

SAP AG (SAP)

Un lider de piata IT completeaza un sector lipsa la BVB

SAP AG detine pozitia de lider mondial al pietei de software pentru managementul companiilor cu o cota de piata de 23% si un portofoliu de peste 170,000 de clienti si 12 milioane de utilizatori. Tranzactionarea sa pe sistemul alternativ al BVB are darul de a completa unul din sectoarele lipsa ale bursei noastre, oferind investitorilor ocazia de a isi diversifica plasamentele.

Potentialul unei companii IT combinat cu unele caracteristici defensive

Simbol BVB	SAP
Ultimul pret de inchidere (EUR)	35.60
Variatia fata de pretul de la 31.12.2010 (EUR)	-6.56%
Mediana estimarilor de pret ale analistilor Reuters (EUR)	47.00
Capitalizare (mil EUR, 12.09.2011)	43,630.75

Sursa: Thomson Reuters

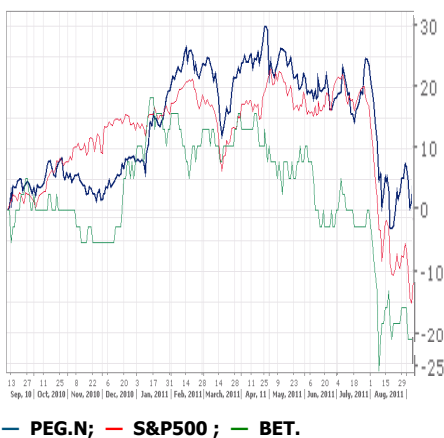
Dezvoltatorul de software pentru management SAP AG (BVB: SAP) face parte din sectorul „IT”, un sector care este inclus in supra-sectorul „Tehnologie” (alaturi de firmele din sectoarele „Media”, „Biotehnologie” si, in unele clasificari, „Telecomunicatii”). De obicei companiile apartinand acestui sector au un comportament pro-ciclic pronuntat ceea ce le face foarte atractive in perioadele de expansiune economica si le coboara accentuat cotatiile in perioadele de recesiune sau perioade economice incerte.

Totusi actiunile SAP au o serie de caracteristici ce sunt specifice mai degraba actiunilor defensive. In primul rand ne referim la politica de dividende, din 1988 si pana in prezent compania distribuind actionarilor in fiecare an o parte din profit. Mai mult, in ultimii zece ani atat valoarea absoluta cat si randamentul dividendelor s-au aflat pe un trend general ascendent.

De asemenea senzitivitatea pretului titlurilor SAP la miscarile pietei (masurata prin indicatorul Beta) a fost, in ultimii 5 ani, semnificativ subunitara (respectiv 0.62, conform Thomson Reuters). Ca atare SAP a scazut mai putin decat media pietei in timpul recente crize. Mai mult, de la minimele din martie 2008 si pana in prezent, actiunile companiei si-au revenit mai bine decat indicele DAX.

Aceast comportament greu de categorisit (pe care nu il putem denumi decat „hibrid”) ar putea fi datorat faptului ca piata de software pentru management este mult mai putin volatila decat cea de retail dar si datorita modelului de afaceri al SAP. Acesta implica bariere mari la inlocuirea sa de catre un concurent la nivelul clientilor actuali si genereaza venituri ulterioare instalarii initiale din mentenanta si instruirea personalului clientilor. Acest lucru i-a permis sa si profite de pozitia de lider de piata, portofoliul sau numarand in prezent peste 170,000 de clienti si 12 milioane de utilizatori.

SAP vs. DAX vs. BET
(%, 9.09.10 - 9.09.11)



Sursa grafic: Thomson Reuters

Incadrare in sectorul de activitate

Dezvoltatorul de software pentru management SAP AG (BVB: SAP) face parte din sectorul „IT”, un sector inclus in supra-sectorul „Tehnologie” (alaturi de firmele din sectoarele „Media”, „Biotehnologie” si, in unele clasificari, „Telecomunicatii”). De obicei companiile apartinand acestui sector au un comportament pro-ciclic pronuntat motiv pentru care, din perspectiva teoriei rotatiei sectoriale, intervalul optim de investire in acest tip de actiuni este considerat cel cuprins intre a doua parte a recesiunii si inceputul expansiunii.

Spre deosebire de media sectorului SAP are insa avantajul ca se adreseaza exclusiv partii administrative a companiilor motiv pentru care, dupa cum se poate vedea si din graficul din pagina 7, pretul actiunilor a fost mai putin afectat de recenta criza financiara relativ la performanta indicelui DAX. „Reversul medaliei” este ca, nefiind implicata direct in segmentul accesoriilor IT de utilizare in masa (telefoane inteligente, tablete, etc.) sau al aplicatiilor IT destinate consumatorilor individuali, SAP nu are nici potentialul pentru cresteri spectaculoase al unor companii gen Apple, Google sau LinkedIn. Totusi dezvoltarea economica rapida din anumite tari emergente (cum ar fi grupul BRIC) implica si noi oportunitati pentru software-ul de afaceri, mai ales avand in vedere tendinta de recuperare a diferentei in gradul de informatizare care este, in prezent, mai redus in aceste tari comparativ cu cel din SUA, UE sau Japonia.

Este de remarcat faptul ca recenta criza economica a fost benefica afacerilor SAP deoarece companiile din toata lumea s-au orientat spre eficientizarea operatiunilor. Compania germana nu este insa neafectata de ritmul relativ rapid de schimbare din sectorul IT. Astfel am identificat o serie de tendinte recente care, in opinia noastra, au un impact important asupra operatiunilor curente si viitoare ale SAP: „big data”, „cloud computing”, servicii personalizate pentru IMM-uri, „business intelligence 2.0” si tendinta de a achizitiona pachete software – hardware de la un singur furnizor. Ca atare este de asteptat ca SAP va trebui sa continue un ritm ridicat al investitiilor atat pentru cercetare si dezvoltare dar si pentru fuziuni si achizitii. In acest sens remarcam ca pana acum model SAP a fost unul de dezvoltare organica in timp ce alti jucatori, cum ar fi Oracle, s-au bazat in special pe achizitii.

Principalii competitori ai companiei sunt Oracle, NetSuite, Salesforce.com, Workday si SAS Institute (ultimele doua fiind institutii nelistate) iar mai recent si IBM si Microsoft (desi cu aceasta din urma SAP deruleaza in prezent un parteneriat in domeniul cloud-computing). Este de asteptat ca mediul concurential dinamic sa afecteze marjele din domeniu chiar si pentru firmele din pozitii dominante, asa cum este SAP.

In scopul derivarii unei plaje de preturi teoretice pentru actiunile SAP, am selectat, folosind Reuters Knowledge, un numar de companii listate care activeaza cu precadere in domeniul software. Dintre societatile existente numai 10 aveau o capitalizare bursiera cu cel mult 91% mai mica dar cu maxim 200% mai mare comparativ cu SAP, pe baza pretului de inchidere de la 9.09.2010. Pentru acest grup, denumit in continuare „segment de sector relevant” sau „peer group”, am agregat multiplii sectoriali si am calculat preturile teoretice la care se face referire in cadrul capitolului „Evaluare”. Grupul de companii comparabile alese pentru aceasta analiza il puteti regasi si in tabelele de mai jos in care prezentam, suplimentar fata de multiplii selectati pentru evaluare, o serie de indicatori pe care ii consideram de interes pentru investitori.

Compania	Oracle	SAP	Salesforce	Intuit	Symantec	Adobe	Check Point	CA, Inc.	Red Hat	BMC	Autodesk
Indicatori de activitate											
Test acid	2.50	1.29	0.51	0.92	0.73	3.04	2.12	1.03	1.55	1.45	2.02
Grad de indatorare	45.91%	52.21%	58.55%	48.81%	62.04%	35.38%	23.87%	51.71%	40.81%	63.19%	39.84%
TIE	14.89	16.75	0.89	16.78	6.85	17.45	N/A	18.75	N/A	26.72	N/A
Indicatori de crestere											
Variatie CA, y/y, LTM	32.82%	20.35%	68.25%	11.46%	7.08%	24.34%	15.98%	6.37%	23.23%	9.61%	14.21%
Var. medie CA, ult. 5 ani, anualizat*	14.63%	5.98%	27.23%	7.58%	3.55%	8.09%	13.80%	2.35%	17.81%	5.50%	1.19%
Variatie EPS, y/y, LTM	37.82%	-4.03%	-51.65%	21.08%	-17.86%	161.74%	24.22%	10.60%	22.85%	12.86%	43.86%

* medie geometrica

Sursa date: Thomson Reuters

Incadrare in sectorul de activitate (continuare)

