



Universidad de  
**San Andrés**

**Universidad de San Andrés**

---

**Escuela de administración y negocios**

**Maestría en Finanzas**

**Trabajo final de graduación**

---

***Valuación de Delivery Hero***

***Autor:*** Ing. Cardini, Agustin

***DNI:*** 38.783.880

***Director de tesis:*** Lic. Alejandro E. Loizaga, CFA

*Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Septiembre 2021*

## ÍNDICE DE CONTENIDO

<b>1. RESUMEN EJECUTIVO</b>	<b>10</b>
<b>2. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA</b>	<b>11</b>
2.1. BREVE INTRODUCCIÓN A LA COMPAÑÍA	11
2.2. MODELOS DE NEGOCIO	13
2.2.1. CONCEPTOS BÁSICOS	15
2.3. FLUJO OPERATIVO	16
2.4. ESTRUCTURA DEL GRUPO	18
2.5. SEGMENTOS DE NEGOCIO	19
2.6. GESTIÓN Y SUPERVISIÓN	21
2.7. INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO	21
2.8. PARTES INTERESADAS	23
2.9. RESPONSABILIDAD SOCIAL EMPRESARIAL	24
2.10. ESTRATEGIAS PUBLICITARIAS INNOVADORAS	26
<b>3. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA</b>	<b>28</b>
3.1. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA	28
3.2. INDICADORES	30
3.3. TAMAÑO DE MERCADO	31
3.3.1. QUICK COMMERCE	31
3.3.2. COMIDA	31
3.4. GENERACIONES DE COMERCIO	33
3.5. TENDENCIAS DE MERCADO	34
<b>4. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA</b>	<b>35</b>
4.1. PRINCIPALES EMPRESAS	35
4.1.1. DOORDASH	35
4.1.2. GRUBHUB	35
4.1.3. RAPPI	35
4.1.4. UBER EATS	36
4.1.5. MEITUAN	36
4.1.6. DELIVEROO	37
4.1.7. JUST EAT TAKEAWAY	37
4.1.8. JUMIAFOOD	37
4.1.9. DAMAE-CAN	38
4.1.10. ZOMATO	38
4.1.11. YANDEX	38
4.2. INDICADORES	39
4.2.1. VENTAS	40

4.2.2.	CANTIDAD DE ÓRDENES	43
4.2.3.	CANTIDAD DE RESTAURANTES	45
4.2.4.	CANTIDAD DE USUARIOS ACTIVOS	47
4.2.5.	COBERTURA GEOGRÁFICA	48
4.2.6.	NÚMERO DE PAÍSES VS NÚMERO DE ÓRDENES	49
4.2.7.	VALOR DE LA MERCADERÍA VENDIDA	50
4.2.8.	EBITDA AJUSTADO	52
4.2.9.	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL	55
4.2.10.	MÁRGENES OPERATIVOS	57
<b>4.3.</b>	<b>POSICIONAMIENTO SEGÚN INDICADORES</b>	<b>58</b>
<b>5.</b>	<b>POSICIONAMIENTO COMPETITIVO</b>	<b>60</b>
<b>5.1.</b>	<b>TENDENCIA Y CRECIMIENTO</b>	<b>60</b>
<b>5.2.</b>	<b>RIESGOS</b>	<b>61</b>
5.2.1.	RIESGO ESTRATÉGICO	62
5.2.2.	RIESGO OPERATIVO	65
5.2.3.	RIESGOS DE CUMPLIMIENTO	67
5.2.4.	RIESGO FINANCIERO	70
<b>5.3.</b>	<b>OPORTUNIDADES Y ESTRATEGIA</b>	<b>72</b>
5.3.1.	DESARROLLO MACROECONÓMICO	72
5.3.2.	OTROS DESARROLLOS DEL MERCADO	73
5.3.3.	LOGÍSTICA	74
5.3.4.	PERSONALIZACIÓN DE LA EXPERIENCIA DEL USUARIO	74
5.3.5.	TECNOLOGÍA	75
5.3.6.	OPORTUNIDADES DE TALENTO	75
<b>5.4.</b>	<b>ESTRATEGIA</b>	<b>76</b>
<b>6.</b>	<b>ANÁLISIS FINANCIERO</b>	<b>78</b>
<b>6.1.</b>	<b>ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS</b>	<b>78</b>
6.1.1.	ESTADO DE RESULTADOS	79
6.1.2.	BALANCE	83
6.1.3.	FLUJO DE FONDOS	88
<b>6.2.</b>	<b>ANÁLISIS DE INDICADORES FINANCIEROS</b>	<b>90</b>
6.2.1.	INDICADORES DE RENTABILIDAD	90
6.2.2.	INDICADORES DE LIQUIDEZ	91
6.2.3.	INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO	93
6.2.4.	INDICADORES DE EFICIENCIA	94
<b>7.</b>	<b>VALUACIÓN DE LA COMPAÑÍA POR EL MÉTODO DE FLUJOS DESCONTADO</b>	<b>98</b>
<b>7.1.</b>	<b>DESCRIPCIÓN DEL MÉTODO DE VALUACIÓN</b>	<b>98</b>
7.1.1.	PROYECCIÓN DE LAS VENTAS	98
7.1.2.	PROYECCIÓN DE MÁRGENES OPERATIVOS (EBIT) COMO UN % DE LAS VENTAS	107

7.1.3.	PROYECCIÓN DE GASTOS DE CAPITAL	107
7.1.4.	PROYECCIÓN DE DEPRECIACIONES	110
7.1.5.	PROYECCIÓN DE CAPITAL DE TRABAJO	112
7.1.6.	PROYECCIÓN DEL VALOR TERMINAL	115
<b>7.2.</b>	<b>CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO</b>	<b>115</b>
7.2.1.	COMPOSICIÓN DE LA DEUDA	116
7.2.2.	COSTO DE LA DEUDA	116
7.2.3.	COMPOSICIÓN DEL CAPITAL	119
7.2.4.	COSTO DEL CAPITAL PROPIO	120
7.2.5.	COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL	124
<b>7.3.</b>	<b>FLUJO DE FONDOS PROYECTADOS Y VALOR DE LA FIRMA</b>	<b>124</b>
7.3.1.	ESCENARIO BASE	125
7.3.2.	ESCENARIO OPTIMISTA	126
7.3.3.	ESCENARIO PESIMISTA	127
<b>8.</b>	<b><u>VALUACIÓN DE LA COMPAÑÍA POR EL MÉTODO MÚLTIPLOS COMPARABLES</u></b>	<b>128</b>
<b>8.1.</b>	<b>MÚLTIPLOS UTILIZADOS</b>	<b>128</b>
<b>8.2.</b>	<b>SELECCIÓN DE EMPRESAS COMPARABLES</b>	<b>128</b>
8.2.1.	EV/VENTAS	129
<b>9.</b>	<b><u>COMPARACIÓN DE LAS VALUACIONES</u></b>	<b>130</b>
<b>10.</b>	<b><u>PROBLEMA ENCONTRADO Y SOLUCIÓN PROPUESTA</u></b>	<b>131</b>
<b>11.</b>	<b><u>BIBLIOGRAFÍA</u></b>	<b>132</b>
11.1.1.	LIBROS	132
11.1.2.	INFORMACIÓN INSTITUCIONAL	132
11.1.3.	SITIOS WEB	132

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1. PAÍSES EN LOS CUALES OPERA DELIVERY HERO.....	12
GRÁFICO 2. INGRESOS DE DELIVERY HERO POR SEGMENTO EN 2020 [MILLONES DE EUROS] .....	13
GRÁFICO 3. INGRESOS DE DELIVERY HERO POR FUENTE [MILLONES DE EUROS] .....	15
GRÁFICO 4. COMPARACIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN DE DELIVERY HERO VS ÍNDICES [BASE 100] .....	18
GRÁFICO 5. CANTIDAD DE ÓRDENES DE DELIVERY HERO POR SEGMENTO EN 2020 [MILLONES].....	21
GRÁFICO 6. INVERSIÓN DE DELIVERY HERO EN INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO [MILLONES DE EUROS] .....	22
GRÁFICO 7. NÚMERO DE EMPLEADOS POR SECTOR EN DELIVERY HERO EN 2020.....	24
GRÁFICO 8. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: VENTAS 2020 [MILLONES DE DÓLARES] .....	40
GRÁFICO 9. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: TCAC DE LAS VENTAS 2017 – 2020 .....	41
GRÁFICO 10. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: VENTAS 2017 – 2020 [MILLONES DE DÓLARES] .....	41
GRÁFICO 11. EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DE VENTAS DE DELIVERY HERO 2017 – 2020.....	42
GRÁFICO 12. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: ÓRDENES EN 2020 [MILLONES] .....	43
GRÁFICO 13. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: TCAC DE ÓRDENES 2017 – 2020 .....	44
GRÁFICO 14. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: EVOLUCIÓN DE ÓRDENES 2017 – 2020 [MILLONES] .....	44
GRÁFICO 15. EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DE ÓRDENES DE DELIVERY HERO 2017 – 2020 [MILLONES] .....	45
GRÁFICO 16. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: SOCIOS COMERCIALES 2020 [MILES] .....	46
GRÁFICO 17. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: USUARIOS ACTIVOS 2020 [MILLONES] .....	47
GRÁFICO 18. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: ÓRDENES VS CANTIDAD DE USUARIOS ACTIVOS 2020.....	48
GRÁFICO 19. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: COBERTURA GEOGRÁFICA EN PAÍSES EN 2020 .....	48
GRÁFICO 20. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: NÚMERO DE PAÍSES VS VENTAS 2020 .....	49
GRÁFICO 21. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: NÚMERO DE PAÍSES VS ÓRDENES EN 2020 .....	50
GRÁFICO 22. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: GMV EN 2020 [MILLONES DE DÓLARES].....	50
GRÁFICO 23. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: TCAC GMV 2017 – 2020.....	51
GRÁFICO 24. EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DEL GMV DE DELIVERY HERO 2017–2020.....	52
GRÁFICO 25. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: EBITDA AJUSTADO EN 2020 [MILLONES DE DÓLARES].....	53
GRÁFICO 26. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: EBITDA AJUSTADO / VENTAS .....	53
GRÁFICO 27. EVOLUCIÓN EBITDA AJUSTADO DE DELIVERY HERO 2017 – 2020 [MILLONES DE EUROS].....	54
GRÁFICO 28. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL JUNIO 2021 [MILLONES DE DÓLARES] .....	55
GRÁFICO 29. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: VENTAS VS CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL EN 2020 .....	56
GRÁFICO 30. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: GMV VS CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL EN 2020.....	56
GRÁFICO 31. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: ÓRDENES VS CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL EN 2020 [ESCALA LOGARÍTMICA] .....	57
GRÁFICO 32. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: MÁRGENES OPERATIVOS 2020 .....	58
GRÁFICO 33. CRECIMIENTO DEL PROMEDIO DE ÓRDENES MENSUAL POR CLIENTE ACTIVO POR SEGMENTO 2013-2020 .....	60
GRÁFICO 34. CRECIMIENTO DE ÓRDENES Y COHORTS.....	61
GRÁFICO 35. EVOLUCIÓN LAS VENTAS, COSTOS Y TCAC DE DELIVERY HERO 2017 – 2020.....	80
GRÁFICO 36. EVOLUCIÓN DE MARGEN BRUTO, OPERATIVO Y EBITDA DE DELIVERY HERO .....	81
GRÁFICO 37. GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN DELIVERY HERO [MILLONES DE EUROS] .....	82
GRÁFICO 38. EVOLUCIÓN DE LA PASIVO Y PATRIMONIO NETO DE DELIVERY HERO 2017 – 2020 .....	85
GRÁFICO 39. EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS CORRIENTES DE DELIVERY HERO 2017 – 2020 .....	86
GRÁFICO 40. EVOLUCIÓN DE ORIGEN DE LOS FLUJOS DE FONDOS DE DELIVERY HERO 2017 – 2020 .....	88
GRÁFICO 41. CICLO DE CONVERSIÓN DE EFECTIVO DELIVERY HERO 2020 [DÍAS] .....	90
GRÁFICO 42. RATIOS DE RENTABILIDAD DE DELIVERY HERO 2017 -2020 .....	91
GRÁFICO 43. RATIOS DE LIQUIDEZ DE DELIVERY HERO 2017 -2020.....	93
GRÁFICO 44. RATIOS DE ENDEUDAMIENTO DE DELIVERY HERO 2017 -2020 .....	94
GRÁFICO 45. RATIOS DE EFICIENCIA (1) DE DELIVERY HERO 2017 -2020.....	95
GRÁFICO 46. RATIOS DE EFICIENCIA (2) DE DELIVERY HERO 2017 -2020.....	96

GRÁFICO 47. RATIOS DE EFICIENCIA (3) DE DELIVERY HERO 2017 -2020.....	97
GRÁFICO 48. INGRESOS SEGÚN ORIGEN DELIVERY HERO 2019 -2020 [MILLONES DE EUROS].....	99
GRÁFICO 49. EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS Y TCAC DELIVERY HERO 2017 – 2020 .....	100
GRÁFICO 50. EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE ÓRDENES Y TCAC DE DELIVERY HERO 2017 – 2020 .....	101
GRÁFICO 51. EVOLUCIÓN DEL GMV Y TCAC DE DELIVERY HERO 2017 – 2020.....	101
GRÁFICO 52. EVOLUCIÓN DEL PORCENTAJE DE ÓRDENES ENTREGADAS POR DH Y TCAC 2017 – 2020.....	102
GRÁFICO 53. PROYECCIÓN DE LAS VENTAS [MILLONES DE EUROS].....	106
GRÁFICO 54. PROYECCIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DE LAS VENTAS .....	106
GRÁFICO 55. PROYECCIÓN DE MÁRGENES EBIT/VENTAS .....	107
GRÁFICO 56. PROYECCIÓN DE GASTOS DE CAPITAL [MILLONES DE EUROS].....	109
GRÁFICO 57. PROYECCIÓN DE GASTOS DE CAPITAL/VENTAS .....	110
GRÁFICO 58. PROYECCIÓN DE BIENES DE CAPITAL [MILLONES DE EUROS] .....	111
GRÁFICO 59. PROYECCIÓN DE DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES [MILLONES DE EUROS].....	112
GRÁFICO 60. PROYECCIÓN DE CAPITAL DE TRABAJO [MILLONES DE EUROS].....	113
GRÁFICO 61. PROYECCIÓN DE VARIACIÓN DE CAPITAL DE TRABAJO [MILLONES DE EUROS] .....	114
GRÁFICO 62. CÁLCULO DE BETA - RETORNOS SEMANALES 2017-2021 - [S&P 500] .....	121
GRÁFICO 63. CÁLCULO DE BETA - RETORNOS SEMANALES 2017-2021 - [MSCI WORLD INDEX] .....	122
GRÁFICO 64. CÁLCULO DE BETA - RETORNOS SEMANALES 2017-2021 - [STOXX 600].....	122
GRÁFICO 65. EVOLUCIÓN DE CAJA ACUMULADA PROYECTADA DELIVERY HERO [MILLONES DE EUROS] .....	131

## ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1. PAÍSES EN LOS CUALES OPERA DELIVERY HERO .....	12
TABLA 2. MARCAS BAJO LAS CUALES OPERA DELIVERY HERO EN EL MUNDO .....	13
TABLA 3. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA: RATIO CANTIDAD DE USUARIOS / CANTIDAD DE PARTNERS 2020 ....	46
TABLA 4. CLASIFICACIÓN DE RIESGOS DE DELIVERY HERO .....	62
TABLA 5. RIESGO ESTRATÉGICO DE DELIVERY HERO .....	65
TABLA 6. RIESGOS OPERATIVOS DE DELIVERY HERO .....	66
TABLA 7. RIESGOS DE CUMPLIMIENTO DE DELIVERY HERO .....	68
TABLA 8. RIESGOS FINANCIEROS DE DELIVERY HERO.....	71
TABLA 9. OPORTUNIDADES DE DESARROLLO MACROECONÓMICO DE DELIVERY HERO.....	73
TABLA 10. OPORTUNIDADES DE DESARROLLO EN NUEVOS MERCADOS DE DELIVERY HERO .....	73
TABLA 11. OPORTUNIDADES DE LOGÍSTICA DE DELIVERY HERO.....	74
TABLA 12. OPORTUNIDADES DE PERSONALIZACIÓN DE LA EXPERIENCIA DEL USUARIO DE DELIVERY HERO ....	75
TABLA 13. OPORTUNIDADES DE TECNOLOGÍA DE DELIVERY HERO .....	75
TABLA 14. OPORTUNIDADES DE TALENTO DE DELIVERY HERO.....	76
TABLA 15. ESTADO DE RESULTADOS PORCENTUAL DE DELIVERY HERO .....	79
TABLA 16. BALANCE GENERAL PORCENTUAL DE DELIVERY HERO .....	83
TABLA 17. DEUDA CONVERTIBLE EMITIDA POR DELIVERY HERO EN 2020.....	86
TABLA 18. FLUJO DE FONDOS PORCENTUAL DE DELIVERY HERO 2017 – 2020.....	88
TABLA 19. EVOLUCIÓN DE INDICADORES DE RENTABILIDAD DE DELIVERY HERO 2017 -2020 .....	90
TABLA 20. EVOLUCIÓN DE INDICADORES DE LIQUIDEZ DE DELIVERY HERO 2017 – 2020 .....	92
TABLA 21. EVOLUCIÓN DE INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO DE DELIVERY HERO 2017 -2020 .....	93
TABLA 22. EVOLUCIÓN DE INDICADORES DE EFICIENCIA DE DELIVERY HERO 2017 -2020 .....	95
TABLA 23. PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA 2021 .....	104
TABLA 24. FACTORES CONSIDERADOS PARA LA ESTIMACIÓN DE LOS FLUJOS DE FONDOS .....	105
TABLA 25. TCAC DE GASTOS DE CAPITAL DELIVERY HERO 2017 – 2020.....	108
TABLA 26. DISTRIBUCIÓN DE GASTOS DE CAPITAL PROYECTADOS EN EL ESCENARIO BASE .....	110
TABLA 27. RATIO DEPRECIACIÓN / BIENES DE CAPITAL DELIVERY HERO 2017 -2020.....	111
TABLA 28. ANÁLISIS DEL RATIO CAPITAL DE TRABAJO SOBRE VENTAS.....	113
TABLA 29. DEUDA FINANCIERA DELIVERY HERO 2020 .....	116

TABLA 30. COSTO DE LA DEUDA: BONO CONVERTIBLE 2028 DELIVERY HERO .....	117
TABLA 31. ANÁLISIS VALOR BONOS CONVERTIBLES - TRAMO B .....	118
TABLA 32. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL DELIVERY HERO 2020 .....	120
TABLA 33. BETAS OBTENIDOS A TRAVÉS DE REGRESIONES LINEALES PARA CADA ÍNDICE .....	121
TABLA 34. BETAS DE INDUSTRIAS COMPARABLES .....	123
TABLA 35. BETA APALANCADO DELIVERY HERO.....	123
TABLA 36. COSTO DEL CAPITAL DELIVERY HERO 2020 .....	124
TABLA 37. COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL DELIVERY HERO (WACC).....	124
TABLA 38. FLUJOS DE FONDOS PROYECTADOS PARA EL ESCENARIO BASE .....	125
TABLA 39. PRECIO POR ACCIÓN ESCENARIO BASE .....	125
TABLA 40. FLUJOS DE FONDOS PROYECTADOS PARA EL ESCENARIO OPTIMISTA.....	126
TABLA 41. PRECIO POR ACCIÓN ESCENARIO OPTIMISTA .....	126
TABLA 42. FLUJOS DE FONDOS PROYECTADOS PARA EL ESCENARIO PESIMISTA .....	127
TABLA 43. PRECIO POR ACCIÓN ESCENARIO PESIMISTA .....	127
TABLA 44. MÚLTIPLOS COMPARABLES DE EMPRESAS SIMILARES .....	129
TABLA 45. VALUACIÓN POR COMPARABLES EV/VENTAS [MILLONES DE EUROS].....	129
TABLA 46. PRECIO POR ACCIÓN OBTENIDO A TRAVÉS DE LA VALUACIÓN POR MÚLTIPLO EV/VENTAS.....	129
TABLA 47. COMPARACIÓN DE RESULTADOS OBTENIDOS A TRAVÉS DE DISTINTAS METODOLOGÍAS DE VALUACIÓN .....	130

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

ILUSTRACIÓN 1. FLUJO OPERATIVO EN LA PLATAFORMA (RESTAURANTS) .....	17
ILUSTRACIÓN 2. FLUJO OPERATIVO EN LA PLATAFORMA (DMART) .....	17
ILUSTRACIÓN 3. EVOLUCIÓN DE ADQUISICIONES DE MARCAS DE DELIVERY HERO .....	19
ILUSTRACIÓN 4. PARTES INTERESADAS DE DELIVERY HERO.....	23
ILUSTRACIÓN 5. DELIVERY CON DRONES (FOODPANDA).....	26
ILUSTRACIÓN 6. DELIVERY EN LA PLAYA (TALABAT).....	27
ILUSTRACIÓN 7. TAMAÑO DE MERCADO (QUICK COMMERCE).....	31
ILUSTRACIÓN 8. TAMAÑO DE MERCADO (COMIDA) .....	32
ILUSTRACIÓN 9. GENERACIONES DE COMERCIO.....	33
ILUSTRACIÓN 10. TENDENCIAS Y DRIVERS DEL CRECIMIENTO .....	34
ILUSTRACIÓN 11. POSICIONAMIENTO DE DELIVERY HERO FRENTE A SUS COMPETIDORES .....	58
ILUSTRACIÓN 12. ANÁLISIS DE DEUDA CONVERTIBLE DE DELIVERY HERO .....	119

