SAP SE ADR

SAP · Revisión v7 · Análisis propio TLT

Fecha del informe: 06/11/2026

Precio de referencia / reference_price: 243.50 USD

Publicación en la web: 09/11/2026 · Referencia del documento, no cotización actual.

Empresa:	9.00/10
Oportunidad:	6.80/10
NOTA FINAL:	7.80/10

MANTENER / ESPERAR

Riesgo: Medio

SAP ADR | Informe 06/11/2026 | Referencia 243,50 USD. Empresa 9,0/10; Oportunidad 6,8/10; Nota Final 7,8/10. MANTENER / ESPERAR para nueva entrada. Riesgo medio y tesis favorable a 5-10 años: ERP integrado protege recurrencia, pero el precio exige convertir nube e IA en caja después de infraestructura, remuneración y compras.

Horizonte de 5-10 años. Las tres notas son juicios separados; Nota Final no es una media. Fuentes, supuestos y límites se distinguen en el texto.

Negocio, novedades y caja

SAP ADR | Informe 06/11/2026 | Referencia 243,50 USD. Empresa 9,0/10; Oportunidad 6,8/10; Nota Final 7,8/10. MANTENER / ESPERAR para nueva entrada. Riesgo medio y tesis favorable a 5-10 años: ERP integrado protege recurrencia, pero el precio exige convertir nube e IA en caja después de infraestructura, remuneración y compras.

Finanzas, compras y logística integradas en ERP crean costes de cambio por datos, controles y procesos. RISE y Business Data Cloud pueden ampliar contratos mientras caen soporte y licencias antiguas. El backlog es contratación pendiente de ejecución y cobro, no efectivo ni beneficio adicional al ingreso que generará. Joule puede fortalecer el producto sin que adopción interna o modelos disponibles demuestren ingresos incrementales rentables.

La primaria del 21/10 confirma Q3 ventas 10.270 M EUR, nube 6.668 M y backlog corriente 24.144 M; crecimientos nominales 13%, 26% y 28%, frente a 12%, 25% y 26% a moneda constante. El crecimiento incluye recuperación de cobros/ingresos de clientes en dificultades y compras: no se proyecta íntegro como orgánico repetible. Margen cloud no IFRS 74,3% cae 0,8 puntos nominales o 0,7 a moneda constante. Guía operativa correcta 11.800-12.200 M no IFRS a moneda constante, frente a 11.200-11.800 en una noticia del PDF.

Páginas 3 y 4 originales vistas: consenso FY26 8,0 y FY27 9,26 no se concilia con EPS de portada 7,14 ni gráfico FY26 6,99 rotulado FY2025. Gráfico Q4 2,15-2,39 contradice texto plano 1,69. Tabla de acciones 1.154 con pie en miles contradice gráfico de 1,2 mil millones; primaria Q3 media básica 1.150 millones y diluida 1.157. Sankey de segmentos termina junio y resultado LTM septiembre. FCF LTM cero contradice rendimiento 3,79%: es fallo o dato ausente, no cero económico. No se completan huecos ni se mezclan euros con dólares.

El contraste semestral confirma que SBC mezcla planes: gasto de pago en efectivo 47 M y en acciones 706 M en H 1, con entrega de acciones y nuevos derechos que devengan varios años. No se equiparan esos 47 a pagos de caja 440 de nueve meses ni se promete que la diferencia 787 sea dilución pura. La aproximación sustituye un coste de caja por devengo, con riesgo de valoración y cohortes; no añade una segunda dilución futura por el mismo coste. El no IFRS de SAP incluye SBC según su nota K: tampoco se resta otra vez del BPA. El Form 20-F fechado 27/02/2025 corrobora ADR 1:1 antes del corte; la página ADR sin fecha sólo informa de mecánica estructural consultada después, sin fingir una nueva publicación anterior.

