DÉCRYPTAGE · RÉSULTATS T2 2026

SAP : le carnet de commandes contre la *marge*

Le titre a gagné près de 18 % en deux séances sur un carnet de commandes cloud de 22,9 milliards d'euros. Ce dossier reprend le document trimestriel page à page — et y trouve quatre lignes que personne n'a citées, dont la réponse déjà donnée par SAP à la question que tout le monde pose sur les marges de 2027, et un point de tension sur le cash que le communiqué de victoire laisse dans l'ombre.

SOMMAIRE

01 Le trimestre en un chiffre : le carnet

02 Ce que « 88 % de visibilité » veut dire

03 Le cloud gagne 4,30 € quand l'ancien monde en perd 1

04 La marge : le trimestre baisse, le semestre monte

05 Le cash : le vrai point de tension de la prévision

06 SAP a déjà répondu sur les marges de 2027

07 Les quatre lignes que personne n'a citées

08 Le rachat d'actions, lu à l'envers

09 Ce qu'il faudrait voir · Annexes

Dossier rédigé par Stéphane Baron à partir de l'analyse de Bernard Prats-Desclaux diffusée sur TV Finance le 28 juillet 2026, et du Quarterly Statement Q2 2026 publié par SAP SE. Tous les chiffres ont été recontrôlés sur le document source. Document informatif et pédagogique, juillet 2026. Ceci n'est ni un conseil en investissement ni une recommandation.

> **À VOIR AUSSI — L'ANALYSE À L'ANTENNE**
>
> *Bernard Prats-Desclaux a commenté cette publication sur TV Finance le 28 juillet 2026. Ce dossier prolonge son analyse par ce que le direct ne permet pas : la lecture intégrale des vingt-trois pages du document trimestriel, et le recalcul des agrégats.*

1 Le trimestre en un chiffre : le carnet

THÈSE — LE MARCHÉ A ACHETÉ LA VISIBILITÉ, PAS LA RENTABILITÉ

22,9 Md€	63,6 %	+1,0 pt	+5 %
CARNET DE COMMANDES CLOUD, +26 % À CHANGE CONSTANT	PART DU CLOUD DANS LE CHIFFRE D'AFFAIRES	MARGE NON-IFRS SUR LE SEMESTRE	CASH-FLOW LIBRE DU SEMESTRE

Le chiffre qui a fait bondir le titre de 9,3 % puis 7,9 % en deux séances n'est pas le chiffre d'affaires. C'est le **current cloud backlog** : la part des contrats cloud déjà signés qui sera reconnue en revenu au cours des douze prochains mois. Il atteint **22 929 millions d'euros**, en hausse de **27 %** en données publiées et de **26 %** à taux de change constants.

Le reste de la publication est solide sans être spectaculaire. Chiffre d'affaires trimestriel de **9 878 millions**, en hausse de 9 % publiés et 11 % à change constant. Cloud à **6 281 millions**, +22 % et +24 %. La suite ERP dans le cloud, le cœur stratégique, progresse de **+27 % à change constant**. Résultat opérationnel IFRS de **2 643 millions** (+8 %), non-IFRS de **2 743 millions** (+7 %, +9 % à change constant).

Pourquoi le carnet compte-t-il plus que le chiffre d'affaires ? Parce qu'il change la nature du risque. Un éditeur de licences vend chaque trimestre ce qu'il parvient à signer ce trimestre-là. Un éditeur

d'abonnements encaisse pendant des années ce qu'il a signé autrefois. **Le carnet mesure ce que SAP touchera même si plus rien n'était signé demain.** C'est de la visibilité, et la visibilité se paie.

2 Ce que « 88 % de visibilité » veut dire

TRADUIRE LE CARNET EN UNE PHRASE COMPRÉHENSIBLE

22,9 milliards, c'est un nombre sans échelle tant qu'on ne le rapporte à rien. Rapportons-le.

SAP prévoit pour 2026 un chiffre d'affaires cloud compris entre **25,8 et 26,2 milliards d'euros**. Le carnet couvre les douze mois qui suivent le 30 juin. Le rapport donne **de 87,5 % à 88,9 %** :

> **LA TRADUCTION**
>
> *Environ **neuf euros sur dix** du chiffre d'affaires cloud de l'année à venir sont déjà contractualisés. SAP ne doit aller chercher qu'un peu plus de un euro sur dix pour tenir son objectif.*

C'est ce qui distingue un éditeur d'abonnements d'un éditeur de licences, et c'est ce qui justifie qu'un tel groupe se paie plus cher qu'une entreprise cyclique. Mais deux réserves s'imposent immédiatement, et aucune des deux n'a circulé après la publication.