## ÍNDICE DE ECUACIONES

ECUACIÓN 1. CICLO DE CONVERSIÓN DE EFECTIVO.....	89
ECUACIÓN 2. DÍAS DE INVENTARIO .....	89
ECUACIÓN 3. PERÍODO DE COBRANZA .....	89
ECUACIÓN 4. PERÍODO DE PAGO .....	89
ECUACIÓN 5. VALOR TERMINAL .....	115
ECUACIÓN 6. COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL (WACC) .....	115
ECUACIÓN 7. COSTO DEL CAPITAL.....	120
ECUACIÓN 8. BETA.....	121

## GLOSARIO

- **BS: (*Basket Size*)** Monto total de la compra.
- **Cash Flow: (*Flujo de caja*)** Diferencia entre los cobros y pagos efectivamente realizados en un intervalo de tiempo, como consecuencia de la actividad de una compañía (no coincide con los gastos e ingresos devengados, que pueden registrarse contablemente pero no siempre tienen un reflejo inmediato en la cuenta de tesorería).
- **CVR: (*Conversion Rate*)** Tasa de conversión. Mide la eficiencia de conversión en dos etapas sucesivas de un proceso.
- **CRM: (*Customer Relationship Management*)** Gestión de relaciones con clientes.
- **D: (*Debt*)** Deuda financiera de una compañía.
- **DCF: (*Discounted Cash Flow*)** Flujo descontado de caja. Método utilizado para valuar un proyecto o a una compañía. Este método determina el valor actual de los flujos de fondos futuros descontándolos a una tasa que refleja el coste promedio ponderado del capital.
- **E: (*Equity*)** Capital propio de una compañía.
- **EBIT: (*Earnings Before Interest and Taxes*)** Indicador financiero que mide las ganancias de una compañía antes de intereses e impuestos.
- **EBITDA: (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*)** Indicador financiero que mide las ganancias de una compañía antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Es un indicador que se puede utilizar como comparable ya que no contempla por ejemplo las condiciones impositivas y los métodos de amortización de cada país.
- **GMV: (*Gross Merchandise Value*)** Valor de la mercadería vendida. Equivale al monto del carro de compra.
- **GFV: (*Gross Food Value*)** Valor bruto de la comida en el carro de compra.
- **IAS: (*International Accounting Standards*)** grupo de estándares que indican cómo se deben reflejar en los estados financieros determinadas transacciones y acontecimientos.
- **IAS 29:** Reporte financiero sobre economías hiperinflacionarias.
- **IT (*Information Technology*)** Tecnologías de la información y la comunicación.
- **IPO (*Initial public offering*)** Representa la salida a bolsa de una empresa, lo que le permite a cualquier inversor minorista adquirir las acciones de la compañía.
- **Marketplace:** Modelo de negocio que permite, tanto a vendedores como a compradores relacionarse entre sí para efectuar una transacción comercial, a través de una plataforma digital.
- **MENA: (*Middle East and North Africa*)** Zona geográfica que se corresponde con el medio oriente y norte de África.
- **OKR: (*Objective Key Results*)** Objetivos y resultados claves utilizados por una compañía cumplir con la estrategia global.
- **Partner: (*Socio comercial*)** Restaurant o negocio que se asocia a la compañía y vende sus productos a través de la plataforma de Delivery Hero.
- **PBI: (*Producto Bruto Interno*)** representa el valor de mercado de la producción final de bienes y servicios de un país, realizado por los residentes y no residentes en un periodo determinado, usualmente medido en años.



- **POS: (Point Of Sale)** Punto de venta. Este término corresponde al sistema de recepción de pedidos que utiliza el Partner para gestionar los pedidos que recibe a través de la plataforma.
- **Q-commerce: (Quick commerce)** Comercio rápido. Corresponde a la generación de comercio que prioriza la velocidad de entrega por sobre otras variables. Se entiende como Q-commerce a aquellas compras que una persona realiza y las recibe en su domicilio en menos de 30 minutos.
- **Ratio de liquidez: (Current ratio)** Indicador financiero que mide la capacidad de una compañía de hacer frente a sus obligaciones. Se calcula dividiendo los activos corrientes entre los pasivos corrientes.
- **Ratio de caja: (Cash ratio)** Indicador financiero que mide la capacidad de una compañía de hacer frente a sus obligaciones. Este ratio es más agresivo ya que no considera la totalidad de los activos corrientes, y únicamente considera aquellos activos más líquidos. Se calcula dividiendo la suma de caja y equivalentes de caja entre los pasivos corrientes.
- **Ratio test ácido: (Quick ratio)** Indicador financiero que mide la capacidad de una compañía de hacer frente a sus obligaciones. Se calcula dividiendo el resto de los activos corrientes menos los inventarios entre los pasivos corrientes.
- **Rider: (Repartidor)** Persona que trabaja para Delivery Hero, cuyo principal objetivo es recoger una orden en un punto específico y llevarlo al destino requerido por el cliente en el menor tiempo posible. Pueden utilizar distintos medios de transporte: a pie, bicicleta, moto o auto.
- **ROA: (Return On Assets)** Indicador financiero de la rentabilidad de una compañía en relación con su activo. Se calcula dividiendo el beneficio neto entre el activo total.
- **ROE: (Return On Equity)** Indicador financiero de la rentabilidad de una compañía en relación con su patrimonio neto. Es una medida de la rentabilidad de los accionistas de la compañía. Se calcula dividiendo el beneficio neto entre el patrimonio neto.
- **SLA: (Service Level)** Nivel de servicio. Se puede medir en días, horas, unidades, etc.
- **TCAC:** Tasa de crecimiento anual compuesto.
- **TAM: (Total Addressable Market)** Mercado total direccionable, el cual se compone de todos aquellos usuarios potenciales que puedan generar órdenes y así aumentar el GMV (*Gross merchandise value*)
- **Usuario:** Cliente que compra artículos a los socios comerciales a través de la plataforma.
- **Usuario activo:** Cliente que compra artículos a los socios comerciales a través de la plataforma dentro del período de tiempo en análisis.
- **WACC: (Weighted average cost of capital)** Costo promedio ponderado del capital. Es la tasa que se espera que una empresa pague en promedio a todos sus acreedores y accionistas para financiar sus activos.

## 1. RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo tiene como objetivo valorar Delivery Hero SE mediante la aplicación de dos metodologías: el método de flujo de fondos descontados y el método por comparables. La aplicación de dos metodologías diferentes tiene por objeto comparar ambos resultados y llegar así a una interpretación más consistente y sólida del valor de la compañía. La valuación se realizó en euros.

En lo que respecta al primer método utilizado, se estimaron los flujos de fondos futuros para los próximos 10 años, se calculó la tasa de descuento, se proyectó un valor terminal y finalmente se calculó el valor de la compañía. A dicho valor se le restó el valor de la deuda financiera y se le sumó la caja disponible al 31 de diciembre de 2020 para luego dividirlo por la cantidad de acciones y así obtener el precio por acción. Se proyectaron tres escenarios, un escenario base, el cual es el más probable; un escenario optimista y otro pesimista.

En cuanto al método de valuación por múltiplos, se identificaron empresas comparables de la industria, se analizaron distintos indicadores y ratios de las mismas, para luego ser utilizados para poder valorar Delivery Hero considerando valores de mercado. Finalmente se realizó un análisis de sensibilidad de los resultados obtenidos por cada múltiplo.

Para poder desarrollar el presente trabajo se analizó la compañía, sus modelos de negocio, su historia, su estructura, su evolución, sus estrategias de crecimiento e inversión, sus riesgos y oportunidades; la industria, los indicadores propios de la industria, el tamaño de mercado, tendencias de mercado, análisis de la competencia, proyecciones y expectativas. Se realizó también un minucioso análisis de los estados financieros y de los indicadores financieros más relevantes de rentabilidad, liquidez, endeudamiento y eficiencia, correspondiente a los últimos cuatro años de Delivery Hero.

Finalmente, los resultados obtenidos a través de estas metodologías se contrastaron con el precio de mercado de la acción al 30 de diciembre de 2020, el cual fue de EUR 127,0. La valuación a través del método de flujos de fondos descontados, en el escenario base, resultó en un precio por acción de EUR 119,7; un 6% por debajo del precio de mercado. Para el escenario optimista, el precio de la acción ascendió a EUR 165,2 y para el escenario pesimista EUR 97,4. En la valuación a través del método por comparables EV/Ventas, el precio de la acción ascendió a EUR 91,4.

## 2. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

### 2.1. BREVE INTRODUCCIÓN A LA COMPAÑÍA

Delivery Hero es una empresa pública fundada en 2011 con sede en Alemania, que se dedica a la industria del delivery. Es una red de marcas que opera en más de 50 países de Europa, Oriente Medio, África del Norte, Asia y América. Actualmente, tiene más de 35.000 empleados en todo el mundo. La Compañía opera como Delivery Hero SE con domicilio social en Berlín, Alemania. En el 2017 realizó la oferta pública de acciones en Alemania.

Delivery Hero es una de las empresas líderes mundiales de pedidos y entrega en línea. Procesa millones de pedidos por día, en asociación con cientos de miles de Partners (Restaurantes y socios comerciales) gracias a su flota de delivery propia.

La misión de Delivery Hero es *“Facilitar la vida de nuestros clientes, entregando de forma rápida, sencilla y a su domicilio.”* La empresa está revolucionando el concepto del delivery y es una de las pioneras en el comercio rápido (q-commerce). La próxima generación de comercio electrónico, Q-commerce, ofrece productos a los clientes al instante y en pequeñas cantidades, cuando y donde los necesiten.

Su portafolio de marcas comprende Foodpanda, PedidosYa, Clickdelivery, Talabat, Yemeksepeti, Yogiyo, Donesi, Hungerstation, Carriage, Otlob, Mjam y otras. Los servicios de la Compañía están disponibles a través de la versión web y la aplicación móvil.

Delivery Hero es una empresa comprometida con la sostenibilidad, tanto en lo que respecta al crecimiento del negocio como a su huella medioambiental. Retribuye a las comunidades locales y fomenta una cultura de trabajo basada en la diversidad y la inclusión.

Los valores de la compañía son:

- *“We always aim higher”* (Apuntamos siempre alto)
- *“We deliver solutions”* (Entregamos soluciones)
- *“We are heroes because we care”* (Somos héroes porque nos ocupamos)

**Tabla 1. Países en los cuales opera Delivery Hero**

<i>Arabia Saudita</i>	<i>Emiratos Arabes</i>	<i>Omán</i>
<i>Argentina</i>	<i>Filipinas</i>	<i>Pakistan</i>
<i>Austria</i>	<i>Finlandia</i>	<i>Panamá</i>
<i>Bahrain</i>	<i>Guatemala</i>	<i>Paraguay</i>
<i>Bangladesh</i>	<i>Grecia</i>	<i>Peru</i>
<i>Bolivia</i>	<i>Honduras</i>	<i>Qatar</i>
<i>Bosnia y Herzegovina</i>	<i>Hong Kong</i>	<i>República Checa</i>
<i>Bulgaria</i>	<i>Hungría</i>	<i>República Dominicana</i>
<i>Cambodia</i>	<i>Irak</i>	<i>Romania</i>
<i>Chile</i>	<i>Japón</i>	<i>Serbia</i>
<i>Colombia</i>	<i>Jordania</i>	<i>Singapore</i>
<i>Corea del sur</i>	<i>Kuwait</i>	<i>Suecia</i>
<i>Costa Rica</i>	<i>Laos</i>	<i>Taiwan</i>
<i>Croacia</i>	<i>Líbano</i>	<i>Tailandia</i>
<i>Cypre</i>	<i>Malasia</i>	<i>Turquía</i>
<i>Ecuador</i>	<i>Montenegro</i>	<i>Uruguay</i>
<i>Egipto</i>	<i>Myanmar</i>	<i>Vietnam</i>
<i>El Salvador</i>	<i>Noruega</i>	<i>Venezuela</i>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de la página oficial de Delivery Hero

**Gráfico 1. Países en los cuales opera Delivery Hero**



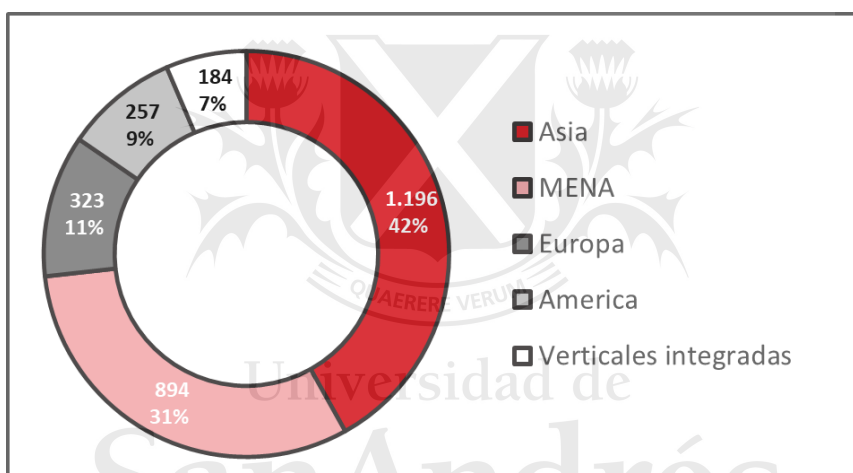
Fuente: Página oficial de Delivery Hero

Tabla 2. Marcas bajo las cuales opera Delivery Hero en el mundo

Marcas bajo las cuales opera Delivery Hero en el mundo		
<i>Appetito24</i>	<i>Foody</i>	<i>Net Pincer</i>
<i>Baedaltong</i>	<i>Foodora</i>	<i>Pauza</i>
<i>Carriage</i>	<i>Foodpanda</i>	<i>PedidosYa</i>
<i>Dame jidlo</i>	<i>Foody</i>	<i>Talabat</i>
<i>Domicilios.com</i>	<i>Hunger station</i>	<i>Yemeksepeti</i>
<i>Donesi</i>	<i>InstaShop</i>	<i>Yogiyo</i>
<i>Efood</i>	<i>Mjam</i>	

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de la página oficial de Delivery Hero

Gráfico 2. Ingresos de Delivery Hero por segmento en 2020 [Millones de euros]



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes financieros 2020

## 2.2. MODELOS DE NEGOCIO

Las operaciones son llevadas a cabo a través de plataformas de Internet bajo varias marcas, donde los usuarios de la plataforma de pedidos en línea son referidos a restaurantes como también a otros proveedores y proporciona servicios de delivery en línea.

Las plataformas de Internet Delivery Hero están alineadas con la demanda de los clientes locales, que pueden elegir entre una amplia variedad de opciones de menú de los restaurantes de su proximidad. Los pedidos se pueden realizar mediante la aplicación o el sitio web y son posteriormente pagados en efectivo o por medio de tarjetas de crédito y débito a través de métodos de pago en línea.

Las órdenes son llevadas al cliente a través de la flota de delivery de Delivery Hero o bien a través del servicio de delivery del propio restaurante o comercio.

Delivery Hero ofrece a sus restaurantes asociados (“Partners”) un sistema para que vean y acepten inmediatamente los pedidos realizados en la plataforma. Además, Delivery Hero ofrece productos y servicios para restaurantes, como envases para alimentos y publicidad. Además de las plataformas de pedidos de alimentos en línea, la compañía ofrece también servicios de delivery a restaurantes que no estén asociados como tales. La propia flota de reparto se coordina mediante un software de delivery desarrollado por la propia compañía.

Durante 2020 Delivery Hero amplió sus operaciones a nivel mundial a través de los “**quick-commerce**” (“Q-commerce”). El Grupo ofrece dos servicios separados:

- **Modelo del agente:** se asocia con proveedores locales de quienes entrega pequeñas cantidades de alimentos, productos electrónicos, flores, productos farmacéuticos u otros artículos para el hogar.
- **Modelo del principal:** opera pequeños almacenes, los llamados “Dmarts”, que están estratégicamente ubicados en áreas densamente pobladas para entregar pequeñas cantidades de alimentos y otros productos de conveniencia en una hora, a veces como en tan solo 10 a 15 minutos.

Los pedidos para ambos se procesan en las plataformas de entrega de Delivery Hero.

El grupo también puso en marcha el modelo de negocio de “**Kitchens**”, donde ofrece a proveedores externos cocinas, conocimiento sobre la industrialización de cocinas y conceptos de restaurantes virtuales. Aun en menor medida y solo como proyecto piloto Delivery Hero opera las cocinas por sí mismo.

Una gran parte de los ingresos de Delivery Hero provienen de los servicios de marketplace, en el cual la ganancia proviene de comisiones cobradas sobre las órdenes concretadas a través de la plataforma.

Dichas comisiones se encuentran explícitas en un contrato y se basan en un porcentaje del valor del pedido. El porcentaje varía según el país, tipo de restaurante y servicios prestados y sistema de recepción de órdenes utilizado.

Además de las comisiones, Delivery Hero genera ingresos por tarifas de delivery e ingresos no basados en comisiones, como por ejemplo el posicionamiento vip, el cual consiste en una comisión por figurar como destacado en los primeros 10 restaurantes en la plataforma dentro de un período de tiempo determinado dentro de su área de entrega, o para figurar dentro de los primeros al realizar la búsqueda de un producto el cual ofrece puntualmente este restaurante. Consisten principalmente en comisiones de publicidad, dentro de las cuales podemos encontrar gold vip, posicionamiento vip y producto destacado. Dependiendo de los países, Delivery Hero también cobra un costo único de ingreso a la plataforma y costo de mantenimiento mensual.

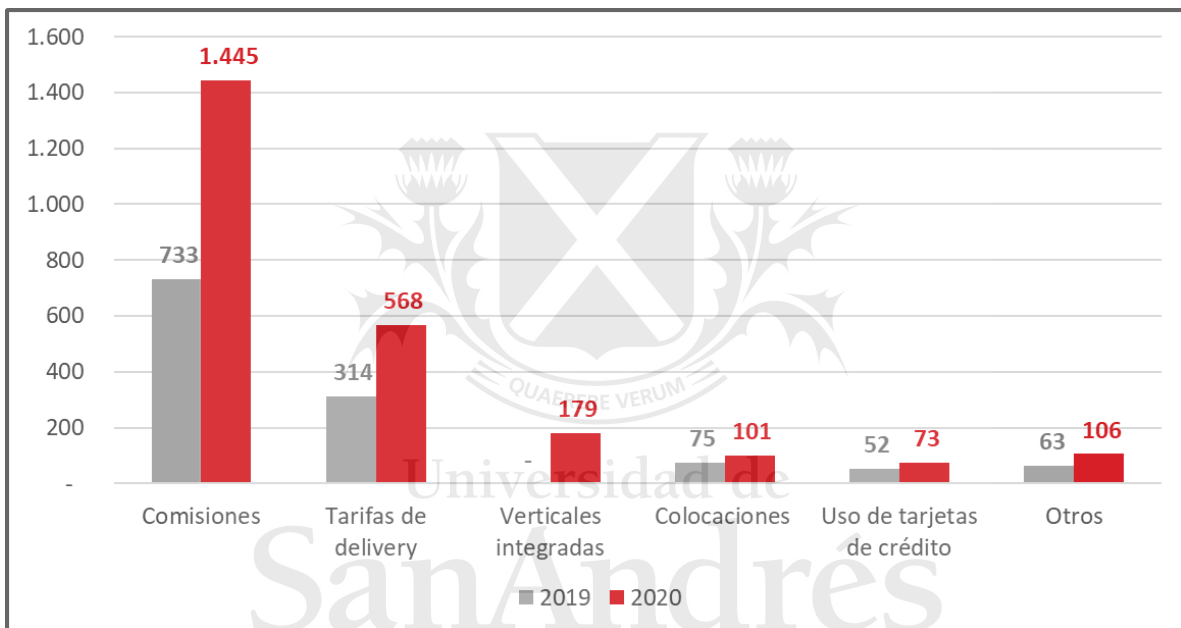
Delivery Hero proporciona una gama de servicios de IT, marketing y otros, en particular servicios de consultoría comercial, así como desarrollo de productos y tecnología. Además,

asume funciones de Control y Contabilidad del Grupo, Relaciones Públicas, Relaciones con Inversores, Gestión de Riesgos y Gestión de Recursos Humanos.

El modelo de negocio de Delivery Hero se basa en la visión del equipo directivo de entregar siempre una experiencia increíble, rápida y fácil a la puerta de sus clientes.

Esto comienza con un proceso de pedido fácil y sin problemas, múltiples opciones de pago, información en vivo sobre el estado del pedido, seguimiento del pedido y el manejo adecuado de las quejas durante el proceso de pedido y entrega.

Gráfico 3. Ingresos de Delivery Hero por fuente [Millones de euros]



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes financieros de Delivery Hero 2020 y 2019

### 2.2.1. Conceptos básicos

La industria del delivery se está moviendo rápidamente y las terminologías no siempre son de conocimiento común. Pongamos las bases en su lugar antes de profundizar en el universo de la logística.

#### Market Place

Modelo de negocio como una plataforma que conecta a los consumidores con socios (como restaurantes, tiendas de comestibles, florerías, farmacias, etc.). Delivery Hero actúa como facilitador: ayuda a los clientes a obtener los alimentos o productos que desean, mientras que los socios comerciales se encargan de todos los procesos logísticos.

### Delivery propio

Flotas propias de delivery, para gestionar la logística internamente y dejar que los socios se concentren en lo que mejor saben hacer (preparar alimentos y proporcionar productos). En la actualidad, Delivery Hero entrega alrededor del 66% de todos los pedidos. Delivery Hero ha desarrollado sofisticadas soluciones tecnológicas para organizar las flotas de manera eficiente, calcular tiempos de entrega, optimizar rutas y comunicarse fácilmente con sus clientes.