Valoración y exigencias del precio

Puente nueve meses 2026, millones EUR: CFO 8.586 - intangibles/propiedad/equipo 521 + ventas de activos 85 - principal de leases 182 = FCF corporativo 7.968. Ese FCF incluye desembolso SBC 440 ya dentro de CFO, pero no intereses pagados 388 clasificados en financiación. El gasto SBC de 1.227 se añade atrás en CFO: reemplazar pago 440 por gasto devengado requiere sólo otros 787, no restar 1.227 además del pago. Una aproximación económica sin ventas de activos y después de interés es 7.968 - 85 - 388 - 787 = 6.708; menos dividendos a minoritarios 35 da 6.673. No es caja distribuible normalizada certificada: pagos y gasto pertenecen a cohortes distintas y faltan futuros costes.

El interés cobrado 236 está en inversión y no se suma a la franquicia operativa mientras se valora capital financiero aparte. Arrendamientos 182 ya están restados, el gasto de I+D 5.411 está en resultado/CFO y capex 521 ya incluye intangibles: no se restan otra vez por llamarlo IA. CFO incorpora 1.371 de aumento de pasivos de contratos y salida fiscal 2.063; crecimiento de anticipos no es un ahorro de capital perpetuo. No anualizamos nueve meses ni llamamos tasa fiscal al efectivo pagado.

Guía de FCF 10.000 M a moneda real no equivale a guía de caja económica. Como sensibilidad anual, ventas de activos 100, intereses 500, gasto SBC 1.700 frente a pagos 600 dejan 8.300 M antes de minoritarios y compras. Cada cifra adicional es hipótesis, no guía desglosada. A FX ilustrativo 1,14 USD/EUR, capitalización del proveedor 278.800 M USD equivale a 244.561 M EUR y ese flujo rinde 3,39%; no se divide EUR por USD sin convertir. El 1,14 procede de la hipótesis de septiembre en la primaria, no se certifica spot del 06/11.

Reltio cerró el 07/05 por consideración 1.076 M EUR, Dremio el 06/07 por unos 515 M y Prior Labs también cerró en julio según la primaria; no se presentan como compras futuras pendientes. Combinaciones netas de caja adquirida consumieron 1.829 M en nueve meses: restarlas una vez a 6.673 deja 4.844 M de caja histórica después de compras. No se vuelve a cargar toda la consideración ni se impone esa cifra como coste anual. Compras aportaron 49 M a Q3 y restaron 59 M de beneficio IFRS: crecimiento comprado tiene coste y puede requerir más capital.

El ADR representa una acción ordinaria según SAP. Se opera en USD pero el negocio informa EUR; los escenarios convierten caja y terminal con FX explícito, sin duplicar el número de acciones. Dividendos se pagan en EUR y el depositario convierte, facilita voto por representación y puede aplicar condiciones/costes; retención fiscal y recuperación dependen del titular. Se muestra retorno bruto anterior a impuestos personales y comisiones no cuantificadas, no rendimiento neto garantizado.

Modelo desde 06/11/2026: primer cobro 06/11/2027, anual hasta 06/11/2031. Base primer flujo 7 EUR por acción (8.050 M con 1.150 millones orientativos), cuatro crecimientos 12%, reparto 40%, terminal 25 veces flujo del año cinco y FX 1,14 constante. No es flujo actual que crezca cinco veces. Estrés 6 EUR, crecimiento 6%, reparto 30%, terminal 20, FX 1,00; favorable 8 EUR, crecimiento 15%, reparto 40%, terminal 30, FX 1,20. Precio inicial 243,50 USD y todos los cobros/terminal se expresan después en USD.

Crecimiento depende de gasto de producto ya incluido, proveedores cloud, seguridad y mantenimiento del cliente. Retener 60% de caja base puede financiar inversión adicional o deuda, pero puede consumirse; no se suma al terminal ni genera interés ficticio. Otra compra o infraestructura no incluida debe reducir reparto o caja futura. No se añade toda la liquidez inicial ni se vuelve a descontar deuda a flujo de equity después de interés. CAGR de riqueza sin reinversión no es TIR ni pronóstico probabilístico.

