

Ratingobjekt	Ratinginformationen	
SAP SE Creditreform ID: 7050001788 Gründung: 1972 Sitz: Walldorf, Deutschland (Haupt-)Branche: Softwareentwicklung; Cloud Computing Vorstand: Christian Klein (CEO)	Corporate Issuer Rating: A+ / stabil	Typ: Update unbeauftragt (unsolicited)
	LT LC Senior Unsecured Issues: A+ / stabil	Andere: n.r.
	Erstellt am: 24. August 2020 Monitoring bis: das jeweilige Rating zurückgezogen wird Ratingsystematik: CRA „Rating von Unternehmen“ CRA „Rating von Unternehmensemissionen“ CRA „Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings“ Ratinghistorie: www.creditreform-rating.de	
<u>Ratingobjekte:</u> Long-term Corporate Issuer Rating: SAP SE Long-term Local Currency (LT LC) Senior Unsecured Issues		

Inhalt

Vorbemerkung.....	1
Zusammenfassung.....	1
Ratingrelevante Faktoren.....	3
Geschäftsentwicklung und Ausblick ...	6
Geschäftsrisiko	10
Finanzrisiko.....	12
Issue Rating	14
Strukturierte Finanzkennzahlen	16
Anhang	17

Analysten

Christian Konieczny
Lead Analyst
C.Konieczny@creditreform-rating.de

Holger Becker
Co-Analyst
H.Becker@creditreform-rating.de

Neuss, Deutschland

Zusammenfassung

Unternehmen

Die in Deutschland beheimatete SAP SE mit Sitz in Walldorf – im Folgenden auch (die) SAP genannt - ist eine weltweit führende Entwicklerin von Anwendungs- und Analysesoftware für Unternehmen inkl. des Services und Supports. Zusätzlich ist das Unternehmen einer der großen, innovativen Cloud-Anbieter auf dem Markt und definiert sich seit der Übernahme der Qualtrics International Inc., USA im Januar 2019 als marktführend im Produktbereich Customer Experience Management (XM). Das Unternehmen beschäftigte Ende 2019 100.330 Mitarbeiter (Vollzeit-Äquivalent) in 264 Konzernunternehmen in 180 Ländern. Dabei basiert das Geschäft von SAP auf einem erheblichen und vergleichsweise granularen Kundenstamm wobei mehr als 2/3 der Umsätze als gut planbar und nachhaltig angesehen werden können; dies mit weiter steigender Tendenz. In 2019 erwirtschaftete die SAP SE (Konzern) mit einem erneuten Rekordumsatz von 27,55 Mrd. EUR einen Jahresüberschuss von rd. 3,37 Mrd. EUR. Im Ergebnis blieb der Konzern damit merklich hinter dem Vorjahresergebnis von rd. 4,1 Mrd. EUR zurück. Eine insgesamt höhere Kostenquote und nicht operativer Restrukturierungsaufwand i.H.v. 1,13 Mrd. EUR waren diesbezüglich maßgebliche Größen. Zudem belasteten Aufwendungen für die Übernahme der Qualtrics Int. Inc. i.H.v. 689 Mio. EUR das Ergebnis.

Umsatzerlöse generiert das Unternehmen vor allem durch den Verkauf von Softwarelizenzen und zunehmend mit dem innovativeren Segment Cloud sowie mit Service- und Supportleistungen. Trotz einer zuletzt Corona bedingten Anpassung des Geschäftsausblicks 2020 rechnet das Management laut ungeprüftem Halbjahresbericht 2020 damit, die Umsatz- und Ergebnisse des Geschäftsjahres 2019 in etwa erreichen bzw. übertreffen zu können, was auf Basis der Halbjahreszahlen 2020 realistisch erscheint.

Ergebnis

Mit dem vorliegenden unsolicited Corporate Issuer Rating von **A+** bestätigen wir für die SAP SE eine hohe Bonität und ein geringes Ausfallrisiko. Positiv auf das Rating wirken das zukunftsfähige Geschäftsmodell auf Basis der Marktposition, der Produkte, der Strategie sowie der Innovationskraft. Der Konzern zeigt bei einer bislang beachtlichen Geschäftsausweitung gute Margen, eine adäquate Kapitalstruktur sowie eine überzeugende Finanzkraft. Die Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse zeigen sich langjährig stabil auf einem soliden Niveau, wobei die Ergebnislage in 2019 aufgrund von Sondereffekten rückläufig war. Auch wenn SAP von den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie nicht verschont bleibt, sehen wir die Finanzstabilität derzeit

grundsätzlich nicht gefährdet. Mitunter könnte der Megatrend der Digitalisierung durch die Pandemie kurz- bis mittelfristig nochmals beschleunigt werden, wovon auch die SAP profitieren sollte.

Dämpfend wirken sich die konjunkturellen Risiken, politische Spannungen und eine mögliche Investitionszurückhaltung der Kunden aus; resultierend aus dem bisherigen und einem möglichen weiteren Verlauf der Pandemie. Zudem konstatieren wir weiterhin einen beachtlichen internationalen Wettbewerbsdruck sowie ein schnelllebiges Geschäft, das fortlaufend Innovationen im Produktportfolio verlangt, denen SAP hinreichend gerecht werden muss. Insofern beinhaltet das grundsätzlich margen- und wachstumsstarke Geschäft auch erhebliche Branchen- und Geschäftsmodellrisiken.

Ausblick

Den einjährigen Ausblick für das Rating belassen wir, trotz nachlassender Kennzahlenqualität in 2019, bei **stabil**. Der Ausblick unterliegt den Annahmen, dass die SAP ihre getroffenen wirtschaftlichen Prognosen für 2020 mindestens erreicht und sich die weltweiten Corona bedingten konjunkturellen Verwerfungen in der zweiten Jahreshälfte 2020 und im Gesamtjahr 2021 relativiert zeigen. Dabei erwarten wir von der SAP, dass die laufenden Strukturierungsmaßnahmen, die jüngsten Akquisitionen und der teilweise Umbau des Managements in ein forciertes profitables Wachstum transferiert werden kann. Hinsichtlich der Finanzkennzahlen und der Finanzsituation bewegt sich der Konzern noch in einem gewissen Spielraum. Insbesondere das starke Wachstum im Cloud-Geschäft, welches durch die Subskriptionen regelmäßige Einnahmen aus der Nutzung der Cloud-Plattform generiert, sollte weiterhin prosperieren. Die daraus generierten Einnahmen dürften sich positiv auf das Risikoprofil des Unternehmens auswirken, zumal sich der Trend zur Digitalisierung weltweit beschleunigen sollte. In Verbindung mit der am 26.07.2020 veröffentlichten Mitteilung, die in 2019 akquirierte Tochtergesellschaft Qualtrics an die US-amerikanische Börse bringen zu wollen, sehen wir gute Chancen, einen wesentlichen Teil des für das Wachstum notwendigen Kapitals generieren zu können. Damit sollte SAP weiterhin eine gehobene Finanzstabilität und ein adäquates qualitatives Wachstum ausweisen. Auf dieser Basis gehen wir von einer zumindest stabilen Entwicklung der Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse 2020 und 2021 aus.

Hinweis

Die in diesem Abschnitt angegebenen ratingrelevanten Faktoren (Key-Driver) basieren wesentlich auf internen Analysen und Evaluierungen im Rahmen des Ratingprozesses und darauf abgeleiteten eigenen Einschätzungen der am Rating beteiligten Analysten und ggf. der weiteren Komiteemitglieder. Die wesentlichen externen Quellen, die dabei herangezogen wurden, sind im Anhang unter den Abschnitten „Regulatorik“ und „Vorschriften für die Gestaltung von Ratings und Ratingausblicken“ angegeben.

Auszüge aus der**Finanzkennzahlenanalyse 2019:**

- +Umsatzentwicklung
- +Um Sonderfaktoren bereinigtes EBIT und EBT
- +Innenfinanzierungskraft/Cashflow
- +Profitabilität
- +Liquiditätskennziffern
- +Finanzergebnis

- Analytische Eigenkapitalentwicklung
- Entwicklung der absoluten Verschuldung
- Bilanzsummenentwicklung
- kurzfristige Kapitalbindung
- Entwicklung Net total debt/EBITDA adj.

Allgemeine Ratingfaktoren zeigen die wichtigsten Elemente auf, welche sich, nach Meinung der Analysten zum Ratingzeitpunkt, grundsätzlich bzw. langfristig positiv (+) oder negativ (-) auf das Rating auswirken.