Compania	Oracle	SAP	Salesforce	Intuit	Symantec	Adobe	Check Point	CA, Inc.	Red Hat	BMC	Autodesk
Indicatori de profitabilitate											
Marja operationala, LTM	33.78%	20.28%	0.84%	26.15%	15.16%	28.85%	50.07%	28.19%	16.25%	25.62%	15.12%
Marja neta, LTM	23.99%	14.37%	1.46%	16.46%	9.78%	23.78%	42.77%	18.11%	11.99%	21.78%	12.30%
ROA, LTM	11.62%	9.20%	0.83%	12.41%	5.22%	11.55%	13.28%	6.91%	5.15%	10.34%	8.60%
ROE, LTM	21.49%	19.26%	1.99%	24.24%	13.74%	17.87%	17.44%	14.31%	8.69%	28.09%	14.29%
Indicatori de eficienta											
Cifra Afaceri / angajat, LTM, mii EUR	240.56	247.67	223.21	366.21	252.34	325.20	383.81	247.15	190.95	248.81	223.87
Profit net / angajat, LTM, mii EUR	57.72	35.58	3.26	60.29	24.68	77.34	164.17	44.75	22.89	54.20	27.53

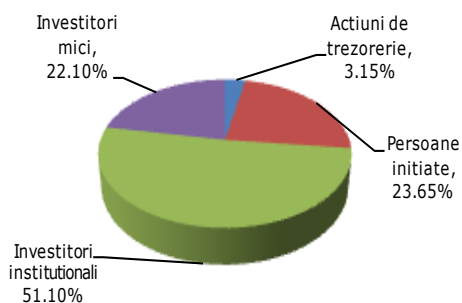
(EURUSD = 1.3657)

Sursa date: Thomson Reuters

In Romania, desi atat jucatori internationali ca Oracle ori SAP cat si companii locale sunt prezente pe piata solutiilor pentru afaceri, in special la nivelul institutiilor multinationale si al altor institutii mari (cum ar fi bancile) sectorul IT nu este reprezentat la BVB. Acest lucru face ca investitorii locali sa poata beneficia de expansiunea din domeniu numai asumandu-si riscurile inerente unei investitii intr-o alta moneda decat leul. Trebuie precizat ca nici pentru actiunile SAP tranzactionate pe sistemul ATS al BVB acest risc redus dar nu eliminat complet (desi tranzactionarea se va face in lei), fluctuatiile EURRON avand potentialul sa conduca la variatii in pretul actiunilor exprimat in RON (chiar daca pretul in euro ar ramane constant).

Organizare, guvernanta si activitate

**Structura actionariatului SAP
(28.02.2011)**

Sursa: www.sap.com/corporate-en/investors

SAP AG, companie cu sediul central in Germania, detine pozitia de lider mondial al pietei de software pentru managementul companiilor. SAP a fost fondata in 1972 de catre 5 fosti angajati ai IBM pentru a dezvolta si comercializa software-ul de contabilitate cunoscut sub denumirea R/1. De-a lungul anilor compania si-a diversificat oferta si a devenit liderul segmentului de piata in care activeaza iar cota de piata a companiei creste in continuare. Astfel, conform Gartner Inc., in 2010 cota de piata a SAP a fost de 23%, in crestere fata de la 22.4% in 2009.

SAP este prezenta in aproximativ 120 de tari si opereaza atat prin intermediul a numeroase filiale (insumand peste 53,000 de angajati) cat si prin asocierea cu parteneri locali. Odata cu achizitionarea, in mai 2010, a producatorului de platforme pentru baze de date Sybase, SAP este organizata in 4 divizii (Produce, Consultanta, Educatie si Sybase) care opereaza la nivel global in 5 mari areale geografice: Europa, America de Nord, Africa si Orientul Mijlociu, America Latina, si Asia Pacific. Achizitia Sybase, prima astfel de tranzactie majora de la preluarea firmei franceze Business Objects in 2007, are rolul de a reduce dependenta companiei fata de bazele de date ale pricipalului rival, Oracle.

Conform unui raport al companiei si paginii web a consultantului BlueOceanSystems, in luna august 2011 compania avea mai mult de 12 milioane de utilizatori angajati ai celor peste 170,000 de clienti pentru care ofera servicii personalizate legate de necesitatile acestora de management. Obiectivele SAP pentru urmatorii 5 ani sunt foarte ambitioase: o cifra de afaceri anuala de 20 mld. de euro, 1 miliard de utilizatori si 35% marja operationala.

Potrivit consensului actual al pietei produsele si serviciile SAP raspund bine sau chiar foarte bine la 4 dintre cele 5 trenduri identificate de noi in segmentul de

Organizare, guvernanta si activitate (continuare)

piata pe care opereaza compania. Astfel prin lansarea HANA (High-performance ANalytic Application) raspunde tendintei „BigData” (prelucrare in timp real a unui volum mare de date) cat si „business intelligence 2.0” (analiza manageriala in adancime efectuata in timp real). Trebuie mentionat ca de la achizitia, in 2007, a BusinessObjects SAP a dobandit o capacitate importanta de a concura pe segmentul „business intelligence”.

In acelasi timp, prin linia de afaceri BusinessByDesign, SAP intra in domeniul serviciilor personalizate pentru IMM dar isi sporeste si prezenta din cloud computing (desi concurenta din domeniu ar putea pune presiune asupra marjelor). In ceea ce priveste dezavantajul relativ la Oracle al lipsei ofertei de hardware propriu acesta poate deveni un avantaj prin prisma flexibilitatii, mai ales avand in vedere parteneriatele in derulare cu HP, Dell, IBM, Fujitsu si Cisco.

In prezent SAP actioneaza intr-un mediu dinamic care ofera numeroase provocari iar modul in care compania va sti sa raspunda va determina, in mare masura, si evolutia viitoare a actiunilor acesteia. In acest sens am considerat utila o sumara prezentare a starii de fapt actuale sub forma unei analize tip „SWOT”:

Strengths (Puncte tari)	Weaknesses (Puncte slabe)
a. Lider de piata cu o cota, in crestere, de circa 23%; b. Costuri mari de inlocuire; c. Odata instalat necesita mentenanta si instruire; d. Se preteaza unui numai mare de platforme hardware; e. Crestere mai mult organica, pana in prezent.	a. Nu ofera si platforme hardware; b. A intrat tarziu pe segmentul IMM; c. Canalele de vanzari necesita investitii aditionale.
Opportunities (Oportunitati)	Threats (Amenintari)
a. Cerere mare de Big Data (perspective bune pt. HANA); b. Primire buna pe segment IMM pt. Business ByDesign; c. Achizitia Sybase reduce dependenta de Oracle; d. Cererea in crestere pt. „business intelligence”.	a. Concurenta (ex. Oracle, IBM, Microsoft, NetSuite); b. Necesitatea de noi achizitii (analiza, data warehouse); c. Mediul macroeconomic poate descuraja clientii.

Potrivit paginilor web ale Deutsche Borse si SAP si serviciului de date Reuters Knowledge, la 28.02.2011, presedintele Consiliului de Supraveghere al SAP, Prof. Dr. h.c. Hasso Plattner, detinea 9.95% din actiuni, iar doi dintre fondatorii companiei (in prezent retrasi din activitate) detineau 7.58% (dl. Klaus Tschira) si, respectiv, 6.13% (dl. Dietmar Hopp). Ceilalti actionari aveau in proprietate, la data respectivei raportari, pachete de sub 3% din totalul actiunilor emise (circa 22% investitori retail si 51% institutionalii), iar 3.17% din actiuni erau detinute de companie ca actiuni de trezorerie.

Conform datelor oferite de emitent, conducerea societatii este organizata pe doua niveluri: un Consiliu de Supraveghere (CS) compus din 16 membri care are rolul de a coordona procesul decizional strategic al companiei si un Comitet Director (CD) compus din 6 membrii al carui rol este de a organiza si superviza activitatile de implementare a strategiei companiei.

Nu exista un consens in piata in privinta calitatii guvernantei corporative la SAP (Deutsche Borse o plaseaza la nivelul cel mai de sus – „Prime Standard”, Morningstar ii acorda un calificativ mediu in timp ce Governance Metrics International apreciaza guvernanta SAP ca foarte slaba). Dintre obiectiile ridicate de GMI am retinut insa numai 2 ca fiind importante (politici contabile agresive legate de cheltuielile operationale si imobiliarile necorporale) motiv pentru care apreciem guvernanta corporativa la SAP, asa cum este prezentata de emitent pe portalul web dedicat investitorilor, ca fiind medie spre buna.

Aceasta deoarece, alaturi de cele 2 observatii pertinente ale GMI consideram ca pot exista alte 4 puncte nevralgice din perspectiva unui actionar. Astfel, nu consideram oportun faptul ca 50% din membrii CS sunt

Organizare, guvernanta si activitate (continuare)

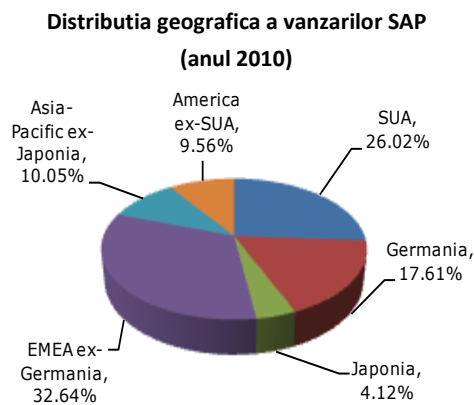
alesi de angajati si nici numarul par de membri din care sunt compuse atat CS cat si CD. In plus 3 dintre membrii CS par a fi angrenati in conducerea prea multor alte companii pentru a fi eficienti in toate aceste roluri si, desi compania a mai functionat cu succes in acest fel, nu ni se pare eficienta structura actuala cu doi directori generali.