PER de portada 30,2 no queda certificado combinando precio USD con beneficio EUR: 243,50/(1,14 x 8,0) da 26,70 veces bajo esa conversión hipotética y consenso ambiguo. Por eso el PER no decide compra. Objetivos de analistas y valor 249,1 no sustituyen valoración propia. DC 2 y DSYA difieren en producto, divisa, compras y contabilidad; no se aplica múltiplo medio sin puentes homogéneos. La principal oposición a esperar es aceleración rentable de migraciones e IA que haga modesta nuestra base; depende de ejecución, no de contar backlog como caja hoy.

Anexo USD/ADR: stress: terminal 151.50, repartos 10.15, riqueza 161.64, CAGR -7.87%; base: terminal 313.92, repartos 20.28, riqueza 334.20, CAGR 6.54%; upside: terminal 503.71, repartos 25.89, riqueza 529.60, CAGR 16.81%.

Estrés incremental de infraestructura/compras: otros 1.000 M EUR anuales no incluidos reducen primer flujo a 6.13 EUR, crecimiento a 7%, terminal a 20 veces y FX a 1,00. Sin reparto en noviembre de 2027 ni 2030-2031; 25% en 2028-2029 para priorizar caja antes de vencimientos. Terminal 160.71, repartos 3.39 y riqueza 164.11 USD/ADR implican CAGR -7.59%. No prueba liquidez exacta, pero refleja menor caja y menor terminal si monetización exige más capital. El 12% base no se financia con eficiencias prometidas de 3.000 M ni duplicando el efectivo retenido; si esas necesidades superan retención debe recortarse distribución y escenario.

Riesgos, contraargumentos y seguimiento

Balance septiembre: efectivo 9.364 M EUR, activos financieros corrientes 1.633 y no corrientes 8.300, frente a pasivos financieros 2.053 corrientes y 8.535 no corrientes. Estos 10.588 no son automáticamente principal de bonos: incluyen otro perímetro. No se denomina toda inversión privada liquidez libre ni se netean activos sin comprobar disponibilidad y vencimientos. Goodwill 31.216 exige retorno de compras pero no se resta como deuda.

Recompras 4.124 más dividendos 2883 y minoritarios 35 suman 7042 M, frente a FCF 7968 y compras 1829: juntos 8871 exceden FCF 903 antes de interés en financiación. Nuevos préstamos 4663 menos amortizaciones 2278 aportan 2385. No se llama reparto totalmente financiado con caja orgánica ni se asigna causalidad exacta de cada euro. El programa de recompra hasta 10.000 M termina 2027 y es facultad, no nueva generación de caja.

Empresa 9,0 refleja ERP esencial, distribución y recurrencia; limita la nota transición tecnológica, caída del soporte, seguridad e integración. Oportunidad 6,8 responde a rendimiento económico ilustrativo 3,39% y exigencia de crecimiento/múltiplo con FX. Nota Final 7,8 es juicio propio Mantener/Esperar: la calidad no basta para ampliar al precio, sin promedio, pesos ni rebaja automática por IFRS. Riesgos de cliente, regulación y contratación pública no se convierten en sanción cuantificada sin evidencia.

Un euro más débil reduce riqueza USD aunque operaciones alcancen la base; el margen cloud puede estrecharse por inferencia, infraestructura y terceros. Reclamaciones y fallos de controles pueden consumir capital. El acuerdo Teradata 480 M USD fue pagado en marzo (408 M EUR), ya incluido en flujos; no se trata como obligación pendiente ni se añade atrás automáticamente para proclamar caja recurrente.