Ratingrelevante Faktoren

Tabelle 1: Finanzkennzahlen | Quelle: SAP SE Integrierter Bericht 2019, strukturiert durch CRA

SAP SE Ausgewählte Kennwerte der Finanzkennzahlenanalyse Basis: Geschäftsbericht per 31.12. (IFRS, Konzern)	Strukturierte Kennzahlen ¹	
	2018	2019
Umsatz (Mio. EUR)	24.708,0	27.553,0
EBITDA (Mio. EUR)	7.009,0	6.271,0
EBIT (Mio. EUR)	5.647,0	4.399,0
EBT (Mrd. EUR)	5.600,0	4.597,0
EAT (Mio. EUR)	4.089,0	3.371,0
EAT nach Abführung (Mio. EUR)	4.083,0	3.321,0
Bilanzsumme (Mio. EUR)	38.625,0	44.389,0
Eigenkapitalquote (%)	41,69	33,97
Kapitalbindungsdauer (Tage)	18,69	17,00
Kurzfristige Kapitalbindung (%)	24,62	31,37
Net total debt / EBITDA adj. (Faktor)	1,98	3,24
Zinsaufwand zum Fremdkapital (mod.) (%)	1,86	2,01
Gesamtkapitalrendite (%)	10,71	7,15

Allgemeine Ratingfaktoren

- + Nachhaltiger Megatrend der Digitalisierung von Wirtschaft und Gesellschaft
- + Skalierbares zukunftsfähiges Geschäftsmodell, auf Megatrends aufbauend
- + Stark zukunftsgerichtete Strategie, Produkte und Visionen; Innovationskraft
- + Führender ERP-Systemanbieter mit nahezu weltweiter Präsenz
- + Langjähriges qualitatives und profitables Wachstum; vor allem im Cloud-Geschäft
- + Hoher und weiter steigender Anteil gut planbarer Umsätze (z.B. Cloud Back Log)
- + Großer, granularer Kundenstamm und hinreichende räumliche Diversifikation
- + Langjährig sehr stabiles und solides Ergebnis der Finanzkennzahlenanalyse, 2019 jedoch leicht verschlechtert
- + Hohe Kapitalmarktfähigkeit sowohl hinsichtlich Eigen- als auch Fremdkapital
- + Positive Entwicklung ESG-relevanter Kennwerte
- Finanz- und innovationsstarker Wettbewerb
- Anteil immaterieller Vermögenswerte
- Kapitalintensität
- Brutto-Margenentwicklung (zuletzt stabilisiert)
- Zunehmende Risiken aus Cyber-Kriminalität

¹ Originäre Konzernabschlüsse werden von der CRA für analytische Zwecke in eine strukturierte Form überführt. So werden z.B. bei der Berechnung des analytischen Eigenkapitals die aktiven latenten Steuern, bilanzierte Firmenwerte (teilweise oder vollständig) und die selbsterstellten immateriellen Vermögensgegenstände abgezogen sowie die passiven latenten Steuern hinzugerechnet. Das Net total debt berücksichtigt sämtliche bilanzielle Verbindlichkeiten. Die hier dargestellten Kennwerte weichen deshalb regelmäßig von den originären Werten der Unternehmen ab.

Aktuelle Ratingfaktoren zeigen die wesentlichen Faktoren auf, die neben den allgemeinen Ratingfaktoren einen Einfluss auf das Rating haben.

Aktuelle Ratingfaktoren 2020

- + In Bezug auf das Ratingniveau noch hinreichende Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse
- + Unvermindert qualitatives Wachstum in 2020 mit, unter den aktuellen Rahmenbedingungen, hinreichender Profitabilität
- + Erhebliche Wachstumsraten in verschiedenen Produktbereichen, vor allem dem Cloud-Computing
- + Verbesserte Kosteneffizienz und Kundenzufriedenheit die sich aus Re- und Neustrukturierungen der SAP ergeben sollten

- Anhebung der Ausschüttungsquote
- Verhältnis des Goodwills zum originären Eigenkapital und zur Bilanzsumme
- COVID-19-bedingte Anpassung der Jahresprognose 2020
- Erhebliche verbleibende direkte (Pandemieentwicklung) und indirekte (z.B. Konjunkturerwicklung, Kundenaufträge) Unsicherheiten aus COVID-19
- In 2019 nochmals gestiegene immaterielle Vermögensgegenstände und aktivierte Kosten aus Kundenverträgen (Verkaufsprovisionen) und Vertragserfüllungskosten deren Werthaltigkeit im Stressszenario (Verwertungsfall) kritisch zu hinterfragen ist
- Rückläufige Kundenzufriedenheitswerte und Weiterempfehlungsrate
- Erhöhte Fluktuation in der Belegschaft und dem Top-Management, Rückgang verschiedener Mitarbeiterkennwerte; Bewährung der Maßnahmen steht weitgehend noch aus

Prospektive Ratingfaktoren

Prospektive Ratingfaktoren zeigen auf, welche Elemente sich, nach Meinung der Analysten zum Ratingzeitpunkt, stabilisierend oder ratingerhöhend (+) bzw. dämpfend oder ratingmindernd (-) in der Zukunft auswirken können, wenn sie eintreten würden. Es könnten jedoch auch Sachverhalte auftreten, die in dieser Darstellung nicht enthalten sind, deren Wirkung wegen Unbestimmtheit oder angenommener Unwahrscheinlichkeit zum Ratingzeitpunkt nicht hinreichend abgeschätzt werden kann. Die Aufstellung erhebt daher keinen Anspruch auf Vollständigkeit hinsichtlich aller möglichen ratingrelevanten Zukunftseignisse.

- + Eindämmung der weltweiten COVID-19-Pandemie
- + Zügige und nachhaltige Erholung der weltweiten und marktrelevanten Konjunktur
- + Beschleunigung der weltweiten Digitalisierung als Folge der Corona-Pandemie
- + Insgesamt höheres profitables Wachstum und signifikante Umsatzgrößenklassenänderung
- + Wachstum im Cloud-Computing und weitere ertragreiche Diversifikation
- + Umwandlung strategischer Allianzen (z.B. mit Siemens und Microsoft) in qualitatives Wachstum
- + Signifikante Finanzmittelzufluss und Eigenkapitalstärkung aus dem Börsengang Qualtrics
- + Verbesserungen bei Kundenzufriedenheit und Produktintegration
- + Verbesserung der Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse

- Unzureichende Innovationskraft und Wachstumsraten bei Trends wie dem Cloud-Computing
- Unzureichende Integration von Akquisitionsobjekten; nachhaltig unzureichender Ergebnisbeitrag von Qualtrics
- Wertberichtigungsbedarf auf die hohen Geschäfts- oder Firmenwerte
- Signifikante Realisierung von Risiken aus laufenden Rechtsverfahren
- Verstärkte Rezession durch anhaltende pandemische Effekte
- Nochmalige Verschlechterung der Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse

ESG-Faktoren sind Faktoren, die in Beziehung zu Umwelt, Soziales und Unternehmensführung stehen. Für nähere Informationen verweisen wir auf den Link unter „Regulatorik“. CRA bezieht bei der Beurteilung des Ratingobjektes ESG-relevante Faktoren grundsätzlich ein und weist diese aus, wenn sie einen signifikanten Einfluss auf die Kreditwürdigkeit haben mit Auswirkung auf das Ratingergebnis oder den Ausblick.

ESG-Faktoren

CRA bezieht bei der Beurteilung des Ratinggegenstandes ESG-relevante Faktoren (Umwelt, Soziales und Governance) grundsätzlich ein. Im Fall von SAP SE haben wir keinen ESG-Faktor mit signifikantem Einfluss identifiziert.

Dennoch vermerken wir positiv, dass SAP hinsichtlich wichtiger ESG-Kennwerte, wie dem CO₂-Ausstoß unter Nutzung erneuerbarer Energien oder der Frauenquoten, trotz der in 2020 erfolgten Trennung von der Co-Vorstandssprecherin Jennifer Morgan, insgesamt positive Trends zeigt, insbesondere bei den Relativkennziffern. Es ergibt sich für uns ein befriedigendes bis gutes Bild im Umgang mit und der Kommunikation von Nachhaltigkeitsaspekten (ESG).

Kritisch ist der Gesamtstromverbrauch der von SAP bei Kunden eingesetzten Produkte zu sehen und dass für die Herstellung der benötigten Hardware seltene Erden verwendet werden, deren Abbau in Entwicklungsländern hinsichtlich Umwelt- und Menschenrechtsaspekten zuweilen kritisiert wird. Zu beobachten bleibt im Bereich Governance die zuletzt erhöhte Managementfluktuation und die Entwicklung der Ermittlungen hinsichtlich der Korruptionsvorwürfe in den USA sowie der Presse zu entnehmender Rechtstreitigkeiten mit Gewerkschaften vor dem EuGH.

Eine für die Creditreform Rating AG allgemeingültige Beschreibung sowie eine für Corporate Ratings gültige Beschreibung zum Verständnis und der Beurteilung von ESG-Faktoren im Rahmen des Credit-Rating-Prozesses finden sich hier:

<https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethoden%20DE/The%20Impact%20of%20ESG%20Factors%20on%20Credit%20Ratings.pdf>

Best-Case-Szenario: A+

Die Aussicht für eine positive Ratingaktion im Zeitraum von einem Jahr ist aufgrund der gegebenen Kennzahlenarithmetik, erhöhter exogener Risiken und struktureller Herausforderungen aktuell gering. Wir erwarten im laufenden Geschäftsjahr zwar eine positive Geschäftsentwicklung sowie eine moderate Entschuldung, haben dies jedoch im Rating bereits berücksichtigt. Rating-relevante Ausprägungen der Realisierung von Chancen aus einem sich beschleunigenden Digitalisierungstrend erwarten wir eher mittelfristig.

Worst-Case-Szenario: A

In unserem Worst-Case-Szenario für ein Jahr sehen wir eine Verschlechterung des Ratings auf A. Eine Herabstufung würde bei einer Verschlechterung einiger ratingrelevanter Kennzahlen wie z.B. einer nochmals rückläufigen Eigenkapitalquote oder einem Rückgang der Rentabilitätskennzahlen in Betracht gezogen werden. Dies könnte durch die verstärkte strategische Veränderung induziert werden, die zu einer vorläufigen Ergebnisschwäche und einer Ausweitung der Verschuldung führt, was eine Herabstufung nach sich ziehen könnte.