### Quick Commerce

Delivery Hero comenzó como un experto en la entrega de comidas. En la actualidad, entrega mucho más: desde comestibles hasta productos electrónicos, desde flores hasta productos farmacéuticos, está comprometida a facilitar la vida de las personas y conseguirles los artículos que necesitan a una velocidad récord. El comercio rápido significa que los clientes pueden esperar sus entregas en menos de 60 minutos. En algunos casos, se realizan entregas en tan solo 15 minutos. La empresa ya ofrece "Quick Commerce" en 38 mercados y utiliza las flotas de delivery propias para hacer la entrega.

### Dmarts

Almacenes propios (llamados Dmarts) operados por Delivery Hero ubicados en áreas densamente pobladas. Dmarts son pequeñas tiendas que están optimizadas para almacenar y recoger productos (principalmente comestibles) y, debido a su ubicación estratégica, permite ofrecer tiempos de entrega increíblemente bajos. No están abiertos al público, pero sirven como lugar de almacenamiento para los artículos de Quick Commerce. A finales de junio de 2019, Delivery Hero ya operaba alrededor de 150 Dmarts y a finales de 2020 unos 400. Esto representa una expansión de los mismos del 167%.

## 2.3. FLUJO OPERATIVO

El proceso de compra en la plataforma es sencillo:

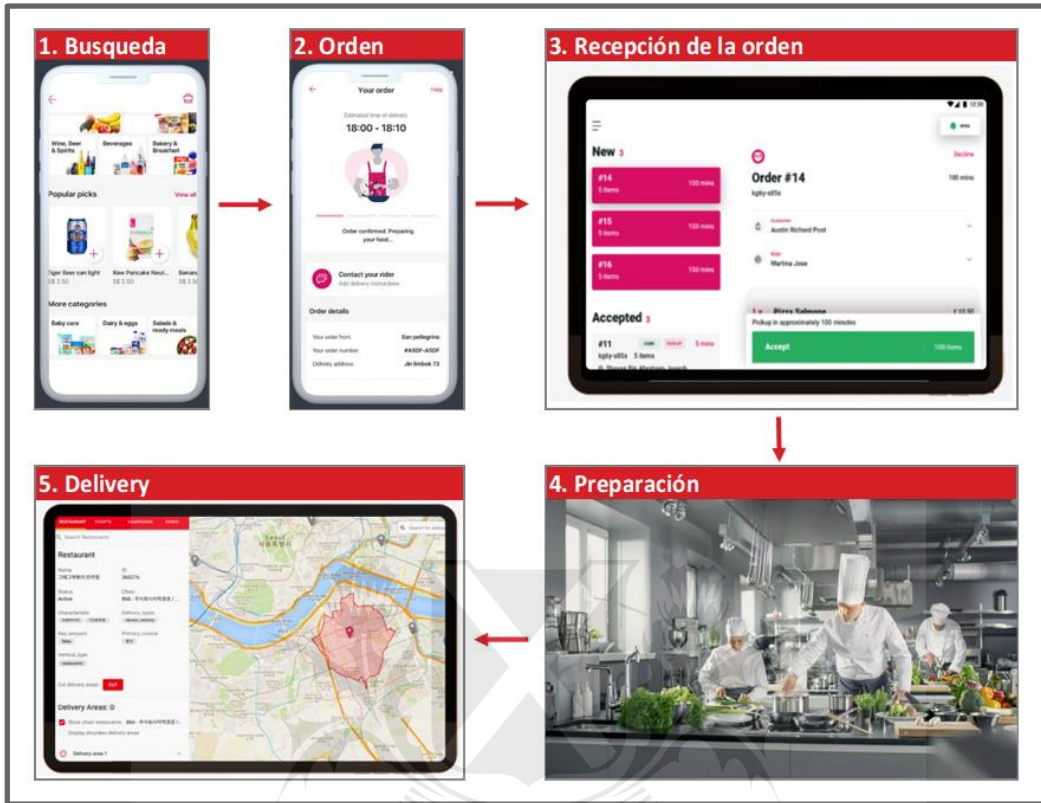
1. Buscas lo que querés.
2. Ordenas.
3. El Partner (Socio comercial) recibe la orden.
4. El Partner (Socio comercial) prepara la orden.
5. Delivery (A través de la logística de Delivery Hero o través de la logística propia del Partner).

El proceso de compra en un Dmart es muy simple:

1. Buscas lo que querés.
2. Ordenas.
3. El Dmart recibe la orden.
4. Un empleado realiza el pickeo en el Dmart.
5. Delivery (A través de la logística de Delivery Hero).



Ilustración 1. Flujo operativo en la plataforma (Restaurants)



Fuente: Elaboración propia con imágenes extraídas de la página oficial de Delivery

Ilustración 2. Flujo operativo en la plataforma (Dmart)



Fuente: Elaboración propia con imágenes extraídas de la página oficial de Delivery

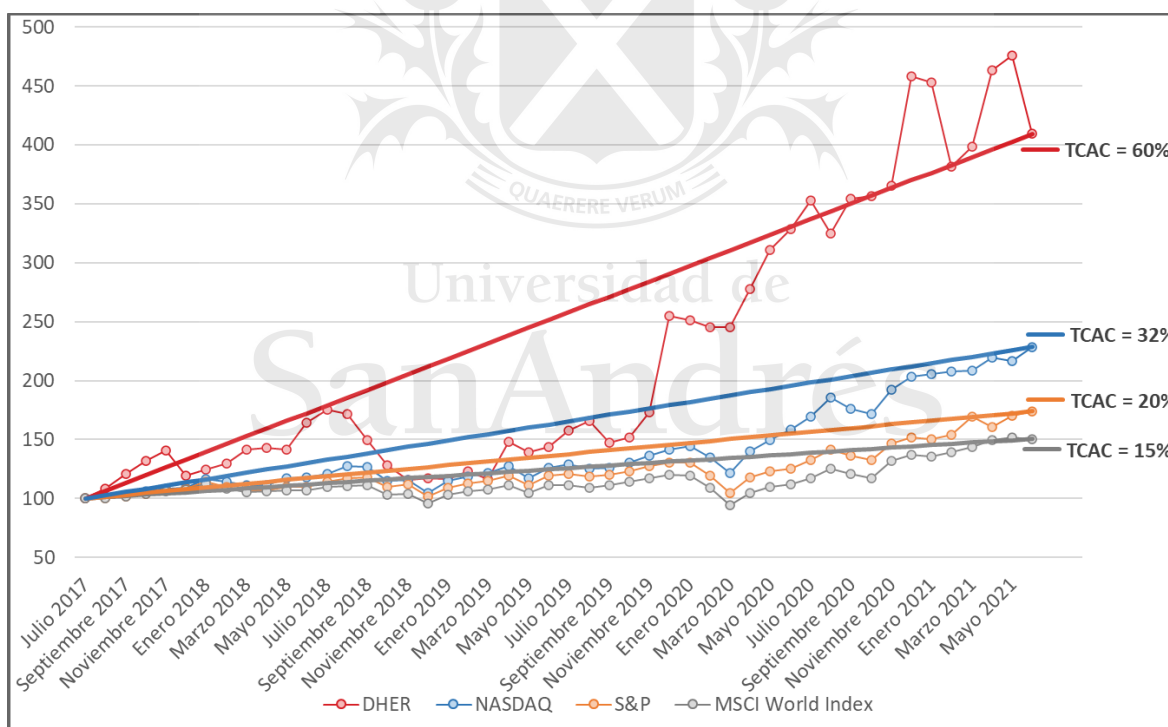
**2.4. ESTRUCTURA DEL GRUPO**

La empresa matriz Delivery Hero, con sede en Berlín, fue fundada en 2011 y desde entonces ha expandido su presencia en los mercados locales en todo el mundo con múltiples marcas. Delivery Hero comprende más de 200 empresas.

Los fundadores son:

- Claude Ritter,
- Dave Bailey,
- Kolja Hebenstreit,
- Lukasz Gadowski,
- Markus Fuhrmann,
- Nikita Fahrenholz,
- Niklas Ostberg,
- Tracy Richardson

**Gráfico 4. Comparación del precio de la acción de Delivery Hero vs índices [base 100]**

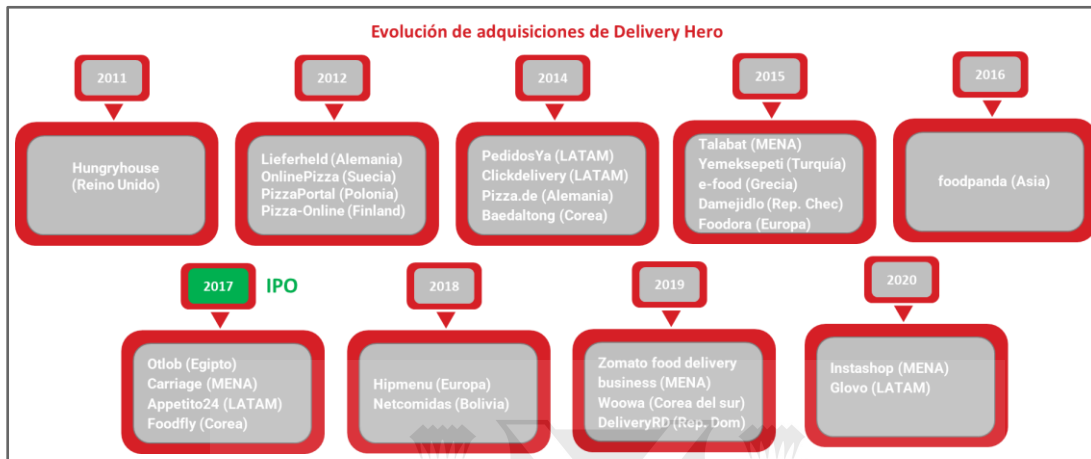


Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

Las acciones de Delivery Hero cerraron el 2020 en 127,00 €, un 80,0% arriba respecto al cierre del año anterior de 70,56 €. Si comparamos la performance de las acciones de Delivery Hero contra los índices “Nasdaq”, “S&P 500” y “MSCI World Index” vemos que la tasa de crecimiento anual compuesto de Delivery Hero del 60% es ampliamente superior a la de los índices de 32%, 20% y 15% respectivamente.

Con este rendimiento del 80%, los inversores mantienen su postura optimista respecto a la potencialidad de la industria del delivery online de última milla.

Ilustración 3. Evolución de adquisiciones de marcas de Delivery Hero



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de la página oficial de Delivery Hero.

## 2.5. SEGMENTOS DE NEGOCIO

A partir de 2020, se sumó el nuevo segmento "Verticales integradas" a los cuatro mercados geográficos MENA, Asia, Europa y América, en los que se informa el negocio de Delivery Hero. De esta manera el negocio de Delivery Hero se divide en los siguientes cinco segmentos:

- Asia
- MENA (Medio Oriente y África del Norte)
- Europa
- Américas
- Verticales integrados

Los servicios y las plataformas de delivery se adaptan a la demanda de cada mercado local y la respectiva situación competitiva.

### Asia:

Delivery Hero tiene una fuerte presencia en Corea del Sur, donde en 2020 el Grupo operó principalmente bajo la marca de Yogiyo. Otros países asiáticos en los que Delivery Hero está presente con su marca Foodpanda comprenden varios mercados como Bangladesh, Camboya, Hong Kong, Laos, Malasia, Myanmar, Pakistán, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia. Los negocios están operando a través de un modelo de delivery propio o a través de modelos mixtos, que proporcionan simultáneamente servicios de delivery propio y de marketplace. Además, el grupo inició operaciones en Japón en septiembre de 2020.

### MENA:

En el segmento de Medio Oriente y el norte de África (MENA, por sus siglas en inglés Middle East & North Africa) Delivery Hero opera tanto con delivery propio como con marketplace en los mercados de Bahrein, Egipto, Jordania, el Reino de Arabia Saudita (KSA), Kuwait, Omán, Qatar y Emiratos Árabes Unidos (EAU) con las marcas Talabat, Carriage y Hungerstation.

Además, Turquía, uno de los mercados más maduros para delivery de comida en línea, está incluido en este segmento, donde el grupo está representado por su marca Yemeksepeti. En agosto de 2020, Delivery Hero adquirió **InstaShop**, que opera una plataforma de marketplace para delivery de alimento. InstaShop está presente en EAU, Qatar, Bahrein, Egipto y Líbano.

### **Europa**

En el segmento de Europa, Delivery Hero ofrece tanto los servicios de delivery propios como market place. Está presente en Austria, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Chipre, República Checa República, Finlandia, Grecia, Hungría, Montenegro, Noruega, Rumanía, Serbia y Suecia con sus marcas locales: Mjam, DameJidlo, donesi, efood, foodora, foodpanda, foody, NetPincér y pauza.

### **América**

El segmento de América Delivery Hero opera en los mercados latinoamericanos a través de la marca PedidosYa. El Grupo está presente en Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, República Dominicana, Panamá, Paraguay y Uruguay. En octubre de 2020, el Grupo adquirió las operaciones de Glovo en América Latina, agregando Costa Rica, Ecuador, Guatemala, Honduras y Perú a su huella. Simultáneamente, inició operaciones en Venezuela.

### **Verticales integradas**

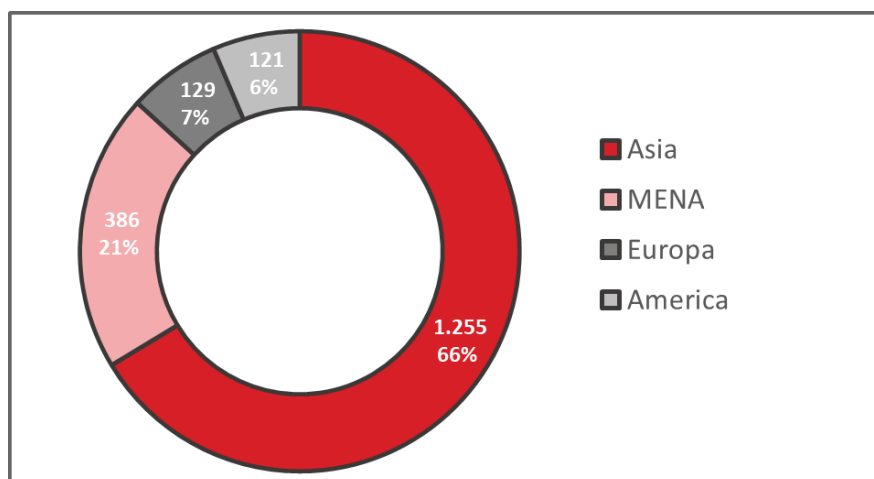
El segmento de Verticales Integradas se estableció a partir del 1 de enero de 2020, además de los cuatro segmentos de plataforma MENA, Asia, Europa y América. Este segmento comprende tanto Dmarts como el negocio de cocinas (Kitchens).

Las verticales integradas representan empresas donde Delivery Hero actúa como principal. En consecuencia, los ingresos se reconocen sobre la base del valor bruto de la mercancía (GMV) excluyendo IVA. Las actividades comerciales relacionadas con Dmart consisten en la operación de almacenes propios con una gama seleccionada de alimentos y otros productos de conveniencia que son entregados al cliente en muy poco tiempo. En mucha menor medida, las cocinas operadas por Delivery Hero también contribuyen a los ingresos en este segmento.

Delivery Hero opera Dmarts en 37 mercados en cuatro continentes bajo varias marcas locales. Las cocinas virtuales son operadas bajo la marca local en Corea y Singapur y bajo la marca Sweetheart Kitchen en Arabia Saudita y Kuwait.

En febrero de 2020, el Grupo adquirió Honest Food Company GmbH ("Honest Food") como inversión estratégica en conceptos de cocina virtual. Honest Food opera en Austria, República Checa, Finlandia y Hungría.

Gráfico 5. Cantidad de órdenes de Delivery Hero por segmento en 2020 [millones]



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del reporte financiero de 2020

## 2.6. GESTIÓN Y SUPERVISIÓN

El Consejo de Administración de Delivery Hero SE consta de dos miembros, el Consejo de Administración y el Consejo de Supervisión. Niklas Östberg (CEO) es responsable de las áreas de Estrategia, Gestión, Operaciones, Tecnología, Producto, Personal, Marketing y Relaciones Públicas.

Emmanuel Thomassin (CFO) es responsable de las áreas Finanzas, Adquisiciones, Legal, Relaciones con Inversores, Auditoría interna, Soluciones de pagos, así como Gestión del riesgo y Cumplimiento. Reporta directamente al Consejo de Supervisión. El Consejo de Supervisión asesora y supervisa al Consejo de Administración y participa en las transacciones de fundamental importancia para la Compañía.

## 2.7. INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO

La visión de Delivery Hero de ofrecer siempre una experiencia increíble es dependiente de la innovación constante y el desarrollo tecnológico en todas las áreas de la experiencia del cliente. En consecuencia, la innovación y la tecnología se centran en la mejora del valor para los usuarios de la plataforma mediante el refinamiento de los algoritmos de personalización, recomendaciones y búsqueda con el fin de ofrecer un servicio más personalizado, seguimiento de la orden y visibilidad, además de facilitar el descubrimiento de nuevos restaurantes y platos, la mejora de la interfaz de usuario, el rendimiento y estabilidad de las aplicaciones.

La innovación y desarrollo tienen como objetivo potenciar el valor agregado a los "Partners" (Restaurantes y socios comerciales) mejorando el pronóstico de la oferta y la demanda, la gestión de inventario, permitiendo una entrega más rápida y eficiente, y ofreciendo soluciones de marketing. Además, la compañía está invirtiendo cada vez más en el desarrollo de nuevas soluciones de pago, "machine learning", gestión inteligente de catálogos e infraestructura de datos. Adicionalmente se está haciendo un gran esfuerzo para lograr una

mayor automatización de las operaciones, por ejemplo, mejora de los procesos de atención al cliente, precios dinámicos, facturación e incorporación de repartidores.

Las actividades de investigación y desarrollo de Delivery Hero tienen como objetivo proporcionar una experiencia increíble hoy y en el futuro. Estos desafíos incluyen el procesamiento de millones de pedidos casi en tiempo real, la gestión de una gran cantidad de datos y hacer frente a los diferentes requisitos locales de cada mercado.

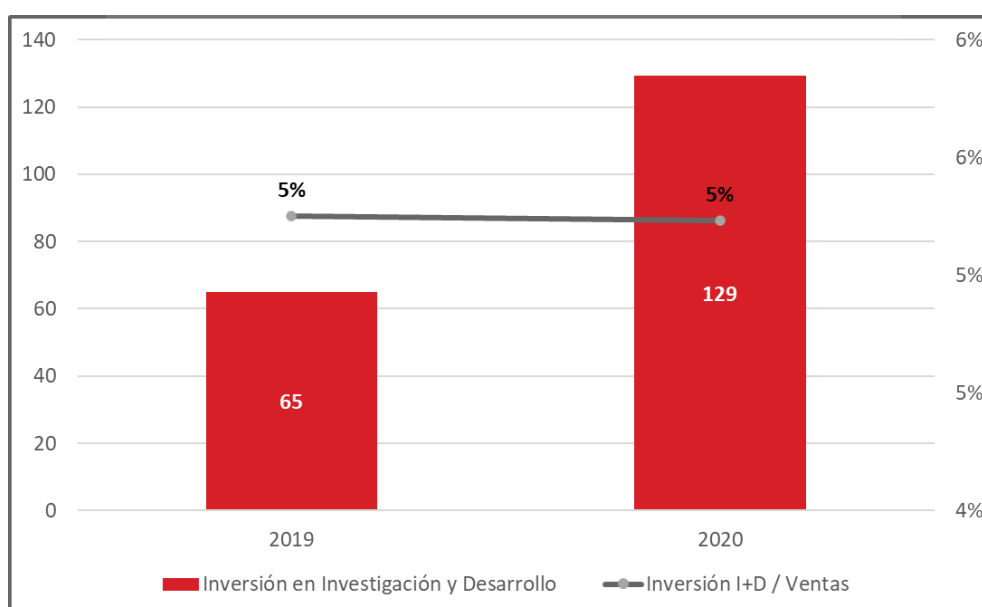
Durante 2020 Delivery Hero desarrolló e implementó con éxito servicios de pago, como soluciones de billetera virtual, precios dinámicos y soluciones tecnológicas patentadas para el negocio q-commerce, como un sistema de gestión de almacenes propio.

Las actividades de Investigación y desarrollo continúan centrándose en el desarrollo y la mejora de la tecnología y las plataformas locales para proporcionar soluciones altamente localizadas combinadas con innovaciones en:

- Análisis de datos
- Logística (incluida la gestión de flotas de repartidores)
- Marketing (incluyendo el CRM -*Customer relationship management*- y la automatización de campañas.)
- Transmisión de pedidos de restaurante, seguimiento de repartidores y punto de integración de venta (POS)
- Experiencia del consumidor.

Con el fin de brindar soluciones locales, la compañía mantiene un enfoque flexible, con equipos regionales ágiles y tecnológicos, en todos los segmentos, apalancándose en la estructura global. El equipo global opera desde la sede en Berlín.

Gráfico 6. Inversión de Delivery Hero en investigación y desarrollo [Millones de euros]



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes financieros 2019 y 2020

En 2020, los gastos de Investigación y Desarrollo del Grupo ascendieron a € 129,3 millones (año anterior: € 65,0 millones). Esto corresponde al 5,2% (año anterior: 5,1%) de los ingresos. Se capitalizaron € 34,4 millones (año anterior: € 13,0 millones), representa el 22,2% (año anterior: 19,9%) del desarrollo total costos del año. La amortización de los costos de desarrollos ascendió a € 8,2 millones (año anterior: € 4,1 millones).

Al cierre del 2020, 2.167 personas (año anterior: 1.289 personas) estaban empleadas en actividades de Investigación y Desarrollo. Esto representa el 6,1% (año anterior: 5,2%) del total de empleados.