Calendario y alcance: el informe semestral del 23/07 muestra a junio bonos nominales 8.050 M (1.000 corrientes) más papel comercial 500 M; valor contable de deuda financiera 8.205 frente a pasivos financieros 10.508, que incluyen leases 1.735 y otros 568. Junio no se llama saldo vigente de noviembre. La deuda corriente debe atenderse antes de junio de 2027, antes del primer reparto modelado de noviembre: retención de ese primer año no acredita caja en una fecha anterior. La emisión de 3.500 M del 28/05 a 2, 3, 5 y 7 años añade vencimientos en 2028, 2029, 2031 y 2033, no capital gratuito. Efectivo operativo, cobros o renovación deben cubrir vencimientos; si no, se recorta reparto antes, sin presuponer venta de todas las inversiones o refinanciación comprometida.

Conclusión y justificación de las notas

Por qué podemos estar equivocados: ERP y datos pueden hacer IA más monetizable que una aplicación aislada y acelerar cloud sin gasto proporcional. También podemos infravalorar infraestructura, pérdida de soporte y efectos fiscales. El backlog por sí solo no resuelve ninguna dirección.

Qué dato cambiaría la lectura: conversión de backlog a caja tras SBC, interés y capex; margen cloud con costes reales; retorno sobre compras y capacidad de financiar deuda/reparto sin duplicar retención. Un precio menos exigente permitiría reconsiderar entrada; deterioro persistente afecta tenencia.

Qué parte de valoración tiene menos respaldo: primer flujo 7 EUR, crecimiento 12%, terminal 25 y FX 1,14. La guía FCF está contrastada, pero remuneración, compras y traducción futura no están garantizadas por ella.

Mantener una posición existente mientras ERP y migración a nube sostengan caja después de remuneración e inversión; el precio exige ejecución y no justifica ampliar por backlog solamente. Mantener mientras contratos y retención se conviertan en caja después de SBC, interés, infraestructura y compras sin debilitar financiación. Considerar reducir si margen cloud y caja económica caen persistentemente mientras compras y reparto necesitan deuda creciente. Considerar vender si pérdida estructural de clientes o control de datos destruye la caja y competitividad ERP sin respuesta creíble. Reducir ahora evita pagar crecimiento y divisa que quizá no se materialicen. Conservar reconoce la recurrencia y costes de cambio, condicionados a retorno sobre capital real. Faltan coste normal de remuneración, necesidad de futuras compras, FX y caja disponible por entidad; no se conoce fiscalidad ni concentración personal.

Las tres condiciones previas se contrastan con el mismo trimestre de septiembre y quedan inconclusas. La revisión conjunta conserva con condiciones: los nuevos puentes explican la caja pero no constituyen un nuevo periodo de cobros o margen que confirme persistencia, ni una recomendación automática de ampliar.

Qué vigilamos

- Conversión de backlog tras producto, SBC e intereses.
- Margen cloud, compras, financiación fechada y EUR/USD.

Fuentes y alcance

SAP ADR ProResearch, 6 November 2026 | 2026-11-06 | Complete authorised eleven page PDF; pages3 and4 visually inspected; intraday availability unknown.

SAP third quarter 2026 statement and cash flow reconciliation | 2026-10-21 | Partial primary opening: results, outlook, balance, cash flow, compensation, settlement and acquisition notes; not complete statement review.

SAP investor relations ADR ratio and shareholder mechanics | Undated issuer page opened for structural1:1 ratio and depositary mechanics; not used for new cutoff financial results or individual tax treatment.

SAP half year 2026 report, compensation and financial debt scope | 2026-07-23 | Partial primary notes B.3 and E.2 opened; June cash/equity-settled expense and nominal/carrying debt scope, not November balances.

SAP fiscal 2024 Form20-F, ADR ratio and shareholder mechanics | 2025-02-27 | Partial primary dated signature and ADR1:1 disclosure opened, not complete historical company analysis.

SAP May 2026 Eurobond issuance for corporate and acquisition financing | 2026-05-28 | Primary corporate announcement opened:3.5bn EUR across2/3/5/7-year tenors, not certified November liquidity.