Auch wenn sich das Geschäftsmodell und die Geschäftsentwicklung der SAP in den aktuellen Krisenzeiten vergleichsweise robust zeigen, bleiben auch in Bezug auf das Ratingobjekt erhebliche COVID-19-induzierte und weitere exogene Risiken relevant. Wir sehen zudem mögliche Belastungsfaktoren durch die erfolgte oder zukünftige M&A-Tätigkeit.

Hinweis:

Die dargestellten Szenarien basieren auf dem Informationsstand zum Erstellungsdatum des Ratings. Innerhalb des Prognosezeitraums können Sachverhalte auftreten, die eine Ratinganpassung außerhalb des hier aufgezeigten Bereiches notwendig machen.

Geschäftsentwicklung und Ausblick

Die SAP hatte trotz eines Ergebnismrückgangs ein zufriedenstellendes Geschäftsjahr 2019 vorzuweisen. Die Umsatzerlöse stiegen um 11,5% auf einen neuen Rekordwert von 27.553 Mio. EUR und damit stärker als in den Vorjahren. Sie waren durch Akquisitionen und Währungseffekte positiv beeinflusst. Besonders das Cloud-Geschäft entwickelte sich weiterhin überproportional und konnte den Produktumsatz im Vergleich zu 2018 um 38,9% auf 6.933 Mio. EUR steigern, was ebenfalls über den Wachstumsraten der letzten Jahre lag und im Geschäftsjahr 2019 25,2% der Konzernumsätze auf sich vereinte. Der wichtigste Cloud-Markt in 2019 blieb Amerika (Nord- und Lateinamerika) mit einem Anteil von 56% an den Cloud-Erlösen, gefolgt von EMEA (Europa, Middle-East, Africa) mit einem Anteil von 30,5%, der mit +47% das größte Wachstum aufwies.

Verhalten entwickelten sich in 2019 die Softwarelizenzenerlöse, die sich auf 4.533 Mio. EUR verringerten (-2,5%), was allerdings durch das Wachstum bei den Software-Supporterlösen auf 11.547 Mio. EUR (+5,2%) überkompensiert wurde. Zudem stiegen die Serviceerlöse auf 4.541 Mio. EUR (+11,1%) an. EMEA blieb mit einem Anteil von rund 50,3% am Produktbereichsumsatz die wichtigste Marktregion, gefolgt von Amerika mit 32,5% und APJ (Asia, Pacific, Japan) mit 17,2%.

Mit 44% der Konzernumsätze blieb EMEA die erlösstärkste Region der SAP, knapp vor Amerika mit 41% und APJ mit 15%. Positiv bemerken wir den vergleichsweise großen, granularen und stabilen Kundenstamm der SAP und die Zunahme des Anteils des gut planbaren Geschäfts auf 67% der Konzernumsatzerlöse, was sich vor allem aus den Clouderlösen und den Software-Supporterlösen ergab.

Tabelle 2: Geschäftsentwicklung der SAP SE | Quelle: Integrierter Bericht 2019 sowie Halbjahresbericht 2020 der SAP SE und eigene Darstellung

SAP SE				
in Mio. EUR	2017	2018	2019	1. Halbjahr 2020
Umsatz	23.461	24.708	27.533	13.264
EBITDA	6.331	7.009	6.271	3.419
EBIT	5.059	5.647	4.399	2.494
EBT	5.029	5.600	4.597	2.444
Cashflow aus betrieblicher Geschäftstätigkeit	5.045	4.303	3.496	3.772

Gegenüber 2018 verzeichnete die SAP in 2019 signifikante Ergebnismrückgänge auf allen relevanten Ebenen (EBITDA, EBIT, EBT und EAT). Das EBIT verringerte sich um 22,1% auf 4.399,0 Mio. EUR. Wesentliche Gründe sind Aufwendungen für Restrukturierung i.H.v. 1.130 Mio. EUR (2018: 19 Mio. EUR), leicht gestiegenen Akquisitionsaufwendungen i.H.v. 689 Mio. EUR (2018: 577 Mio. EUR) und ebenfalls gestiegene aktienbasierte Vergütungen i.H.v. 1.835 Mio. EUR (2018: 830 Mio. EUR). Zudem sind auch die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung absolut und quotal angestiegen. Letzteres auch durch einen höheren Anteil von Mitarbeitern in kostenintensiveren Ländern durch die Übernahme von Qualtrics. Aber auch weitere Kostenblöcke wie die Vertriebs- und Marketingkosten (+13%) stiegen zum Umsatz überproportional an und lassen in Hinblick auf die Kosteneffizienz weiteres Verbesserungspotenzial erkennen. Aufgrund des gesunkenen EBIT verschlechterte sich die operative Rentabilität des Unternehmens auf 16,0% (Vorjahr: 22,8%) und war damit auch im mehrjährigen Vergleich stark unterdurchschnittlich. Bereinigt um einmalige Effekte wären die Kennwerte merklich besser ausgefallen, was wir im Rating einer-

seits berücksichtigen. Andererseits fallen bei der SAP vergleichsweise regelmäßig Re- und Neustrukturierungsaufwendungen sowie akquisitionsbedingte Kosten an. Derzeit teilen wir die Erwartung des Managements, dass sich die genannten Sonder-Aufwandspositionen größtenteils positiv auf das operative Geschäft und die Profitabilität der SAP in der Zukunft auswirken sollten. Der Nachweis bleibt jedoch, insbesondere hinsichtlich der Akquisition von Qualtrics, nach unserer Meinung noch zu erbringen.

Positiv erwähnen wir, dass es dem Konzern auch 2019 gelungen ist, die vorangegangenen Prognosen zur wirtschaftlichen Entwicklung zu erreichen. Ein weiterer Rückgang der Ergebnis- und Innenfinanzierungskraft aus dem operativen Geschäft könnte allerdings ein Downgrade im Rating nach sich ziehen.

Der originäre Cashflow aus der betrieblichen Geschäftstätigkeit war in den letzten Jahren deutlich rückläufig und lag zuletzt bei 3.496 Mio. EUR. Konnten die Investitionen in den Vorjahren noch rechnerisch aus dem operativen Cashflow getätigt werden, stand er in 2019 in deutlicher Diskrepanz zum Cashflow aus Investitionstätigkeit von -7.021 Mio. EUR. Maßgeblich war in diesem Zusammenhang die Akquisition der Qualtrics International Inc., USA, die bei einem Kaufpreis von 6.449 Mio. EUR in der Periodenabgrenzung zu Netto-Zahlungsmittelabflüssen von 6.215 Mio. EUR führte und durch eine Akquisitionsfinanzierung i.H.v. 2.500 Mio. EUR, von der per Jahresende bereits 500 Mio. EUR zurückgeführt waren, teilweise finanziert wurde. Die Transaktion führte zu einer Erhöhung des Goodwills um 5.015 Mio. EUR, der in 2019 mit 29.162 Mio. EUR einen Höchstwert erreichte. Risikoavers ziehen wir analytisch 50% der gesamten bilanziellen Goodwill-Position vom Eigenkapital ab, was das Eigenkapital 2019 um 14.581 Mio. EUR reduziert. Zusammen mit den anteilsbasierten Vergütungen mit Barausgleich von Qualtrics als Ersatz für frühere, von Qualtrics gewährte Rechte für Mitarbeiter, den Akquisitionskosten und den Angabe gemäß auch aus der Akquisition gestiegenen Personalkosten, sehen wir die finanziellen und bilanziellen Verhältnisse der SAP durch die Transaktion merklich belastet, zumal der Großteil der kunden- und produkttechnischen sowie strukturellen Integration von Qualtrics noch erfolgen dürfte und mitunter weitere Finanzmittel erfordern könnte. Der unlängst vom CEO Christian Klein angekündigte IPO von Qualtrics könnte diesbezüglich einen signifikanten Geldmittelzufluss mit sich bringen.

Die SAP erwartet aufgrund der wachsenden IT-Märkte und des Trends zur Digitalisierung, der durch die Corona-Krise kurz- bis mittelfristig nochmals an Dynamik gewinnen könnte, auch weiterhin ein positives Umfeld des an sich sehr wettbewerbsintensiven und innovationsgetriebenen Branchensegments vorzufinden. Das Cloud-Geschäft soll auch zukünftig weiterhin stark wachsen und für steigende Umsätze im Unternehmen sorgen. Allerdings sind auch in diesem Geschäftsfeld bereits sehr dynamische, produkt- und/oder technologie- wie finanzstarke Wettbewerber aktiv, gegen die sich SAP weiterhin behaupten müssen.

Wir sehen gute Chancen, dass SAP vom Digitalisierungstrend künftig überproportional profitiert. Die Ausweitung von Home-Office könnte vor allem das Cloud-Geschäft oder auch die webbasierte Kommunikation beflügeln, wobei, soweit uns bekannt, die SAP für letzteres kein oder kein ausgewiesen marktrelevantes Produkt im Portfolio hat.

