

Grundsätzlich geringe Margen

Die wahre Substanz von Delivery Hero

Mit Delivery Hero ist ein Start-up in den Dax aufgestiegen, welches seinen Umsatz 2019 zwar nahezu verdoppeln konnte und aktuell von der „Stay-at-Home Economy“ profitiert, weiterhin aber massiv Geld verbrennt. Wie beurteilen unternehmerische Langfrist-Investoren das Geschäftsmodell? Eine Analyse des Dax-Neulings.

Die vielversprechenden Aspekte, die das Fundament der Investmentthese zu Delivery Hero oder einem der vergleichbaren Lieferdienste bilden, liegen auf der Hand und überzeugen leicht: enorme Skaleneffekte dank App-basiertem Geschäft, anhaltende Markt-Trends sowie hohes und aktuell nochmals stärker befeuertes Wachstum sollten die nötige Größe liefern, um hohe Profitabilität zu erreichen. Gleichzeitig werden die operativen Verluste, die Nicht-Profitabilität der Lieferdienste oft kritisiert. Beide Perspektiven vorzutragen ist wichtig und werden öffentlich umfangreich beleuchtet.

In der breiten Diskussion um Essens-Lieferdienste wie Delivery Hero vermissen wir im Wesentlichen zwei Aspekte, auf die wir in diesem Beitrag eingehen:

1. Wir erläutern, weshalb das Geschäftsmodell fundamental nur geringe Margen erwirtschaften kann.
2. Wir zeigen auf, weshalb man mit der Anlagephilosophie eines qualitätsbedachten, unternehmerischen Langfrist-Investors à la Charlie Munger hier nicht investiert sein muss.

Die Investment-These

Durch das App-basierte Geschäft sollte die Skalierbarkeit enorm sein. Das für die folgende Profitabilität notwendige hohe Wachstum war bereits vor dem März dieses Jahres vorhanden (Geschäftsjahr 2019: 86 Prozent Umsatzwachstum). Aktuell wird es zusätzlich befeuert durch den massiven Rückenwind der sogenannten Stay-at-Home Economy, die von der Insolvenz bedrohten Gastronomiebetriebe sowie dem beständigen und nun nochmals erstarkten Trend zu Online-Bestellungen.

Das intensive Umsatzwachstum durch Erhöhung der Anzahl an Bestellungen pro aktivem Nutzer, steigende Bestellwert und das extensive Umsatzwachstum durch Erhöhung der Anzahl aktiver Nutzer via Neukundengewinnung scheint erfolgreich. Hinzu kommt, dass die M&A-Tätigkeiten als

DAS INVESTMENT

auch die Integration von Übernahmen gelingen. Da die Degression der Fixkosten bei App, Verwaltungs- und Allgemeinkosten sowie Marketing erheblich sind, sollten die marginalen Kosten gering beziehungsweise die marginalen Gewinne bei hohem Wachstum immens sein. So scheint die hohe Erwartungshaltung an die zukünftige Profitabilität vermeintlich gerechtfertigt.

Weniger im Fokus stehen sowohl die geringe Kapitalintensität sowie die wiederkehrende Kundschaft – beides sind aber kritische Faktoren für den Erfolg. Die Bindung der Konsumenten und Gastronomie-Betriebe durch die Plattform und die sich daraus bildenden Netzwerkeffekte sowie das Geschäftsmodell eines zweiseitigen Marktes durch Kommissionen der Gastronomie sowie die Lieferentgelte der Konsumenten ähneln dem von Visa oder Mastercard. Denn ohne eine kritische Anzahl an Händlern ist die Plattform für Konsumenten unattraktiv und ohne eine kritische Anzahl an Konsumenten ist die Plattform für Händler unattraktiv. Ist die Plattform einmal aufgebaut, sind die marginalen Kosten für die Firma phänotypisch gering und die Plattform für alle Beteiligten hochattraktiv.