Première réserve : SAP annonce lui-même que ce carnet va ralentir. La page 4 du document trimestriel indique noir sur blanc que la direction attend une croissance du carnet, à change constant, « *en légère décélération* » — après 25 % en 2025. Le marché a acheté la métrique le jour même où l'entreprise prévenait qu'elle allait faiblir.

Seconde réserve : le carnet n'est pas entièrement organique. Page 3 : « *La croissance du carnet de commandes cloud a bénéficié de la première consolidation de Reltio, qui a contribué pour moins d'un point de pourcentage au taux de croissance à change constant.* » Moins d'un point, donc l'ordre de grandeur reste juste — mais le chiffre le plus regardé de la publication contient une acquisition, et c'est SAP qui le dit, dans une ligne que personne n'a reprise.

3 Le cloud gagne 4,30 € quand l'ancien monde en perd 1

LE RECUL DES LICENCES FAIT PEUR ; L'ARITHMÉTIQUE LE REMET À SA PLACE

« Les licences chutent de 32 % » est la statistique qui inquiète. Elle est exacte : le chiffre d'affaires des licences logicielles tombe à **131 millions d'euros** contre 194 un an plus tôt. Mais 131 millions, c'est **1,3 % du chiffre d'affaires trimestriel de SAP**. Une chute de 32 % sur 1,3 % de l'activité ne décide de rien.

La bonne façon de poser la question est de comparer, en euros, ce que l'ancien modèle perd et ce que le nouveau gagne.

LIGNE	T2 2026 (M€)	T2 2025 (M€)	VARIATION EN EUROS
Cloud	6 281	5 130	**+1 151**
Licences logicielles	131	194	**−63**
Support logiciel	2 439	2 642	**−203**
Ancien modèle, total	**2 570**	**2 836**	**−266**

Source : SAP, Quarterly Statement Q2 2026, tableau du deuxième trimestre. Calcul des variations en euros par l'auteur.

> **LE CHIFFRE À RETENIR**
>
> *Pour chaque euro perdu sur les licences et le support, SAP en gagne **4,30 sur le cloud**. La bascule n'est pas subie : elle est très largement bénéficiaire en volume d'activité.*

Il faut cependant garder en tête que ces euros n'ont pas la même qualité. Un euro de support sur une installation ancienne coûte peu à servir ; un euro de cloud suppose des serveurs, de l'exploitation et du support. C'est exactement pourquoi la question de la marge, traitée au paragraphe suivant, est la seule qui compte encore dans ce dossier.

Signalons enfin une ligne d'anticipation que SAP donne pour les années suivantes : le groupe attend une **accélération du rythme de décroissance du support**, à mesure que les clients basculent vers le cloud. Le mouvement décrit ci-dessus va donc s'amplifier des deux côtés.

4 La marge : le trimestre baisse, le semestre monte

LE POINT OÙ LE COMMENTAIRE GÉNÉRAL SE TROMPE DE PÉRIODE

Le reproche fait à cette publication est unanime : les marges ne suivent pas. La marge opérationnelle non-IFRS du trimestre revient de **28,5 % à 27,8 %**, soit **−0,7 point**. La marge brute du cloud recule de **75,2 % à 74,6 %**. C'est exact.

Mais le même document donne, deux pages plus loin, les chiffres du semestre. Et sur six mois, la marge opérationnelle non-IFRS passe de **27,8 % à 28,9 %** — soit **+1,0 point**.

MARGE OPÉRATIONNELLE NON-IFRS	2025	2026	ÉCART
Deuxième trimestre	28,5 %	27,8 %	**−0,7 pt**
Premier semestre	**27,8 %**	**28,9 %**	**+1,0 pt**

Source : SAP, Quarterly Statement Q2 2026, tableaux du trimestre et du semestre.

Les deux chiffres sont vrais et ils ne se contredisent pas : ils décrivent des périodes différentes. Et SAP explique lui-même d'où vient l'écart. Page 3 : la décélération du résultat opérationnel s'explique par le ralentissement de la croissance du chiffre d'affaires, par les investissements accélérés en recherche et développement, par la dilution de l'acquisition Reltio — et par « *une charge de rémunération en actions anormalement basse au premier trimestre* ».