Das Geschäftsjahr 2020 der SAP war anfänglich durch einen soliden Geschäftsgang geprägt, der jedoch gegen Ende des 1. Quartals durch die dynamischen Auswirkungen der COVID-19-Pandemie gedämpft wurde. Unternehmen stellten weltweit Investitionen in ihre IT-Landschaft zunächst zurück, weshalb es auch bei der SAP zu Geschäftsrückgängen kam, die sich jedoch bereits im Laufe des 2. Quartals relativierten - bei unverändert gutem Auftragsbestand, vor allem

im Cloud-Geschäft (Cloud-back log). Derzeit besteht die vorherrschende Meinung, dass die Corona-Pandemie mittelfristig den Digitalisierungstrend weiter beschleunigen wird. Mobile Datenverarbeitungslösungen, Cloud-Computing, KI sowie Anwendungen und Technologien der Fern-Zusammenarbeit, wie Videokonferenzlösungen, virtuelle Arbeitsumgebungen und der Fernzugriff auf Support und Daten aus dem Home-Office werden sehr wahrscheinlich weiter zunehmen, was grundsätzlich sehr solide Rahmenbedingungen auch für die Produkte der SAP schafft. Dennoch hat die SAP nach eigenen Angaben auf die kurzfristigen Risiken aus Corona reagiert und weniger Mitarbeiter als geplant eingestellt. Zudem wirken die „natürlichen“ Kosteneinsparungen, die in Verbindung mit Corona stehen, wie Home-Office, weniger Geschäftsreisen und verringerte Vertriebstätigkeit vor Ort, entlastend.

Insgesamt führte dies, zusammen mit geringeren außergewöhnlichen Aufwendungen, bei zum Vorjahreszeitraum nochmals gestiegenen Halbjahresumsätzen 2020 von 13.264 Mio. EUR (+542 Mio. EUR; +4%), zu einem um 1.803 Mio. EUR auf 2.294 Mio. EUR gestiegenen EBIT (+261%). Maßgeblich für den Umsatzanstieg waren wiederum die Wachstumsraten bei den Cloud-Erlösen, während die Softwarelizenzerlöse rückläufig waren. Ergebniserhöhend wirkten im Vorjahresvergleich auch der weitgehende Wegfall der Restrukturierungskosten und normalisierte anteilsbasierte Vergütungen. Der Gewinn nach Steuern betrug 1.697 Mio. EUR (2018: 475 Mio. EUR). Weiter kritisch zu beobachten bleibt das Segment Qualtrics, das Angabe gemäß investitionsbedingt einen operativen Verlust von 5 Mio. EUR im ersten Halbjahr 2020 auswies. Der Konzern konnte den Cashflow aus der betrieblichen Tätigkeit im 1. Halbjahr 2020 im Vorjahresperiodenvergleich um 1.043 Mio. EUR verbessern. Der Minderung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen i.H.v. 1.132 Mio. EUR standen dabei Minderungen der entsprechenden Verbindlichkeiten i.H.v. 949 Mio. EUR gegenüber. Neben einer Erhöhung der Vertragsverbindlichkeiten i.H.v. 1.578 Mio. EUR waren geringere Ertragssteuerzahlungen von 491 Mio. EUR (H1 2019: 1.277 Mio. EUR) wesentlich.

Trotz des Periodenergebnisses nach Steuern ist das originär ausgewiesene Eigenkapital absolut per 30.06.2020 von 30.822 Mio. EUR auf 29.072 Mio. EUR gesunken. Wesentlich waren der vorab angekündigte Erwerb eigener Anteile i.H.v. 1.492 Mio. EUR und die Dividendenzahlung i.H.v. 1.864 Mio. EUR. Diese Sachverhalte sehen wir im aktuellen Gesamtzusammenhang eher als ratingdämpfend an.

Der Konzern hat per 30.06.2020 seine Finanzschulden nochmals um 1.302 Mio. EUR auf 14.919 Mio. EUR ausgeweitet. Inklusive der Leasingverbindlichkeiten und sonstiger finanzieller Verpflichtungen belaufen sich die finanziellen Verbindlichkeiten auf 18.565 Mio. EUR. Allerdings sind die Zahlungsmittel und -äquivalente sowie die sonstigen kurzfristigen Vermögenswerte auf 7.624 Mio. EUR gestiegen und sind damit 2.013 Mio. EUR höher als zum Jahresende 2019. Hierzu hat eine Einzahlung aus einer Fremdkapitalaufnahme von 2.015 Mio. EUR beigetragen, der entsprechende Rückzahlungen i.H.v. 832 Mio. EUR und Leasingrückzahlungen von 156 Mio. EUR entgegen standen. Zur finanziellen Absicherung steht der SAP zudem eine syndizierte Kreditlinie über 2.500 Mio. EUR bis 2024 auflagenfrei zur Verfügung. Zudem existiert eine weitere Kreditlinie über 424 Mio. EUR und Kreditlinien in den Tochtergesellschaften in ungenannter Höhe zur Verfügung. Diese Linien waren per 31.12.2019 nicht oder nur unwesentlich in Anspruch genommen. Zusammen mit der auch zuletzt nachgewiesenen Kapitalmarktfähigkeit sehen wir die Finanz- und Liquiditätsrisiken derzeit als gering an.

SAP erwartet in 2020 steigende Umsätze, bei einer weiterhin konstanten Ergebnisqualität. Da das Unternehmen die Werte in der eigenen Berechnungsweise (Non-IFRS) angibt, verzichten wir

an dieser Stelle auf eine explizite Darstellung und verweisen diesbezüglich auf den Halbjahresbericht 2020, sehen jedoch darin zunächst und in Bezug auf das Rating hinreichende Fortentwicklungschancen. Dies zumal sich der operative Cashflow über 5,0 Mrd. EUR und der Free-Cashflow auf 3,5 Mrd. belaufen soll. Das Unternehmen geht davon aus, auch in den Folgejahren wachsen und so in 2023 einen Free-Cashflow von über 8,0 Mrd. EUR ausweisen zu können. Vor dem Hintergrund des eher ansteigenden Bedarfs von Home-Office und allgemein größerer Flexibilität in den Datenverarbeitungs- und Geschäftsprozessen sehen wir diesbezüglich realistische Chancen. Dennoch verbleiben erhebliche exogene Risiken. Nicht zuletzt aus COVID-19 induzierten Konjunkturertrübungen und diversen politischen Risiken sowie Staatskrisen, die das Geschäft der SAP erheblich beeinträchtigen können.

Strukturrisiko

Die SAP SE wurde 1972 gegründet und ist ein global agierendes Unternehmen mit Hauptsitz in Walldorf, Deutschland. Sie gehört zu den Marktführern bei Unternehmenssoftware, Cloud-Computing, Experience Management-, Analyse-, Prozess- und Business-Intelligence-Lösungen.

Der Konzern bestand zum 30.06.2020 aus 261 Unternehmen, was einem verschmelzungs- und liquidationsbedingten Rückgang im Vergleich zum 31.12.2019 von 3 Gesellschaften entspricht. Unternehmenserwerbe erfolgten in 2020 bislang nicht.

Das Grundkapital der SAP betrug am 31. Dezember 2019 1.228.504.232,00 € (2018: 1.288.504.232,00 €) und hat sich auch per 30.06.2020 nicht verändert. Die Aktionärsstruktur ist im Anhang dieses Berichts dargestellt.

Per 31.12.2019 betrug die Frauenquote im Aufsichtsrat der SAP 50%, was neun von 18 Aufsichtsräten entspricht und damit über der gesetzlich geforderten Mindestmarke von 30% lag. Im Vorstand waren bei acht Mitgliedern zwei Frauen vertreten, was einer Quote von 25% entspricht. Allerdings ist Jennifer Morgen, die als Co-CEO gemeinsam mit Christian Klein die erste deutsche Vorstandssprecherin eines DAX-Unternehmens war, zwischenzeitlich ausgeschieden. Der alleinige Vorstandsvorsitzende ist nunmehr Christian Klein, der Bill Mc Dermott als langjährigen Vorsitzenden bereits in 2019 ablöste. Darüber hinaus gab es in 2019 und 2020 weitere Neubesetzungen im Vorstand, teils, wie aus der Wirtschaftspresse zu entnehmen war, mit vorzeitiger (einernehmlicher) Abberufung. Wir halten eine gewisse Fluktuation im Board für üblich, dennoch bleibt das Geschehen mit Blick auf den Umfang der Fluktuation zu beobachten.

Die Gewinnung hinreichend qualifizierter Mitarbeiter, unter der Beachtung betriebswirtschaftlicher Notwendigkeiten, bleibt nach unserer Meinung eine permanente Herausforderung für den Konzern.

Das Unternehmen war per 30.06.2020 mit 101.379 Mitarbeitern in rd. 180 Ländern und einem granularen Kundenportfolio aktiv. Aus der weltweiten Tätigkeit ergeben sich jedoch auch Risiken die sich z.B. aus politischen und konjunkturellen oder unterschiedlichen Steuer- und Rechts- bzw. Regulationssystemen ergeben können. Das Unternehmen ist in diesem Zusammenhang in verschiedene Rechtsverfahren bzw. Untersuchungen verwickelt. Aufgrund der Unbestimmtheit möglicher Auswirkungen haben auch wir diese Sachverhalte nicht explizit im Rating berücksichtigen können, schließen jedoch ratingrelevante Entwicklungen für die Zukunft nicht aus. Zu weiteren Einzelheiten und Maßnahmen bzgl. der Sachverhalte verweisen wir auf den Integrierten Bericht 2019 der SAP SE.