Hinzu kommt zum einen eine vertikale Integration, wie etwa die eigens betriebenen Warenhäuser (D-Marts) für schnelllebige Konsumgüter (Fast Moving Consumer Goods) und deren Auslieferung (Quick-Commerce). Zum anderen expandiert Delivery Hero horizontal in weitere Geschäftsbereiche, wie zum Beispiel durch das Angebot von White-Label-Lieferservices. Sie sollen die Netzdichte und deren möglichst effektive Nutzung unterstützen, um Umsatz- und Gewinnwachstum durch höhere Effizienz, Skalen- und Netzwerkeffekte zu erhöhen.

Geringes Margenpotenzial

Entscheidend ist, dass man den Essens-Lieferdienst Delivery Hero letztlich als Logistiker „der letzten Meile“ sehen muss. Auf der letzten Meile ist die Arbeitsintensität der Zustellung schlicht zu hoch für die geringe Zahlungsbereitschaft der Konsumenten bei zusätzlich hohem Wettbewerb zu zahlreichen anderen Spediteuren, Essens-Lieferdiensten, den Restaurants selbst sowie zur Selbstabholung. Selbst Google Maps, HelloFresh und die Lieferdienste der Lebensmitteleinzelhändler stellen Konkurrenten für die Plattform dar. Interessant dürfte ein potentieller Eintritt von Amazon werden. Diese müssten keine Gewinne erwirtschaften, sondern können den Lieferdienst als Prime-Feature querfinanzieren, sodass langfristig enormer Margendruck in der Branche bestehen bliebe.

Berauschend hohe Margen und entsprechend hohe Kapitalverzinsungen schafft auf der letzten Meile niemand, in keinem einzigen netzgebundenen Markt (siehe Telekommunikation, Briefzustellung, Strom, Gas- und Wasserverteilung), weil die Grenzkosten, getrieben durch nahezu fixe Liefer-Stückkosten, trotz zunehmender Dichtevorteile, hoch bleiben – auch bei Verbundunternehmen mit mehreren Produkten.

DAS INVESTMENT

Wenn Dichtevorteile hoch sind, können Essens-Lieferdienste aufgrund der im Vergleich geringeren Kapitalintensität prinzipiell durchaus höhere operative Margen erreichen, wie es Just Eat Takeaway derzeit mit 49 Prozent adjustierter Ebitda-Marge in den Niederlanden zeigt. Allerdings erodieren die Margen hier bei stark gesunkenem Wachstum schon seit Jahren kontinuierlich, weil die Wettbewerbsintensität unter den Marktführern bei ausgereiztem Marktpotential weiter als ohnehin schon zunimmt. Zudem dringen Wettbewerber mit niedrigeren Preisen in den Markt ein. Keiner der Anbieter kann sich langfristig wirksam verteidigen – außer auf Preissenkungen mit weiteren Preissenkungen zu reagieren. Das Geschäftsmodell hat keine starken Burgmauern, wie Investmentlegende Warren Buffett es nennt (im Englischen: Moats). Die Produkte sind austauschbar, die Marktposition ist bestreitbar. Dauerhaft hohe Margen sind unter diesen Umständen wenig wahrscheinlich.

Wenn die Investmentthese von Delivery Hero in einigen Jahren doch aufgehen und das Verhältnis von Grenzkosten und Dichtevorteilen konzernweit vorteilhafter werden sollte, droht zudem bei der dann größeren Marktmacht erfahrungsgemäß staatliche Preis- und Verhaltensregulierung. Beispiele für schmerzhaft regulatorische Eingriffe in das Lieferdienstgeschäft finden sich bereits insbesondere in Kalifornien und Deutschland. Die politische Debatte um Akkordlöhne und dem daraus resultierend geringen Verdienst der Kuriere bei deren suboptimaler Auslastung wird schon seit Jahren intensiv geführt.

Letztlich verdient in der Branche anscheinend niemand, nicht die Restaurants, nicht die Kuriere, nicht die Plattformen. So sind Frust und weitreichende, langfristige Probleme programmiert. Nicht zuletzt verspricht Delivery Hero bereits seit dem Börsengang 2017 Gewinne für das nächste Jahr. Aktuell sind die firmeneigenen zeitlichen Prognosen gänzlich eingestellt. Dabei sind gut planbare Free-Cash-Flows ganz wesentlich für den langfristigen Unternehmenserfolg.