Facand abstractie de aceste inconveniente mentionam ca SAP AG respecta recomandarile Codului German de Guvernanta Corporativa fiindu-i acordat statutul „Prime Standard” privind calitatea guvernantei de catre Deutsche Borse. In plus, sistemul de remunerare al conducerii pare a fi bine aliniat cu interesele pe termen lung ale actionarilor iar presedintele CS detine circa 10% din actiunile companiei ceea ce aduce un plus important in rezolvarea problemei de agent.

Imaginea de ansamblu pe care o proiecteaza activitatile operationale ale SAP este una de soliditate, preocupare pentru inovare si intuire a directiilor viitoare ale pietei. In acelasi timp mediul concurential cat si cel macroeconomic implica si provocari importante carora compania va trebui sa le faca fata.

Analiza situatii financiare

In cele ce urmeaza vom analiza o serie de indicatori financiari, calculati pe baza datelor financiare raportate de emitent in scopul oferirii unei imagini asupra evolutiei situatiei financiare a acestuia. In Anexa puteti consulta un extras din situatiile financiare consolidate ale SAP AG din perioada 31.12.2001 – 30.06.2011 (anuale si semestriale). Precizam ca in corpul raportului am ales sa utilizam valori in euro (in comparatiile cu „peer group”), transformate la cursul de referinta afisat de Reuters pentru perecha EURUSD la data de 7.09.2011. Am folosit un singur curs valutar pentru translatarea tuturor datelor financiare utilizate in corpul raportului pentru a evita influenta variatiilor ratelor de schimb de-a lungul perioadelor analizate.



Surse: www.sap.com/corporate-en/investors

Pe baza datelor financiare prezentate observam ca evolutia cifrei de afaceri nete a fost pozitiva in 2010 fata de 2009 (+16.8% dupa o scadere de 7.8% in 2009 vs. 2008). Totusi aceasta crestere (ca si cea din S1/2011) este mult peste media ultimilor 9 ani (care, la finalul lui 2010 era de 6.2%) motiv pentru care nu o consideram sustenabila. Avand insa in vedere interesul sporit pentru initiativele HANA si BusinessByDesign cat si faptul ca gradul de penetrare al SAP in tarile emergente tinde sa creasca este de asteptat ca si rata sustenabila de crestere a vanzarilor companiei sa fie mai mare ca pana acum.

In privinta gradului de indatorare, putem spune ca, desi nu se remarca o utilizare excesiva a capitalului imprumutat (datoriile totale la 30.06.2011 reprezentau sub 52.25% din totalul activelor bilantiere), de la 31.12.2012 conform ultimelor raportari financiare firma se afla la cel mai mare grad de indatorare din ultimii 10 ani, cel mai probabil pe fondul achizitiei Sybase. In ceea ce priveste lichiditatea, masurata prin indicatorul „Test acid”, opinam ca emitentul are o situatie confortabila cu valori de circa 1.3 atat la 31.12.2010 cat si la 30.06.2011. Aceasta usoara „supra-lichiditate” reprezinta o abordare prudenta relativ la mediul macroeconomic actual cat si la frecventa cu care apar diverse oportunitati sau necesitati de investire in sectorul IT.

Analiza situatii financiare (continuare)

Pentru o mai buna imagine in privinta rentabilitatii capitalurilor proprii (care era a patra din cele 10 companii prezente in „peer group”), am ales sa prezentam un sistem DuPont extins in varianta de mai jos:

$$ROE = Pr.b/CA \times CA/AT \times EBIT/Pr.b \times (1 + d/EBIT) \times (1 + DT/Kpr) \times (Pr.n/EBT)$$

Indicatorul Profit brut (Pr.b) se refera la diferenta intre valoarea cifrei de afaceri nete (CA) si costul vanzarilor (COGS) si, raportat la valoarea CA, ne ofera informatii privind eficienta activitatii comerciale a companiei („Marja comerciala bruta”). Din tabelul de mai jos se observa o tendinta de scadere a acestui indicator, la fel ca si a rotatiei activelor totale, indicator ce masoara eficienta operationala. In opinia noastra aceste evolutii, la fel ca si descresterea eficientei organizationale (adica raportul intre profitul operational - EBIT si cel comercial - Pr.b), sunt pretul pe care SAP il plateste pentru a isi putea creste in continuare cota de piata. Rezultatul este o scadere importanta in rentabilitatea activelor (ROA). Situatie este contrabalansata intrucatva de cresterea eficientei financiare (dovedita de efectul de levier supraunitar) si de eficienta fiscala mai mare (raportul intre profitul net si cel brut). Din pacate cresterea acestor doi indicatori este insuficienta pentru a contrabalansa efectul negativ al reducerii ROA si ca atare rentabilitatea pentru actionari (ROE), desi in crestere in perioada 1.07.2010 – 30.06.2011 fata de anul 2010, scade relativ la celelalte perioade analizate.

(mil. EUR)

Indicatori financiari \ Anul	LTM	2010	PTM	2009	2008
Profit comercial brut (Pr.b)	4,259.00	3,894.00	3,495.00	3,509.00	3,957.00
EBIT	2,714.00	2,591.00	2,972.00	2,588.00	2,701.00
Rezultat financiar net (d)*	-190.00	-254.00	-224.00	-155.00	-78.00
EBT*	2,524.00	2,337.00	2,748.00	2,433.00	2,623.00
Profit net (Pr.n)**	1,923.00	1,811.00	2,005.00	1,748.00	1,847.00
Total datorii (DT)	10,909.00	11,034.00	6,716.00	4,897.00	6,731.00
Capital propriu (Kpr)	9,987.00	9,807.00	8,956.00	8,477.00	7,169.00
Activ total (AT)	20,896.00	20,841.00	15,672.00	13,374.00	13,900.00
Cifra de afaceri (CA)	13,385.00	12,464.00	11,122.00	10,672.00	11,575.00
Sistem DuPont \ Anul	LTM	2010	PTM	2009	2008
Marja comerciala bruta (Pr.b / CA)	31.82%	31.24%	31.42%	32.88%	34.19%
x Eficienta operationala (CA/AT)	64.06%	59.81%	70.97%	79.80%	83.27%
x Eficienta organizationala (EBIT/Pr.b)	63.72%	66.54%	85.04%	73.75%	68.26%
ROA (EBIT / AT)	12.99%	12.43%	18.96%	19.35%	19.43%
x Efectul de levier ((1+d/EBIT)x(1+DT/Kpr))	194.58%	191.68%	161.80%	148.32%	188.29%
x Eficienta fiscala (Pr.n/EBT)	76.19%	77.49%	72.96%	71.85%	70.42%
ROE	19.26%	18.47%	22.39%	20.62%	25.76%

*include efectul participatiilor minoritare ("minority interests")

**profit net disponibil actionarilor ordinari excl. elemente extraordinare

Sursa date: Thomson Reuters

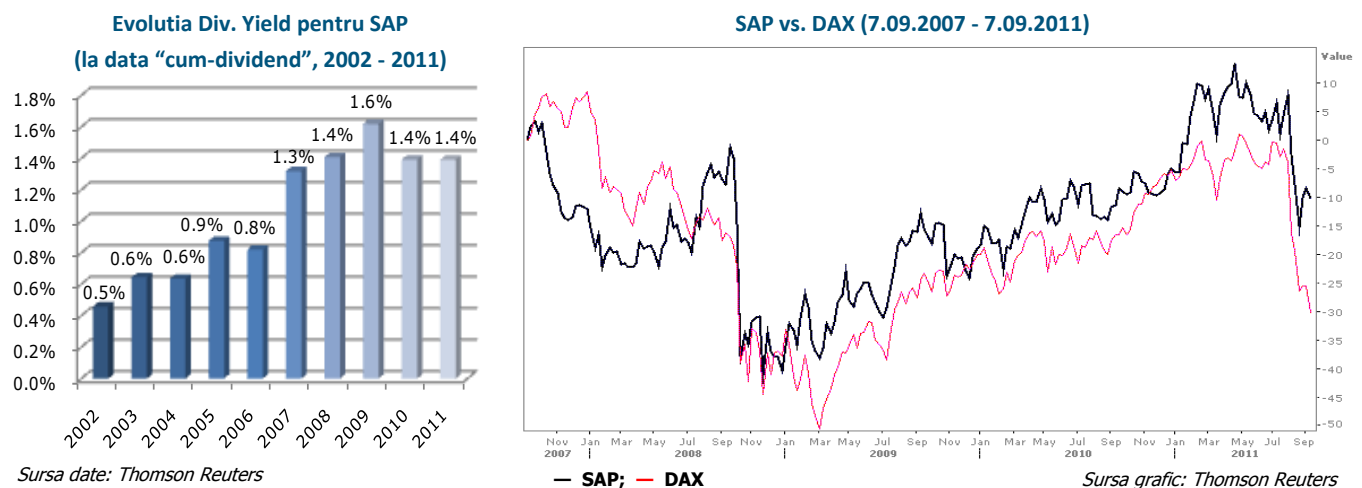
Pentru urmatoarele 6 – 12 luni mediul macroeconomic prezinta atat amentintari cat si oportunitati pentru SAP. Pe de-o parte incertitudinea crescuta rezultata din crizele politico-economice din SUA si UE poate avea un efect advers important in privinta disponibilitatii managerilor de a investi in noi sisteme software. Totusi avand in vedere ca, in general, companiile au mai multe lichiditati decat in 2008 iar mediul turbulent sporeste necesitatea unor capacitati de analiza si eficientizare in timp real (cum sunt cele ale HANA) incertitudinea curenta reprezinta, in opinia noastra, o oportunitate pentru SAP de a isi extinde baza de clienti.

