SAP ADR

ANÁLISIS PROFUNDO · Horizonte 5-10 años / 5-10 year horizon

NOTA FINAL: 8.75/10

Empresa: 9.30/10

Oportunidad actual: 8.10/10

Riesgo: Medio-alto

Tesis 5-10 años: Muy favorable

Veredicto: COMPRA SELECTIVA

Fecha del informe: 16/10/2026

reference_price: 225.00 USD

Fecha editorial: 19/10/2026 · Ticker: SAP · Versión: 5

El precio pertenece al informe aportado; no es una cotización actual. / The reference is the supplied report price, not a live quote.

ERP crítico y migración cloud sostienen una compra selectiva; costes de IA, adquisiciones y valoración limitan la convicción.

Embedded ERP and cloud migration support selective buying, with AI costs and acquisition funding limiting conviction.

Negocio y novedades / Business and developments

La migración cloud convierte una base instalada difícil de sustituir en ingresos más recurrentes. Q2 muestra CCB de 22.929 millones EUR y crecimiento del 26% a divisa constante. La fuente primaria distingue ventas cloud +22% publicadas y +24% constantes, y ventas totales +9% publicadas y +11% constantes: no son el mismo crecimiento. El backlog no es beneficio ni caja garantizada.

La cuenta IFRS de Q2 registra 2.643 millones EUR de resultado operativo frente a 2.743 millones non-IFRS. El ProResearch presenta 2.728 en su tabla operativa: se conserva la discrepancia y se prioriza la definición primaria. El BPA IFRS básico 1,89 incluye una mezcla diferente de la medida non-IFRS 1,59. No capitalizo ganancias financieras como si fueran margen ERP recurrente.

SAP has a durable ERP franchise, critical transactional data and high switching costs. Cloud migration supports a long runway, but backlog is not guaranteed profit. Q2 current cloud backlog was EUR22.929bn, growing 26% at constant currencies. Cloud revenue grew 22% reported and 24% at constant currencies; total revenue grew 9% and 11%, respectively. Reltio contributed less than one percentage point to backlog growth, so it is not entirely organic.

Primary Q2 operating profit was EUR2.643bn IFRS and EUR2.743bn non-IFRS, different from EUR2.728bn in the supplied table. Basic EPS was EUR1.89 IFRS and EUR1.59 non-IFRS; financial gains and tax effects should not be capitalised as recurring ERP margin. Primary operating guidance is EUR11.8–12.2bn at constant currencies, versus the PDF range of EUR11.2–11.8bn. Annual FCF guidance remains about EUR10bn at actual currencies, a forecast rather than realised cash.

Valoración, caja y financiación / Valuation, cash and funding

La fuente primaria mantiene guía FCF de aproximadamente 10.000 millones EUR a divisas reales y beneficio operativo non-IFRS de 11.800–12.200 millones a divisas constantes, frente a 11.900–12.300 previa. El rango 11.200–11.800 del PDF no coincide. H1 CFO 6.666 y FCF 6.250 millones no se confunden con el trimestre. Reltio aporta menos de un punto al crecimiento del backlog: no es todo orgánico. No se presenta la guía como ejecución ni se mezcla crecimiento constante con euros publicados.

El CFO trimestral es 3.153 millones EUR y el FCF corporativo 3.002; el residuo de 151 no se etiqueta automáticamente como capex puro. El informe muestra 3.037 de levered FCF con otra definición. No sumo la cifra ajustada al CFO ni resto dos veces desarrollo, intereses o alquileres. El trimestre no se anualiza como caja permanente: cobros anticipados, impuestos y reestructuración alteran calendario. SBC, pagos de arrendamiento y la definición anual necesitan conciliación antes de afirmar caja económica exacta.

La I+D ya está dentro del gasto; no la descuento de nuevo. Dremio y Prior Labs añaden inversión externa y dilución de margen; TechWolf es un acuerdo anunciado el 6 de octubre, pendiente de cierre, de precio no divulgado. No distribuyo todo el FCF suponiendo que la IA se financia gratis. La deuda de 9.939 millones del PDF es una foto de junio, no un saldo a octubre ni deuda neta certificada.

Para entender el precio, una sensibilidad propia sobre caja económica por ADR actual de 7,50 USD y crecimiento del 12% anual durante cinco años produce 13,22 USD en octubre de 2031. A 20 veces, el valor terminal nominal sería 264,35 USD; con crecimiento del 6% y 18 veces, 180,66 USD; al 15% y 24 veces, 362,04 USD. Son supuestos, no previsiones ni valores actuales descontados. No añado caja retenida ni recompras ni dividendos a esos múltiplos, ni prometo una TIR. El coste de crecimiento debe caber en el flujo después de SBC, impuestos, mantenimiento y adquisiciones necesarias.