> **CE QUE ÇA CHANGE**
>
> *Une partie de la « dégradation » du deuxième trimestre n'est pas une dégradation : c'est la contrepartie d'un premier trimestre flatté par une charge exceptionnellement faible. Sur le semestre, période moins bruyante,* ***la marge progresse d'un point plein.***

Cela ne dissout pas le sujet. La marge brute du cloud recule réellement, et c'est elle qui portera l'effet de levier promis. Mais cela déplace le verdict : de « les marges se dégradent » à « les marges progressent moins vite que la croissance du cloud ne le laissait espérer ». Ce n'est pas la même phrase et ce n'est pas la même valorisation.

5 Le cash : le vrai point de tension de la prévision

LE SEUL ENDROIT DU DOCUMENT OÙ LA PRÉVISION ANNUELLE PARAÎT EXIGEANTE

Le cash-flow libre du deuxième trimestre progresse de **27 %**, à **3 002 millions d'euros**. C'est le chiffre qui a été repris partout. Sur le semestre complet, il atteint **6 250 millions** — contre 5 939 un an plus tôt, soit **+5 %**.

Le contraste mérite une seconde de réflexion : **+27 % sur le trimestre, +5 % sur le semestre.** Le premier trimestre a donc été nettement moins bon que l'an dernier, et le trimestre spectaculaire ne fait que rattraper. Or SAP maintient un objectif annuel d'**environ 10 milliards d'euros**, contre 8,24 milliards réalisés en 2025.

HYPOTHÈSE D'ATTERRISSAGE	S2 2026 REQUIS	S2 2025 RÉALISÉ	CROISSANCE IMPLICITE
Objectif tenu à 9,5 Md€	3 250 M€	2 301 M€	**+41 %**
Objectif tenu à 10,0 Md€	**3 750 M€**	**2 301 M€**	**+63 %**

Calcul de l'auteur. Cash-flow libre 2025 de 8,24 Md€ (donné par SAP dans ses perspectives), dont 5 939 M€ au premier semestre : le second semestre 2025 ressort donc à 2 301 M€. « Environ 10 milliards » est une formulation, pas un point : les deux hypothèses encadrent la lecture.

Ce n'est pas une alerte, et il faut se garder d'en faire une. Le cash-flow de SAP est structurellement concentré sur le premier semestre — la facturation annuelle des abonnements y est lourdement pondérée — et une croissance de 41 % à 63 % s'applique à une base seconde moitié beaucoup plus étroite.

C'est en revanche **le seul endroit du document où la prévision annuelle apparaît exigeante**, et c'est donc là qu'il faudra regarder à la prochaine publication. Un objectif de résultat révisé de 100 millions à cause d'acquisitions a été pardonné en une séance ; un objectif de cash manqué de plusieurs centaines de millions ne le serait pas, parce que c'est le cash qui finance les rachats d'actions et les acquisitions dont vit la thèse.

6 SAP a déjà répondu sur les marges de 2027

LA LIGNE LA PLUS IMPORTANTE DU DOCUMENT, ET ELLE EST PASSÉE INAPERÇUE

Toutes les analyses parues depuis la publication se terminent sur la même interrogation : la croissance du cloud finira-t-elle par se transformer en expansion des marges ? La question est juste. Elle a seulement déjà reçu une réponse, page 4, dans les perspectives :

> **SAP, PERSPECTIVES 2027**
>
> *« Total operating expenses to grow at 80% to 90% of total revenue growth in 2027. » — les charges d'exploitation totales croîtront à hauteur de 80 à 90 % de la croissance du chiffre d'affaires en 2027.*

Traduit : pour dix points de croissance du chiffre d'affaires, huit à neuf points de croissance des charges. **C'est un engagement explicite d'effet de levier opérationnel** — la définition même de la marge qui s'élargit. La direction ne se contente pas de promettre « une accélération en 2027 » : elle chiffre le mécanisme par lequel cette accélération se transformera en profit.

Deux précautions. D'abord, c'est une prévision, pas un résultat : elle vaut ce que vaut la discipline de dépense d'un groupe qui vient précisément d'accélérer ses investissements en recherche et de racheter trois sociétés. Ensuite, un levier de 80 à 90 % est réel mais modéré — il produit une expansion de marge progressive, pas un saut.