SAP SE ADR

SAP · v7 · Report 06/11/2026 · Reference 243.50 USD

Company 9.00/10 | Opportunity 6.80/10 | Overall 7.80/10

HOLD / WAIT

Risk: Medium

SAP ADR | Report 06/11/2026 | Reference 243.50 USD. Company 9.0/10; Opportunity 6.8/10; Overall 7.8/10. HOLD / WAIT for a new entry. Medium risk and favourable 5-10 year thesis: integrated ERP supports recurrence, while price requires cloud and AI to become cash after infrastructure, compensation and acquisitions.

Business, developments and cash

SAP ADR | Report 06/11/2026 | Reference 243.50 USD. Company 9.0/10; Opportunity 6.8/10; Overall 7.8/10. HOLD / WAIT for a new entry. Medium risk and favourable 5-10 year thesis: integrated ERP supports recurrence, while price requires cloud and AI to become cash after infrastructure, compensation and acquisitions.

Finance, procurement and logistics embedded in ERP create switching costs through data, controls and processes. RISE and Business Data Cloud can expand contracts as legacy support and licences decline. Backlog requires delivery and collection: it is neither cash nor profit additional to future revenue. Joule can strengthen the product without internal adoption or model counts proving profitable incremental revenue.

The 21/10 primary release confirms Q3 revenue 10,270 m EUR, cloud 6,668 m and current backlog 24,144 m; nominal growth 13%, 26%, 28% versus 12%, 25%, 26% at constant currencies. Growth includes catch-up revenue from customers returning from financial distress and acquisitions, rather than entirely repeatable organic growth. Non-IFRS cloud margin 74.3% falls 0.8 nominal percentage points or 0.7 at constant currencies. Correct operating guidance is 11,800-12,200 m non-IFRS at constant currencies, versus 11,200-11,800 in one PDF news item.

Original pages 3 and 4 were viewed: FY26 consensus 8.0 and FY27 9.26 do not reconcile with cover EPS 7.14 or FY26 6.99 chart labelled FY2025. Q4 chart 2.15-2.39 contradicts flat 1.69 text. Shares 1,154 with a thousands footnote conflict with a 1.2 bn chart; primary Q3 basic average is 1,150 million and diluted 1,157. Segment Sankey ends June while LTM earnings end September. Zero LTM FCF contradicts 3.79% yield: missing or defective data is not zero economic cash. Gaps and EUR/USD differences are not silently repaired.

Half-year comparison confirms mixed SBC plans: cash-settled expense 47 m and equity-settled expense 706 m in H 1, with share deliveries and new awards vesting over several years. Those 47 are not equated to nine-month cash payments 440 and the 787 difference is not promised to be pure dilution. The approximation replaces cash cost with accrual expense subject to valuation and cohort uncertainty; future dilution is not charged again for the same cost. SAP non-IFRS includes SBC according to note K: it is not deducted again from EPS either. The Form 20-F dated 27/02/2025 corroborates the 1:1 ADR ratio before cutoff; the undated ADR page supplies only structural mechanics consulted later without inventing an earlier new publication.

Valuation and price expectations

Nine-month 2026 bridge, EUR millions: CFO 8,586 less intangible/property/equipment 521 plus asset sales 85 less lease principal 182 equals corporate FCF 7,968. FCF includes SBC cash payments 440 in CFO but excludes interest paid 388 classified as financing. SBC expense 1,227 is added back in CFO: replacing payments 440 with accrued expense requires only another 787, rather than deducting 1,227 in addition to cash payments. An economic approximation excluding asset sales and after interest is 7,968-85-388-787=6,708; less non-controlling dividends 35 gives 6,673. This is not certified normalised distributable cash: payments and expense concern different cohorts and future costs remain uncertain.

Interest received 236 is investing cash and is not added to the operating franchise while financial capital is valued separately. Lease principal 182 is already deducted, R&D expense 5,411 is in earnings/CFO and capex 521 includes intangibles: they are not deducted again because they support AI. CFO includes 1,371 growth in contract liabilities and cash taxes 2,063; advance payments are not permanent capital savings. Nine months are not annualised and cash tax is not an effective tax rate.