Ca atare, avand in vedere cele mai recente produse lansate, soliditatea operationala a companiei cat si flexibilitatea acesteia in privinta structurilor de cost (cum ar fi cele cu personalul) suntem relativ optimisti in ceea ce priveste rezultatele financiare pe care SAP le va raporta in viitorul apropiat atat in privinta rezultatului net cat, mai ales, a cifrei de afaceri.

Evaluare

Dupa cum am remarcat si in preambulul acestui raport desi SAP este o companie din domeniul IT si mentine un potential ridicat de crestere a profiturilor, chiar si pe termen lung (12.8%, conform consensului Reuters), actiunile sale au doua importante caracteristici de ordin "defensiv". Prima dintre acestea se refera la lungul istoric al politicii de dividend (inceputa inca din 1988) si la trendul ascendent din ultimii 10 ani al dividendelor, atat in termeni absoluti cat si ca randament.

Cea de-a doua este de-a dreptul contraintuitiva pentru domeniul IT: conform Reuters indicatorul de senzitivitate (Beta) al SAP, calculat pentru ultimii 5 ani, este 0.64. Mai mult, dupa cum se poate observa si din graficul de mai jos, SAP a avut atat minime mai mici decat indicele DAX cat si maxime mai mari. Ca atare opinam ca actiunile SAP au un comportament "hibrid" care combina un potential de crestere mai mare decat media pietei in perioadele de expansiune cu elemente specifice mai degraba unei actiuni defensive.



Pentru calcularea unei serii de preturi teoretice am ales sa utilizam metoda multiplilor. Astfel, am utilizat 5 multipli: P/BV, P/S, P/E, EV/EBITDA si EV/EBIT calculati la nivelul unui grup de 11 companii publice similare selectate folosind programul Reuters Knowledge, conform criteriului descris in capitolul „Incastrare in sectorul de activitate”. Utilizand indicatorii agregati calculati la nivelul acestor companii si luand in calcul ajustarile descrise pe parcursul acestui capitol, am derivat preturile teoretice pentru actiunile emitentului (in echivalent euro) la care multiplii acestuia ar fi fost egali cu cei ai „peer grup”-ului ales de noi.

Avand in vedere ca: industria IT este una dinamica in care valorile activului net contabil sunt mai putin relevante, indicatorul „cifra de afaceri” este cel mai greu (dintre cei prezentati) de influentat de politicile contabile, rata de uzura morala in domeniul IT face ca amortizarea sa fie relevanta iar profiturile nete sunt, de obicei, mai serios influentate de politicile contabile agresive, am ales ca cele mai reprezentative preturile teoretice derivate pe baza multiplilor P/S si EV/EBIT. Media aritmetica a acestor preturi am transformat-o in lei, luand in considerare curs de referinta al zilei de 9.09.2011 preluat din sistemul Reuters Xtra3000, rezultand o „valoare justa” de 138.96 RON/actiune (32.58 EUR). Mai multe detalii privind calculul preturilor teoretice pot fi gasite in tabelul de pe pagina urmatoare.

Am dori sa subliniem ca, avand in vedere comportamentul "hibrid" (asa cum l-am descris mai sus) pe care suntem de parere ca il au actiunile SAP cat si soliditatea financiara a companiei, aparenta supraevaluare din prezent s-ar putea datora si mediului de incertitudine actual in care piata tinde sa recompenseze atat actiunile de tip defensiv cat si liderii de piata ori stabilitatea financiara dovedita. Ca atare "primele" pe care investitorii sunt gata sa le plateasca pentru aceste calitati se regasesc, probabil, in pretul curent al SAP.

Evaluare (continuare)

Companie	Tara	Capitalizare (9.09.11)*	Capital propriu* (ult. rap.)	Cifra de Afaceri* (LTM)	Profit Net* (LTM)	P/BV (baza istorica)	P/S (baza istorica)	P/E (baza istorica)	EBITDA* (LTM)	EBIT* (LTM)	EV* (est. Reuters, echiv. EUR, mil.)	EV / EBITDA (baza istorica)	EV / EBIT (baza istorica)	Beta (5Y, lunar)	g (consens Reuters)
Oracle	SUA	96,307.12	29,124.99	26,083.33	6,258.33	3.31	3.69	15.39	10,857.44	8,810.87	94,112.51	8.67	10.68	1.12	13.93%
SAP	Ger.	45,295.89	9,987.00	13,385.00	1,923.00	4.54	3.38	23.71	3,380.00	2,714.00	45,354.88	13.42	16.71	0.62	12.80%
Salesforce	SUA	12,208.41	1,038.38	1,417.82	20.68	11.76	8.61	585.39	98.70	11.88	12,036.35	121.95	1,013.44	1.39	28.00%
Intuit	SUA	10,292.88	1,915.50	2,819.80	464.23	5.37	3.65	23.37	902.10	737.35	10,538.14	11.68	14.29	0.75	14.03%
Symantec	SUA	8,910.35	3,341.88	4,693.56	459.11	2.67	1.98	19.41	1,178.15	711.72	9,156.62	7.77	12.87	0.87	10.08%
Adobe	SUA	8,708.56	3,946.27	2,964.89	705.10	2.21	2.94	12.35	1,040.95	855.24	8,298.61	7.97	9.70	1.53	11.45%
Check Point	Isr.	7,909.59	2,107.74	859.35	367.58	3.75	9.60	21.52	471.24	430.28	7,408.98	15.72	17.22	0.66	11.02%
CA, Inc.	SUA	7,283.85	4,190.53	3,311.85	599.69	1.74	2.20	12.15	1,225.01	933.59	6,564.20	5.36	7.03	0.94	9.60%
Red Hat	SUA	5,261.94	974.23	706.52	84.69	5.40	7.45	62.13	150.70	114.81	4,684.30	31.08	40.80	1.25	21.88%
BMC	SUA	4,942.92	1,196.24	1,542.65	336.02	4.13	3.20	14.71	540.82	395.26	4,264.62	7.89	10.79	0.72	11.70%
Autodesk	SUA	4,257.47	1,310.02	1,522.30	187.23	3.25	2.80	22.74	308.27	230.21	3,678.79	11.93	15.98	2.15	14.28%
SECTOR (excl. SAP)	-	166,083.09	49,145.77	45,922.07	9,482.65	3.38	3.62	17.51	16,773.38	13,231.21	160,743.13	9.58	12.15	1.11	13.21%
Plaja preturi teoretice SAP (EUR)	-	-	-	-	-	27.04	38.78	26.98	-	-	-	25.90	26.37	-	-
Preturi de piata SAP (EUR, 9.09.11)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(EURUSD = 1.3657)															
Plaja preturi teoretice SAP (RON)	-	-	-	-	-	115.34	165.44	115.10	-	-	-	110.50	112.48	-	-
Preturi de piata SAP (EUR, 9.09.11)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(EURRON = 4.2657)															

* echiv. EUR, mil.

Sursa date: Thomson Reuters

In incheiere consideram oportuna o scurta trecere in revista a principalelor riscuri cu care se poate confrunta emitentul in activitatea sa. In opinia noastra grupul de riscuri cele mai importante in cazul de fata se refera la riscul operational (prin perspectiva lansarii noilor produse dar si a integrarii Sybase), riscul valutar (peste 50% din vanzarile SAP sunt in afara zonei euro), riscul macroeconomic, riscul tehnologic si riscul juridic. Acesta din urma s-a mai redus in importanta (insa ramane actual) odata cu casarea partiala, la 1 septembrie 2011, a verdictului care o obliga pe SAP sa plateasca daune de 1.3 mld. USD catre Oracle. Judecatorul a redus suma acestor daune la 272 mil. USD insa Oracle poate sa ceara un nou proces.