Il reste que la question réputée sans réponse en a une, publiée, datée et vérifiable dans dix-huit mois. **C'est exactement le genre d'information qu'un direct de trois minutes ne peut pas contenir et qu'un dossier doit apporter.**

7 Les quatre lignes que personne n'a citées

RÉCAPITULATIF — TOUT EST DANS LES PAGES 3 ET 4 DU DOCUMENT TRIMESTRIEL

- **L'effet de levier de 2027 est chiffré** : charges à 80-90 % de la croissance du chiffre d'affaires. La réponse à la seule question qui reste ouverte sur ce dossier.
- **Le carnet de commandes est guidé en décélération** par SAP lui-même — après 25 % en 2025. Le rebond boursier s'est construit sur une métrique dont l'entreprise annonce le ralentissement.
- **Le carnet intègre Reltio pour la première fois**, pour moins d'un point de croissance à change constant. L'effet est mineur, mais le chiffre vedette n'est pas purement organique.
- **La prévision annuelle repose sur une hypothèse géopolitique explicite** : « *l'hypothèse d'une désescalade à court terme du conflit au Moyen-Orient* », SAP ajoutant que d'autres évolutions pourraient avoir des « *conséquences matériellement défavorables* ».

Ce dernier point mérite d'être rapproché du dossier n°06. **LVMH chiffre l'impact du même conflit sur sa croissance du deuxième trimestre** — +3 % publiés, +4 % hors Moyen-Orient. Le luxe et le logiciel d'entreprise n'ont rien en commun ; ce trimestre, ils partagent une ligne de faille. Une diversification sectorielle ne protège pas d'un risque qui traverse les secteurs.

Ajoutons un chiffre utile au débat « publié contre change constant » : aux taux du 30 juin 2026, SAP estime l'impact du change sur la croissance du résultat opérationnel non-IFRS de l'exercice à **−2,0 points**, et sur la croissance du chiffre d'affaires cloud à **−1,5 point**. L'écart entre les deux jeux de chiffres n'est donc pas un artifice de présentation : il est documenté et quantifié.

8 Le rachat d'actions, lu à l'envers

UNE DONNÉE EXACTE, UNE CONCLUSION QUI NE S'EN DÉDUIT PAS

SAP a racheté, au 30 juin 2026, **16 280 097 actions** au prix moyen de **161,16 €**, soit environ **2,6 milliards d'euros**, dans le cadre d'un programme pouvant atteindre 10 milliards jusqu'à fin 2027. Les chiffres sont exacts et figurent page 3.

On en a tiré, un peu partout, une conclusion réconfortante : le prix moyen payé serait supérieur au cours actuel, ce qui montrerait que la direction juge la baisse excessive. **Ce raisonnement ne tient pas.**

161,16 € est une **moyenne rétrospective**, calculée sur des rachats effectués depuis janvier 2026 — une période pendant laquelle le titre valait bien davantage, jusqu'à un sommet proche de 259 € sur douze mois. Cette moyenne ne dit rien de ce que pense la direction aujourd'hui. Elle dit ce qu'un programme annoncé en début d'année a payé en chemin, pendant que le titre descendait.

> **LA LECTURE CORRECTE**
>
> *Un prix moyen de rachat supérieur au cours actuel n'est pas un signal de confiance : c'est le constat qu'un programme régulier a acheté cher avant la baisse. La question intéressante n'est pas celle-là — c'est de savoir* ***à quel rythme SAP rachètera dans les prochains trimestres****, seule information réellement prospective.*

Ce point n'est pas anecdotique : c'est le seul endroit de l'analyse courante où une donnée exacte a été transformée en conclusion inexacte. Un rachat d'actions ne vaut jamais démonstration — il faut vérifier **quand** les titres ont été achetés, pas seulement combien ils ont coûté.

9 Ce qu'il faudrait voir

DES CONDITIONS VÉRIFIABLES, PAS UN AVIS

Ce dossier ne dit ni à quel prix acheter SAP, ni s'il faut le faire. Il énonce ce qu'il faudra **observer** pour que la thèse tienne, chaque point étant contrôlable sur les prochaines publications.