FCF guidance 10,000 m at actual currencies is not economic cash guidance. As an annual sensitivity, asset sales 100, interest 500, SBC expense 1,700 versus cash payments 600 leave 8,300 m before minority interests and acquisitions. Every added number is an assumption rather than detailed guidance. At illustrative FX 1.14 USD/EUR, provider market value 278,800 m USD equals 244,561 m EUR and this cash yields 3.39%; EUR is not divided by USD without conversion. The 1.14 comes from the September assumption in the primary release rather than certified 06/11 spot.

Reltio closed 07/05 for consideration 1,076 m EUR, Dremio 06/07 for approximately 515 m and Prior Labs also closed in July according to the primary statement; they are not future pending deals. Business combinations net of acquired cash used 1,829 m over nine months: deducting once from 6,673 leaves 4,844 m historical post-acquisition cash. Full consideration is not charged again and that amount is not imposed as an annual cost. Deals added 49 m Q3 revenue and reduced IFRS profit by 59 m: acquired growth has costs and may require more capital.

SAP says one ADR represents one ordinary share. Trading currency is USD while business reporting is EUR; scenarios convert cash and terminal value with explicit FX rather than duplicating shares. Dividends are paid in EUR and converted by the depositary, which facilitates proxy voting and may impose terms/costs; withholding and recovery depend on the holder. Returns are gross before personal tax and unquantified fees rather than guaranteed net proceeds.

Model starts 06/11/2026: first payment 06/11/2027 then annually to 06/11/2031. Base first-anniversary cash 7 EUR per share (8,050 m at indicative 1,150 million shares), four growth intervals 12%, payout 40%, terminal 25 times year-five cash and constant FX 1.14. It is not present cash with five growth steps. Stress 6 EUR, growth 6%, payout 30%, terminal 20, FX 1.00; upside 8 EUR, growth 15%, payout 40%, terminal 30, FX 1.20. Starting price 243.50 USD and all subsequent distributions/terminal are converted to USD.

Growth depends on included product spending, cloud suppliers, security and client maintenance. Retained 60% of base cash can fund incremental investment or debt but may be consumed: it is not added to terminal value or awarded fictional interest. Additional acquisitions or infrastructure must reduce payout or future cash. Full initial liquidity is not added and debt is not deducted again from equity cash after interest. Non-reinvested wealth CAGR is neither IRR nor a probabilistic forecast.

Cover P/E 30.2 is not verified by dividing USD price by EUR earnings:243.50/(1.14 x 8.0)=26.70 times under that hypothetical conversion and ambiguous consensus. P/E therefore does not decide entry. Analyst targets and 249.1 fair value do not replace own valuation. DC 2 and DSYA differ in product, currency, acquisitions and accounting; no mean multiple is applied without comparable bridges. The strongest case against waiting is profitable migration and AI acceleration making our base too modest; it requires execution rather than counting backlog as cash today.

USD/ADR appendix: stress: terminal 151.50, distributions 10.15, wealth 161.64, CAGR -7.87%; base: terminal 313.92, distributions 20.28, wealth 334.20, CAGR 6.54%; upside: terminal 503.71, distributions 25.89, wealth 529.60, CAGR 16.81%.

Incremental infrastructure/acquisition stress: another 1,000 m EUR annually beyond base reduces first cash to 6.13 EUR, growth to 7%, terminal to 20 times and FX to 1.00. No distributions in November 2027 or 2030-2031; 25% in 2028-2029 to prioritise cash before maturities. Terminal 160.71, distributions 3.39 and wealth 164.11 USD/ADR imply CAGR -7.59%. This proves no exact liquidity, but reflects both lower cash and lower terminal if monetisation requires more capital. Base 12% growth is not financed by promised 3,000 m efficiencies or by double-counting retained cash; if needs exceed retention, distributions and the scenario must be reduced.