O a doua grupa de riscuri, pe care o percepem ca avand o relevanta mai mica pentru SAP in momentul de fata, sunt riscul ratei dobanzii (cu referire la posibilitatea cresterii costului creditarii), riscul de credit (comercial) si riscul de lichiditate.

Autor raport

Ovidiu-George Dumitrescu, CFA

Legenda:

TIE = EBIT / Cheltuieli cu dobanzile

CA = cifra de afaceri;

y/y = variatie anuala;

LTM = ultimele 12 luni de date financiare;

PTM = cele 12 luni de dinaintea LTM;

EPS = profit net / nr. actiuni;

Marja neta = Profit net / CA

Marja operationala = EBIT / CA

ROA = randamentul activului total;

ROE = randamentul pentru actionari;

P/E = pret / profit net pe actiune;

P/BV = pret / capitaluri proprii pe actiune;

P/S = pret / vanzari pe actiune;

EV = capitalizare + valoare de piata datorii
- numerar si asimilate;

EBIT(DA) = profit operational (+ amort.);

Beta = senzitivitate pret la miscari piata;

g = rata de crestere a profiturilor.

Magda Sirghe

magda.sirghe@tradeville.eu

Dragos Darabut

dragos.darabut@tradeville.eu

Ovidiu-George Dumitrescu, CFA

ovidiu.dumitrescu@tradeville.eu

SSIF Tradeville S.A.

Adresa: Bld-ul Unirii Nr. 19, Bl. 4B,
parter, Sector 5, Bucuresti.
Cod postal: 040103.
Romania

Telefon: 0040 21 336 93 25
0040 21 336 93 26

Fax: 0040 21 336 92 33

E-mail: office@tradeville.eu

Servicii Tradeville

- **Startrade RO**

Tranzactioneaza online orice actiune / obligatiune listata
la Bursa de Valori Bucuresti

- **Smart**

Linie de credit destinata investitiei in actiuni tranzactionate la BVB

- **Derivgate**

Tranzactioneaza contracte futures si optiuni la BMFM Sibiu si BVB

- **Startrade BG**

Tranzactioneaza peste 50 dintre cele mai importante simboluri listate
la Bursa din Sofia

- **Startrade AT**

Tranzactioneaza peste 150 de actiuni listate la Bursa din Viena

- **Startrade 360**

17 pietre internationale, peste 2000 de instrumente financiare, acces online 24
de ore/zi, marja incepand de la 1%

Tradeville este noul nivel Vanguard. In spatele acestei transformari a firmei de brokeraj stau 14 ani de expertiza bursiera, inovatie tehnologica, transparenta si permanenta comunicare cu clientii, concretizate prin leadership in tranzactionarea on-line in Romania. O platforma integrata de tranzactionare si extinderea regionala in Europa de Est reprezinta oferta pe care Tradeville o face investitorilor. Ne puteti accesa la www.tradeville.eu si, in continuare, la www.vanguard.ro.

SSIF Tradeville SA este autorizata de CNVM prin Decizia nr. 398/15.02.2005

Continutul acestui raport este proprietatea Tradeville si este protejat prin drepturi de autor, drepturi la marca sau alte drepturi de proprietate intelectuala. Este interzisa republicarea sau redistribuirea acestuia fara acordul prealabil scris al Tradeville. Reproducerea, difuzarea, stocarea, emisia, transmiterea, retransmiterea, transferarea, comunicarea publica, transformarea, inchirierea sau utilizarea in orice alt mod a acestora, fara acordul prealabil si in scris al Tradeville si/sau al titularilor lor, constituie o violare a drepturilor in cauza si poate atrage raspunderea civila, contraventionala sau, dupa caz, penala a persoanei in culpa.

SSIF Tradeville SA nu face consultanta de investitii si nici recomandari de investitii. Rapoartele prezentate de societate reprezinta simple materiale informative care prezinta in mod obiectiv date despre pietre financiare, emitenti si sectoare de activitate. Societatea noastra nu isi asuma responsabilitatea pentru tranzactiile efectuate pe baza acestor Rapoarte. SSIF Tradeville SA nu are interese proprii, de nicio natura, inclusiv financiara si nici nu se afla (societatea, persoanele relevante din cadrul societatii sau orice persoane implicate cu acestea) in situatii de conflict de interese cu emitentii la care se refera Rapoartele. SSIF Tradeville SA a elaborat si implementat in cadrul societatii o Procedura interna pentru evitarea si gestionarea conflictelor de interese; in situatia in care conflictele de interese nu pot fi evitate, acestea vor fi aduse la cunostinta publicului cel tarziu la data furnizarii Rapoartelor. Datele utilizate pentru redactarea Rapoartelor au fost obtinute din surse considerate a fi de incredere, insa nu avem nicio garantie privind corectitudinea acestora. Investitia in instrumente financiare presupune riscuri specifice incluzand fara ca enumerarea sa fie limitativa, fluctuatia preturilor pietei, incertitudinea dividendelor, a randamentelor si/sau a profiturilor, fluctuatia cursului de schimb. Performantele trecute nu reprezinta garantii ale performantelor viitoare ale instrumentelor financiare.

ANEXA — Situatii financiare SAP AG (1/6)

Contul de Profit si Pierdere

SAP AG

mil. EUR

Perioada	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Cifra de afaceri neta	12,464.00	10,672.00	11,575.00	10,185.00	9,324.00	8,439.80	7,457.25	6,969.19	7,331.72	7,250.85
Alte venituri din exploatare	0.00	0.00	0.00	71.00	69.00	72.63	57.24	55.42	81.12	89.96
Venituri din exploatare	12,464.00	10,672.00	11,575.00	10,256.00	9,393.00	8,512.43	7,514.49	7,024.61	7,412.84	7,340.80
Costul bunurilor vandute (C.O.G.S.)	3,894.00	3,509.00	3,957.00	3,441.00	3,164.00	2,917.84	2,699.73	2,656.82	2,816.16	2,852.43
Accize	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total C.O.G.S.	3,894.00	3,509.00	3,957.00	3,441.00	3,164.00	2,917.84	2,699.73	2,656.82	2,816.16	2,852.43
Profit brut	8,570.00	7,163.00	7,618.00	6,744.00	6,160.00	5,521.96	4,757.52	4,312.37	4,515.56	4,398.42
Cheltuieli de vanzare, generale si admin.	3,070.00	2,560.00	2,956.00	2,493.00	2,216.00	2,023.70	1,725.62	1,595.04	1,854.69	2,014.48
Cercetare - dezvoltare	1,729.00	1,591.00	1,627.00	1,461.00	1,335.00	1,088.63	908.06	872.23	909.39	898.25
Amortizarea imobilizarilor corporale	211.00	203.00	214.00	179.00	156.00	157.71	164.47	170.01	171.81	169.06
Cheltuieli de restructurare	-3.00	198.00	60.00	2.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Litigii	981.00	56.00	71.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pierderi / (-Profit) din vanzari de active	-3.00	-11.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Alte cheltuieli de exploatare	-6.00	-22.00	-11.00	-18.00	-56.00	10.41	18.64	29.16	168.21	169.80
Total cheltuieli de exploatare	9,873.00	8,084.00	8,874.00	7,558.00	6,815.00	6,198.28	5,516.52	5,323.25	5,920.26	6,104.02
Profit operational (EBIT)	2,591.00	2,588.00	2,701.00	2,698.00	2,578.00	2,314.15	1,997.98	1,701.36	1,492.58	1,236.79
Rezultat financiar net (profit / (-pierdere))	-253.00	-153.00	-77.00	126.00	110.00	2.21	74.66	75.26	-384.88	-168.03
Profit inainte de impozitare (EBT)	2,338.00	2,435.00	2,624.00	2,824.00	2,688.00	2,316.36	2,072.64	1,776.62	1,107.70	1,068.76
Cheltuieli cu impozitul pe profit	525.00	685.00	776.00	916.00	805.00	817.05	757.27	692.64	598.71	476.29
Profit net contabil	1,813.00	1,750.00	1,848.00	1,908.00	1,883.00	1,499.30	1,315.37	1,083.98	508.99	592.46
Participatiuni minoritare	-2.00	-2.00	-1.00	-2.00	-2.00	-2.90	-4.85	-6.91	-6.16	-11.33
Ajustari pentru U.S. GAAP	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Profit net inainte de el. extraordinare	1,811.00	1,748.00	1,847.00	1,906.00	1,881.00	1,496.41	1,310.52	1,077.06	502.84	581.14
Modificari de contabilitate	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Operatiuni eliminate	0.00	0.00	0.00	0.00	-10.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Alte elemente extraordinare	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.78	0.00
Efectul el. extraord. asupra imp. pe profit	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total efect el. extraordinare	0.00	0.00	0.00	0.00	-10.00	0.00	0.00	0.00	5.78	0.00
Profit net neajustat, incl. el. extra.	1,811.00	1,748.00	1,847.00	1,906.00	1,871.00	1,496.41	1,310.52	1,077.06	508.61	581.14
Dividende preferentiale	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Distribuirii catre Comanditar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Diverse ajustari asupra profitului net	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ajustari pro-forma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ajustari asupra dobanzilor	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total ajustari asupra profitului net	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pr. net disponibil act. ord., ex.-extra.	1,811.00	1,748.00	1,847.00	1,906.00	1,881.00	1,496.41	1,310.52	1,077.06	502.84	581.14
Pr. net disponibil act. ord., incl. extra.	1,811.00	1,748.00	1,847.00	1,906.00	1,871.00	1,496.41	1,310.52	1,077.06	508.61	581.14
Nr. mediu ponderat de actiuni (nedil., mil.)	1,188.00	1,188.00	1,190.00	1,207.00	1,226.00	1,239.26	1,243.21	1,243.12	1,252.06	1,257.24
Nr. mediu ponderat de actiuni (diluat, mil.)	1,189.00	1,189.00	1,191.00	1,210.00	1,231.00	1,243.34	1,248.62	1,245.64	1,255.92	1,257.65
Dividend brut pe actiune (EUR)	0.60	0.50	0.50	0.50	0.46	0.36	0.28	0.20	0.15	0.15