## 2.8. PARTES INTERESADAS

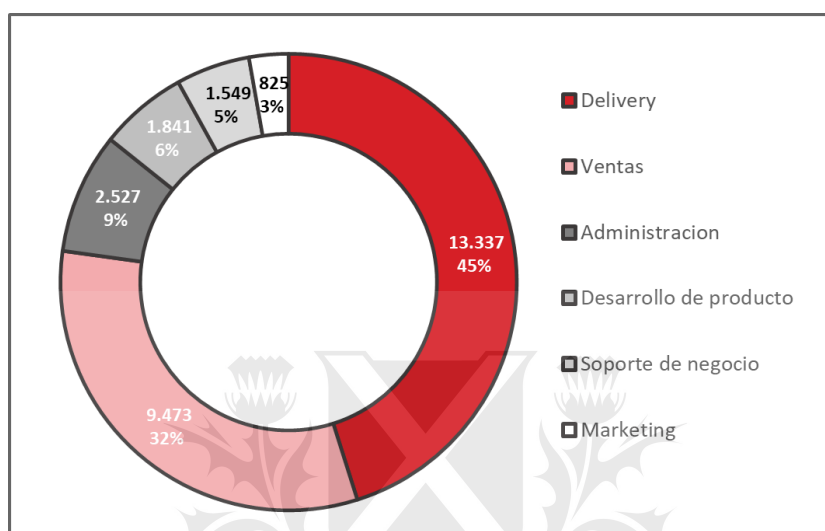
### Ilustración 4. Partes interesadas de Delivery Hero

<p><b>Riders</b></p> <p>Mantener la seguridad de los riders e involucrarlos para continuar brindando una increíble experiencia.</p> <p>Encuestas de satisfacción (Rider NPS), capacitación en seguridad e iniciativas, comunicación y programas de apoyo.</p>	<p><b>Comunidad &amp; ONG</b></p> <p>Contribuir con las comunidades donde operamos y trabajamos.</p> <p>Programa de voluntariado, charlas / eventos virtuales, alianzas</p>
<p><b>Inversores</b></p> <p>Aumentar el valor para los accionistas.</p> <p>Proporcionar información transparente y oportuna sobre Delivery Hero a través de estados financieros, compromiso bilateral con inversores y analistas, presentando la empresa sobre inversores conferencias y roadshows.</p>	<p><b>Reguladores</b></p> <p>Mantener un diálogo abierto con reguladores y cumplir con la legislación y regulación.</p> <p>Diálogo con reguladores en mercados locales.</p>
<p><b>Restaurants</b></p> <p>Fomentar el desarrollo social, ético y medioambiental estándares entre nuestros restaurantes socios.</p> <p>Encuestas de compromiso (restaurante NPS), gestión de cuentas operaciones.</p>	<p><b>Clientes</b></p> <p>Mejorar la vida cotidiana de nuestros clientes proporcionando servicios sorprendentes e innovadores.</p> <p>Encuestas de satisfacción, redes sociales, estudios de marca (grupos focales + encuestas)</p>
<p><b>Empleados</b></p> <p>Motivar, involucrar y desarrollar a nuestra gente para pueden alcanzar su máximo.</p> <p>Encuesta de participación, capacitación, gestión del desempeño proceso, reuniones generales / de actualización, consejo de supervisión representación.</p>	<p><b>Proveedores</b></p> <p>Implementar altos estándares sociales, éticos y ambientales en todas las relaciones con nuestros proveedores.</p> <p>Operaciones de gestión de cuentas, incorporación de proveedores</p>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

El número promedio de empleados involucrados en la operación continua aumentó de 22.515 en 2019 a 29.552 en 2020. Este cambio se produjo principalmente en las áreas de delivery, ventas, desarrollo de productos y administración del negocio. Al 31 de diciembre de 2020, Delivery Hero empleaba a 35.528 personal (año anterior: 24.617).

**Gráfico 7. Número de empleados por sector en Delivery Hero en 2020**



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

## 2.9. RESPONSABILIDAD SOCIAL EMPRESARIAL

El equipo de Responsabilidad Social Empresarial (RSE) y sostenibilidad de Delivery Hero se creó en 2019. Desde ese entonces, la compañía se asoció al Programa Mundial de Alimentos. Esta asociación integró una solución "tech-4-good" (tecnología para el bien) en las plataformas de la compañía en varios países, lo que permitió a los clientes donar comidas a los más necesitados. A través de esta asociación y otras iniciativas de donación de comidas, proporcionó más de 2,3 millones viandas de comida en 2020.

Delivery Hero está comprometido con la protección del medio ambiente y la lucha contra el cambio climático. El CEO se unió al programa de "Líderes para la Acción Climática" en 2019. El Consejo de Supervisión establecerá objetivos medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) para el Consejo de administración, lo que reforzará el compromiso de Delivery Hero con la sostenibilidad.

Delivery Hero aspira a que su negocio sea más respetuoso con el medio ambiente y está implementando proyectos globales para reducir los efectos negativos en el planeta. La industria del delivery impacta el medio ambiente principalmente a través de las emisiones de gases de efecto invernadero que emite la misma empresa, sus socios, el plástico en los envases de alimentos, los desechos de alimentos y los recursos utilizados en las oficinas. Para gestionar estos impactos, en el programa medioambiental de 2020 se decidió abordar los siguientes tópicos: i) gases de efecto invernadero, ii) uso eficiente de recursos y iii) packaging sostenible.



### **Gases de efecto invernadero**

Dentro de Delivery Hero, los gases de efecto invernadero son el resultado de sus actividades, sus funciones dentro de la cadena de suministro y las operaciones de sus socios comerciales. La compañía se propuso convertirse en carbono neutral para fines de 2021 en todas sus operaciones globales.

El enfoque para lograr la neutralidad de carbono consiste en medir la huella generada por sus emisiones y compensarla. Para lograr la neutralidad de carbono en un corto plazo, la compañía utiliza la compensación como enfoque inicial. Una vez detectado dónde ocurren las mayores emisiones en su negocio, el objetivo será identificar cómo pueden reducirlas o evitarlas.

Este compromiso aborda todas las emisiones directas e indirectas de Delivery Hero de acuerdo con el Protocolo de gases de efecto invernadero (GHG, por sus siglas en inglés, Greenhouse Gas). En 2020, la compañía anunció que su huella de carbono será neutral a nivel mundial para fines de 2021. Al mes de julio de 2021 las operaciones en Europa y Latinoamérica ya eran carbono neutrales.

La huella de carbono de Delivery Hero comprende dos conjuntos de emisiones: delivery y emisiones corporativas. Las emisiones del delivery son el resultado de los vehículos que se utilizan para entregar los alimentos y el embalaje que utilizan los restaurantes para las entregas.

Las emisiones producidas se están compensando a través de proyectos que generan energía renovable (solar, eólica, hidroeléctrica, biomasa) en Bulgaria, India y China. Además de reducir la dependencia de la energía basada en combustibles fósiles, estos proyectos promueven el bienestar ambiental y socioeconómico, así como la seguridad energética para las comunidades locales.

### **Uso eficiente de recursos**

Delivery Hero depende de recursos naturales finitos como el combustible y las materias primas. Su negocio también es un impulsor del consumo de recursos y es por eso que la compañía asume la responsabilidad de una mayor eficiencia en el uso de los recursos naturales. Para ello, está identificando formas para utilizar menos recursos, reducir su impacto en el medio ambiente y apuntar a aplicar y desarrollar soluciones inteligentes e innovadoras.

### **Packaging sostenible**

El empaque es un subproducto necesario del negocio de Delivery Hero y, por lo tanto, tiene un impacto en el medio ambiente a través de sus operaciones comerciales. Delivery quiere encontrar soluciones que puedan reducir este impacto.

La compañía brinda a sus socios comerciales acceso a formas de empaque alternativas y más sostenibles. La principal forma en que lo hace es mediante el desarrollo de un Programa de

packaging Sostenibles (PPS) escalable a nivel mundial para suministrar envases biodegradables a restaurantes.

Delivery Hero desarrolló el “Estándar de Packaging Sostenible”, que sirve como una guía interna y una definición de lo que constituye un empaque sostenible para sus negocios. Exigen a sus proveedores de empaques que cumplan con este estándar. Al exigir esto, busca asegurarse de que la cadena de suministro esté operando con un alto nivel de calidad y cumplimiento.

## 2.10. ESTRATEGIAS PUBLICITARIAS INNOVADORAS

Delivery Hero está buscando empujar las fronteras del delivery. Las marcas Delivery Hero en todo el mundo han estado abriendo nuevos caminos y probando métodos de entrega de próxima generación para seguir expandiendo su servicio más allá de lo que ya se conoce.

Delivery Hero cuenta con un equipo central de relaciones públicas y marketing con influencers, a partir del cual reúne algunos de los métodos de entrega más innovadores implementados por sus marcas en todo el mundo. A continuación, mencionamos algunas de las extrañas formas en la cual Delivery Hero está haciendo todo lo posible para asegurarse de que la comida llegue a sus clientes.

### **Delivery con drones**

A través de esta metodología de delivery hubo un aumento en los pedidos de los clientes que querían ser uno de los primeros en conocer el delivery a través de drones.

Foodpanda (Bulgaria) y Otlob (Egipto) llevaron la entrega de alimentos al siguiente nivel al utilizar drones para entregar pedidos a los clientes. Utilizando la última tecnología, los pedidos se recogen en bolsas desarrolladas para transportar comida y vuelan por toda la ciudad, con equipos coordinando los vuelos de los drones, para aterrizar directamente en donde el cliente esté. La campaña se inspiró en la búsqueda continua de desarrollar las formas de entrega más nuevas e innovadoras que permitan brindar la mejor experiencia de delivery de alimentos a los clientes. La misma resultó en un aumento de pedidos por parte de los clientes que querían ser uno de los primeros en conocer los drones de foodpanda y Otlob.

### **Ilustración 5. Delivery con drones (Foodpanda)**



Fuente: Página oficial de Delivery Hero

### **Delivery en la playa**

Foodpanda se propuso sorprender a los veraneantes de las dos ciudades costeras más grandes de Bulgaria, Varna y Burgas. Con sus propios repartidores, foodpanda Bulgaria entregó los platos locales favoritos a sus clientes, que se encontraban en la playa.

Talabat, a su vez, se asoció con Smart Palm Dubai, una estación de recarga de dispositivos ecológicos y autosustentable para crear una nueva ubicación para que los bañistas pidan comida. Como tal, los clientes pueden disfrutar de una comida fresca mientras disfrutan de la playa de Dubai, sin tener que salir de la playa.

Si bien muchas de las campañas actuales se centran en crear conciencia y conectar con los clientes, allanan el camino para la innovación y nuevas vías de entrega. A medida que cambia el panorama del delivery y evolucionan las expectativas de los clientes, el mundo de la entrega de alimentos seguirá expandiéndose.

**Ilustración 6. Delivery en la playa (Talabat)**



Fuente: Página oficial de Delivery Hero

### **Delivery en recitales**

Durante uno de los festivales de música más populares de Bogotá, Estereopicnic, Domicilios Colombia quería asegurarse de que todos sus clientes pudieran seguir bailando sin quedarse sin comida.

Las hamburguesas se lanzaron en paracaídas a los asistentes al festival durante los conciertos de música en vivo. Además de eso, cada hamburguesa venía con un vale de comida. En total, Domicilios distribuyó 1200 hamburguesas en paracaídas, 3400 choripanes y 1700 empanadas.

### **Delivery en helicóptero**

Hip Menú voló con un pedido para más de 100 personas desde Bucarest a Brasov al asociarse con Condimental de Calif. HipMenu rompió las barreras de las rutas de entrega habituales al hacer volar sus pedidos a más de 150 kilómetros en un helicóptero para proporcionar a los invitados de la fiesta comida de la mejor calidad.

Como una forma de probar una nueva función de "pedido grupal", a las 10 am el equipo de HipMenu aceptó un pedido grupal con más de 100 opciones individuales. Al mediodía, el helicóptero despegó con el pedido de Bucarest y a la una de la tarde todo el mundo estaba disfrutando de su comida.

## **3. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA**

### **3.1. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA**

El 2020 fue un año sin precedentes en muchos sentidos. La pandemia tuvo efectos dramáticos en la vida de las personas y sociedades. Una de las consecuencias que provocó la situación resultante fue un uso acelerado del delivery en muchas áreas. El impacto de la pandemia en la industria fue diverso. Por un lado, el crecimiento propio de la industria resultó enfatizado, pero por otro lado también experimentó estrictos confinamientos en algunos países de Asia del Este y el Norte de África que tuvieron un efecto adverso en los números de órdenes. Del lado de los socios comerciales, la adquisición de nuevos socios, como restaurantes y tiendas fue el más alto en la historia.

El negocio del delivery está creciendo a tasas extraordinarias y es necesario reinventarse a las necesidades del usuario. Inicialmente la industria empezó como un marketplace que conectaba restaurantes con clientes, y evolucionó significativamente a lo largo de los años. Muchas compañías vieron la oportunidad de implementar un sistema de delivery propio, lo cual para los primeros innovadores resultó ser una ventaja comparativa ya que, a través del servicio de delivery propio, pudieron proporcionar más clientes a los restaurantes, que de otro modo no hubieran podido entregar sus platos por sus propios medios.

El servicio de delivery propio, no solo permite aumentar la calidad del servicio al ofrecer una selección más amplia de restaurantes de alta calidad a más clientes, sino que también expandir su mercado total direccionable (TAM). La investigación e inversión continua, en logística y tecnología, son variables determinísticas en esta industria, que permiten maximizar la eficiencia de las operaciones, la utilización de la red de usuarios y la calidad de los servicios.

El 2020 fue el año en el que las compañías aumentaron sus inversiones en el área del quick-commerce, particularmente a través de "Dark-stores". El concepto de servicio de delivery rápido de última milla para los artículos comestibles y alimentos, siguen siendo una iniciativa estratégica clave para el negocio que permite capitalizar las grandes inversiones en logística y tecnología para la entrega de última milla.

La pandemia ha tenido sin dudas un gran impacto tanto en la sociedad como en la economía mundial, como en la industria del delivery. A continuación, encontraremos un análisis segmentado por región.

### **Asia**

El impacto económico de la pandemia ha mostrado diferencias significativas entre países. Por un lado, el crecimiento en Asia ha experimentado una fuerte desaceleración llegando a 0,9% en 2020 (en comparación con el 5,8% en 2019). Países con bajas tasas de infección (como China y Vietnam) han sido económicamente más robustos, con un crecimiento del PBI entre el 2% y el 3%. Por otro lado, dos tercios de las economías regionales de Asia oriental y del sur de Asia, se han contraído aproximadamente siete puntos porcentuales debajo de su promedio a largo plazo. La heterogeneidad se puede asignar a extensos períodos de cuarentena, la gravedad relativa del brote del virus debido a la dependencia económica de turismo y viajes en estas regiones.

### **MENA**

El crecimiento de la región MENA se desaceleró severamente en 2020 debido a extensos períodos de cuarentena y una caída tanto en el precio como en la demanda de petróleo. Esto resultó en una contracción económica del 5,0% en 2020, provocando pérdidas en los ingresos per cápita. Los efectos de la pandemia de COVID-19 han sido más duros para los exportadores de petróleo, con una contracción del 5,7% en 2020 (-2,2% para los importadores de petróleo). Esta diferencia se debe en parte a la adhesión a un acuerdo hecho entre los miembros de la OPEP + para reducir la producción de petróleo, lo que provocó una restricción del crecimiento para exportadores de petróleo.

### **Europa**

La actividad económica en esta región se ha contraído un 4,4% en 2020 debido a las diversas consecuencias de la pandemia de COVID-19. En la primera mitad de 2020, el producto se redujo drásticamente en función de la disminución de la demanda interna y la disminución de las exportaciones regionales, debido al debilitamiento del comercio mundial. Tras la flexibilización de las restricciones tras la primera ola de COVID-19 en Europa, la producción industrial y las ventas minoristas se recuperaron rápidamente. Sin embargo, la recuperación fue solo temporal, disminuyendo en la segunda mitad de 2020 debido al resurgimiento de las infecciones.

### **América**

Los efectos severos de la pandemia COVID-19 han sido perjudiciales para la región de América Latina y el Caribe, lo que llevó a una contracción del PBI del 6,9% en 2020. Las medidas para contener la pandemia, el mayor grado de aversión al riesgo de las familias, inversores y empresas, así como los efectos secundarios de la caída del PBI mundial, llevaron a esta contracción. A pesar de las estrictas medidas aplicadas por los países de América Latina, el impacto de COVID-19 en esta región ha estado entre las peores a nivel mundial. La región registró una mejora de la actividad económica en el tercer trimestre de 2020, ya que las restricciones de COVID-19 se suavizaron parcialmente, los gobiernos continuaron con sus políticas fiscales de apoyo y la demanda externa mejoró.

Desde el tercer trimestre de 2018, el ingreso y el crecimiento del segmento América han sido impactados por la operatoria en Argentina, país calificado como una economía hiperinflacionaria según la IAS 29<sup>1</sup>. Esta calificación se mantuvo vigente en el 2020. En el ejercicio financiero de 2020 las operaciones de Delivery Hero en los segmentos MENA y Américas se vieron afectados negativamente por la volatilidad y la devaluación de algunas monedas como la lira turca y el peso argentino, respectivamente. Algunos de los tipos de cambio contra los que el euro se apreció en 2020 incluyen las siguientes monedas:

- Peso argentino (ARS) + 53,1%
- Lira turca (TRY) + 36,1%
- Dinar kuwaití (KWD) + 9,3%
- Riyal de Arabia Saudita (SAR) + 9,0%
- Dólar estadounidense (USD) + 9,0%
- Won surcoreano (KRW) + 2,4%

### 3.2. INDICADORES

Los indicadores clave de desempeño financiero monitoreados son:

- Los **ingresos o ventas totales**. Los ingresos totales se definen como los ingresos antes de los descuentos por cupones. Recordemos que los cupones son aquellos descuentos que se ofrecen a los usuarios de las plataformas y son financiados por las compañías. Se utilizan para aumentar la cantidad de órdenes, adquirir nuevos usuarios y realizar estrategias de marketing.
- Las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA por sus siglas en inglés). Si bien los ingresos totales son indicadores de la capacidad de las compañías para crecer y brindar un servicio atractivo a sus clientes, el **EBITDA ajustado** sirve como un indicador de la trayectoria de la compañía hacia la rentabilidad.

También se utilizan indicadores de desempeño no financieros:

- El **número de órdenes** es un indicador clave de rendimiento que impulsa los ingresos y el crecimiento. El número de órdenes representa la cantidad de pedidos realizados por consumidores finales en el período indicado.
- **Valor bruto de mercancía** (GMV: *Gross Merchandise Value*) está influenciado por el número de pedidos y tiene un impacto directo en los ingresos. Es uno de los elementos clave controlados por la dirección del Grupo. El valor bruto de mercancía (GMV) es el valor total pagado por los clientes sin incluir el impuesto al valor agregado, gastos de envío, gastos de servicio y otras subvenciones.

---

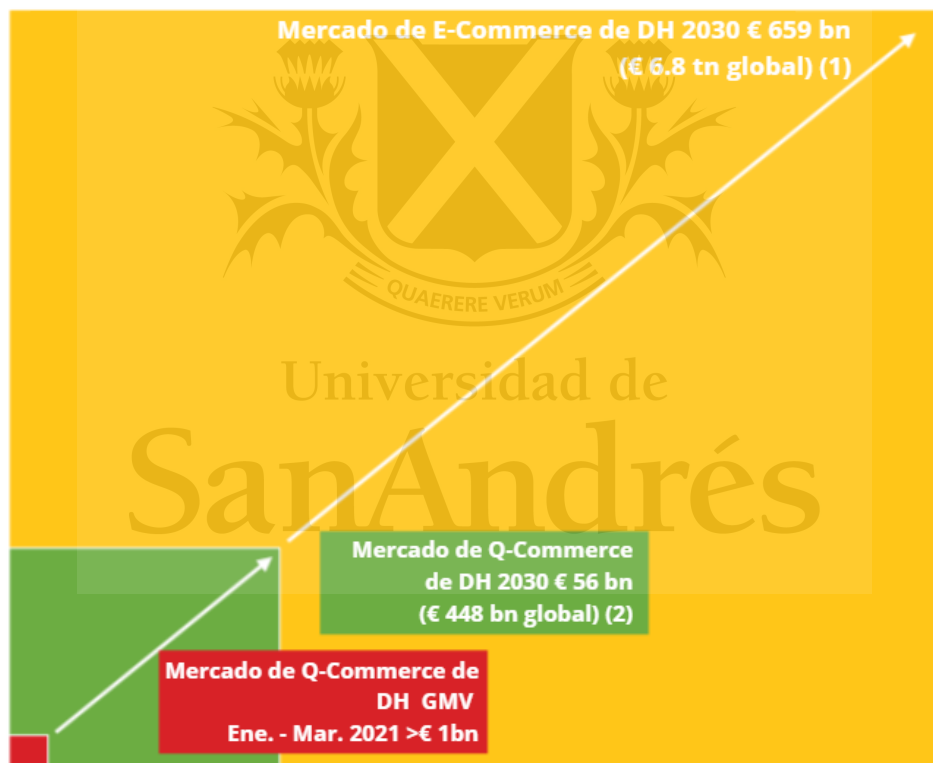
<sup>1</sup> IAS: (International Accounting Standards) grupo de estándares que indican cómo se deben reflejar en los estados financieros determinadas transacciones y acontecimientos. IAS 29: Reporte financiero sobre economías hiperinflacionarias.