Auf Basis öffentlich zugänglicher Informationen und den Compliance-Maßnahmen, gehen wir von hinreichend ausgebauten Strukturen bezüglich des Risikomanagements sowie des Rechnungswesens und Controllings aus, die, wie durch die überzeugende Finanzkommunikation deutlich, keine wesentlichen Schwachpunkte erkennen lassen. Restrukturierungen, Akquisitionen und deren strukturelle, organisatorische, prozessuale und produkttechnische Integration sowie Neustrukturierungen, lassen einen erheblichen anhaltenden bzw. fortlaufenden Anpassungsbedarf erkennen, der das Unternehmen nach unserer Einschätzung vor erhöhte Herausforderungen stellt. Um dem Innovationsdruck der Branche gerecht zu werden und weitere Wachstumschancen zu eröffnen, muss auch für die Zukunft, neben der organischen Fortentwicklung aus eigener F&A-Tätigkeit und Kundenakquise, mit M&A-Transaktionen gerechnet werden, sodass neben den damit verbundenen Chancen, entsprechende Risiken im Konzern immanent verbleiben könnten. Zu beobachten bleiben dabei die Geschäfts- oder Firmenwerte, die in 2019 mit 29.162 Mio. EUR einen neuen Höchstwert erreichten und im horizontalen originären Bilanzsummenvergleich einen hohen Anteil des Eigenkapitals (30.822 Mio. EUR) abdeckten und bald die Hälfte der Bilanzsumme (60.215 Mio. EUR) ausmachten, wobei wir analytisch 50% der Bilanzposition risikoavers vom Eigenkapital abgezogen haben.

Insgesamt schätzen wir die strukturellen Risiken der SAP moderat ein, weisen jedoch darauf hin, dass wir die SAP in mehreren Dimensionen (geographisch, rechtlich, personell, strukturell, prozessual, produkttechnisch etc.) als ein hochgradig komplexes Unternehmen einschätzen, das sich in einem innovations- und wettbewerbsintensiven Marktumfeld behaupten muss. Strukturelle Risiken schließen wir deshalb nicht aus, zumal die SAP regelmäßig, teils finanzintensive M&A- und Venture-Capital-Transaktionen tätigt. So gehen wir z.B. davon aus, dass zur profitablen Einbindung der Qualtrics International Inc. weitere Anstrengungen notwendig sein werden.

Geschäftsrisiko

Die SAP zählt mit ihrem Geschäftsmodell weltweit zu den führenden Anbietern von Unternehmenssoftwarelösungen, die die verschiedenen Prozesse innerhalb der Unternehmen und über Unternehmensgrenzen hinweg organisieren. Das Portfolio umfasst Geschäftsanwendungen für große und mittelständische Betriebe sowie Standardlösungen für kleine und mittelgroße Firmen. Darüber hinaus unterstützt SAP mit branchenspezifischen Lösungen Kernprozesse in den Industriezweigen Handel, Finanzen, High-Tech, im Gesundheitswesen und öffentlichen Verwaltungen. Einen Kernbereich stellt dabei die SAP Business-Suite dar, die auf die jeweiligen Anforderungen und Geschäftsziele zugeschnitten werden kann. Basis dieser Anwendung ist die von SAP entwickelte Datenbanktechnik „Hana“. Mit der Übernahme von Qualtrics Anfang 2019 sieht sich das Unternehmen auch als marktführend im Bereich Experience-Management an. Das Geschäftsmodell basiert auf der kunden- bzw. branchenorientierten Entwicklung intelligenter und effizienter IT-/Software- und Supportlösungen, um Mehrwert und Agilität bei Kunden zu schaffen. Eine langjährige Bindung der Kunden und damit die Generierung eines hohen Anteils verlässlichen Geschäfts, ist integraler Bestandteil.

Die grundsätzlichen Aussichten für die für SAP relevanten IT- und Software-Märkte ist mittel- bis langfristig als sehr gut einzuschätzen. Der anhaltende und nach unserer Meinung nachhaltige Megatrend zur Digitalisierung von Wirtschaft und Gesellschaft weltweit bildet dafür eine solide Grundlage, auch wenn dieser Prozess in einzelnen Wirtschaftsregionen mit unterschiedlicher Geschwindigkeit abläuft. Dämpfend auf die Brancheneinschätzung wirken sich der hohe und permanente Innovationsdruck und die beachtliche Wettbewerbssituation aus, die sich in großen markt- und finanzmächtigen Wettbewerbern und einer Vielzahl kleinerer Anbieter zeigt.

Tabelle 3: Projiziertes BIP-Wachstum ausgewählter Länder und Wirtschaftsräume | Quelle: www.oecd.org

Land	BIP 2019 in Mio. US-\$	Schätzung 2020 WC	Schätzung 2020 BC	Schätzung 2021 WC	Schätzung 2021 BC
China	23.604.546,26	-3,67%	-2,63%	4,51%	6,79%
Indien	3.331.278,38	-7,28%	-3,72%	8,07%	7,94%
Japan	5.459.154,87	-7,32%	-6,05%	-0,53%	2,07%
Welt	87.751.540,85	-7,60%	-5,98%	2,75%	5,22%
USA	21.427.700,00	-8,54%	-7,30%	1,93%	4,06%
Deutschland	4.659.794,64	-8,76%	-6,60%	1,67%	5,77%
OECD	63.320.980,05	-9,29%	-7,54%	2,24%	4,76%
Kanada	1.929.897,15	-9,43%	-7,97%	1,53%	3,89%
Eurozone	16.879.625,03	-11,46%	-9,07%	3,50%	6,54%
UK	3.257.782,32	-13,96%	-11,50%	4,97%	9,00%
Italien	2.664.946,83	-14,01%	-11,28%	5,29%	7,72%
Frankreich	3.315.116,42	-14,07%	-11,38%	5,22%	7,70%

Daten entnommen von OECD Economic Outlook (10.06.2020)^[1] und Weltbank^[2]

Ausgehend von der Tatsache, dass wesentliche Institutionen, wie der Internationale Währungsfonds oder die OECD ihre Prognosen zur wirtschaftlichen Entwicklung zuletzt weltweit erheblich nach unten korrigiert haben und global COVID-19-bedingt negative Wachstumsraten in 2020 erwarten, war auch das Geschäft der SAP davon betroffen. Unternehmen haben ihr Investitionsverhalten seit Ausbruch der Pandemie deutlich nach unten angepasst, was auch die IT-Infrastruktur betraf. Wir gehen für das Geschäft der SAP aber zunächst von einem vorübergehenden Effekt aus. Zum einen zeigten sich laut Halbjahresbericht der SAP im Verlaufe des 2. Quartals 2020 gewisse Nachholeffekte, zum anderen ist nach aktuellem Kenntnisstand mit einem beginnenden weltweiten Wirtschaftswachstum bereits in der 2. Jahreshälfte 2020 zu rechnen. Wir meinen, dass die Digitalisierung für Unternehmen einen hohen und ggf. noch weiter steigenden Stellenwert haben wird, zumal der Bedarf an Home-Office-Tätigkeit und größerer Flexibilität zunehmen sollte. Das Cloud-Computing sehen wir als einen der potenziellen Krisengewinner an. Die Nutzung von BIG-Data und KI sollte zunehmen. Hier sehen wir die SAP aussichtsreich positioniert.

Ein eher zunehmendes Geschäftsrisiko der SAP ist nach unserer Einschätzung die Datensicherheit und die Abwehr von Hacker-Angriffen (Cybersicherheit). Die SAP selbst schätzt in ihrem Integrierten Bericht 2020 die Wahrscheinlichkeit des Risikoeintritts als wahrscheinlich, die Auswirkungen als kritisch und die Risikostufe damit als hoch ein. Zu diesen und weiteren Geschäftsrisiken verweisen wir aus Umfangsgründen auf den Integrierten Bericht 2019 der SAP SE.

Kurz- und mittelfristig schätzen wir das Geschäftsrisiko von SAP aufgrund der Marktentwicklung, der Unternehmensgröße und -bedeutung sowie der Diversifikation und Granularität des Geschäfts sowie der gut entwickelten Strukturen als beherrschbar ein. Die SAP, als eines der weltweit führenden Softwareunternehmen, bietet Cloud- und ERP-Lösungen an, wie sie heutzutage in den meisten größeren Unternehmen eingesetzt werden. Die Implementierung eines solchen Systems ist bisher mit einem hohen Investitionsaufwand sowie einem hohen Risiko verbunden, könnte jedoch mit der Ausbreitung der Cloud-Lösungen erleichtert und flexibilisiert werden.

^[1] OECD (2020), Gross domestic product (GDP) (indicator). doi: 10.1787/dc2f7aec-en (Accessed on 19 August 2020)

^[2] <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>

Dennoch halten wir das Geschäft in der Folge der Einführung von SAP-Produkten für gut kalkulierbar. Die SAP ist in nahezu allen Branchen und Ländern mit individualisierten Lösungen aktiv und ist so im geringen Maße von branchenbedingten und lokalen wirtschaftlichen Entwicklungen abhängig. Trotzdem bleibt, wegen starker Wettbewerber und vorlaufenden Innovationserfordernissen, ein signifikantes Risiko geschäftsimmanent. Zuletzt bleiben schwer kalkulierbare Risiken aus einer nochmaligen Verschärfung der COVID-19-Pandemie. Die letzten Entwicklungen lassen vermuten, dass die negativen Auswirkungen, ohne die Entwicklung eines sicheren, wirksamen und global akzeptierten Impfstoffs und oder von effektiven Medikamenten zur Behandlung noch länger erhalten bleiben.

Finanzrisiko

Aus analytischen Gründen nimmt die CRA Anpassungen der originären Bilanzwerte vor und nutzt für die Analyse eigene Kennzahldefinitionen, weshalb es regelmäßig zu Unterschieden zu den von den Ratingobjekten veröffentlichten Kennwerten kommt. Die folgenden Ausführungen beziehen sich auf die von der CRA nach ihren Methoden berechneten Kennzahlen. Bei Nutzung oder Darstellung originärer Werte der SAP wird dies angegeben.