Sursa: Reuters Knowledge

ANEXA — Situatii financiare SAP AG (2/6)

Contul de Profit si Pierdere

SAP AG

mil. EUR

Perioada	S1 / 2011	S1 / 2010	S1 / 2009	S1 / 2008	S1 / 2007	S1 / 2006	S1 / 2005	S1 / 2004	S1 / 2003	S1 / 2002
Cifra de afaceri neta	6,324.00	5,403.00	4,953.00	5,288.00	4,547.00	4,199.00	3,706.00	3,308.00	3,131.00	3,399.00
Alte venituri din exploatare	0.00	0.00	19.00	36.00	36.00	37.00	39.00	29.00	27.00	37.00
Venituri din exploatare	6,324.00	5,403.00	4,972.00	5,324.00	4,583.00	4,236.00	3,745.00	3,337.00	3,158.00	3,436.00
Costul bunurilor vandute (C.O.G.S.)	2,125.00	1,760.00	1,774.00	1,978.00	1,621.00	1,556.00	1,379.00	1,222.00	1,217.00	1,416.00
Accize	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total C.O.G.S.	2,125.00	1,760.00	1,774.00	1,978.00	1,621.00	1,556.00	1,379.00	1,222.00	1,217.00	1,416.00
Profit brut	4,199.00	3,643.00	3,179.00	3,310.00	2,926.00	2,643.00	2,327.00	2,086.00	1,914.00	1,983.00
Cheltuieli de vanzare, generale si admin.	1,410.00	1,294.00	1,083.00	1,335.00	1,139.00	967.00	909.00	799.00	736.00	940.00
Cercetare - dezvoltare	966.00	790.00	738.00	824.00	692.00	627.00	528.00	492.00	459.00	453.00
Amortizarea imobilizarilor corporale	357.00	225.00	253.00	265.00	120.00	162.00	101.00	100.00	102.00	111.00
Cheltuieli de restructurare	3.00	1.00	183.00	13.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Litigii	10.00	2.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pierderi / (-Profit) din vanzari de active	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Alte cheltuieli de exploatare	-1.00	0.00	-6.00	1.00	-6.00	-9.00	-6.00	0.00	6.00	10.00
Total cheltuieli de exploatare	4,870.00	4,072.00	4,025.00	4,416.00	3,566.00	3,303.00	2,911.00	2,613.00	2,520.00	2,930.00
Profit operational (EBIT)	1,454.00	1,331.00	947.00	908.00	1,017.00	933.00	834.00	724.00	638.00	506.00
Rezultat financiar net (profit / (-pierdere))	-67.00	-134.00	-64.00	3.00	63.00	50.00	35.00	31.00	20.00	-486.00
Profit inainte de impozitare (EBT)	1,387.00	1,197.00	883.00	911.00	1,080.00	983.00	869.00	755.00	658.00	20.00
Cheltuieli cu impozitul pe profit	396.00	319.00	261.00	281.00	313.00	285.00	293.00	274.00	250.00	185.00
Profit net contabil	991.00	878.00	622.00	630.00	767.00	698.00	576.00	481.00	408.00	-165.00
Participatiuni minoritare	-1.00	0.00	-1.00	-1.00	-2.00	-1.00	-1.00	-3.00	-3.00	-2.00
Ajustari pentru U.S. GAAP	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Profit net inainte de el. extraordinare	990.00	878.00	621.00	629.00	765.00	697.00	575.00	478.00	405.00	-167.00
Modificari de contabilitate	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Operatiuni eliminate	0.00	0.00	0.00	0.00	-6.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Alte elemente extraordinare	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Efectul el. extraord. asupra imp. pe profit	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total efect el. extraordinare	0.00	0.00	0.00	0.00	-6.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Profit net neajustat, incl. el. extra.	990.00	878.00	621.00	629.00	759.00	697.00	575.00	478.00	405.00	-167.00
Dividende preferentiale	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Distribuirii catre Comanditar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Diverse ajustari asupra profitului net	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ajustari pro-forma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ajustari asupra dobanzilor	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total ajustari asupra profitului net	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pr. net disponibil act. ord., ex.-extra.	990.00	878.00	621.00	629.00	765.00	697.00	575.00	478.00	405.00	-167.00
Pr. net disponibil act. ord., incl. extra.	990.00	878.00	621.00	629.00	759.00	697.00	575.00	478.00	405.00	-167.00
Nr. mediu ponderat de actiuni (nedil., mil.)	2,376.00	2,376.00	2,375.00	1,194.00	2,422.00	1,235.44	2,478.49	2,482.84	2,486.80	2,512.73
Nr. mediu ponderat de actiuni (diluat, mil.)	2,378.00	2,378.00	2,377.00	1,194.50	2,425.00	1,235.44	2,478.49	2,482.84	2,486.80	2,512.73
Dividend brut pe actiune (EUR)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Sursa: Reuters Knowledge

ANEXA — Situatii financiare SAP AG (3/6)