### 3.3. TAMAÑO DE MERCADO

#### 3.3.1. Quick Commerce

En lo que respecta a las proyecciones del tamaño de mercado tomamos las proyecciones que realizó Delivery Hero. Vemos que para 2030 la estimación del tamaño del e-commerce asciende a los 6,8 trillones de euros, de los cuales Delivery Hero proyecta un share del 9,7%, lo que equivale a 659 mil millones de euros. En lo que respecta a las estimaciones del quick-commerce las proyecciones del tamaño de mercado ascienden los 448 mil millones de euros globales, de los cuales 56 mil millones corresponden al mercado de quick-commerce, es decir un 12,5%. Si comparamos el valor de la mercadería bruta (GMV) del primer trimestre de 2021 (mil millones de euros) con las proyecciones hacia 2030 (56 mil millones de euros), esto representa un crecimiento relativo de 5.500%

Ilustración 7. Tamaño de mercado (Quick commerce)



Fuente: Estimación realizada por Delivery Hero en conjunto con Euromonitor

(1) Estimación de Delivery Hero.

(2) Estimación de Delivery Hero.

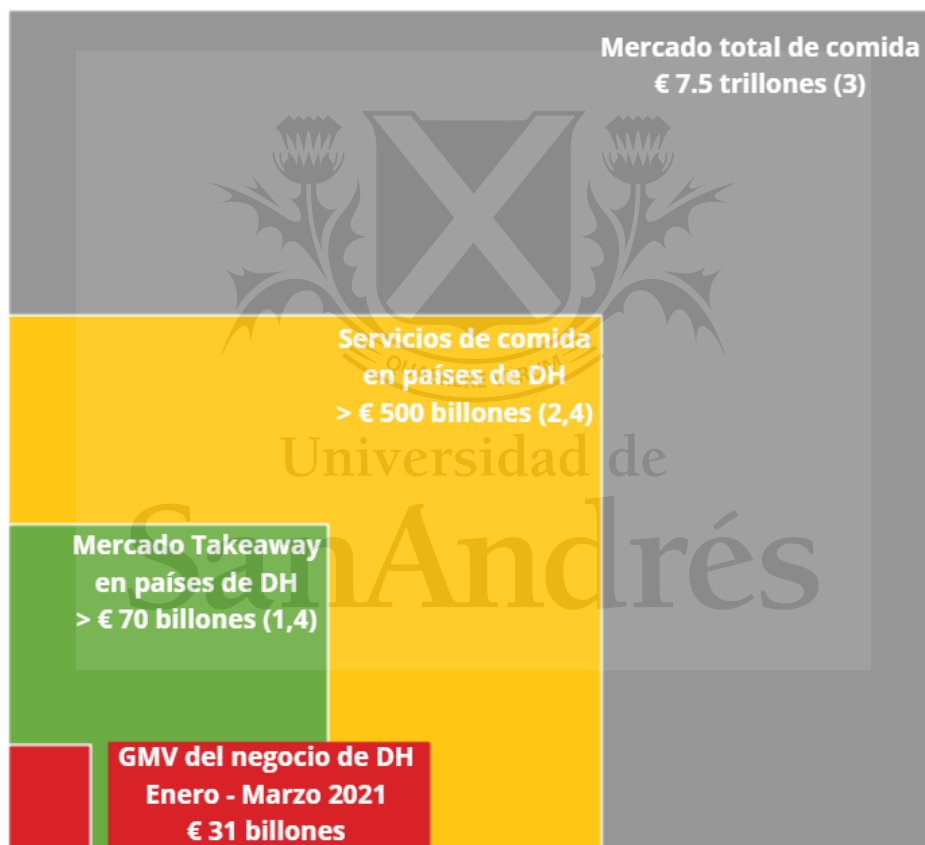
#### 3.3.2. Comida

El dimensionamiento del mercado total de comida en 2030 realizado por Delivery Hero en conjunto con Euromonitor proyecta 7,5 trillones de euros. Ahora bien, si analizamos el tamaño de mercado anual de comida únicamente en los países en los cuales está presente

Delivery Hero, observamos que dicho valor se aproxima a los 500 mil millones de euros. Esto representa un 6% del mercado total de comida en el mundo.

Dentro de los servicios de comida en los países en los cuales opera Delivery Hero, vemos que el mercado de "Takeaway" es decir, aquellos consumidores que retiran su comida de los locales, representan el 14%. Ahora bien, si comparamos el tamaño de mercado de los servicios de comida en los países en los cuales opera la compañía con el valor de la mercadería vendida de Delivery Hero en el primer trimestre del año 2021, vemos que representa apenas un 6,2%. Esto resalta la posibilidad de penetración y crecimiento disponible en dicho segmento de mercado.

Ilustración 8. Tamaño de mercado (Comida)



Fuente: Estimación realizado por Delivery Hero en conjunto con Euromonitor

(1) Estimaciones basadas en el modelo de predicción de mercado de Delivery Hero; datos a 2016.

(2) Euromonitor International; Consumer Foodservice edición 2017; Datos del servicio de alimentos a precios de valor del servicio de alimentos. Tipo de cambio fijo de 2016; datos a 2016.

(3) Euromonitor International; Economías y consumidores; El mercado mundial de alimentos representa el gasto de los consumidores en alimentos, valor a tipos de cambio fijos de 2016.



### 3.4. GENERACIONES DE COMERCIO

Complementando con las estimaciones del tamaño de mercado para los segmentos de e-commerce y comida, resulta interesante comprender la historia y analizar cómo ha ido evolucionando los hábitos de comercio a lo largo de lo que podemos definir como tres generaciones de comercio.

Inicialmente partimos de una generación en la cual cada consumidor debía ir a través de sus propios medios a un supermercado, en el cual había una gran variedad de productos disponibles, innumerable cantidad de empleados para elegir los productos que más le gusten. En esta generación los descuentos aportan mucho valor para el consumidor.

La segunda generación del comercio, la cual podemos definir como e-commerce, el consumidor comienza a hacer las compras desde su casa, para luego recibirlas en el transcurso de dos a tres días a través del servicio de delivery, principalmente realizado con camiones. En este caso, la variedad de productos comienza a disminuir respecto a la primera generación, y los almacenes comienzan a aumentar sus existencias.

Ilustración 9. Generaciones de comercio



Fuente: Presentación de resultados 2020, Delivery Hero

En lo que respecta a la actual y, lo que conocemos como tercera generación de comercio, encontramos a un consumidor que realiza la compra desde su casa, que espera recibir su compra en menos de una hora y que prefiere seleccionar entre menor cantidad de productos que los que estaban disponibles en las antiguas generaciones. Vemos que los descuentos

pierden preponderancia y el tiempo comienza a ser la variable que toma mayor relevancia. Para poder lograr esto, es necesario un servicio de delivery de dos ruedas, que pueda desplazarse rápidamente en las ciudades evitando embotellamientos y tráfico. A su vez, los almacenes reducen drásticamente su dotación de personal, debido a que los mismos se diseñan de manera tal que los pedidos puedan ser preparados rápidamente con la menor intervención posible.

### 3.5. TENDENCIAS DE MERCADO

#### Tendencias que impulsan al crecimiento

Podríamos afirmar que los drivers del crecimiento de la industria del delivery se pueden agrupar dentro de tres categorías. En primer lugar, la movilidad y demanda online, la cual permite a los usuarios acceder a los comercios desde cualquier lugar a través de un dispositivo con internet. En segundo lugar, la logística de última milla toma relevancia absoluta, ya que permite entregar los productos en menos de 30 minutos a los clientes. Por último, la comodidad de los consumidores y el cambio de estilo de vida de los mismos, en el cual el tiempo toma relevancia. Las empresas de esta industria deberán considerar estos tres factores a la hora de desarrollar sus estrategias de crecimiento.

Ilustración 10. Tendencias y drivers del crecimiento



Fuente: Presentación de resultados 2020, Delivery Hero

## 4. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA

### 4.1. PRINCIPALES EMPRESAS

#### 4.1.1. Doordash

DoorDash, Inc. opera una plataforma de logística que conecta a comerciantes, consumidores y repartidores en los **Estados Unidos** e internacionalmente.



El marketplace de DoorDash, brinda una variedad de servicios que permiten a los comerciantes resolver desafíos críticos, como la adquisición de clientes, análisis de datos, delivery, procesamiento de pagos y atención al cliente. Ofrece **DoorDash Drive**, un servicio de logística; **DoorDash Storefront** que permite a los comerciantes ofrecer a los consumidores acceso a pedido al comercio electrónico.

DoorDash, Inc. fue fundada en 2013 y tiene su sede en San Francisco, California.

#### 4.1.2. Grubhub

Grubhub Inc. proporciona una plataforma en línea y móvil para delivery y pick-up de pedidos en los **Estados Unidos**.



Ofrece sus servicios a través de aplicaciones móviles y sitios web. Los sitios a través de los cuales opera son grubhub.com, seamless.com y menupages.com. La compañía también ofrece un programa corporativo que ofrece a los empleados varias opciones de alimentos y pedidos, incluidas opciones para comidas individuales, pedidos grupales y catering, así como herramientas patentadas que consolidan varios pedidos de alimentos en una sola cuenta en línea. Además, ofrece Grubhub para restaurantes, una aplicación web receptiva a la que se puede acceder desde computadoras y dispositivos móviles, así como tablets; Programa de suscripción GH+ para comensales; servicios de entrega a restaurantes; integración de punto de venta (POS), que permite a los restaurantes administrar los pedidos de Grubhub y actualizar sus menús directamente desde su sistema POS existente; diseño de sitios web y aplicaciones móviles para restaurantes, así como tecnología y servicios de cumplimiento, incluida la transmisión de pedidos y herramientas de gestión de relaciones con los clientes.

Grubhub Inc. fue fundada en 1999 y tiene su sede en Chicago, Illinois.

#### 4.1.3. Rappi

Rappi es una compañía multinacional colombiana que ofrece servicios de delivery a través de su plataforma accesible a través de smartphones o computadoras. Está presente en nueve países de América Latina: México, Costa Rica, Colombia, Perú, Ecuador, Chile, Argentina, Uruguay y Brasil.



Rappi ofrece servicios de marketplace para restaurantes, supermercados, farmacias y tiendas especializadas. En los últimos ampliaron su oferta de servicios con RappiMall (E-commerce), RappiCash (dinero en efectivo), RappiAntojo (cualquier artículo de cualquier tienda), RappiFavor (servicios de mensajería), RappiMobility (opciones de movilidad) y RappiEntertainment (música, juegos, eventos y apuestas).

Rappi fue fundada en Colombia en 2015 por Simón Borrero, Sebastián Mejía y Felipe Villamarín. En septiembre de 2018, Rappi fue valuada en US \$1,000 millones.

#### 4.1.4. Uber Eats

Uber Eats es una plataforma de delivery de alimentos. Uber Eats opera en los siguientes países:



- Estados Unidos
- España
- Brasil
- México
- Francia
- Japón
- Canadá
- Australia
- Polonia
- Reino Unido
- Italia
- Portugal
- Suiza
- Nueva Zelanda
- Taiwán (ROC)
- Sudáfrica
- Bélgica
- Irlanda
- Sri Lanka
- Suecia
- República Dominicana
- Guatemala
- Chile
- Ecuador
- Argentina

Su aplicación conecta a cualquier persona con una amplia gama de restaurantes y comidas locales. A través de su aplicación, sus clientes pueden navegar, ordenar y rastrear su pedido.

Uber Eats fue fundada en 2014 en San Francisco, California.

#### 4.1.5. Meituan

Meituan es una compañía que proporciona una plataforma de comercio electrónico. Sus operaciones están centradas en China.



Utiliza la tecnología para conectar consumidores y comerciantes. Sus servicios se dividen en los siguientes segmentos: delivery de comida y tiendas, hotel, viajes y turismo; y nuevas iniciativas. El segmento Delivery de comida ofrece servicio de pedido y entrega de alimentos a través de su plataforma. En los segmentos tiendas, hotel, viajes y turismo permite a los comerciantes vender vales, cupones, boletos y reservas a través de la plataforma de la empresa. El segmento de nuevas Iniciativas ofrece un sistema de gestión para restaurantes, cadenas de suministro, sistemas de pago integrado, préstamos, transporte local, entrega de otros productos y servicios, así como servicios de estacionamiento y uso compartido de bicicletas. La compañía también ofrece tecnología de información multimedia, asesoría de información comercial, pagos en línea y servicios de marketing.

Meituan se fundó en 2003 y tiene su sede en Beijing, China.

#### 4.1.6. Deliveroo

Deliveroo opera una plataforma de entrega de alimentos en línea. La compañía conecta a los consumidores, restaurantes y tiendas de comestibles a través de sus propias flotas de repartidores. Está presente en un total de 12 países:



- Australia
- Bélgica
- Francia
- Hong Kong
- Italia
- Irlanda
- Países Bajos
- Singapur
- España
- Emiratos Árabes Unidos
- Kuwait
- Reino Unido

La empresa se fundó en 2013 y tiene su sede en Londres, Reino Unido.

#### 4.1.7. Just Eat Takeaway

Just Eat opera un mercado de entrega de alimentos en línea. La empresa se enfoca en conectar consumidores y restaurantes a través de sus plataformas. Presta servicios en:



- Reino Unido
- Alemania
- Canadá
- Países Bajos
- Australia
- Luxemburgo
- Nueva Zelanda
- Noruega
- Polonia
- Austria
- Bélgica
- Bulgaria
- Dinamarca
- Francia
- Portugal
- Rumania
- España
- Suiza
- Ir-
- landa
- Israel
- Italia
- Colombia
- Brasil (iFood)

La empresa se fundó en 2000 y tiene su sede en Ámsterdam, Países Bajos.

#### 4.1.8. JumiaFood

Jumia Technologies AG opera una plataforma de comercio electrónico en África, Portugal, Alemania y los Emiratos Árabes Unidos.



La plataforma conecta a los vendedores con los consumidores a través de un servicio logístico propio que permite el envío y entrega de paquetes. A su vez ofrece un servicio de pago, que facilita las transacciones a los usuarios activos en la plataforma. Su marketplace ofrece varios productos en una variedad de categorías, como moda y vestuario, belleza y cuidado personal, hogar y vida, bienes de consumo masivo, teléfonos inteligentes y otros productos electrónicos, así como acceso a diversos servicios, incluida la entrega de comida de restaurantes, reserva de hotel y vuelo, publicidad clasificada y entrega instantánea.

Jumia Technologies AG se fundó en 2012 y tiene su sede en Berlín, Alemania.

#### 4.1.9. Damae-Can

Damae-Can Co., Ltd opera una plataforma de delivery en Japón.

La compañía ofrece un servicio de delivery de alimentos que permite a sus usuarios realizar pedidos en una variedad de restaurantes.



Damae-Can fue fundada en 1999 y tiene su sede en Osaka, Japón.

#### 4.1.10. Zomato

Zomato es una plataforma tecnológica conecta a clientes, socios de restaurantes y socios de entrega, atendiendo sus múltiples necesidades. Opera en:



- India
- Chile
- Australia
- Italia
- Filipinas
- Singapur
- Turquía
- Australia
- Republica Checa
- Líbano
- Polonia
- Eslovaquia
- Emiratos Arabes unidos
- Brasil
- Indonesia
- Malasia
- Portugal
- Sudáfrica
- Reino Unido
- Canadá
- Irlanda
- Nueva Zelanda
- Qatar
- Sri Lanka
- Estados Unidos

Los clientes utilizan la plataforma para buscar y descubrir restaurantes, leer y escribir reseñas generadas por los clientes y ver y subir fotos, pedir comida a domicilio, reservar una mesa y realizar pagos mientras cenan en restaurantes.

Por otro lado, proporciona a los socios de restaurantes herramientas de marketing específicas de la industria que les permiten adquirir clientes para hacer crecer su negocio y, al mismo tiempo, brindar un servicio de entrega de última milla confiable y eficiente. También ofrece una solución de adquisición integral, Hyperpure, que suministra ingredientes y productos de cocina de alta calidad a los socios de restaurantes.

Zomato fue fundada en 2010 y es una empresa privada.

#### 4.1.11. Yandex

Yandex es una empresa de tecnología e Internet, que ofrece un motor de búsqueda en Internet en Rusia. Ofrece:



- Yandex.Maps, Yandex.Navigator, Yandex.Auto y Yandex.Routing; servicios de geolocalización, como servicios de correo, como Yandex.Mail;
- Yandex.Disk, servicio de almacenamiento en la nube;
- Yandex.Telemost, Yandex.Calendar y Yandex.Notes servicio de videoconferencia;
- Yandex.News, servicio de noticias en línea,
- Yandex.Weather; Servicios de información meteorológica,

- Navegador Yandex para computadoras de escritorio y plataformas móviles; y aplicaciones de búsqueda de Yandex.
- Yandex Advertising Network, una plataforma de colocación de publicidad basada en subastas,
- Yandex.Radar, una herramienta de análisis de mercado;
- Yandex.Metrica, un sistema de análisis web;
- Yandex.Market, un servicio de comercio electrónico;
- Yandex.Station, un altavoz inteligente; Alice, asistente de voz;
- Yandex.Uslugi que ayuda a encontrar profesionales
- Yandex.Q, una comunidad de expertos para compartir conocimientos.
- Yandex.Taxi, un servicio de viaje compartido;
- Auto.ru para automóviles usados y nuevos, vehículos comerciales y repuestos;
- Yandex.Realty, una plataforma de anuncios clasificados de bienes raíces;
- Yandex.Jobs, un sitio web de búsqueda de empleo; Y
- Yandex.Travel, un servicio de agregación de viajes.
- KinoPoisk, una fuente de películas, programas de televisión, contenido de celebridades y noticias de entretenimiento;
- Yandex.Music, un servicio de transmisión de música;
- Yandex.Afisha para comprar entradas para cines, teatros y conciertos en línea;
- Yandex Plus; Yandex.Studio; y el programa Yandex.TV que proporciona un cronograma actualizado de canales de televisión digital, por cable y de transmisión, así como una opción para ver ciertos canales de televisión en línea.
- Yandex.Cloud, una plataforma en la nube; y
- Yandex.Drive, un servicio de auto compartido flotante.

Yandex.Market que representa el segmento de delivery online representa únicamente el 5% de las ventas totales de la compañía es por eso que no será considerada una empresa comparable debido a que su negocio se encuentra ampliamente diversificado.

La empresa se fundó en 2004 y tiene su sede en Schiphol, Países Bajos.

#### 4.2. INDICADORES

Por limitaciones al acceso de información, las empresas Rappi, Yandex y Zomato no serán consideradas en el análisis de indicadores siguientes.

De esta manera, el análisis se centrará en:

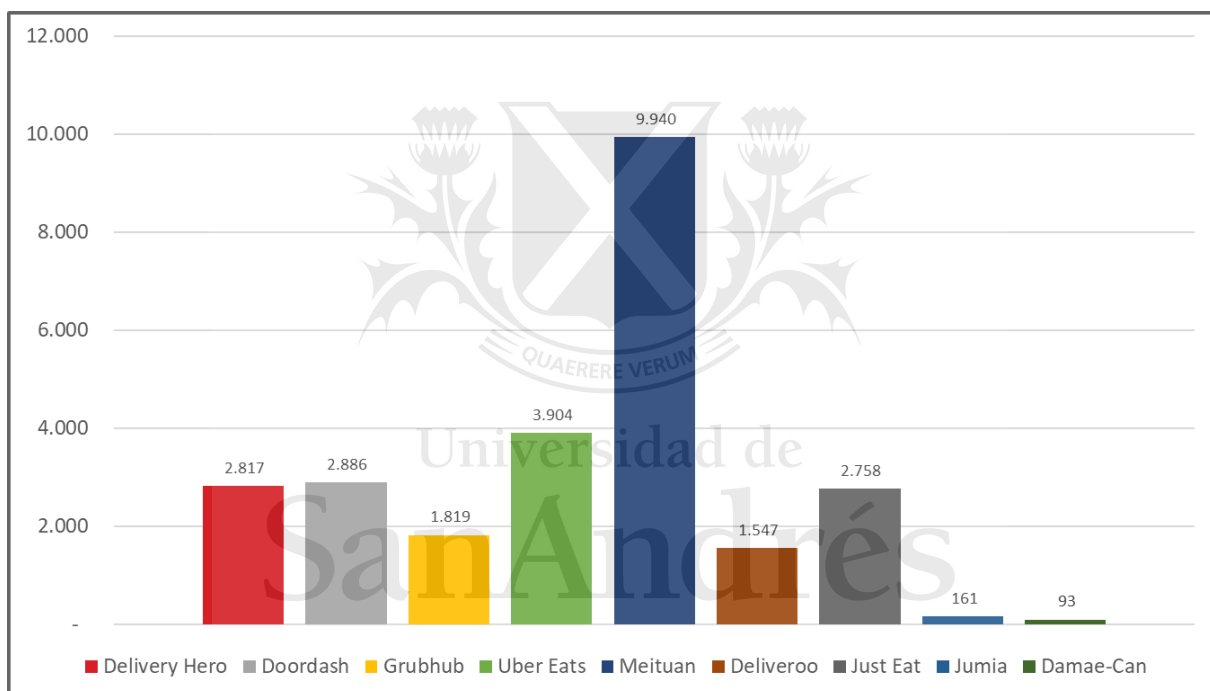
- Delivery Hero
- Doordash
- Grubhub
- Uber Eats
- Meituan
- Deliveroo
- Just Eat
- Jumia
- Damae-Can

#### 4.2.1. Ventas

Comenzando por las ventas, vemos la fuerte presencia de Meituan, como empresa líder de la industria de delivery de comida en el mundo y en China, único país en el cual centra sus operaciones.