Beständiges Geldverbrennen

Gekünstelte Kennzahlen wie das adjustierte Ebitda oder auch das rein buchhalterische Nachsteuerergebnis, auf welche der Einfachheit halber und oftmals zur Beschönigung bevorzugt zurückgegriffen wird, bringen dem unternehmerisch denkenden Investor keinerlei Erkenntnisse. Sie vermitteln keine Informationen über den tatsächlichen unternehmerischen Gewinn, den freien Barmittelzufluss (Free-Cash-Flow, vergleichbar zu Buffetts „Owner Earnings“).

Im Jahr 2019 hat Delivery Hero gut doppelt so viel Cash verbrannt wie im Jahr zuvor. Der freie Barmittelzufluss (Free-Cash-Flow) betrug negative 489 Millionen Euro, also minus 37 Prozent des Umsatzes. Im ersten Halbjahr 2020 lag das Minus bei 310 Millionen Euro, zuzüglich Cash-Outflow durch Leasing-Rückzahlungen in nicht kommunizierter Höhe (Geschäftsjahr 2019: 32 Millionen Euro).

DAS INVESTMENT

Auch der niederländische Konkurrent Just Eat Takeaway hat 2019, anders als medial oft berichtet, einen negativen Free-Cash-Flow in Höhe von minus 80,4 Millionen Euro oder minus 19 Prozent vom Umsatz erwirtschaftet. Im ersten Halbjahr 2020 erreichte man einen leicht positiven Free-Cash-Flow dank Optimierung des Working Capital durch Aufbau höherer kurzfristiger Verbindlichkeiten.

Bei der Net-Cash-Position von Delivery Hero Ende 2019 in Höhe von lediglich 200 Millionen Euro wäre die nächste Kapitalerhöhung auch ohne die geplante Akquisition des koreanischen Wettbewerbers Woowa spätestens 2021 nötig geworden. Allein dieses Jahr musste in zwei Runden bereits 2,3 Milliarden Euro im Januar und nochmals 1,5 Milliarden Euro im Juli an Cash über eine Kapitalerhöhung und Wandelanleihen in die Bilanz injiziert werden.

Blick nach vorn ohne Verbesserung

Die Geschäftspläne sehen auch für die kommenden Jahre weiterhin massiv defizitäres operatives Geschäft vor. Hinzu kommt nun der Ausbau der D-Mart-Warenhäuser, mit dem Delivery Hero in eines der Geschäftsmodelle mit der geringsten Kapitalverzinsung überhaupt expandiert, welches noch mehr Kapital binden und auf absehbare Zeit hohe Investitionen fordern wird. Und das in einer Zeit, in der der Kapitalbedarf der Firma für Investitionen ins defizitäre Kerngeschäft sowie eine weiterhin hohe Übernahmefrequenz ohnehin bereits erdrückend ist. Das Kerngeschäft kann sich aktuell bei Weitem nicht selbst finanzieren, geschweige denn den Ausbau der D-Marts querfinanzieren. Delivery Hero plant auch weiterhin nicht erwirtschaftetes Geld spekulativ zu investieren.

Nach eigener Aussage ist das höchste Wachstum innerhalb der Branche aber entscheidend für den langfristigen Erfolg, sodass langsames Wachstum zu Gunsten leichter Profitabilität zur (zumindest teilweisen) Selbstfinanzierung nicht in Kauf genommen werden kann. Beweis hierfür liefert die jüngste Akquisition des (defizitären) arabischen Online-Lebensmittelhändlers „InstaShop“ – für sehr hohe 300 Millionen Euro bei 250 Millionen Euro Umsatz.

In ein Geschäft zu investieren, welches noch auf Jahre zwangsweise auf externes Kapital angewiesen sein wird und damit auf die Gunst unbeteiligter, externer Dritter, widerstrebt dem unternehmerischen Investor. Durch fortlaufende Kapitalerhöhungen würde der Investor zunehmend verwässert werden oder in eine sich zunehmend stark verschuldende Firma investieren. Daher ist Delivery Hero in seinem momentanen Zustand allein unter diesem Aspekt für uns kein interessantes Investment.

