PANORAMA INVEST

Opdatering juli 2026:

Efter at være faldet fra kurs 280 til 130, handler SAP nu igen væsentligt under vores konservative estimat af fundamental værdi. Vi har derfor forsigtigt genkøbt aktien.

Opdatering februar 2025:

I første kvartal af 2025 afviklede Panorama Invest sin position i SAP. Beslutningen blev truffet på baggrund af en markant kursstigning.

Vi ser ikke længere forholdet mellem risiko og afkast som værende attraktivt og vil derfor hellere allokere kapitalen til andre attraktive investeringer eller midlertidigt i obligationer.

SAP kommer derfor på bænken og vi vil følge selskabet løbende. Vi er stadig meget positive på selskabet og mener at SAP er et selskab af meget høj kvalitet. Hvis der på et senere tidspunkt skulle komme et gunstigt risiko/afkast-forhold vil vi med glæde investere i SAP igen.

Dette er et udklip fra nyhedsbrevet sendt d. 27. november 2023 og tager udgangspunkt i de informationer og selskabets aktiekurs på daværende tidspunkt. Vi mener, at dette skriv giver læseren mulighed for bedre at forstå, hvordan vi tænker investering

En introduktion til vores investering i SAP

SAP's mission statement:
"SAP's purpose is to help the world run better and improve people's lives with sustainability at the core. Our promise is to innovate to help you run at your best."

SAP laver software til virksomheder og er mest kendt for sit ERP-system. Et ERP-system (Enterprise Ressource Planning) er en softwareløsning, der integrerer alle afdelinger og funktioner i en virksomhed i et enkelt system. SAP specialiserer sig i software til store virksomheder, hvor kompleksiteten og behovene er størst. 350 af de 500 største virksomheder i verden er kunder af SAP.

Selskabet blev grundlagt i 1972 af 5 tyske entreprenører. De kom alle fra IBM og startede med en enkelt kunde, en håndfuld medarbejdere og en drøm om at revolutionere softwareindustrien. I dag, 50 år senere, har virksomheden over 400.000 kunder og 100.000 ansatte. De gør forretning i mere end 180 lande og har et netværk af ca. 24.000 partner-virksomheder som har gjort det til deres levebrød at specialisere sig i SAP-software. Selskabet annoncerede i 2010 deres første større cloudsatsning, og i 2012 blev deres nuværende flagskibsprodukt "S/4HANA" annonceret.

Forretningsmodel, konkurrencefordele og kvalitet
Forretningsmodellen går på at få foden ind ad døren hos så mange store virksomheder som muligt, ofte ved hjælp af SAP's kerneprodukt, ERP-systemet, og så sælge dem en række supplerende produkter og serviceydelser. De komplementerende softwareprodukter er f.eks. software til håndtering af virksomhedens forsyningskæde, HR, software til rejse- og udgiftsadministration, og en række industrispecifikke softwareprodukter. Alt SAP-software snakker sammen og giver derfor en masse synergieffekter til kunden. For hver krone, SAP sælger af deres ERP-system, er der mulighed for at sælge for tre kroner i ekstra software og serviceydelser.

SAP besidder en række konkurrencefordele, som vi mener gør det til et kvalitetsselskab fra allerøverste hylde:

a) "High Switching Costs": Hvis en virksomhed først har implementeret SAP's software, så er det utrolig svært at skifte til et konkurrerende produkt. Dette skyldes bl.a.: 1) kunder videreudvikler SAP's software til deres specifikke behov, 2) en migration kan være risikabel og omfangsfuld og 3) SAP er ikke bare en virksomhed eller et program. Det er også en færdighed og for nogen sågar en karrierevej. Det er sjældent, at kunders SAP-eksperter er lige så kompetente i alternativer.

b) Stordriftsfordele: 1) lave marginale omkostninger forbundet med software, 2) en større kundebase til at finansiere produktudvikling og 3) meget store mængder af data, der giver indsigt i kunders behov, og hvis værdi kun stiger i takt med, at AI-baserede produkter udvikles.

Et rigtig godt eksempel, der tydeliggør SAP's produktkvalitet og konkurrencefordele, er selskabets forhold til Microsoft. Microsoft er en af selskabets største konkurrenter, da der er stort overlap mellem deres softwareløsninger, og derudover er Microsoft verdens største softwarevirksomhed og markedsleder på hele kategorien Virksomhedssoftware. Det, der er bemærkelsesværdigt, er, at selv Microsoft har valgt at bruge SAP's ERP-system, og ikke deres eget. Det snakker virkelig til, hvor værdifuldt SAP's software er og til selskabets konkurrencefordele.