- **La marge brute du cloud doit cesser de reculer.** C'est elle qui portera l'effet de levier annoncé pour 2027. Un troisième trimestre encore en baisse rendrait l'engagement de la page 4 beaucoup plus difficile à croire.
- **Le cash-flow libre du second semestre doit approcher 3,3 à 3,8 milliards.** C'est ce qu'implique arithmétiquement l'objectif annuel. C'est le point le plus exigeant de toute la prévision.
- **Le carnet de commandes doit décélérer lentement, pas brutalement.** SAP annonce un ralentissement ; l'écart entre « légère décélération » et décrochage se lira dès la prochaine publication.
- **La croissance du cloud doit rester au-dessus de 20 % à change constant.** En dessous, avec des dépenses d'intelligence artificielle en hausse, la valorisation devient nettement plus difficile à tenir.
- **Le contenu réel des contrats à composante IA doit se traduire en revenus identifiables.** Dire que la quasi-totalité des grands contrats comporte une composante IA ne dit pas ce qu'elle rapporte.

LA FORMULE À RETENIR

SAP vient de démontrer que l'intelligence artificielle n'a pas détruit son modèle. Il lui reste à démontrer qu'elle améliore ses profits — et il a déjà écrit, page 4, la date à laquelle il compte le prouver.

A Annexe · Chiffres-clés

INDICATEUR	T2 2026	VARIATION
Carnet de commandes cloud	**22 929 M€**	+27 % · +26 % à change constant
Chiffre d'affaires total	**9 878 M€**	+9 % · +11 % à change constant
Chiffre d'affaires cloud	**6 281 M€**	+22 % · +24 % à change constant
dont suite ERP cloud	**5 525 M€**	+25 % · +27 % à change constant
Licences logicielles	**131 M€**	−32 %
Support logiciel	**2 439 M€**	−8 % · −7 % à change constant
Résultat opérationnel IFRS	**2 643 M€**	+8 %
Résultat opérationnel non-IFRS	**2 743 M€**	+7 % · +9 % à change constant
Marge opérationnelle non-IFRS	**27,8 %**	−0,7 pt (semestre : 28,9 %, +1,0 pt)
Marge brute cloud non-IFRS	**74,6 %**	−0,6 pt
Cash-flow libre	**3 002 M€**	+27 % (semestre : 6 250 M€, +5 %)
Objectif résultat opérationnel 2026	**11,8 – 12,2 Md€**	abaissé depuis 11,9 – 12,3
Objectif chiffre d'affaires cloud 2026	**25,8 – 26,2 Md€**	+23 à +25 % à change constant
Objectif cash-flow libre 2026	**≈ 10 Md€**	2025 : 8,24 Md€
Rachats d'actions au 30 juin	**16 280 097 titres**	≈ 2,6 Md€ à 161,16 € en moyenne

B Annexe · Méthode et contrôles

Source unique pour les chiffres publiés. Toutes les valeurs de l'annexe A proviennent du *Quarterly Statement* Q2 2026 de SAP SE, pages 1 à 4. Aucune ne vient d'un commentaire de presse, d'un consensus ou d'une note d'analyste.

Chiffres calculés, signalés comme tels. Part du cloud dans le chiffre d'affaires (63,6 %), poids des licences (1,3 %), variations en euros du §3 et ratio de 4,30, couverture du carnet rapportée à la prévision cloud (87,5 % à 88,9 %), et second semestre 2025 de cash-flow libre reconstitué par différence (8 240 − 5 939 = 2 301 M€) avec les croissances implicites qui en découlent.

Contrôle de cohérence. Vingt-deux valeurs du document ont été recontrôlées une à une avant rédaction ; les écarts d'arrondi relevés (marge du semestre à +1,0 point dans le tableau SAP contre +1,1 point par différence des taux affichés) sont sans conséquence et la valeur publiée par SAP a été retenue.

Ce que ce dossier ne fait pas. Il ne donne ni objectif de cours, ni niveau d'achat ou de vente, ni recommandation. Les conditions du §9 sont des observations à vérifier sur les publications suivantes, pas des consignes. Les objectifs de cours d'analystes cités dans la presse ne sont pas repris ici : ils relèvent d'un autre régime que celui de ce document.

C Annexe · Sources

SAP SE, *Quarterly Statement* Q2 2026, Walldorf, 23 juillet 2026, 23 pages — disponible sur sap.com/investors. Document consulté et recontrôlé le 28 juillet 2026.

Analyse de Bernard Prats-Desclaux, TV Finance, 28 juillet 2026.

L'Investisseur Stratège, dossier n°06 (LVMH, résultats du premier semestre 2026) pour la comparaison sur l'hypothèse géopolitique commune aux deux publications.

Avertissement. Document informatif et pédagogique ; ni conseil en investissement ni recommandation. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. © 2026 L'Investisseur Stratège · investisseur.stratege@norvalgroup.com