INVESTMENT-SYNTHESE

SAP befindet sich mitten in einer der bedeutendsten fundamentalen Transformationen der Unternehmensgeschichte: dem Wandel vom klassischen Softwarelizenz-Anbieter zum reinen Cloud-SaaS-Konzern. Für Privatanleger lässt sich das Kernmodell leicht zusammenfassen: Das Walldorfer Unternehmen stellt das digitale Nervensystem globaler Konzerne bereit - von der Finanzbuchhaltung über die Lieferkette bis zum Personalwesen. Da ein Wechsel des ERP-Systems für Unternehmen enorm riskant und teuer ist, profitiert **SAP** von extrem hohen Wechselkosten und tiefen Burggräben. Durch das bevorstehende Support-Ende für ältere On-Premise-Systeme im Jahr 2027 sind Kunden schlichtweg gezwungen, auf die modernere **S/4HANA Cloud** und Transformationspakete wie **RISE with SAP** umzusteigen. Dies garantiert planbare, wiederkehrende Umsätze über Jahre hinweg.

Aus institutioneller Sicht untermauern die harten Kennzahlen für das zweite Quartal **2026** diese Investment-Story mit beeindruckender Dynamik. Der Gesamtumsatz stieg währungsbereinigt um **11 %** auf **9,88 Mrd. EUR**, maßgeblich getrieben von einem Anstieg der Cloud-Erlöse um **24 %** auf **6,28 Mrd. EUR**. Das Herzstück, die **Cloud ERP Suite**, wuchs sogar um **27 %** auf **5,53 Mrd. EUR** und stellt mittlerweile **88 %** der gesamten Cloud-Erlöse dar. Mit einem währungsbereinigt um **26 %** gekletterten Cloud-Auftragsbestand (**Current Cloud Backlog**) von **22,9 Mrd. EUR** ist die Visibilität für künftiges Wachstum hoch. Das operative Ergebnis (Non-IFRS) legte um **9 %** auf **2,7 Mrd. EUR** zu, während die Cloud-Bruttomarge mit **74,6 %** hoch blieb. Institutionelle Investoren blicken nun vorrangig auf die Monetarisierung von **SAP Business AI** sowie dem KI-Assistenten **Joule** und beobachten die Integration verhaltener Akquisitionen wie **Dremio**, **Prior Labs** und **TechWolf** hinsichtlich möglicher Margenverwässerungen.

KERNTAKTEN & KATALYSATOREN

- **Burggraben & Migrationsdruck:** Die unverzichtbare Verankerung in geschäftskritischen Prozessen globaler Großkonzerne sorgt für verlässliche Einnahmen. Die harte Frist für das Support-Ende von On-Premise-Lösungen im Jahr 2027 fungiert als automatischer Nachfragetreiber für die **Cloud ERP Suite**.
- **Katalysator Business AI & M&A:** Die tiefgreifende Einbettung der KI-Plattform **SAP Business AI** und autovertraglicher KI-Agenten in bestehende Geschäftsprozesse erhöht den Umsatz pro

Kunde (ARPU). Gezielte Zukäufe wie **TechWolf** stärken das Produktportfolio im Bereich Human Resources und Datenmanagement.

- **Operationelles Risiko & Margendruck:** Der beschleunigte Niedergang des hochprofitablen traditionellen Lizenzgeschäfts (-32 %) gepaart mit hohen F&E-Aufwendungen für KI-Infrastruktur und kurzfristig verwässernden M&A-Effekten belastet temporär die operative Marge.

FUNDAMENTALE SZENARIO-ANALYSE

- **Bull Case:** Wenn die Migration der Bestandskunden auf die Cloud durch den heranrückenden 2027-Termin dynamisch beschleunigt wird und die kostenpflichtigen **Business AI**-Module eine breite Akzeptanz finden - dann steigt das Cloud-Umsatzwachstum auf über **25 %**, die Cloud-Bruttomarge expandiert in Richtung **77 %** und **SAP** baut seine Marktanteile gegenüber der Konkurrenz signifikant aus.
- **Base Case:** Wenn die planmäßige Umstellung der ERP-Installationsbasis gemäß den Unternehmensprognosen verläuft und KI-Erweiterungen moderat monetarisiert werden - dann stabilisiert sich das Cloud-Umsatzwachstum im Bereich von **22 % bis 24 %**, was bei konsequenter Kostendisziplin zu einer soliden Steigerung des operativen Ergebnisses und zur Behauptung der Marktführerschaft führt.
- **Bear Case:** Wenn makroökonomische Unsicherheiten die Investitionsbereitschaft von Unternehmenskunden lähmen, Transformationsprojekte verzögert werden und die hohen KI-Infrastrukturkosten die Profitabilität belasten - dann kühlt das Cloud-Wachstum auf unter **18 %** ab, was den Einbruch der Softwarelizenz-Erlöse nicht mehr vollständig kompensieren kann und zu Margendruck führt.