Luego podemos encontrar un segmento con un nivel de ventas entre los 2.000 y 4.000 millones de dólares en el que se encuentran Uber Eats, Delivery Hero, Just Eat y Doordash. Luego se encuentran Grubhub y Deliveroo con un nivel de ventas en el 2020 entre 2.000 y 1.500 millones de dólares. Por último, encontramos Jumia y Damae-Can con niveles de ventas por debajo de los 200 millones de dólares.

Gráfico 8. Análisis de la competencia: Ventas 2020 [Millones de dólares]



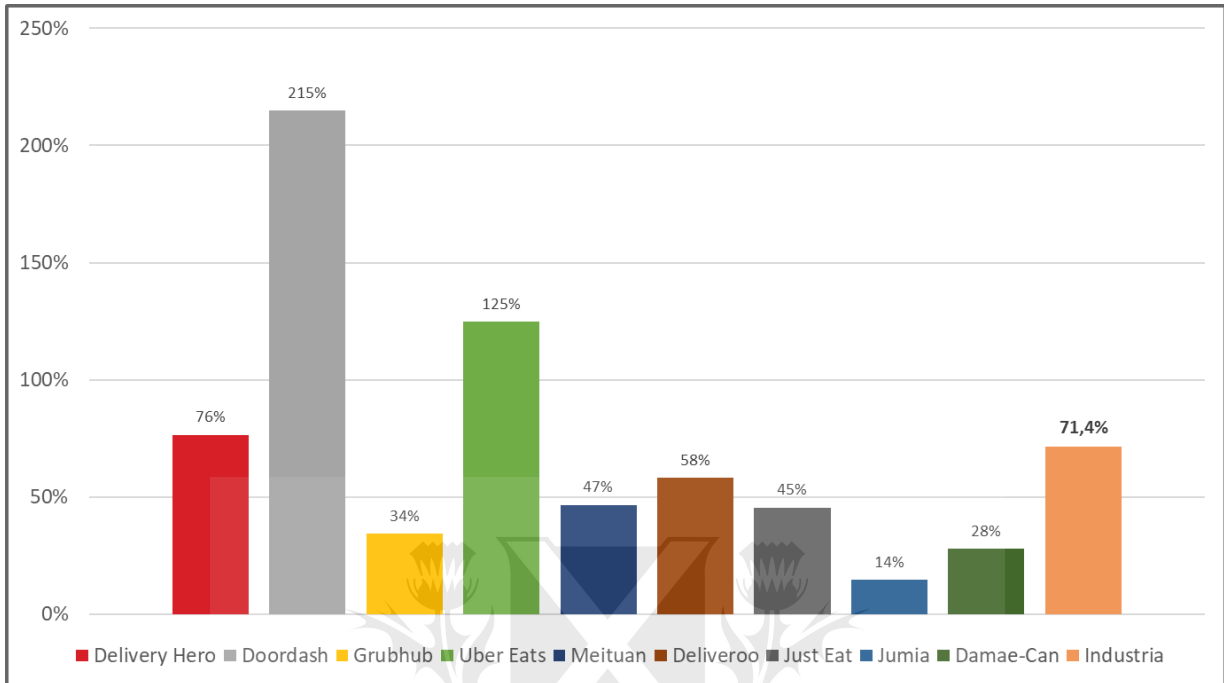
Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

Analizando el crecimiento anual acumulado de las ventas de estas empresas, podremos ver que en promedio las ventas de la industria crecieron un 71,4% en los últimos cuatro años. El crecimiento entre las distintas empresas es heterogéneo. Podemos ver que para Meituan, el cual opera en China, mercado más maduro, creció un 47%. Luego lo siguen Uber Eats con un 125% y Delivery Hero con 76%. El resto de las empresas crecieron a niveles inferiores al 60%.

El crecimiento ha sido beneficiado en el 2020 en el cual la industria del delivery se afianzó como consecuencia del COVID-19, el cual obligó a las personas a hacer extensas cuarentenas y encontrar una solución alternativa para comer y hacer las compras.



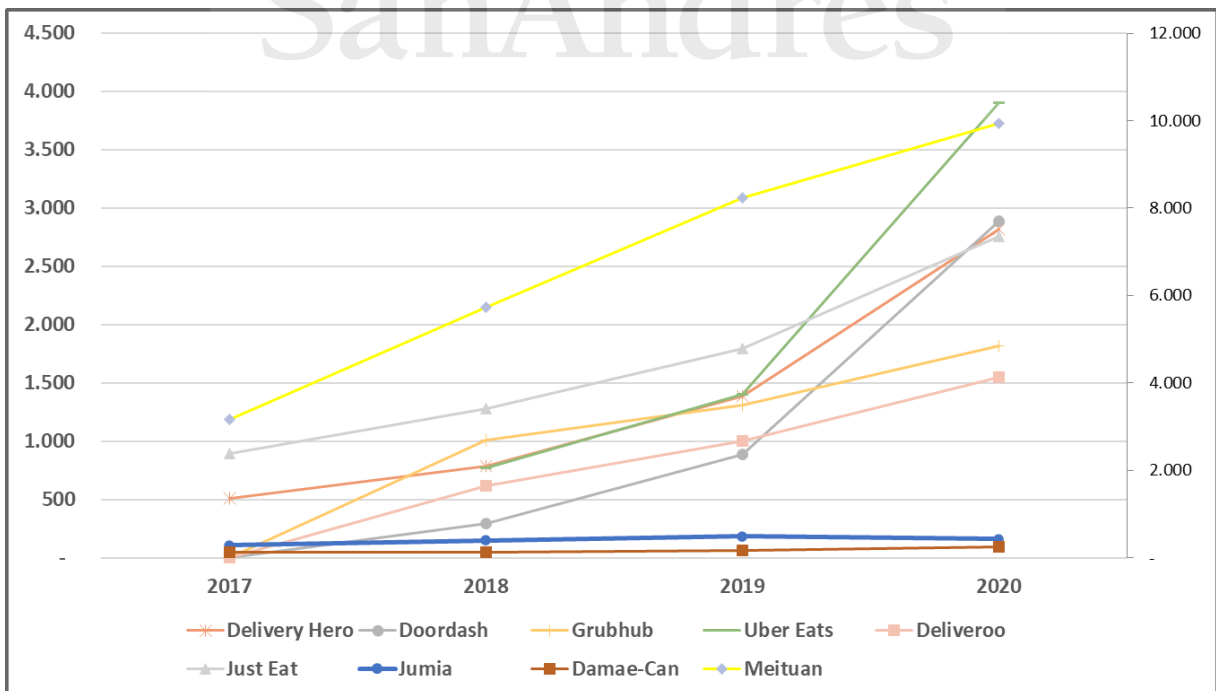
Gráfico 9. Análisis de la competencia: TCAC de las ventas 2017 – 2020



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

Por último, presento el gráfico de evolución de ventas para una mejor visualización del impacto del COVID en las ventas de las empresas de delivery en el 2020. Se observa que todas las empresas han crecido y Meituan, ha crecido en menor medida.

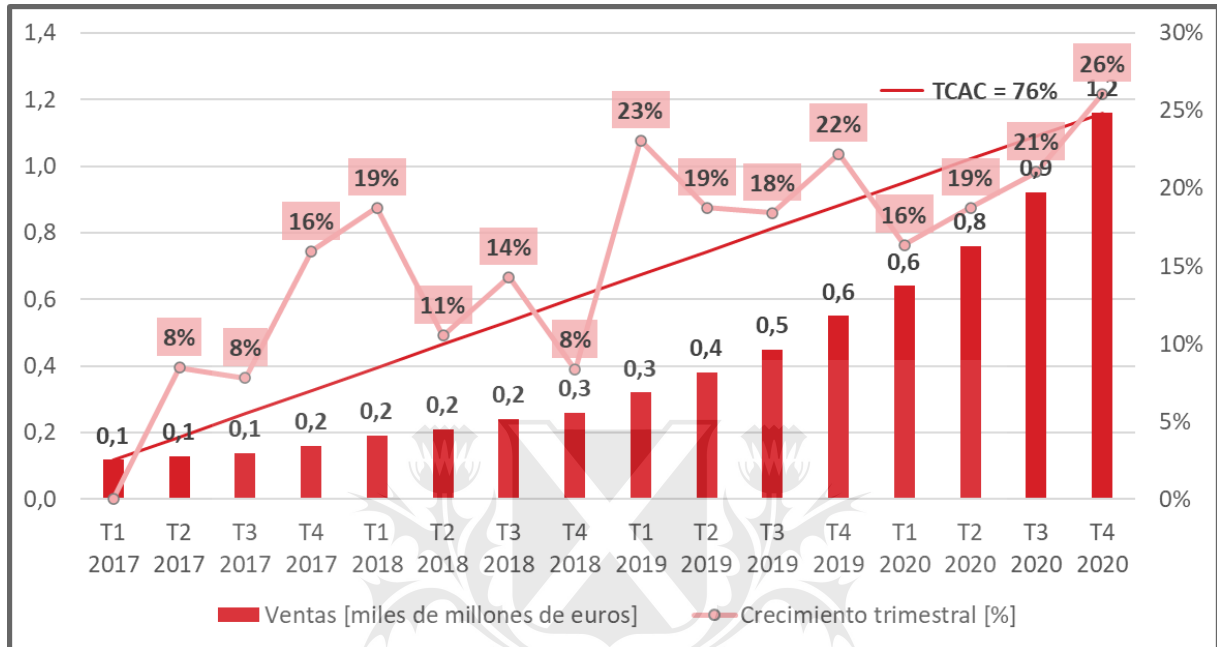
Gráfico 10. Análisis de la competencia: ventas 2017 – 2020 [millones de dólares]



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

Si analizamos la evolución de ventas trimestral de Delivery Hero vemos que su tendencia es creciente con tasas de crecimiento acelerándose en los últimos cuatro trimestres.

Gráfico 11. Evolución trimestral de ventas de Delivery Hero 2017 – 2020

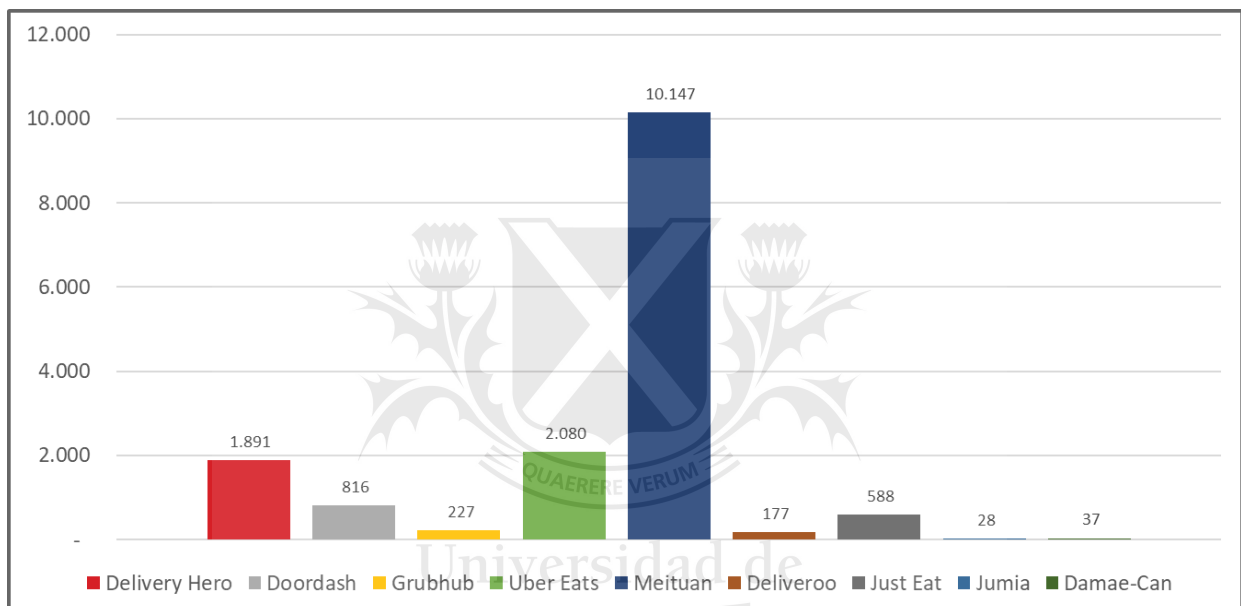


Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

#### 4.2.2. Cantidad de órdenes

Continuando el análisis de indicadores, es importante detenernos en el número de órdenes, ya que son el motor de las ventas. Nuevamente Meituan con 10.147 millones de órdenes afianza su posición como líder de la industria, tanto en el mundo como en el mercado chino. En el próximo segmento encontramos a Delivery Hero y Uber Eats, con un nivel de órdenes entre 2.080 y 1.891 millones de órdenes. Por último, encontramos a DoorDash, Just Eat, Grubhub, Deliveroo, Jumia y Damae-Can con un número de órdenes ampliamente inferior.

**Gráfico 12. Análisis de la competencia: Órdenes en 2020 [millones]**

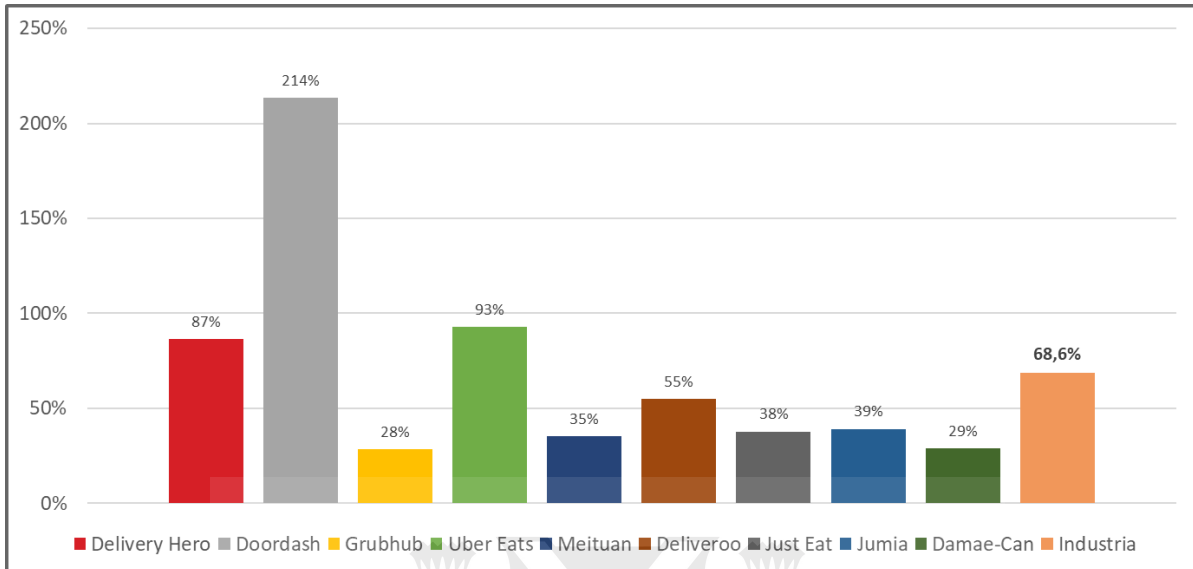


Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

El crecimiento de las órdenes es de vital importancia ya que es el reflejo de la etapa en la que se encuentra la compañía, la frecuencia de uso, la cantidad de nuevos usuarios, el nivel de experiencia de estos usuarios y el nivel de repetibilidad del consumo. En este caso, encontramos como líder a DoorDash en el mercado norteamericano con una tasa de crecimiento anual compuesto de 214%. En segunda instancia encontramos a Uber (93%), Delivery Hero (87%). La TCAC del número de órdenes en la industria es de 69%.

El gráfico a continuación permite esclarecer la correlación existente entre las ventas y el número de órdenes. En los últimos cuatro años, la TCAC de ventas fue de 71,4% mientras que la TCAC de la cantidad de órdenes fue 69%. Vemos que se repite la misma tendencia que en el gráfico 10.

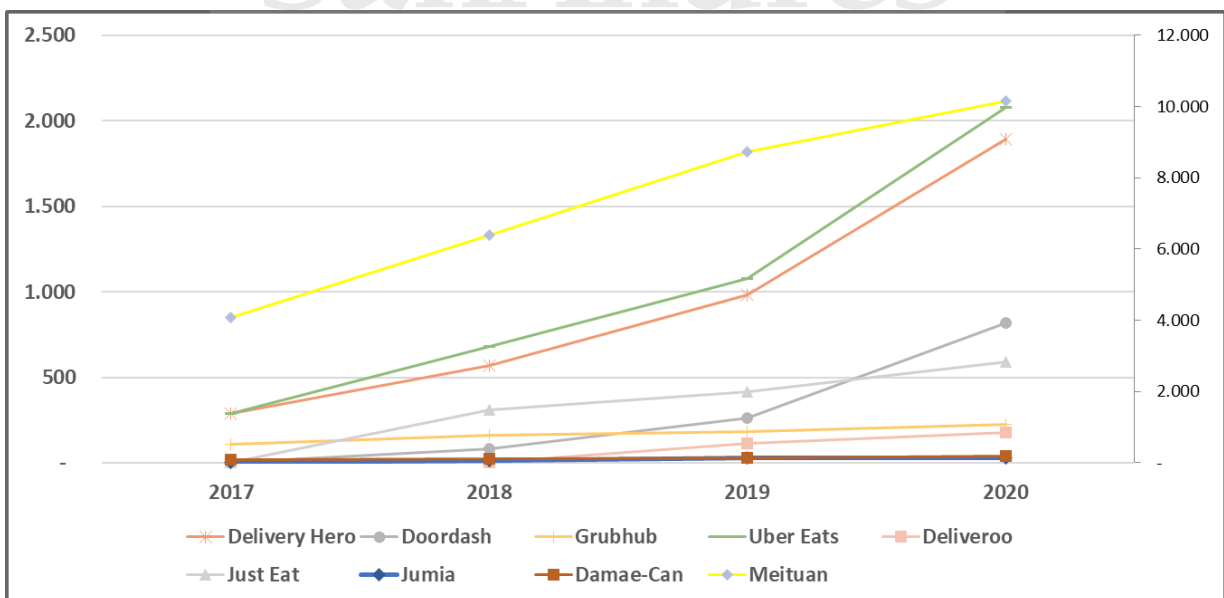
Gráfico 13. Análisis de la competencia: TCAC de órdenes 2017 – 2020



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

Si observamos el gráfico a continuación entendemos podemos ver cómo han evolucionado las ventas desde el 2017 al 2020 para las empresas en cuestión. Se puede destacar como Meituan es una empresa que se encuentra en la etapa de madurez del ciclo de una compañía, en el cual sus ventas crecen a ritmos más lento año tras año. Luego se destacan empresas en el ciclo de expansión, en el cual las ventas crecen a tasas elevadas como es el caso de Uber Eats, Delivery Hero y Deliveroo.

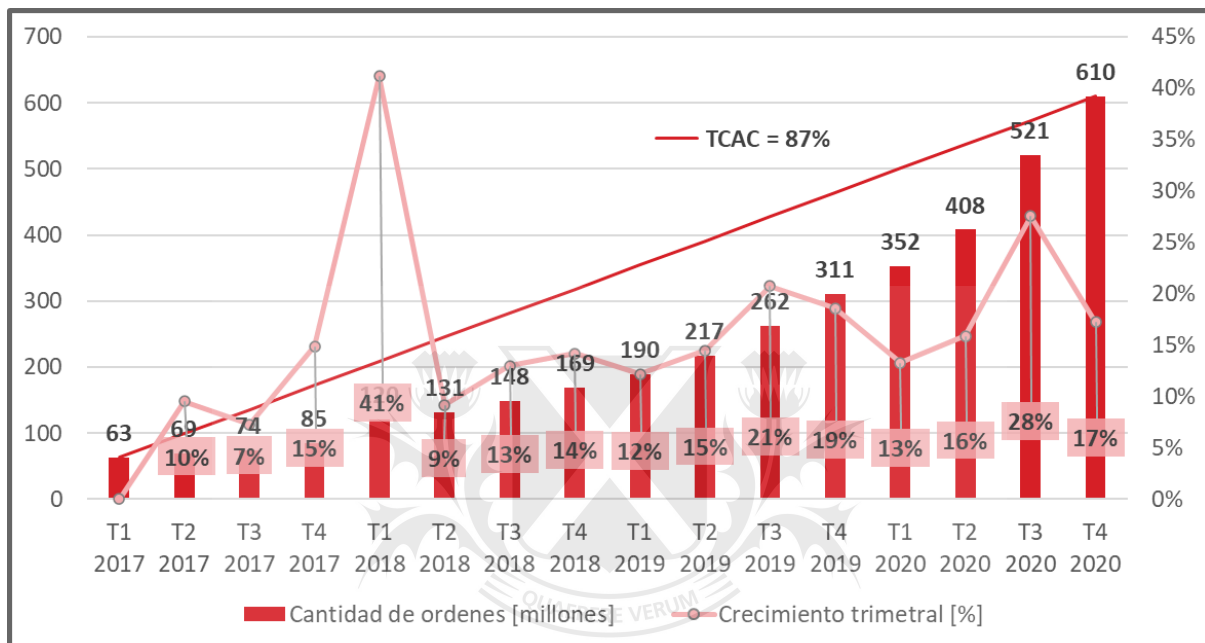
Gráfico 14. Análisis de la competencia: evolución de órdenes 2017 – 2020 [millones]



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

Por último, haciendo un pequeño foco en Delivery Hero, en el gráfico a continuación encontraremos la evolución de cantidad de órdenes y las tasas de crecimiento trimestral. Se destaca un crecimiento trimestral positivo de órdenes, con cierta ciclicidad hacia el tercer trimestre del año.

**Gráfico 15. Evolución trimestral de órdenes de Delivery Hero 2017 – 2020 [millones]**



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

#### 4.2.3. Cantidad de restaurantes

Continuando el análisis de indicadores, hacemos foco en los restaurantes y socios. Recordemos que los socios son uno de los tres pilares fundamentales del ecosistema de esta industria, los cuales son: restaurantes o socios comerciales, repartidores y clientes.