Bilant

SAP AG

mil. EUR

Perioada	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Numerar si asimilate	3,518.00	1,884.00	1,280.00	1,608.00	2,399.00	2,064.07	3,196.54	2,095.96	1,237.90	866.05
Investitii fin. (t.s.)	42.00	422.00	405.00	680.00	931.00	1,782.32	10.16	1.35	1.35	98.14
Total lichiditati	3,560.00	2,306.00	1,685.00	2,288.00	3,330.00	3,846.39	3,206.71	2,097.31	1,239.25	964.19
Total creante, net	3,286.00	2,738.00	3,577.00	3,178.00	2,440.00	2,249.48	1,929.10	1,770.72	1,967.11	2,211.64
Stocuri	12.00	11.00	5.00	0.00	0.00	19.38	11.69	10.38	10.73	4.59
Cheltuieli in avans	109.00	99.00	92.00	78.00	75.00	63.71	0.00	0.00	0.00	0.00
Lichiditati imobilizate pe termen scurt	0.00	0.00	0.00	550.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Alte active circulante	176.00	101.00	212.00	90.00	479.00	340.90	537.65	505.89	268.83	177.62
Total active circulante	7,143.00	5,255.00	5,571.00	6,184.00	6,324.00	6,519.86	5,685.14	4,384.29	3,485.91	3,358.05
Cladiri - brut	N/A	N/A	N/A	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Terenuri si amenajari - brut	1,336.00	1,252.00	1,165.00	1,108.00	975.00	954.98	918.91	928.85	845.89	785.94
Echipamente, utilaje si masinarii - brut	1,393.00	1,277.00	1,260.00	1,213.00	1,099.00	1,046.35	938.53	886.99	817.97	803.37
Imobilizari in curs - brut	10.00	33.00	76.00	32.00	109.00	43.47	4.52	12.66	122.08	90.89
Total imobilizari corporale - brut	2,739.00	2,562.00	2,501.00	2,353.00	2,183.00	2,044.80	1,861.95	1,828.49	1,785.94	1,680.20
Amortizare acumulata pt. im. corporale	-1,290.00	-1,191.00	-1,096.00	-1,037.00	-977.00	-949.85	-862.87	-808.84	-751.72	-683.14
Total imobilizari corporale - net	1,449.00	1,371.00	1,405.00	1,316.00	1,206.00	1,094.96	999.08	1,019.66	1,034.22	997.05
Fond comercial net	8,431.00	4,994.00	4,975.00	1,426.00	987.00	626.55	456.71	345.12	331.12	499.35
Imobilizari necorporale - net	2,376.00	894.00	1,140.00	405.00	263.00	139.70	68.19	76.22	109.65	0.00
Investitii in societati afiliate	40.00	27.00	21.00	19.00	0.00	0.00	1.60	1.80	0.25	0.00
Alte imobilizari financiare	435.00	255.00	233.00	406.00	95.00	62.61	45.47	104.98	98.95	707.08
Total imobilizari financiare	475.00	282.00	254.00	425.00	95.00	62.61	47.06	106.77	99.20	707.08
Creante scadente pe termen lung	78.00	52.00	41.00	3.00	3.00	1.55	53.32	61.21	58.17	0.00
Cheltuieli efectuate in avans	31.00	35.00	32.00	34.00	23.00	23.88	70.37	68.14	87.91	154.32
Creante din impozitul pe profit	736.00	398.00	441.00	284.00	69.00	98.24	205.60	264.45	402.29	479.75
Creante pe t.l. din operatiuni eliminate	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Lichiditati imobilizate pe termen lung	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Alte active imobilizate	122.00	93.00	41.00	84.00	533.00	472.57	0.00	0.00	0.00	0.00
Total activ	20,841.00	13,374.00	13,900.00	10,161.00	9,503.00	9,039.90	7,585.47	6,325.87	5,608.46	6,195.60
Datorii comerciale	699.00	479.00	507.00	715.00	610.00	546.45	340.46	286.86	328.84	0.00
Alte datorii de exploatare	1,353.00	2,175.00	2,051.00	1,855.00	1,703.00	1,627.24	424.97	440.23	547.00	1,587.62
Datorii financiare pe termen scurt	141.00	142.00	244.00	57.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Portiunea curenta a datoriilor pe t.l.	1.00	4.00	2,319.00	25.00	0.00	0.00	25.85	19.04	24.31	0.00
Avansuri incasate	97.00	88.00	32.00	0.00	0.00	0.00	53.54	42.44	44.01	0.00
Impozit pe profit de plata	164.00	125.00	363.00	341.00	261.00	365.32	175.25	165.04	166.06	0.00
Alte datorii pe termen scurt	2,694.00	403.00	308.00	191.00	199.00	203.97	0.00	0.00	0.00	0.00
Total datorii curente	5,149.00	3,416.00	5,824.00	3,184.00	2,773.00	2,742.97	1,020.07	953.62	1,110.22	1,587.62
Datorii financiare pe termen lung	4,449.00	729.00	40.00	6.00	0.00	0.00	9.21	12.51	9.67	7.30
Leasing financiar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Datorii pe t.l. din impozitul pe profit	578.00	190.00	239.00	123.00	16.00	41.32	0.00	0.00	0.00	0.00
Participatiuni minoritare	17.00	14.00	2.00	1.00	10.00	7.62	21.97	58.70	56.18	62.81
Rezerve	216.00	198.00	232.00	155.00	108.00	100.99	1,768.72	1,469.06	1,476.73	1,376.55
Alte datorii pe termen lung	625.00	350.00	394.00	215.00	460.00	364.77	171.25	122.54	83.57	51.82
Total datorii pe termen lung	5,885.00	1,481.00	907.00	500.00	594.00	514.70	1,971.15	1,662.80	1,626.15	1,498.47
Total datorii	11,034.00	4,897.00	6,731.00	3,684.00	3,367.00	3,257.67	2,991.22	2,616.42	2,736.37	3,086.09
Capital social	1,227.00	1,226.00	1,226.00	1,246.00	1,268.00	316.46	316.00	315.41	314.96	314.83
Prime de capital	337.00	317.00	320.00	347.00	332.00	372.77	322.66	296.56	185.18	162.72
Rezultatul reportat	9,767.00	8,571.00	7,422.00	6,925.00	6,589.00	5,986.19	4,830.16	3,761.09	2,871.11	2,547.42
Actiuni de trezorerie	-1,382.00	-1,320.00	-1,362.00	-1,734.00	-1,742.00	-775.32	-569.17	-461.63	-373.48	-94.21
Alte ajust. asupra capitalurilor proprii	-142.00	-317.00	-437.00	-307.00	-311.00	-117.86	-305.40	-201.98	-125.68	178.76
Total capitaluri proprii	9,807.00	8,477.00	7,169.00	6,477.00	6,136.00	5,782.24	4,594.25	3,709.45	2,872.09	3,109.51
Total pasiv	20,841.00	13,374.00	13,900.00	10,161.00	9,503.00	9,039.90	7,585.47	6,325.87	5,608.46	6,195.60

Sursa: Reuters Knowledge

ANEXA — Situatii financiare SAP AG (4/6)

Bilant
 SAP AG
 mil. EUR

Perioada	S1 / 2011	S1 / 2010	S1 / 2009	S1 / 2008	S1 / 2007	S1 / 2006	S1 / 2005	S1 / 2004	S1 / 2003	S1 / 2002
Numerar si asimilate	3,842.00	3,605.00	2,717.00	1,411.00	1,930.00	2,535.00	3,451.00	2,766.00	1,782.00	1,056.00
Investitii fin. (t.s.)	489.00	574.00	885.00	99.00	880.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total lichiditati	4,331.00	4,179.00	3,602.00	1,510.00	2,810.00	2,535.00	3,451.00	2,766.00	1,782.00	1,056.00
Total creante, net	2,867.00	2,971.00	2,825.00	2,874.00	2,283.00	1,971.00	1,803.00	1,534.00	1,530.00	2,154.00
Stocuri	N/A	N/A	N/A	0.00	0.00	0.00	0.00	491.00	395.00	0.00
Cheltuieli in avans	N/A	N/A	142.00	143.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Lichiditati imobilizate pe termen scurt	0.00	0.00	1.00	3.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Alte active circulante	482.00	216.00	98.00	676.00	629.00	836.00	629.00	0.00	0.00	0.00
Total active circulante	7,680.00	7,366.00	6,668.00	5,206.00	5,722.00	5,342.00	5,883.00	4,791.00	3,707.00	3,210.00
Cladiri - brut	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Terenuri si amenajari - brut	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Echipamente, utilaje si masinarii - brut	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Imobilizari in curs - brut	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Total imobilizari corporale - brut	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Amortizare acumulata pt. im. corporale	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Total imobilizari corporale - net	1,463.00	1,415.00	1,383.00	1,359.00	1,271.00	1,121.00	1,031.00	1,016.00	1,011.00	992.00
Fond comercial net	8,213.00	5,136.00	4,990.00	4,911.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Imobilizari necorporale - net	2,107.00	829.00	1,016.00	1,200.00	1,657.00	1,244.00	583.00	538.00	410.00	454.00
Investitii in societati afiliate	34.00	0.00	21.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Alte imobilizari financiare	291.00	337.00	243.00	101.00	88.00	498.00	104.00	167.00	167.00	208.00
Total imobilizari financiare	325.00	337.00	264.00	101.00	88.00	498.00	104.00	167.00	167.00	208.00
Creante scadente pe termen lung	78.00	66.00	2.00	2.00	3.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Cheltuieli efectuate in avans	0.00	0.00	30.00	26.00	25.00	142.00	129.00	163.00	133.00	181.00
Creante din impozitul pe profit	714.00	364.00	459.00	160.00	0.00	197.00	200.00	226.00	303.00	465.00
Creante pe t.l. din operatiuni eliminate	155.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Lichiditati imobilizate pe termen lung	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Alte active imobilizate	161.00	159.00	127.00	646.00	791.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total activ	20,896.00	15,672.00	14,939.00	13,611.00	9,557.00	8,544.00	7,930.00	6,901.00	5,731.00	5,510.00
Datorii comerciale	783.00	698.00	492.00	654.00	581.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Alte datorii de exploatare	2,161.00	1,919.00	0.00	1,396.00	1,128.00	1,033.00	949.00	857.00	833.00	841.00
Datorii financiare pe termen scurt	136.00	219.00	2,439.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Portiunea curenta a datoriilor pe t.l.	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Avansuri incasate	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Impozit pe profit de plata	108.00	3.00	260.00	377.00	90.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Alte datorii pe termen scurt	2,400.00	1,344.00	2,943.00	1,554.00	1,143.00	765.00	640.00	624.00	699.00	1,029.00
Total datorii curente	5,588.00	4,183.00	6,134.00	3,981.00	2,942.00	1,798.00	1,589.00	1,481.00	1,532.00	1,870.00
Datorii financiare pe termen lung	3,945.00	1,764.00	719.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Leasing fianciar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Datorii pe t.l. din impozitul pe profit	513.00	137.00	209.00	176.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Participatiuni minoritare	10.00	15.00	3.00	2.00	1.00	8.00	14.00	21.00	55.00	64.00
Rezerve	244.00	224.00	214.00	429.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Alte datorii pe termen lung	609.00	393.00	391.00	2,831.00	760.00	1,547.00	1,501.00	1,444.00	1,130.00	1,177.00
Total datorii pe termen lung	5,321.00	2,533.00	1,536.00	3,438.00	761.00	1,555.00	1,515.00	1,465.00	1,185.00	1,241.00
Total datorii	10,909.00	6,716.00	7,670.00	7,419.00	3,703.00	3,353.00	3,104.00	2,946.00	2,717.00	3,111.00
Capital social	1,228.00	1,227.00	1,226.00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Prime de capital	394.00	331.00	318.00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Rezultatul reportat	10,033.00	8,851.00	7,470.00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Actiuni de trezorerie	-1,374.00	-1,349.00	-1,341.00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Alte ajust. asupra capitalurilor proprii	-294.00	-104.00	-404.00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Total capitaluri proprii	9,987.00	8,956.00	7,269.00	6,192.00	5,854.00	5,191.00	4,826.00	3,955.00	3,014.00	2,399.00
Total pasiv	20,896.00	15,672.00	14,939.00	13,611.00	9,557.00	8,544.00	7,930.00	6,901.00	5,731.00	5,510.00