Q2 CFO was EUR3.153bn and company FCF EUR3.002bn, versus the provider levered FCF EUR3.037bn. The EUR151m difference is not automatically pure capex. H1 CFO and FCF were EUR6.666bn and EUR6.250bn; a quarter cannot be annualised as permanent distributable cash. SBC, lease payments, taxes and working capital require a homogeneous reconciliation. Development already expensed or capitalised must not be deducted twice.

Dremio and Prior Labs require external capital and affect margins; TechWolf was agreed on October 6, with closing pending and price undisclosed. The EUR9.939bn debt figure is a June snapshot, not October net debt. R&D and AI token costs already pass through expenses. Growth must fund these costs and necessary acquisitions before all FCF could be returned. Refinancing is not free owner cash.

At USD225 per NYSE ADR, USD7.98 consensus EPS implies 28.20x, not exactly the displayed 27.7x; the EUR accounts and USD security require a consistent FX bridge. One ADR represents one ordinary share. Assuming USD7.50 economic cash per ADR after costs, five years of 6%, 12% or 15% growth and terminal multiples of 18x, 20x or 24x produce approximately USD180.66, USD264.35 and USD362.04 in October 2031. These are nominal scenarios, not present values, price targets or expected IRRs. Buybacks, retained cash and dividends are not added again.

Riesgos, cambios y fuentes / Risks, changes and sources

La tesis 5–10 años es favorable por migración, datos y pricing, limitada por consumo de tokens, ejecución de agentes, competencia y mantenimiento legacy. Revisar si CCB pierde crecimiento frente a ventas cloud, si el margen no mejora después de invertir o si las compras absorben recurrentemente el excedente. La combinación permite compra selectiva, sin etiquetar el ADR como compra excepcional.

Company 9.30 reflects durable embedded software; opportunity 8.10 reflects a demanding starting yield and execution requirements; overall 8.75 is an independent editorial judgment. SELECTIVE BUY: cloud migration can fund attractive long-term growth, while acquisition costs, AI returns and cash normalisation limit conviction. Watch backlog versus cloud sales, margins after investment, and acquisitions consuming the surplus.

Revisión frente a v4: COMPRA pasa a COMPRA SELECTIVA. Se repite Q2 2026; los cambios proceden del precio de referencia, alcance de fuentes y juicio de caja/valoración, no de un trimestre nuevo. Comparación con ficha pública anterior, sin atribuir una nueva lectura íntegra de sus PDF.

Compared with the previous public page, this revision changes valuation judgment and the report reference price while Q2 2026 is repeated. It is not evidence of a new quarter deteriorating. Historical scores and PDFs remain available.

Fuentes y límites / Sources and limits: ProResearch privado, pp.1–11; documentación corporativa de resultados Q2, financiación y anuncios hasta el corte, consultada el 19/10/2026. Los escenarios son supuestos propios; no targets ni valor intrínseco validado. / Private supplied report and primary corporate documents through the cutoff; scenarios are analyst assumptions, not validated intrinsic values.

Conclusión / Conclusion

ERP crítico, datos transaccionales y costes de cambio muy altos sostienen recurrencia y una migración de muchos años. La calidad merece 9,30, pero no es inmune a costes de IA, complejidad de implantación, presión sobre soporte ni disciplina de adquisiciones.

A 225 USD el ADR no es una ganga por una caída histórica. El BPA de consenso 7,98 y el PER tabulado 27,7 no concilian exactamente: 225/7,98=28,20. Además las cuentas están en EUR y el informe no acredita una conversión homogénea. El FCF yield 3,76% es contexto no reconstruido. Oportunidad 8,10 por crecimiento recurrente a valoración exigente, con entrada selectiva.

8,75 y COMPRA SELECTIVA: negocio extraordinariamente resistente con capacidad de autofinanciar expansión, pero el precio requiere crecimiento real y monetización de IA después de sus costes. No se deriva de una media.

Company 9.30 reflects durable embedded software; opportunity 8.10 reflects a demanding starting yield and execution requirements; overall 8.75 is an independent editorial judgment. SELECTIVE BUY: cloud migration can fund attractive long-term growth, while acquisition costs, AI returns and cash normalisation limit conviction. Watch backlog versus cloud sales, margins after investment, and acquisitions consuming the surplus.

Documentación consultada / Consulted documents

1. 2026-07-23 · Q2/H1, cash flow and outlook tables; parcial

2. 2026-10-06 · Acuerdo adquisición; extracto

3. 2026-10-16 · Identidad ADR1:1; consulta actual sin timestamp histórico certificado