Ledelse, strategi og kapitalstruktur
Vi har et godt indtryk af SAP's ledelse og deres strategi for selskabet. Vi oplever, at ledelsen tænker og handler langsigtet gennem blandt andet at investere i at udbygge selskabets konkurrencefordel. Ledelsen forventer selv pæn vækst over de kommende år og stigende profitmarginer i takt med, at cloudmigrationen bliver fuldendt.

SAP har i dag en beskeden gæld i forhold til deres årlige pengestrømme, og sammen med selskabets relativt forudsigelige pengestrømme giver dette handlefrihed til kapitalallokering (investeringer, M&A, aktietilbagekøb og udbyttebetalinger)

SAP scorer meget højt på ESG (91 ud af 100) både absolut og relativt til deres industri (kilde: LSEG), hvilket resonerer godt med deres mission statement – "SAP's purpose is to help the world run better and improve people's lives with sustainability at the core. Our promise is to innovate to help you run at your best."

Vores forventninger til fremtidige pengestrømme i SAP
Vi mener, at SAP har gode muligheder for at vækste deres pengestrømme, og vi forventer bl.a., at de stigende pengestrømme understøttes af:

a) Stigende profitmarginer og mere forudsigelig omsætning gennem transformation fra ”on-premise”, hvor software køres lokalt, til cloudbaseret software. For SAP betyder transformationen også nemmere adgang til at sælge og implementere ekstra-moduler og komplementerende software. For kunden betyder dette: Fleksibilitet, skalerbarhed og omkostningseffektivitet.
b) Stigende omsætning gennem øget efterspørgsel efter ERP-løsninger, der drives af øget behov for digitalisering. Uafhængige researchhuse forventer også væsentligt underliggende vækst.
c) Gode muligheder for at tage markedsandele via markedslederskab med stærke produkttilbud og nye softwareløsninger. Markant øget efterspørgsel efter AI ventes også at øge efterspørgslen efter SAP’s produkter, da AI er dybt afhængig af tilstrækkelige datamængder, og her står SAP et virkelig godt sted.

SAP som investering

I værdiansættelsen af SAP modellerer vi vores forventninger til frie pengestrømme via omsætning, profitmarginer og behov for geninvestering, som vi altid gør vha. vores discounted cash flow (DCF) modeller. Her ser vi væsentlig upside fra, hvad den nuværende aktiekurs afspejler, til vores estimat af selskabets værdi.

SAP er en af de relativt sjældne virksomheder, der både befinder sig i toppen af kvalitetsskalaen, og som kan købes til en attraktiv pris.

PANORAMA
INVEST

Ansvarsfraskrivelse

Panorama Invest yder investeringsrådgivning til fonden "PortfolioManager Panorama Invest KL", men yder ikke investeringsrådgivning over for private. Vi udtaler os alene som rådgivere for fonden. Læs venligst vores ansvarsfraskrivelse for flere oplysninger herom.

Dette skriv er udarbejdet af Panorama Invest ApS og er kun beregnet til informationsformål. Vi ønsker at gøre vores læsere opmærksomme på følgende:

1. **Ingen investeringsrådgivning:** Dette skriv udgør ikke, og bør ikke tolkes som, investeringsrådgivning. Vi opfordrer læserne til at konsultere en professionel finansiel rådgiver, inden de træffer beslutninger vedrørende investeringer.
2. **Ingen opfordring til køb eller salg:** Informationerne præsenteret i dette skriv udgør ikke en opfordring eller anbefaling til at købe eller sælge værdipapirer, aktier eller andre finansielle instrumenter.
3. **Risici ved investering:** Investeringer indebærer risici, og tidligere resultater garanterer ikke fremtidige resultater. Læserne opfordres til at foretage deres egen grundige research og overveje deres risikotolerance, før de træffer investeringsbeslutninger.
4. **Genovervejelse af information:** Finansielle forhold og markedsvilkår ændrer sig løbende. Informationen i dette skriv kan være underlagt ændringer uden varsel. Vi påtager os intet ansvar for unøjagtigheder eller ufuldstændigheder i de præsenterede oplysninger.

Ved at læse dette skriv accepterer læseren ansvar for sine egne investeringsbeslutninger og forstår, at Panorama Invest ApS ikke er ansvarlig for eventuelle tab eller skader, der måtte opstå som følge af brugen af informationen heri.

Vi opfordrer alle læsere til at være opmærksomme på de finansielle risici og konsultere professionelle rådgivere, inden de træffer investeringsbeslutninger.