Para lograr incrementar la cantidad de órdenes y consecuentemente las ventas, es necesario un ecosistema equilibrado. La relación promedio de la industria entre la cantidad de usuarios y la cantidad de restaurantes y socios es de 84x. Esto quiere decir que por cada socio comercial existen 84 usuarios. A continuación, se puede observar este múltiplo para cada compañía:

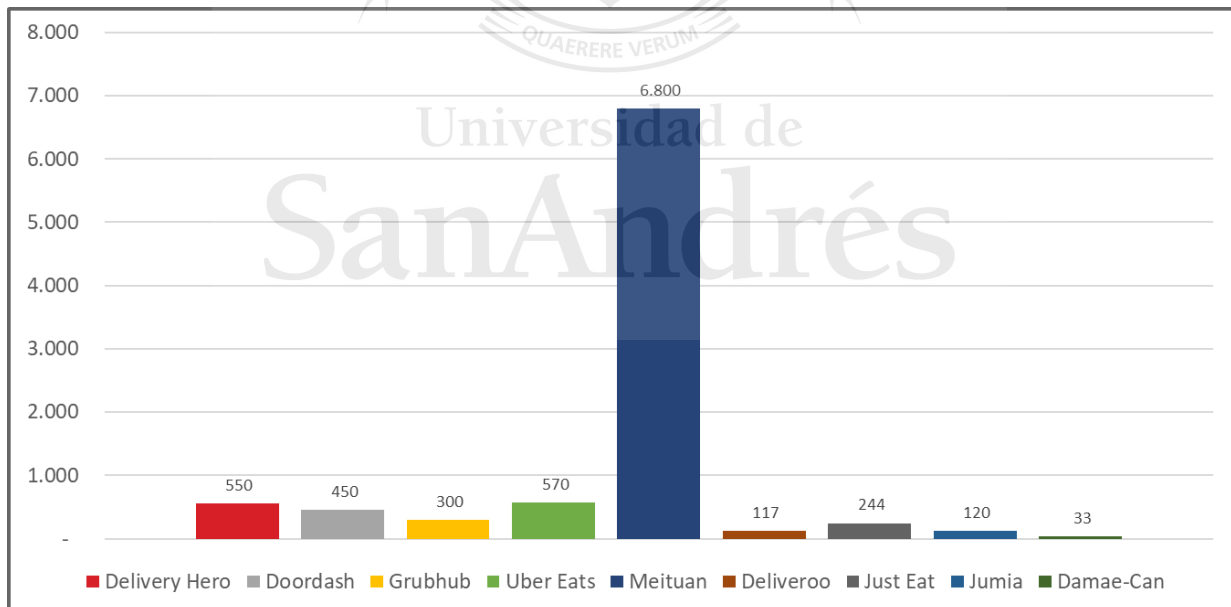
**Tabla 3. Análisis de la competencia: Ratio cantidad de usuarios / cantidad de Partners 2020**

Compañía	Partners (miles)	Usuarios (millones)	Usuarios/Partners
Delivery Hero	550	63	115
Doordash	450	20	44
Grubhub	300	31	105
Uber Eats	570	66	116
Meituan	6800	510	75
Deliveroo	117	6	51
Just Eat	244	60	246
Jumia	120	7	57
Damae-Can	33	4	119
<b>Industria</b>	<b>9184</b>	<b>767</b>	<b>84</b>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de presentaciones de las compañías.

Meituan nuevamente reafirma su posición como líder de la industria con las de 6.8 millones de restaurantes y socios. Luego en el segundo segmento encontramos a Uber Eats, Delivery Hero, Doordash, Grubhub y Just Eat. En un último segmento encontramos a Deliveroo, Jumia y Damae Can.

**Gráfico 16. Análisis de la competencia: socios comerciales 2020 [miles]**



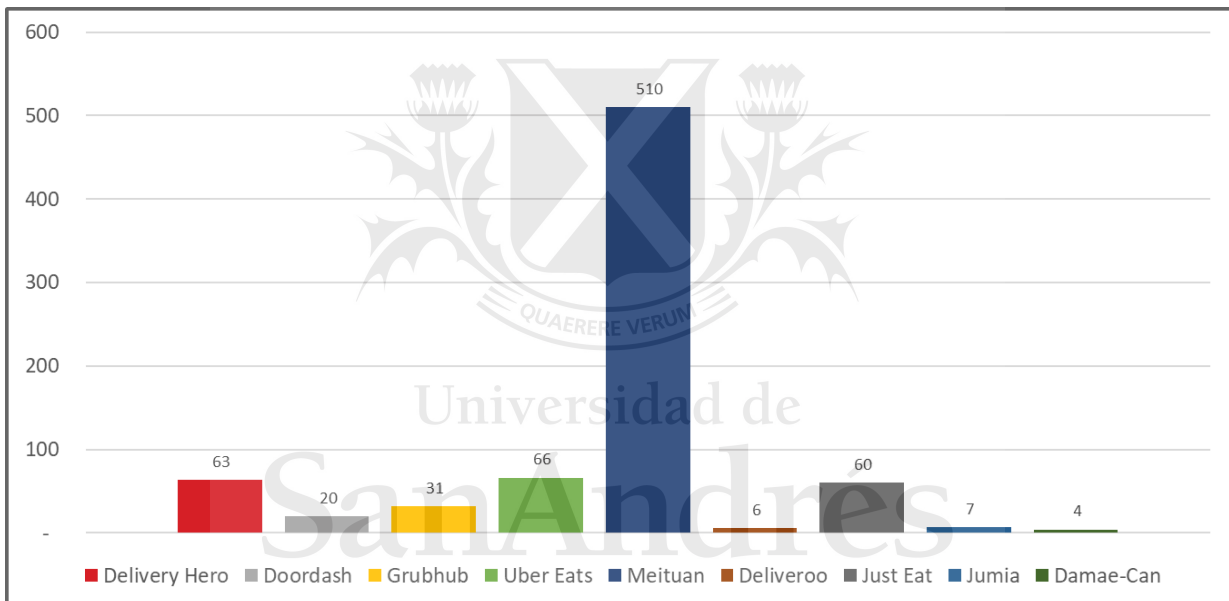
Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de presentaciones de las compañías.

#### 4.2.4. Cantidad de usuarios activos

El número de usuarios activos es de gran importancia en la industria, debido a que, como en todo negocio, son quienes generan las compras e ingresos para las compañías. Las variables drivers de la cantidad de usuarios son, la cobertura geográfica y la densidad demográfica en cada uno de ellos países.

En primer lugar, encontramos a Meituan, con 510 millones de usuarios centrandos sus operaciones únicamente en China. En el próximo segmento se encuentran Uber Eats, Delivery Hero, Just Eat, Grubhub y Doordash con una cantidad de usuarios entre 66 y 20 millones, a finales de 2020. Luego, con una menor participación de mercado encontramos a Deliveroo, Jumia y Damae-Can.

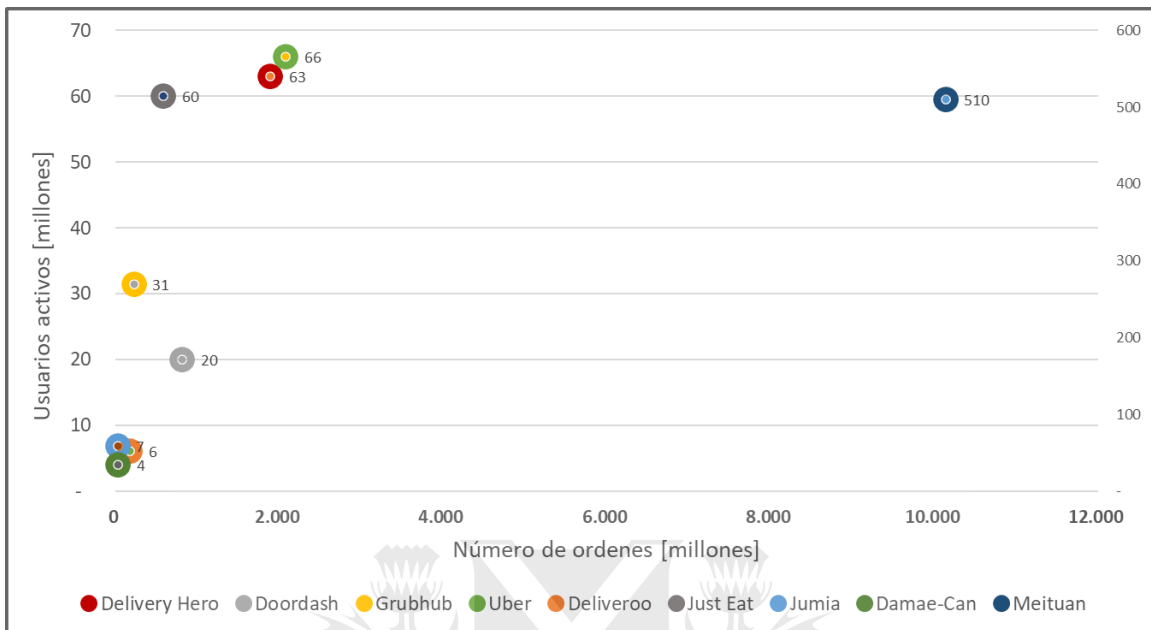
Gráfico 17. Análisis de la competencia: usuarios activos 2020 [millones]



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de presentaciones de las compañías.

Estudiando la correlación entre el número de órdenes (eje horizontal) y el número de usuarios activos (eje vertical) vemos que cuantos más usuarios activos tiene la compañía mayor número de órdenes genera. [Aclaración: el eje vertical de Meituan se encuentra en otra escala (eje derecho) para una mejor visualización de los datos].

**Gráfico 18. Análisis de la competencia: órdenes vs cantidad de usuarios activos 2020**

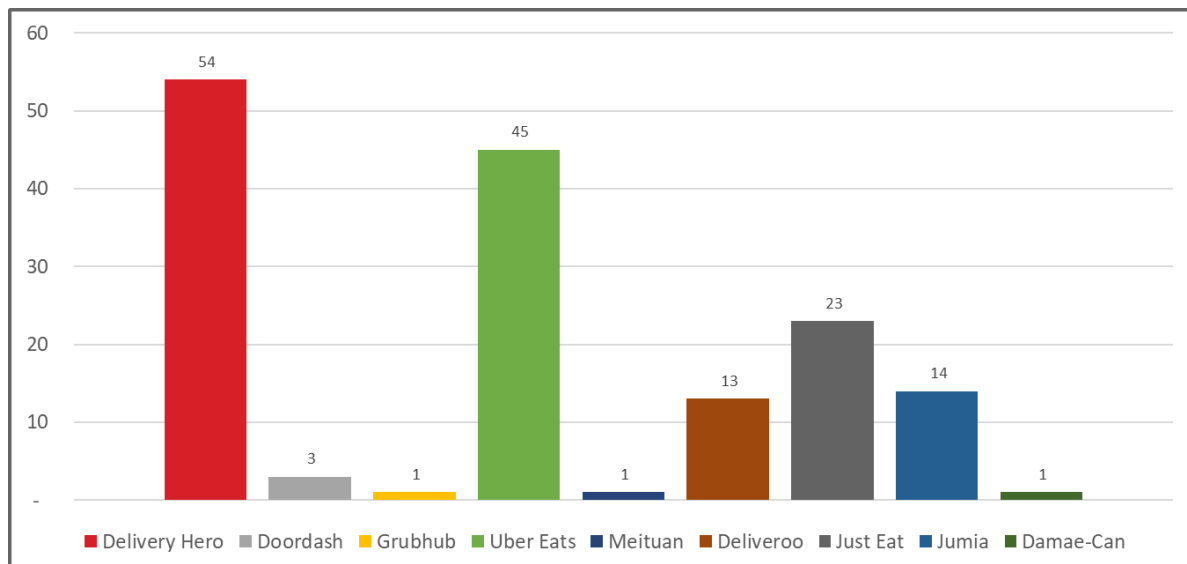


Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de presentaciones de las compañías.

#### 4.2.5. Cobertura geográfica

Las compañías analizadas han optado por diferentes estrategias de cobertura geográfica, con el objetivo de aumentar su número de usuarios activos y consecuentemente el número de órdenes. Por un lado, en un primer segmento encontramos a empresas como Meituan, Damae-Can y Grubhub que concentran sus operaciones en un país solamente. Luego encontramos a Doordash con tres países. Deliveroo (13), Jumia (14) y Just Eat (23) integran el segundo segmento. En el último segmento se encuentran Doordash, Grubhub, Meituan y Damae-Can.

**Gráfico 19. Análisis de la competencia: cobertura geográfica en países en 2020**

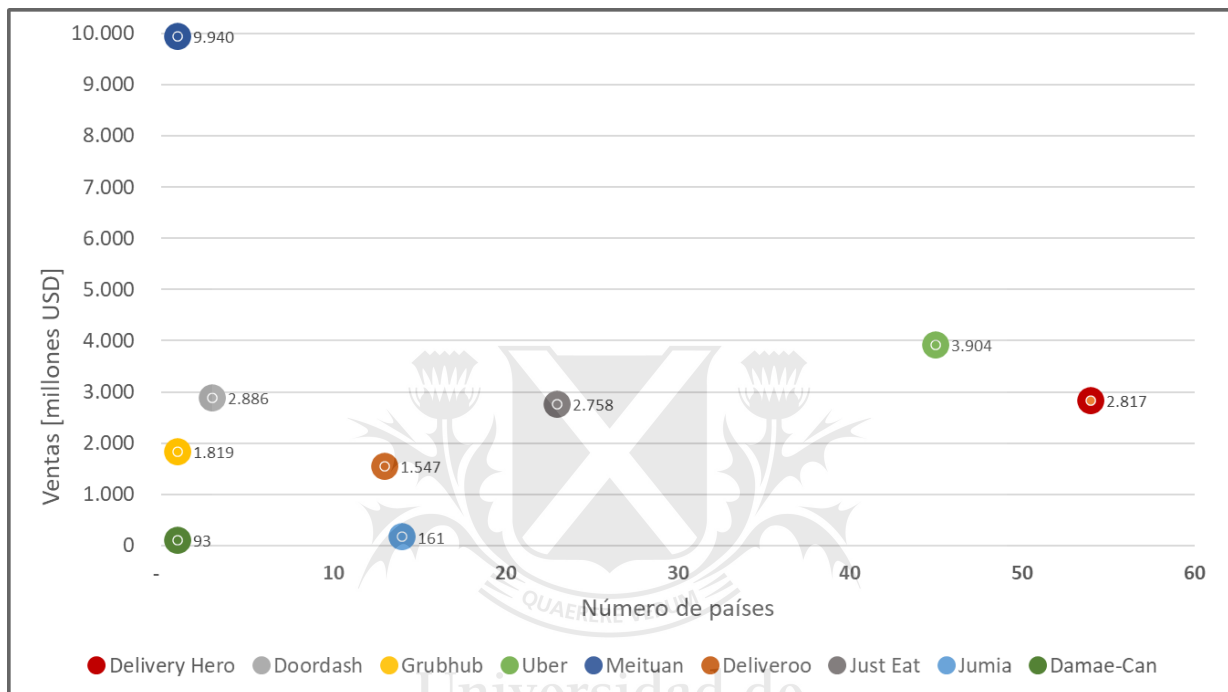


Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de presentaciones de las compañías.



Resulta interesante la relación positiva observada en el siguiente gráfico entre el número de países en los cuales opera cada compañía y las ventas de la misma. Sacando de lado a Meituan, vemos que, al aumentar la cobertura geográfica, aumentan las ventas. Ampliar la cobertura geográfica pareciera ser la estrategia competitiva de Delivery Hero (54 países) y Uber Eats (45 países).

**Gráfico 20. Análisis de la competencia: número de países vs ventas 2020**



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de presentaciones de las compañías.

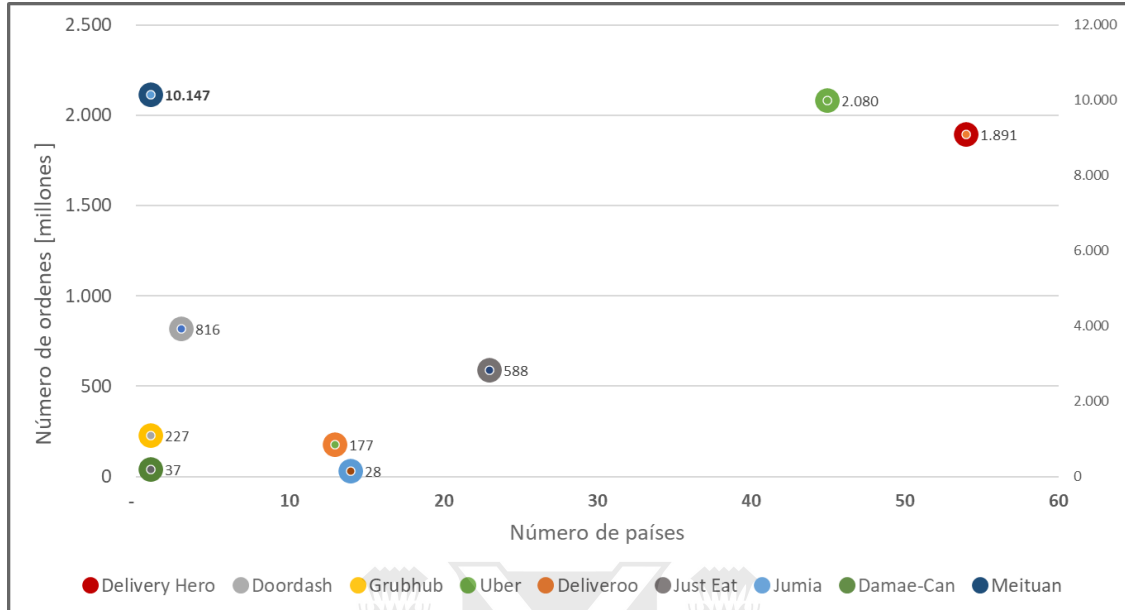
#### 4.2.6. Número de países vs número de órdenes

Creo conveniente analizar el siguiente gráfico a continuación para comprender cómo se distribuye el mercado. En el eje horizontal podremos encontrar el número de países en los cuales opera cada compañía y en el eje vertical el número de órdenes. El eje vertical derecho corresponde únicamente a Meituan, debido a que para una mejor lectura del gráfico era conveniente realizar ello.

Por un lado, encontramos en el sector superior derecho a Delivery Hero y UberEats con presencia en gran cantidad de países con órdenes entre 1.500 y 2.5000 millones, y más de 45 países. Luego encontramos a Meituan, con órdenes por encima de los 10.000 millones y cobertura en China únicamente. Por último, el resto de las compañías se agrupan en el segmento ubicado en la esquina inferior izquierda del gráfico con presencia en menos de 30 países y órdenes por debajo de los 900 millones.

En este caso, la densidad geográfica de los países en los cuales operan las compañías y el nivel de madurez e incorporación tecnológica a la vida cotidiana son determinantes.

**Gráfico 21. Análisis de la competencia: número de países vs órdenes en 2020**



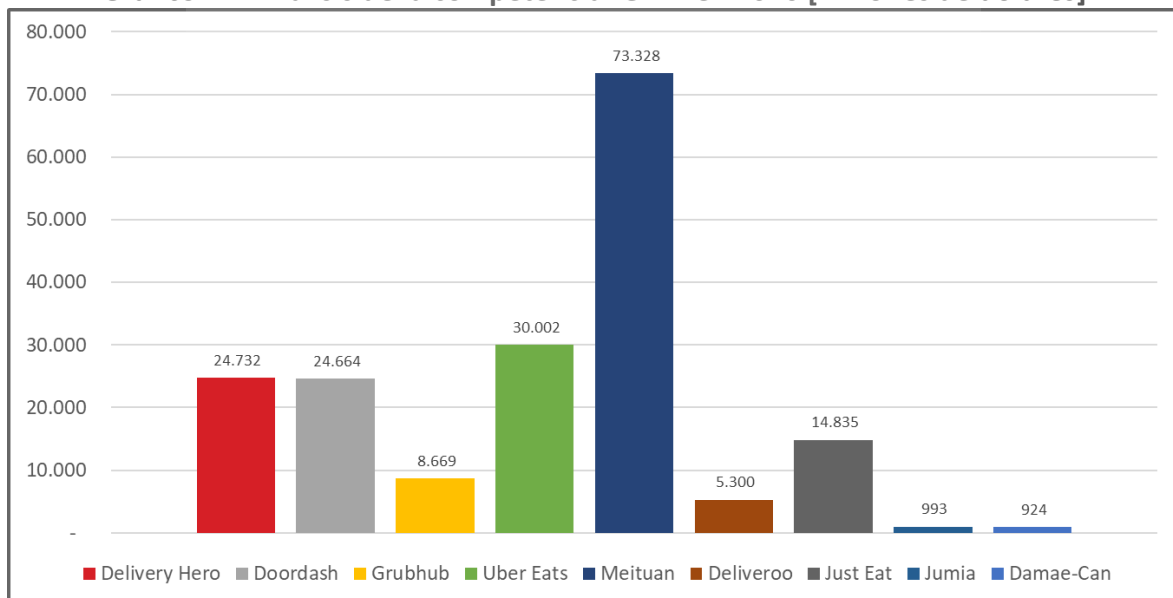
Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de presentaciones de las compañías.

#### 4.2.7. Valor de la mercadería vendida

El valor de la mercadería vendida, conocido como GMV (por sus siglas en inglés “Gross Merchandise Value”) representa la suma del valor de todas las órdenes procesadas por la compañía. Es el indicador más representativo del nivel de ventas.