Die Analyse der SAP Konzernzahlen (IFRS) zeigt für das Geschäftsjahr 2019 für wichtige, von uns verwendete Kennzahlen, eine merklich negative Entwicklung an. So ist die strukturierte Bilanzsumme im Vergleich zum Umsatz deutlich gewachsen, was mehrheitlich fremdfinanziert wurde, sodass die Eigenkapitalquote von 41,69% in 2018 auf 33,97% in 2019 sank, wobei wir, gemäß unserem üblichen Vorgehen bei großen Unternehmen, analytisch 50% des bilanzierten Goodwills und 100% der Aktiven latenten Steuern vom Eigenkapital abgezogen haben. Zusammen mit einer rückläufigen Ergebnislage hat sich auch das Net total debt / EBITDA adj. auf einen Faktor von 3,24 verschlechtert (2018: 1,98). Die Gesamttrentabilität war mit 7,15% im langjährigen Vergleich ebenfalls merklich unterdurchschnittlich. Rückläufig haben sich auch die Liquiditätsgrade und der Bestand an Zahlungsmitteln entwickelt. Trotz der insgesamt verschlechterten Kennzahlenwerte fallen die Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse unverändert solide aus und lassen noch keinen unmittelbaren Bedarf für ein Downgrade erkennen. Zu dieser Einschätzung kommen wir auch deshalb, da das Geschäftsjahr 2019 von erheblichen Sonderfaktoren beeinflusst war, was sich aus der Akquisition der Qualtrics International Inc. und einem initiierten Restrukturierungsprogramm ergeben hatte. Wir verweisen diesbezüglich auf dem Abschnitt Geschäftsentwicklung und Ausblick ab S. 6. Zudem gehen wir davon aus, dass die SAP mittel- bis langfristig weiterhin profitabel wachsen wird und die Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse 2020, trotz der Auswirkungen und Risiken, die sich aus Corona ergeben haben, das Ergebnis des Geschäftsjahres 2019 mindestens bestätigen. Die Kennzahlen und die Entwicklung der Innenfinanzierungskraft per 30.06.2020 bekräftigen nach unserer Meinung diese Erwartungshaltung. Es verbleiben jedoch erhebliche Unsicherheiten aus der Pandemie, der Konjunktur und dem Marktumfeld. Zudem könnten weitere größere M&A-Transaktionen oder aufkommender Wertberichtigungs- oder Rückstellungsbedarf (z.B. auf den Goodwill oder auslaufenden Rechtsverfahren) die Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse negativ beeinflussen. Bestandsgefährdende Risiken sehen wir derzeit zwar nicht, schließen aber ein Downgrade bei einer nochmaligen Verschlechterung der Finanzkennzahlen nicht aus.

Die Finanzierung des Konzerns basiert neben dem aktienbasierten Eigenkapital und den beachtlichen Cashflows des operativen Geschäfts primär auf weiteren Kapitalmarktfinanzierungen. Wichtige Finanzierungsinstrumente sind börsennotierte Anleihen mit einem Anteil von 73,0% an den originären Finanzschulden i.H.v. 14.919 Mio. EUR und mit einem Buchwert per

30.06.2020 von 10.887 Mio. EUR und 58,6% an den gesamten finanziellen Verbindlichkeiten i.H.v. 18.565 Mio. EUR. Die Privatplatzierungen beliefen sich auf 1.081 Mio. EUR und die Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten auf 2.021 Mio. EUR. Der Dividendenauszahlung für das Geschäftsjahr 2019 i.H.v. 1.864 Mio. EUR standen im 1. Halbjahr Einzahlungen aus Fremdkapitalaufnahmen von 2.015 Mio. EUR gegenüber. Während Anleihen, mit einer Ausnahme, in EUR platziert wurden, sind Privatplatzierungen ausschließlich in USD begeben worden. Zudem greift SAP zur kurzfristigen Finanzierung auf Commercial Paper mit einem Buchwert per 30.06.2020 von 930 Mio. EUR zurück. Wir gehen davon aus, dass weiterhin zusätzliche (syndizierte) Kreditlinien bestehen, die einen hinreichenden finanziellen Headroom bilden. Neben Leasingverbindlichkeiten von 2.157 Mio. EUR bestanden noch sonstige finanzielle Verbindlichkeiten in signifikanter Höhe von 1.489 Mio. EUR. Die gesamten bilanziellen Schulden beliefen sich zum Halbjahr auf 31.637 Mio. EUR (31.12.2019: 29.390 Mio. EUR), wobei sich das Eigenkapital, trotz des beachtlichen Periodengewinns von 1.697 Mio. EUR, ausschüttungsbedingt und wegen gestiegener Eigener Anteile auf 29.072 Mio. EUR (31.12.2019: 30.822 Mio. EUR) verringerte. Diese Entwicklung sehen wir isoliert betrachtet kritisch.

Dennoch sehen wir die Finanz- und Liquiditätssituation in Verbindung mit den Zahlungsmitteln und -äquivalenten sowie sonstigen finanziellen Vermögenswerten per 30.06.2020 i.H.v. summiert 7.624 Mio. EUR als solide an. Das Unternehmen weist nach unserer Meinung eine sehr gute Kapitalmarktfähigkeit und eine hinreichende Innenfinanzierungskraft auf. Investitionsbedingte zeigen sich im laufenden Geschäftsjahr noch keine erwähnenswerten Besonderheiten.

Die Fälligkeitsstruktur der Verbindlichkeiten ist ausgewogen. Die Laufzeiten der Verbindlichkeiten betragen zwischen einem und elf Jahren. Der größere Teil der Anleihen und Privatplatzierungen sind mit einem festen Kupon verzinst. Die sich ergebenden Zins- und Währungsrisiken, sowohl aus den finanziellen Verbindlichkeiten als auch aus Forderungen, werden durch entsprechende derivative Finanzinstrumente durch die globale Treasury-Abteilung, das globale Risiko und Kreditmanagement abgesichert und überwacht.

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen beliefen sich per 31.12.2019 auf 8.037 Mio. EUR. Ihnen standen entsprechende Verbindlichkeiten von nur 1.589 Mio. EUR gegenüber. Per 30.06.2020 wurden die Forderungen auf 6.675 Mio. EUR gesenkt. Der Forderungsposition könnten, vor dem Hintergrund der Pandemie- und Konjunkturkrise, dennoch signifikante Wertberichtigungsrisiken innen wohnen.

Das außerbilanzielle Geschäft des Unternehmens ist zu beachten. Es existierten per 31.12.2019 Kaufverpflichtungen im Zusammenhang mit dem Erwerb von Sachanlagen und immateriellen Vermögenswerten sowie Verpflichtungen im Zusammenhang mit Marketing-, Beratungs-, Wartungs- und Lizenzverträgen über 2.592 Mio. EUR.

Insgesamt schätzen wir die finanziellen Risiken der SAP als moderat ein. Zusammenfassend beurteilen wir die drei Risikobereiche Strukturrisiko, Geschäftsrisiko und Finanzrisiko als moderat mit Risiken belegt.

Issue Rating

Issue Rating Details

Die Ratingobjekte sind ausschließlich die langfristigen, nicht nachrangigen und unbesicherten Schuldverschreibungen der SAP, welche in EUR denominieren (hier bezeichnet als Long-Term Local Currency Senior Unsecured Issues bzw. LT LC SUI) und welche unter einem Debt Issuance Programme (DIP) oder in davon separaten Serien /Tranchen inkl. Dokumentation emittiert wurden. Dies, sofern sie Teil der Liste der EZB-zulässigen, marktfähigen Assets sind. Die EZB-Liste der zulässigen marktfähigen Assets ist auf der Internetseite der Europäischen Zentralbank erhältlich.

Im Rahmen des DIP kann die SAP ein Volumen von bis zu acht Milliarden EUR aufnehmen, wovon zum Zeitpunkt der Raterstellung 2,6 Mrd. EUR genutzt wurden. Insgesamt beurteilen wir zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts 14 Schuldverschreibungen mit einem Gesamtvolumen von 10.600 Mio. EUR. Gemäß der Dokumentation zum DIP (letzter bekannter Prospekt vom 24.03.2015) und den Dokumentationen der weiteren von uns beurteilten Anleihen, stellen die Schuldverschreibungen nicht besicherte und nicht nachrangige Verbindlichkeiten der Emittentin (SAP) dar, die untereinander und mit allen anderen nicht besicherten und nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin gleichrangig sind, soweit diesen Verbindlichkeiten nicht durch zwingende gesetzliche Bestimmungen ein Vorrang eingeräumt wird. Es wurden gemäß der relevanten Emissionsdokumentationen Negativverpflichtungen in Bezug auf andere Kapitalmarktverbindlichkeiten, wie in den Prospekten definiert, implementiert. Auf weitere zentralen Elemente wird ergänzend in den jeweiligen endgültigen Emissionsbedingungen der einzelnen Schuldverschreibung eingegangen. Darüber hinaus sind Change of Control- sowie Cross Default-Klauseln installiert. Ein Credit Enhancement, z.B. in Form einer Garantin, existiert nicht. Die hier beurteilten Schuldverschreibungen unterliegen deutschem Recht. Gerichtsstand ist Frankfurt am Main. Zu weiteren Einzelheiten der Emissionsbedingungen verweisen wir auf die jeweiligen Emissionsdokumente.