DAS INVESTMENT

Zusätzlich missfallen die tatsachenverzerrende Kapitalmarktkommunikation und Berichterstattung. So wird das organische, also durch M&A-Tätigkeiten bereinigte, firmeneigene Umsatzwachstum des operativen Geschäfts nicht explizit kommuniziert. Das wäre aber für die langfristige Beurteilung einer stark durch M&A-Aktivitäten getriebenen Firma wesentlich.

Außerdem wird der Blick tatsachenverzerrend auf den sogenannten Segment-Umsatz gelenkt, welcher insbesondere Rabatte nicht berücksichtigt und auf diese Weise den tatsächlichen Umsatz um zirka 18 Prozent inflationiert. Daher muss die firmeneigene Umsatzprognose für das Geschäftsjahr 2020 entsprechend von 2,7 auf 2,3 Milliarden Euro korrigiert werden.

Kein Investment-Muss

Man muss nicht auf jeder Hochzeit tanzen, heißt es oft. Analog verweisen die beiden Investment-Großmeister aus Omaha, Warren Buffett und Charlie Munger, seit Jahrzehnten darauf, dass eine zu breite Diversifikation hin zu Investments der zweiten und dritten Wahl immer Opportunitätskosten verursache, explizit formuliert, nicht in die Unternehmen der ersten Wahl zu investieren.

Selbst wenn die Investment-These für Delivery Hero in einigen Jahren aufgehen sollte, wird die Firma die kommenden Jahre weiterhin Geld verbrennen und das Geschäftsmodell auch danach weiterhin angreifbar und wackelig bleiben. In Anbetracht dessen scheint die aktuelle Firmenbewertung von rund 19 Milliarden Euro für den unternehmerischen Langfrist-Investor nahezu utopisch.

Alternativen, bei ähnlichem Börsenwert, lassen sich finden. Beispielsweise Church & Dwight, ein vergleichsweise kleiner Konsumgüterhersteller aus den USA. Hier erwirbt man eine dynamische und zugleich bahnbrechend robuste Gewinnmaschine mit alteingesessenen Marken wie Arm & Hammer Backpulver, Reinigungsmittel und Zahnpasta sowie zahlreichen starken Nischenmarken zu einem Unternehmenswert von rund 20 Milliarden Euro.

Dafür erwirbt man einen Free-Cash-Flow in Höhe von zirka 730 Millionen Euro für dieses Jahr. Die langjährige Free-Cash-Flow-Wachstumsrate liegt bei über 10 Prozent pro Jahre, so auch im Jahr 2019 und voraussichtlich auch wieder 2020. Und dass bei gut planbarem organischen Umsatzwachstumsraten zwischen 3 bis 7 Prozent pro Jahr. Hier zeigen sich tatsächliche Skaleneffekte, Größen- und Verbundvorteile.

Die wahrhaftig großartigen Geschäftsmodelle und Firmen dieser Welt zu angemessenen Bewertungen findet man zwar (sehr begrenzt) im Tec-Dax oder durchaus an der Nasdaq, oft reicht aber schon der Blick in die häusliche Vorratskammer.

DASINVESTMENT

Über die Autoren:

Dominikus Wagner gründete 2011 zusammen mit Christian Florack die Bonner Wagner & Florack Vermögensverwaltung. Beim hauseigenen [Wagner & Florack Unternehmerfonds \(ISIN: DE000A1C4D48\)](#) wird mit einer unternehmerischen Sichtweise in Aktien cash-flow-starker, beständig wachsender Unternehmen investiert. Das Qualitätskriterium steht im Fokus, nämlich dass Firmen ein robustes Geschäftsmodell besitzen und dauerhaft zweistellige Free-Cash-Flow-Margen und eine zweistellige Verzinsung des eingesetzten Gesamtkapitals erwirtschaften.

Florian Kirch ist seit kurzem bei der Vermögensverwaltung Wagner & Florack tätig. Sein Schwerpunkt liegt auf der Analyse von Unternehmen.

Dieser Artikel erschien am **31.08.2020** unter folgendem Link:

<https://www.dasinvestment.com/grundsuetzlich-geringes-margenpotenzial-die-decodierung-von-delivery-hero/>