Risks and monitoring

September balance: cash 9,364 m EUR, current financial assets 1,633 and non-current 8,300 versus financial liabilities 2,053 current and 8,535 non-current. Total 10,588 is not automatically bond principal: its scope includes other liabilities. Private investments are not all free liquidity and assets are not netted without availability and maturity checks. Goodwill 31,216 requires acquisition returns but is not deducted as debt.

Buybacks 4,124 plus dividends 2,883 and minority dividends 35 total 7,042 m versus FCF 7,968 and deals 1,829: together 8,871 exceed FCF by 903 before financing interest. New borrowings 4,663 less repayments 2,278 provide 2,385. Payout is not called fully funded by organic cash and individual euros are not assigned exact causation. The buyback programme up to 10,000 m ends 2027 and is authority rather than new cash generation.

Company 9.0 reflects essential ERP, distribution and recurrence, limited by technology transition, declining support, security and integration. Opportunity 6.8 reflects illustrative economic yield 3.39% and growth/multiple demands with FX. Overall 7.8 is our own Hold/Wait judgment: quality is insufficient for additions at this price, without averaging, weights or an automatic IFRS penalty. Client, regulatory and public-procurement risks are not assigned invented quantified penalties.

A weaker euro reduces USD wealth even if operations meet base assumptions; inference, infrastructure and suppliers can compress cloud margin. Claims and control failures can consume capital. The Teradata 480 m USD settlement was paid in March (408 m EUR), already in cash flows; it is neither a pending obligation nor automatically added back to certify recurring cash.

Calendar and scope: the 23/07 half-year report shows June nominal bonds 8,050 m (1,000 current) plus commercial paper 500 m; financial debt carrying value 8,205 versus financial liabilities 10,508 including leases 1,735 and other liabilities 568. June is not described as a current November balance. Current debt must be met before June 2027, before the first modelled November distribution: retention from that first year proves no earlier cash balance. The 3,500 m issue on 28/05 with 2, 3, 5 and 7-year tenors adds 2028, 2029, 2031 and 2033 maturities rather than free capital. Operating cash, collections or refinancing must fund maturities; otherwise payout is cut beforehand without assuming every investment can be sold or refinancing is committed.

Conclusion and independent score judgments

Why we could be wrong: ERP and data could make AI more monetisable than an isolated application and accelerate cloud without proportionate spending. Infrastructure, lost support and taxation could also be underestimated. Backlog alone settles neither direction.

What would change our view: backlog conversion into cash after SBC, interest and capex; cloud margin including real costs; acquisition returns and debt/payout funding without double-counting retention. A less demanding price could support entry; persistent deterioration affects holding.

The least supported valuation elements are first cash 7 EUR, growth 12%, terminal 25 and FX 1.14. FCF guidance is verified but does not guarantee compensation, acquisitions or future translation.

Hold an existing position while ERP and cloud migration sustain cash after compensation and investment; price demands execution and backlog alone does not justify additions. Hold while contracts and retention become post-SBC, interest, infrastructure and acquisition cash without weakening funding. Consider reducing if cloud margin and economic cash decline persistently as acquisitions and payout require growing debt. Consider selling if structural client or data-control losses destroy ERP cash generation and competitiveness without credible response. Reducing now avoids paying for growth and currency gains that may not materialise. Holding recognises recurrence and switching costs, conditional on real capital returns. Normal compensation, future acquisition needs, FX and cash availability by entity remain uncertain; personal taxation and concentration are unknown.

All three prior conditions are compared with the same September quarter and remain inconclusive. Joint review maintains conditional holding: the additional bridges explain cash but are not a new period of collections or margins proving persistence, nor an automatic addition recommendation.

The original ProResearch is retained in the private case file; this PDF is TLT's own editorial analysis. Internal review by the same system is not an independent audit and does not guarantee returns. This is not personalized advice.