Ergebnis Corporate Issue Rating

Wir leiten die unsolicited Corporate Issue Ratings der von uns beurteilten, in EUR denominierten Schuldverschreibungen der Emittentin, unter Anwendung unserer Ratingsystematik für Unternehmensemissionen, vom unsolicited Corporate Issuer Rating der Emittentin ab. Aus den Anleihebedingungen / Emissionsprospekten hat sich kein Notching zum Issuer Rating ergeben. Wir stellen im vorliegenden Fall die unsolicited Corporate Issue Ratings mit dem Unternehmensrating der SAP gleich (A+). Sie haben damit eine hohe Kreditqualität und ein geringes Anlagerisiko. Der Ausblick ist **stabil**.

Überblick

Tabelle 4: Überblick der CRA Ratings | Quelle: CRA

Ratingobjekt(e)	Einzelheiten	
	Datum	Rating
SAP SE (Issuer)	24.08.2020	A+ / stabil
Long-term Local Currency (LC) Senior Unsecured Issues	24.08.2020	A+ / stabil
Andere	--	n.r.

Alle in EUR denominierten Long Term Local Currency Senior Unsecured Schuldverschreibungen, welche zukünftig unter dem DIP von der SAP begeben werden oder alle in Euro denominierten

Long Term Local Currency Senior Unsecured Issues, die gleichartige Emissionsbedingungen aufweisen und die jeweils Teil der Liste der EZB-zulässigen marktfähigen Assets sind, erhalten von uns, bis auf weiteres, das jeweils aktuelle Rating für Long Term Local Currency Senior Unsecured Issues der SAP. Bis auf weiteres werden andere Emissionsklassen bzw. Programme (z.B. das Commercial Paper Programme) und Emissionen, die nicht in EUR denominieren, nicht beurteilt. Die jeweils aktuellen Ratings und Informationen zum Issuer und den Issues sind auf der website der Creditreform Rating AG einsehbar.

Strukturierte Finanzkennzahlen

Tabelle 5: Strukturierte Finanzkennzahlen | Quelle: SAP SE Integrierter Bericht 2019 und Vorjahre, aufbereitet durch CRA

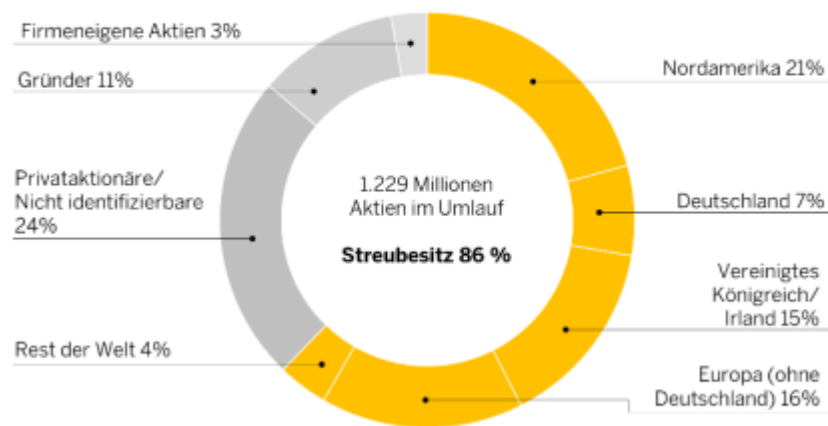
Vermögensstruktur	2016	2017	2018	2019
Anlagenintensität (%)	59,32	57,86	52,26	60,61
Kapitalumschlag	0,72	0,75	0,71	0,66
Deckungsgrad des Anlagevermögens (%)	96,04	97,87	106,65	73,72
Quote der Zahlungsmittel (%)	12,16	13,09	22,34	11,97
Kapitalstruktur				
Eigenkapitalquote (%)	45,50	45,43	41,69	33,97
Kurzfristige Fremdkapitalquote (%)	30,63	33,58	27,38	32,78
Langfristige Fremdkapitalquote (%)	11,47	11,20	14,04	10,71
Kapitalbindungsdauer (Tage)	16,79	17,91	18,69	17,00
Quote Verbindlichkeiten aus LL (%)	3,17	3,76	3,28	2,89
Kurzfristige Kapitalbindung (%)	26,30	26,16	24,62	31,37
Gearing	0,93	0,91	0,86	1,59
Verschuldungsgrad	2,32	2,20	2,31	2,66
Finanzkraft				
Cashflow zur Gesamtleistung (%)	22,51	23,92	21,83	19,78
Cashflow ROI (%)	15,49	18,32	13,96	12,28
Total debt / EBITDA adj.	2,82	2,64	3,20	3,96
Net-total debt / EBITDA adj.	2,19	2,01	1,98	3,24
ROCE (%)	26,54	31,22	30,17	23,65
Dynamische Entschuldungsdauer (Jahre)	4,40	2,80	4,32	4,13
Rentabilität				
EBIT Interest Coverage	18,39	17,57	13,51	7,47
EBITDA Interest Coverage	23,12	21,98	16,77	10,65
Personalaufwandsquote (%)	46,36	49,63	46,93	53,97
Cost Income Ratio (%)	77,66	78,44	77,15	84,04
Zinsaufwand zum Fremdkapital mod. (%)	1,53	1,72	1,86	2,01
Gesamtkapitalrentabilität (%)	11,45	12,59	10,71	7,15
Eigenkapitalrentabilität (%)	27,39	28,39	27,24	21,62
Umsatzrentabilität (%)	16,47	17,25	16,55	12,23
Operative Rentabilität (%)	22,34	21,56	22,85	15,97
Liquidität				
Liquidität I. Grades (%)	37,71	38,99	81,59	36,52
Liquidität II. Grades (%)	118,90	114,22	158,45	105,83
Liquidität III. Grades (%)	132,83	125,48	174,40	120,17

Anhang

Aktionärsstruktur der SAP SE

Aktionärsverteilung

Gemäß der Definition der Deutschen Börse – das heißt ohne Aktien im eigenen Bestand – erreichte der Streubesitz zum 31. Dezember 2019 eine Quote von 86 % (31. Dezember 2018: 85,5 %).



*15 % der institutionellen Anleger (gelb markiert) sind als Socially Responsible Investors (SRIs) eingestuft.

Quelle: SAP SE – Kopie der originalen Grafik aus dem Integrierten Bericht 2019 S. 14 der SAP SE

Ratinghistorie

Die Ratinghistorie ist auf der Internetseite unter <https://www.creditreform-rating.de/de/ratings/published-ratings/> verfügbar.

Tabelle 6: Unsolicited Corporate Issuer Rating der SAP SE

Ereignis	Rating erstellt	Veröffentlichungsdatum	Monitoring bis	Ergebnis
Initial-rating	07.10.2016	14.10.2016	17.10.2017	A+ / stabil

Tabelle 7: Unsolicited Corporate Issue Rating (Long Term Local Currency Senior Unsecured Issues) der SAP SE

Ereignis	Rating erstellt	Veröffentlichungsdatum	Monitoring bis	Ergebnis
Initial-rating	24.08.2018	29.08.2018	23.08.2020	A+ / stabil

Regulatorik

Bei dem hier vorliegenden Rating² handelt es sich um ein unbeauftragtes (unsolicited) Rating im regulatorischen Sinne. Die Analyse fand auf einer freiwilligen Basis durch die Creditreform Rating AG statt. Zur Erstellung des vorliegenden Ratings wurde die Creditreform Rating AG weder vom Ratingobjekt noch von anderen Dritten beauftragt.

Das Rating basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen sowie internen Evaluierungsmethoden zum Bewerten von Unternehmen und den Emissionen. Das Ratingobjekt wurde über die Absicht, dass ein unsolicited Rating erstellt bzw. aktualisiert wird, vor Feststellung des Ratings informiert.

Die Beteiligung des Ratingobjekts an der Erstellung des Ratings stellte sich wie folgt dar:

Unbeauftragtes (unsolicited) Corporate Issuer / Issue Rating	
Mit Beteiligung des betroffenen Ratingobjekts oder einer verbundenen dritten Partei	Nein
Mit Zugang zu internen Dokumenten	Nein
Mit Zugang zum Management	Nein

Ein Managementgespräch fand im Rahmen des Ratingprozesses nicht statt.

Die verarbeiteten Informationen und Unterlagen genügten den Anforderungen gemäß der auf der Internetseite www.creditreform-rating.de veröffentlichten Ratingsystematiken der Creditreform Rating AG.

Das Rating wurde auf Grundlage folgender Ratingsystematiken und dem Grundlagenpapier durchgeführt:

Systematik/Sub-Systematik	Versionsnummer	Datum	Internetadresse
Rating von Unternehmen	2.3	29.05.2019	https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethodenik%20DE/Ratingsystematik%20Unternehmensratings.pdf
Rating von Unternehmensmissionen	1.0	Oktober 2016	https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethodenik%20DE/Ratingsystematik%20Unternehmensemissionen.pdf
Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings	1.3	Januar 2018	https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethodenik%20DE/Grundlagen%20und%20Prinzipien%20bei%20der%20Erstellung%20von%20Ratings.pdf

² In diesen Regulatorischen Anforderungen wird der Begriff "Rating" in Bezug auf sämtliche Ratings verwendet, die in Zusammenhang mit diesem Bericht von der Creditreform Rating AG erstellt wurden. Dies kann mitunter mehrere Unternehmen und deren verschiedene Emissionen betreffen.

In den Dokumenten findet sich unter anderem eine Beschreibung der Ratingkategorien sowie eine Ausfalldefinition.