Sursa: Reuters Knowledge

ANEXA — Situatii financiare SAP AG (5/6)

Situatia Fluxurilor de Trezorerie

SAP AG

mil. EUR

Perioada	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Profit net	1,813.00	1,750.00	1,848.00	1,908.00	1,871.00	1,496.41	1,310.52	1,077.06	508.61	581.14
Amortizari	534.00	499.00	539.00	262.00	214.00	203.55	209.67	215.52	221.21	279.79
Modificari in imp. pe profit datorat	0.00	-39.00	-91.00	8.00	-2.00	-16.06	19.21	92.62	103.76	-144.64
Modificari de conatbilitate	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Operatiuni eliminate	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Elemente extraordinare	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-5.78	0.00
Elemente neobisnuite	-105.00	-1.00	26.00	9.00	-2.00	8.79	4.32	11.43	122.50	71.33
Alte elemente non-cash	575.00	76.00	112.00	44.00	-37.00	58.71	16.59	120.39	483.60	230.39
Modificari in fondul de rulment	115.00	730.00	-276.00	-299.00	-199.00	-143.49	285.02	-17.54	246.57	-29.16
Flux de trezorerie operational (CFO)	2,932.00	3,015.00	2,158.00	1,932.00	1,847.00	1,607.90	1,845.33	1,499.49	1,680.49	988.85
Achizitii de imobilizari corporale	-334.00	-225.00	-339.00	-400.00	-365.00	-261.76	-211.86	-273.01	-308.75	-377.84
Achizitii de imobilizari necorporale	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Capex	-334.00	-225.00	-339.00	-400.00	-365.00	-261.76	-211.86	-273.01	-308.75	-377.84
Achizitii de subsidiare	-4,194.00	-73.00	-3,773.00	-672.00	-504.00	-176.85	0.00	0.00	0.00	-378.99
Vanzari de imobilizari corporale	44.00	45.00	44.00	27.00	29.00	17.24	116.74	35.28	45.00	65.57
Incasari din investitii financiare	1,332.00	1,027.00	595.00	1,040.00	2,780.00	4,399.56	0.00	0.00	0.00	0.00
Investitii financiare	-842.00	-1,073.00	-396.00	-836.00	-2,072.00	-4,561.65	-219.66	-38.28	-45.41	-380.75
Vanzari de imobilizari necorporale	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Alte fluxuri investitionale	0.00	0.00	103.00	-550.00	-2.00	0.00	-433.53	-916.61	-17.23	31.99
Flux de trezorerie investitional (CFI)	-3,994.00	-299.00	-3,766.00	-1,391.00	-134.00	-583.46	-748.32	-1,192.63	-326.39	-1,040.03
Dividende platite	-594.00	-594.00	-594.00	-556.00	-447.00	-340.43	-248.72	-186.35	-182.32	-180.41
Emisiuni / (-Rascumparari) de actiuni	-70.00	30.00	-382.00	-805.00	-935.00	-205.91	-103.77	-92.84	-289.76	-98.89
Datorii noi, net de rambursari	3,184.00	-1,606.00	2,288.00	-1.00	0.00	-0.96	7.37	2.98	-427.33	336.61
Alte fluxuri financiare	-10.00	4.00	-31.00	75.00	7.00	-7.59	-43.04	-38.80	-36.48	-183.60
Flux de trezorerie financiar (CFF)	2,510.00	-2,166.00	1,281.00	-1,287.00	-1,375.00	-554.89	-388.16	-315.01	-935.88	-126.29
Efectul conversiei valutare	186.00	54.00	-1.00	-45.00	-3.00	88.72	-41.79	-50.41	-162.01	-4.12
Flux de trezorerie net (CFN)	1,634.00	604.00	-328.00	-791.00	335.00	558.28	667.06	-58.55	256.21	-181.59
Numerar la inceputul perioadei	1,884.00	1,280.00	1,608.00	2,399.00	2,064.00	1,505.79	838.74	897.29	738.84	1,042.91
Numerar la sfarsitul perioadei	3,518.00	1,884.00	1,280.00	1,608.00	2,399.00	2,064.07	1,505.79	838.74	995.05	861.32
Dobanzi efectiv platite	66.00	69.00	105.00	6.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Taxe efectiv platite	818.00	722.00	882.00	811.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Sursa: Reuters Knowledge

ANEXA — Situatii financiare SAP AG (6/6)

Situatia Fluxurilor de Trezorerie

SAP AG

mil. EUR

Perioada	S1 / 2011	S1 / 2010	S1 / 2009	S1 / 2008	S1 / 2007	S1 / 2006	S1 / 2005	S1 / 2004	S1 / 2003	S1 / 2002
Profit net	1,394.00	1,265.00	818.00	630.00	759.00	697.00	543.00	478.00	405.00	-167.00
Amortizare	535.00	336.00	381.00	265.00	120.00	108.00	101.00	100.00	102.00	111.00
Modificari in imp. pe profit datorat	0.00	36.00	-138.00	-54.00	1.00	-9.00	-12.00	-34.00	36.00	-16.00
Modificari de conatbilitate	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Operatiuni eliminate	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Elemente extraordinare	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Elemente neobisnuite	-2.00	-3.00	14.00	1.00	-2.00	-2.00	0.00	-8.00	11.00	98.00
Alte elemente non-cash	648.00	182.00	201.00	45.00	24.00	-13.00	67.00	-10.00	41.00	452.00
Modificari in fondul de rulment	1,287.00	238.00	1,932.00	472.00	114.00	196.00	133.00	638.00	209.00	261.00
Flux de trezorerie operational (CFO)	3,862.00	2,054.00	3,208.00	1,359.00	1,016.00	977.00	832.00	1,164.00	804.00	739.00
Achizitii de imobilizari corporale	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Achizitii de imobilizari necorporale	-389.00	-182.00	-156.00	-172.00	-196.00	-131.00	-112.00	-89.00	-96.00	-135.00
Capex	-389.00	-182.00	-156.00	-172.00	-196.00	-131.00	-112.00	-89.00	-96.00	-135.00
Achizitii de subsidiare	0.00	0.00	-52.00	-4,135.00	-345.00	-486.00	-19.00	0.00	0.00	0.00
Vanzari de imobilizari corporale	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Incasari din investitii financiare	289.00	811.00	237.00	511.00	545.00	1,602.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Investitii financiare	-809.00	-969.00	-1,121.00	-21.00	-567.00	-819.00	-57.00	-183.00	-17.00	-28.00
Vanzari de imobilizari necorporale	28.00	26.00	19.00	20.00	12.00	14.00	12.00	42.00	16.00	19.00
Alte fluxuri investitionale	0.00	0.00	3.00	549.00	0.00	0.00	-100.00	-330.00	-226.00	12.00
Flux de trezorerie investitional (CFI)	-881.00	-314.00	-1,070.00	-3,248.00	-551.00	180.00	-276.00	-560.00	-323.00	-132.00
Dividende platite	-713.00	-594.00	-594.00	-594.00	-556.00	-447.00	-340.00	-249.00	-186.00	-182.00
Emisiuni / (-Rascumparari) de actiuni	11.00	-54.00	19.00	-338.00	-464.00	-813.00	-159.00	-15.00	-72.00	-154.00
Datorii noi, net de rambursari	-988.00	-19.00	0.00	2,599.00	5.00	3.00	-1.00	24.00	124.00	4.00
Alte fluxuri financiare	-9.00	1,078.00	709.00	27.00	88.00	48.00	-8.00	-43.00	-9.00	-43.00
Flux de trezorerie financiar (CFF)	-1,699.00	411.00	134.00	1,694.00	-927.00	-1,209.00	-508.00	-283.00	-143.00	-375.00
Efectul conversiei valutare	1.00	99.00	-92.00	-2.00	-7.00	-6.00	76.00	18.00	-21.00	-123.00
Flux de trezorerie net (CFN)	1,283.00	2,250.00	2,180.00	-197.00	-469.00	-58.00	124.00	339.00	317.00	109.00
Numerar la inceputul perioadei	7,036.00	3,768.00	2,557.00	1,608.00	2,399.00	2,064.00	1,506.00	984.00	1,122.00	755.00
Numerar la sfarsitul perioadei	8,319.00	6,018.00	4,737.00	1,411.00	1,930.00	2,006.00	1,630.00	1,323.00	1,439.00	864.00
Dobanzi efectiv platite	98.00	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Taxe efectiv platite	560.00	638.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Sursa: Reuters Knowledge