Das Rating wurde durch folgende Analysten erstellt:

Name	Funktion	Email-Adresse
Christian Konieczny	Lead-Analyst	c.konieczny@creditreform-rating.de
Holger Becker	Analyst	h.becker@creditreform-rating.de

Das Rating wurde durch folgende Person genehmigt (Person Approving Credit Ratings, PAC):

Name	Funktion	Email-Adresse
Rudger van Mook	PAC	r.vanmook@creditreform-rating.de

Am 24. August 2020 wurde das Rating von den Analysten dem Ratingkomitee vorgestellt und in einem Beschluss festgesetzt. Das Ratingergebnis wurde dem Unternehmen am 24. August 2020 mitgeteilt. Eine Veränderung der Ratingnote ergab sich im Anschluss nicht. Der Ratingbericht wurde dem Unternehmen vorab als Entwurf zur Verfügung gestellt. Es wurden seitens der SAP keine Kommentierungen vorgenommen oder Inhalte des Berichts auf ihre Richtigkeit hin überprüft. Im Ratingprozess gab es keine aktive Beteiligung seitens der SAP.

Das Rating unterliegt solange einem Monitoring, bis es von der Creditreform Rating AG zurückgezogen wird (not rated bzw. n.r.).

Die Creditreform Rating AG ist seit 2011 gemäß der EU-Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 (sog. „EU-Ratingverordnung“) als Ratingagentur zur Ausübung der Ratingtätigkeit innerhalb der Europäischen Union registriert. Aufgrund dieser Registrierung darf die Creditreform Rating AG Ratings in der Europäischen Union erstellen; gleichzeitig ist sie zur Einhaltung der Regelungen der EU-Ratingverordnung verpflichtet.

ESG-Faktoren im Rating

Ob ESG-Faktoren bei der Bewertung relevant waren, können Sie dem oberen Abschnitt dieses Ratingberichts "relevante Ratingfaktoren" entnehmen.

Eine für die Creditreform Rating AG allgemeingültige Beschreibung sowie eine für Corporate Ratings gültige Beschreibung zum Verständnis und der Beurteilung von ESG-Faktoren im Rahmen des Credit-Rating-Prozesses finden sich hier:

<https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethoden%20DE/The%20Impact%20of%20ESG%20Factors%20on%20Credit%20Ratings.pdf>

Interessenkonflikte

Während des Ratingprozesses wurden keine Interessenkonflikte identifiziert, die die Analysen und Urteile der Ratinganalysten, Mitarbeiter oder anderer natürlicher Personen, deren Dienst-

Leistungen von der Creditreform Rating AG in Anspruch genommen werden oder von ihr kontrolliert werden und die direkt an Ratingtätigkeiten beteiligt sind, und der Personen, die Ratings und Ratingausblicke genehmigen, beeinflussen können.

Die Creditreform Rating AG wird die Erbringung von Nebendienstleistungen nebst der Erbringung der Ratingtätigkeit offenlegen und in dem Ratingbericht veröffentlichen.

Vorschriften für die Gestaltung von Ratings und Ratingausblicken

Die Genehmigung von Ratings richtet sich nach den internen Handlungsanweisungen über das Ratingkomitee. Gemäß den internen Richtlinien werden alle Ratings und alle Ratingausblicke in einem Ratingkomitee auf der Grundlage des Einstimmigkeitsprinzips genehmigt.

Die Creditreform Rating AG hat bei der Erstellung dieses Ratings folgende Informationsquellen von wesentlicher Bedeutung herangezogen:

Corporate Issuer Rating:

1. Jahresabschlussbericht
2. Website
3. Internetrecherche

Corporate Issue Rating:

2. Corporate Issuer Rating einschließlich der darin verwendeten Informationen
2. Dokumente zur Emission/zum Instrument

Bei der Ratingveröffentlichung wurden seitens der Creditreform Rating AG alle Kennzeichen und eventuellen Einschränkungen des Ratings oder des Ratingausblicks vermerkt. Darüber hinaus hält die Creditreform Rating AG die Qualität der über das bewertete Unternehmen und die Emissionen (Ratingobjekte) verfügbaren Informationen für zufriedenstellend. Bezugnehmend auf die bewerteten Ratingobjekte hält die Creditreform Rating AG die verfügbaren historischen Daten ebenfalls für zufriedenstellend.

In der Zeit zwischen der Mitteilung des Ratings an das bewertete Unternehmen und dem Zeitpunkt der Ratingveröffentlichungen auf der Website der Creditreform Rating AG wurden keine Ratingänderungen vorgenommen.

Die sog. "Grundlegende Informationskarte des Ratings" enthält den Hinweis auf die im Ratingprozess angewandte Hauptmethode oder die Version der verwendeten Ratingmethodik mit der Angabe, an welcher Stelle die umfassende Beschreibung dieser Methode(n) zu finden ist.

Gründet sich das Rating auf mehr als eine Methode oder verleitet der alleinige Verweis auf die Hauptmethode die Anleger dazu, wichtige Aspekte des Ratings zu übersehen, d.h. auch wichtige Anpassungen und Abweichungen, erläutert die Creditreform Rating AG diesen Umstand in ihrem Rating und erklärt, wie die verschiedenen Methoden oder diese anderen Aspekte beim Rating berücksichtigt wurden. Dieser Hinweis ist in dem Ratingbericht enthalten.

Die Bedeutung jeder Ratingkategorie, die Definition des Ausfalls oder Forderungseinzugs sowie geeignete Risikowarnungen, einschließlich einer Sensitivitätsanalyse der einschlägigen grundlegenden Annahmen wie mathematische Annahmen oder Korrelationsannahmen, samt der Ratings für den schlechtesten und den besten angenommenen Fall wurden erläutert.

Das Datum, an dem das Rating erstmals veröffentlicht wurde, sowie seine letzte Aktualisierung einschließlich etwaiger Ratingausblicke ist klar und deutlich in der „grundlegenden Informationskarte des Ratings“ angegeben; dort ist das erste Veröffentlichungsdatum unter „Initialrating“ klar angegeben sowie etwaige weitere Aktualisierungen des Ratings oder Ratingausblicks wie bspw. „update“, „upgrade“ oder „downgrade“, „not rated“, „confirmed“, „selective default“ oder „default“.

Im Falle eines Ratingausblicks wird der Zeithorizont für den Ratingausblick in der „grundlegenden Informationskarte des Ratings“ angegeben, bis zu dem eine Änderung des Ratings zu erwarten ist.

Gemäß Artikel 11 Absatz 2 der EU-Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 stellen registrierte und zertifizierte Ratingagenturen in einem von der ESMA eingerichteten zentralen Datenspeicher Informationen über ihre bisherigen Ergebnisse, einschließlich Angaben zur Häufigkeit von Ratingänderungen sowie zu früher abgegebenen Ratings und deren Änderung zur Verfügung. Die Ratingagenturen stellen diesem Datenspeicher die Informationen wie von der ESMA festgelegt in standardisierter Form zur Verfügung. Die ESMA macht diese Informationen öffentlich zugänglich und veröffentlicht jährlich eine Zusammenfassung. Diese Informationen sind über den folgenden Link einsehbar:

<https://cerep.esma.europa.eu/cerep-web/statistics/defaults.xhtml>

Die Ausfalldefinitionen und die Erklärungen der Ausfalldefinitionen sind in der jeweiligen dazugehörigen Ratingmethodik auf der Website der Creditreform Rating AG einsehbar und abrufbar. Weitere Informationen können ebenfalls über die Creditreform Rating AG Website in dem Dokument „Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings“ eingesehen werden.

Disclaimer

Maßgeblich für die Durchführung eines Ratings ist der auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlichte „Verhaltenskodex der Creditreform Rating AG“. Die Creditreform Rating AG erarbeitet danach systematisch und mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihre unabhängige und objektive Meinung über die Zukunftsfähigkeit, die Risiken und die Chancen des beurteilten Unternehmens zum Stichtag, an dem das Rating erteilt wird.

Künftige Ereignisse sind ungewiss, ihre Vorhersage beruht notwendigerweise auf Einschätzungen. Das Rating ist somit keine Tatsachenbehauptung, sondern eine Meinungsäußerung. Die Creditreform Rating AG haftet daher nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Diese Ratings sind auch keine Empfehlungen für Investoren, Käufer oder Verkäufer. Sie sollen von Marktteilnehmern (Unternehmen, Banken, Investoren etc.) nur als ein Faktor im Rahmen von Unternehmens- oder Anlageentscheidungen betrachtet werden. Sie können Eigenuntersuchungen und Bewertungen nicht ersetzen.

Wir unterstellen, dass uns eventuell vom Unternehmen ergänzend zur Verfügung gestellte Dokumente und Informationen vollständig und inhaltlich korrekt sind und vorgelegte Kopien unverändert und vollständig den Inhalt der Originale wiedergeben. Die Creditreform Rating AG übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der verarbeiteten Informationen.

Dieser Bericht ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung, ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG, ist unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur der vollständige Bericht veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung des Ratings ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig. Ausschließlich Ratings, die auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlicht sind, sind als aktuell anzusehen.

Creditreform Rating AG

Kontaktdaten

Creditreform Rating AG
Europadamm 2-6
D-41460 Neuss

Telefon: +49 (0) 2131 / 109-626
Telefax: +49 (0) 2131 / 109-627

E-Mail: info@creditreform-rating.de
Web: www.creditreform-rating.de

Vorstand: Dr. Michael Munsch
Aufsichtsratsvorsitzender: Prof. Dr. Helmut Rödl

HR Neuss B 10522