Podemos distinguir tres grandes segmentos. En primer lugar, Meituan, por encima de los 70.000 millones de dólares, luego Uber Eats, Delivery Hero y Doordash con GMV entre los 24.000 y los 30.000 millones de dólares. Por último, el resto de las compañías con GMV por debajo de los 15.000 millones de dólares.

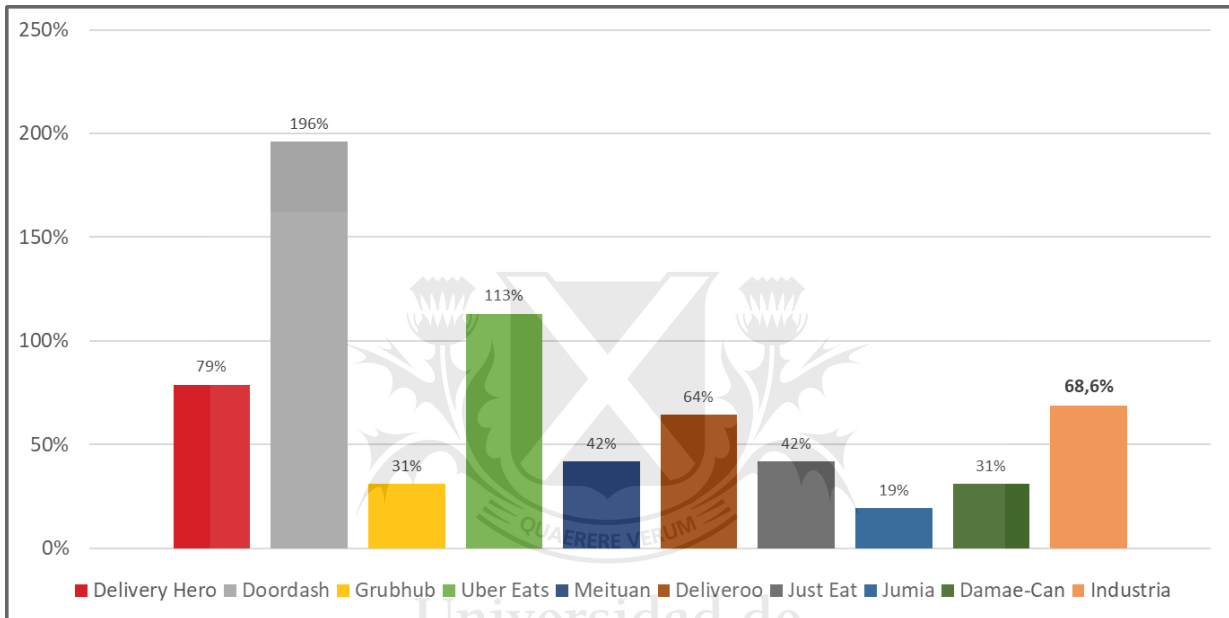
**Gráfico 22. Análisis de la competencia: GMV en 2020 [millones de dólares]**



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

La tasa de crecimiento del GMV es una variable a tener en cuenta a la hora de realizar las proyecciones para valuar la empresa a través del método de flujo descontado. Vemos que existe una correlación prácticamente unilateral entre la tasa de crecimiento anual acumulada de la industria en los últimos cuatro años de: las ventas (TCAC= 71,4%), el valor de la mercadería vendida (TCAC= 68,6%) y el número de órdenes (TCAC=68,6%).

Gráfico 23. Análisis de la competencia: TCAC GMV 2017 – 2020

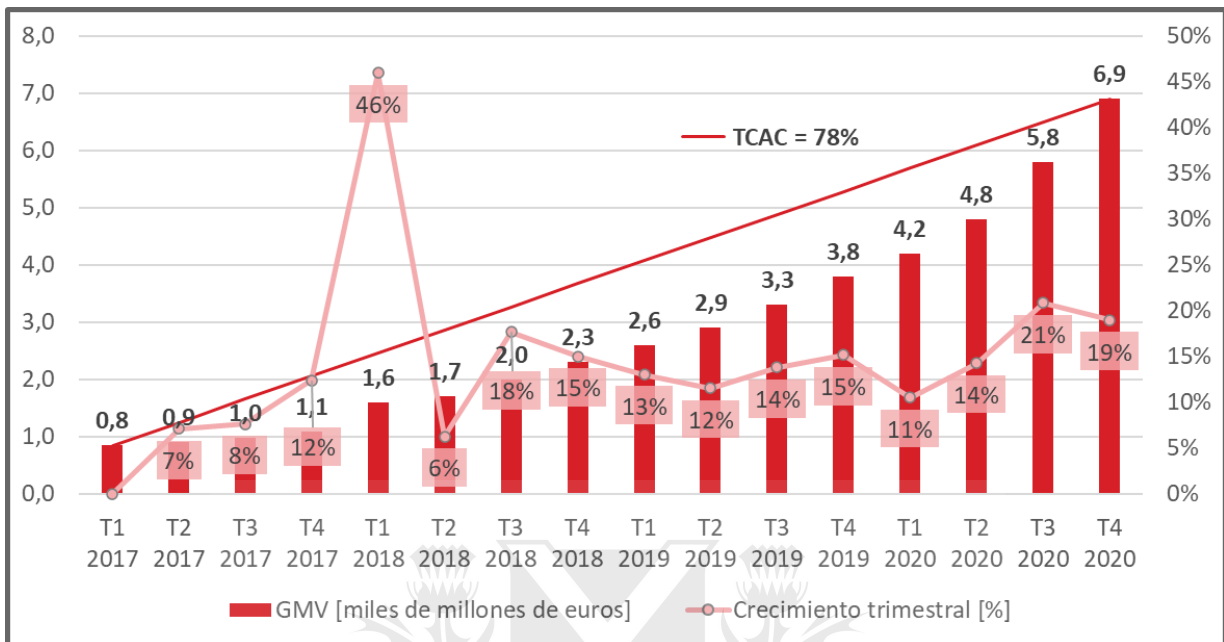


Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

Si analizamos el crecimiento anual acumulado del GMV de las empresas los podemos dividir en tres grandes grupos. En primer lugar, compañías más desarrolladas y maduras que crecen a tasas menores como Meituan (TCAC=42%), Just Eat (TCAC=42%), Grubhub (TCAC=31%), Damae-Can (TCAC=31%). En segundo lugar, encontramos empresas más jóvenes con tasas de crecimiento aún mayores, como es el caso de: Deliveroo (TCAC=64%), Delivery Hero (TCAC=78%), Uber Eats (TCAC=113%). Por último, Doordash ha tenido un crecimiento anual acumulado del 196%.

En el caso de Delivery Hero, podemos observar en el gráfico a continuación que el crecimiento trimestral de las órdenes se ha mantenido por encima del 10% desde 2018 en adelante. Este crecimiento de órdenes es el resultado de las continuas adquisiciones que realiza Delivery Hero, así como también una mayor adopción al quick-commerce y delivery de comida.

Gráfico 24. Evolución trimestral del GMV de Delivery Hero 2017–2020



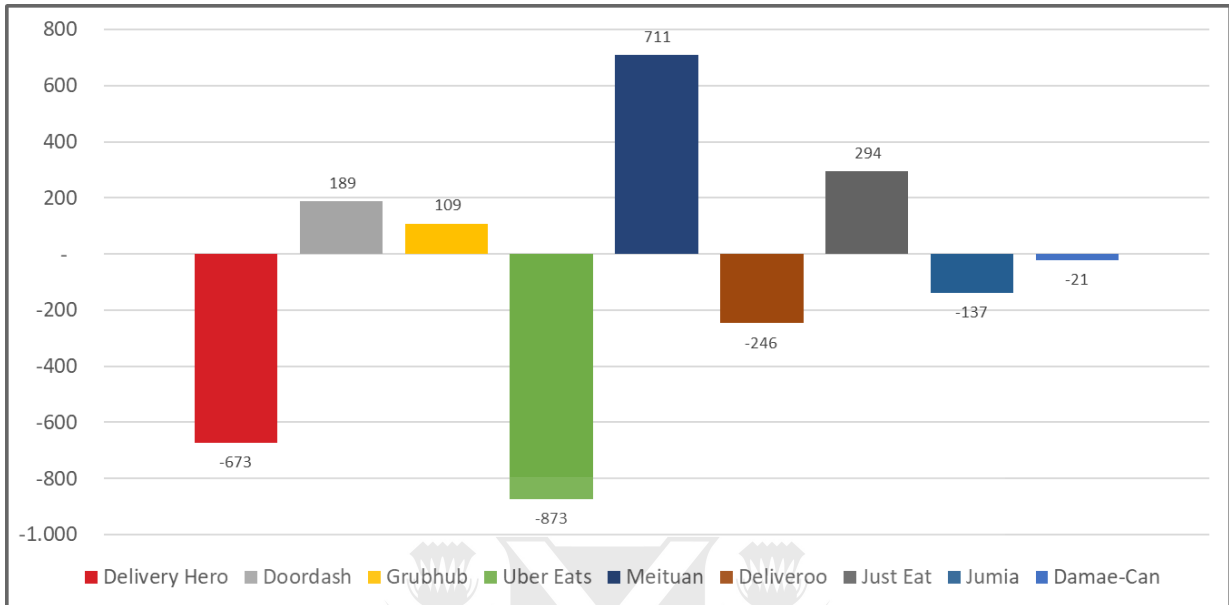
Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

#### 4.2.8. EBITDA ajustado

Las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA por sus siglas en inglés) sirve como un indicador de la trayectoria de la compañía hacia la rentabilidad.

En este caso, el mercado está diversificado, encontrando empresas con EBITDAs positivos y negativos. El 55% de las empresas ha tenido un EBITDA ajustado negativo en 2020 y el 45% positivo. Comenzando por las empresas con EBITDA positivo, Meituan nuevamente, reafirma su posición como líder de la industria con el mayor EBITDA seguido por Just Eat. Dentro de las empresas con EBITDA negativo encontramos a Uber con -873 millones de dólares seguido por Delivery Hero con -673 millones de dólares.

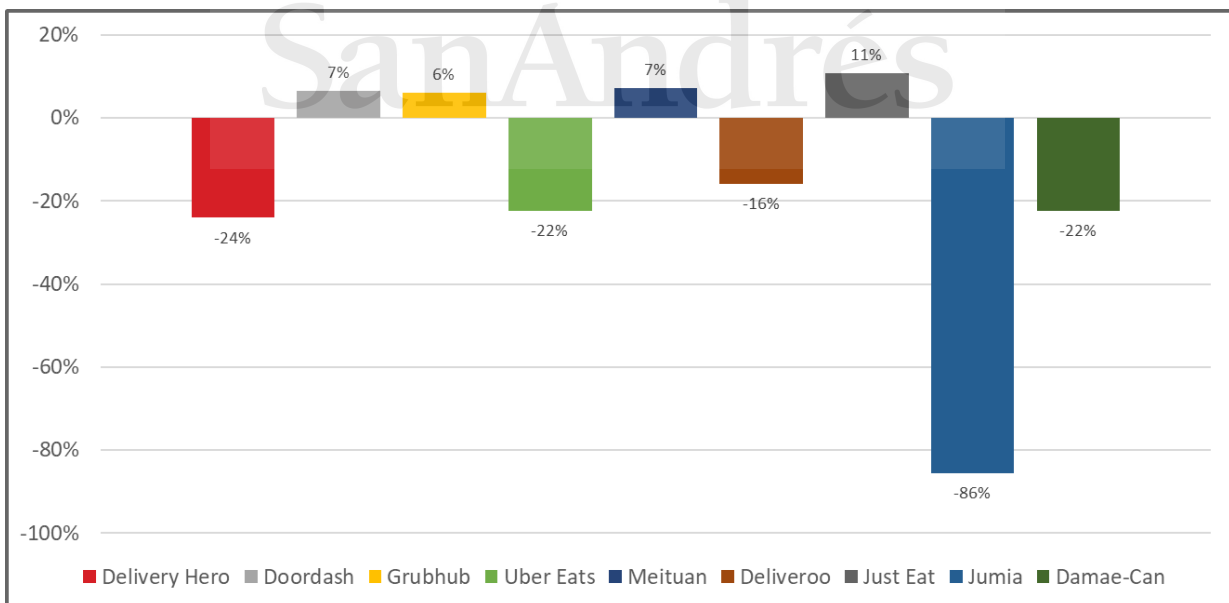
Gráfico 25. Análisis de la competencia: EBITDA ajustado en 2020 [millones de dólares]



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

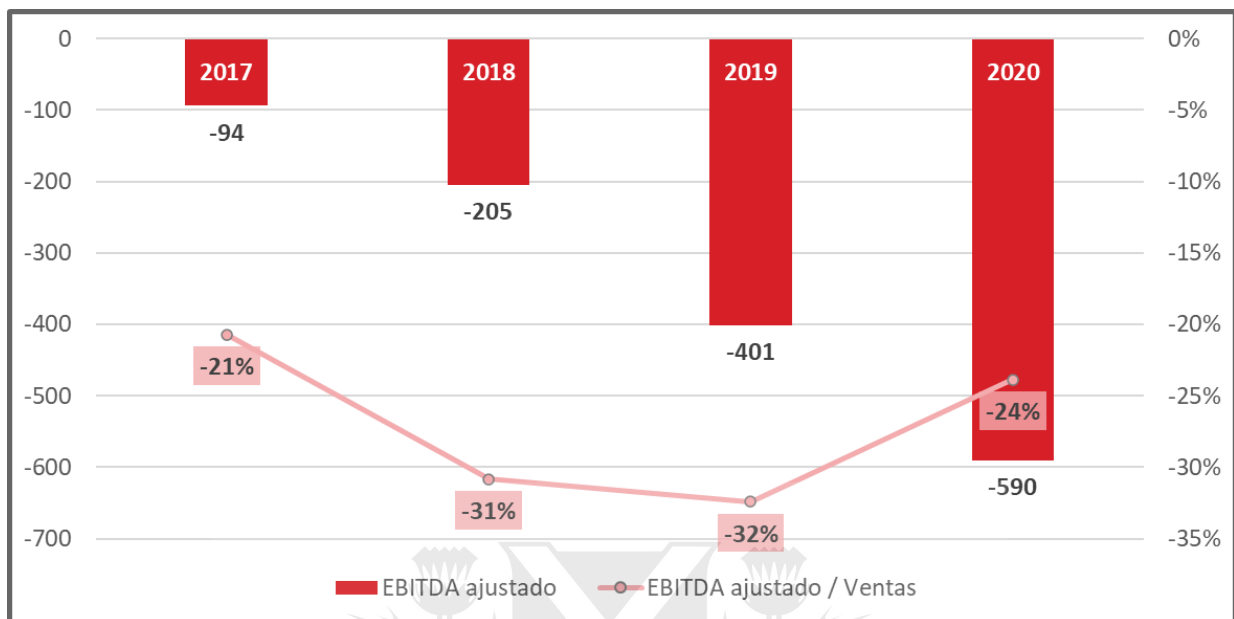
Ahora bien, si analizamos el EBITDA ajustado en relación a las ventas obtenemos el siguiente gráfico el cual es proporcional con el gráfico anterior, a excepción de Jumia, que a pesar de tener un EBITDA ajustado bajo, al dividirlo por las ventas se amplifica el escenario negativo, debido a su bajo nivel de ventas.

Gráfico 26. Análisis de la competencia: EBITDA ajustado / Ventas



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

Gráfico 27. Evolución EBITDA ajustado de Delivery Hero 2017 – 2020 [millones de euros]



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

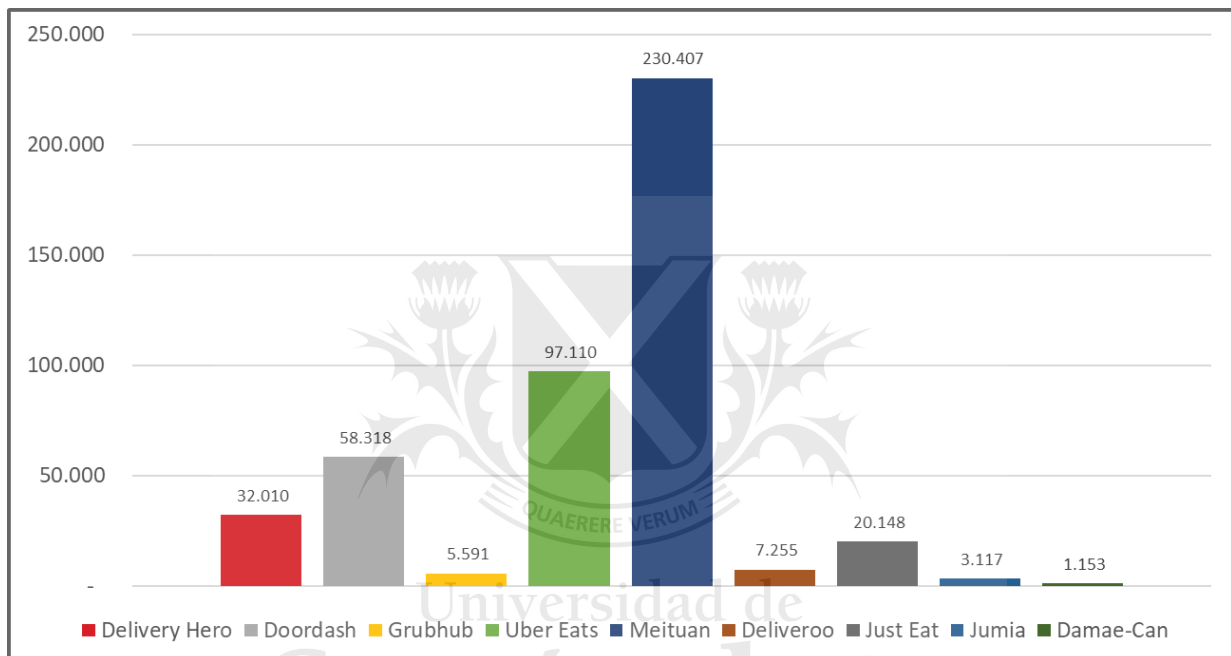
Haciendo foco sobre Delivery Hero, el EBITDA ajustado está siendo cada vez más negativo en términos absolutos, pero cuando lo observamos como ratio sobre las ventas, observamos que ha alcanzado un mínimo en 2019. La reversión a esta tendencia se debe al foco que la compañía está realizando para lograr salir de EBITDA negativos trabajando sobre la disminución de su estructura de costos a través de la digitalización y automatización de procesos.

San Andrés

#### 4.2.9. Capitalización bursátil

Luego, comparamos la capitalización bursátil de las empresas líderes de esta industria. En primer lugar, encontramos a Meituan con una capitalización de 230.407 millones de dólares. Luego, la siguen Uber con 97.120 millones de dólares, Doordash con 58.318 millones de dólares y Delivery Hero con 32.010 millones de dólares.

**Gráfico 28. Análisis de la competencia: capitalización bursátil junio 2021 [millones de dólares]**

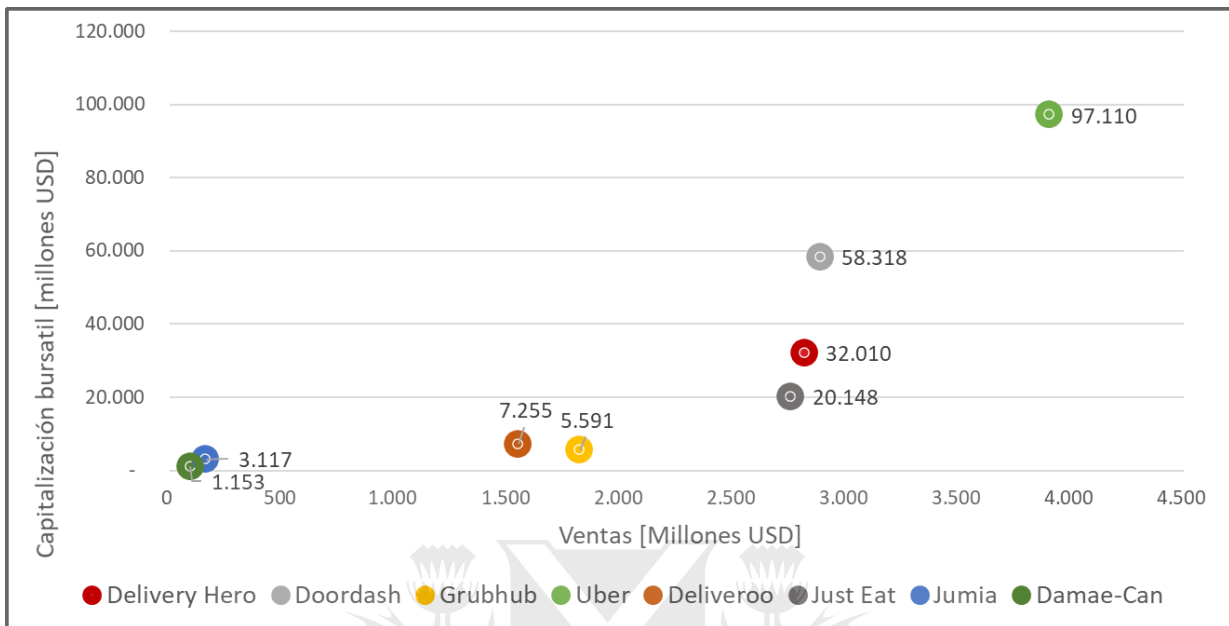


Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

A continuación, analizaremos la capitalización bursátil en función de las ventas, GMV, órdenes y EBITDA ajustado, para entender cuales variables impactan y tiene una mayor correlación con el valor de las compañías de delivery.

Comenzando por las ventas, en este caso, se evidencia que cuantos mayores sean las ventas mayor será la capitalización bursátil. De todas formas, encontramos que Doordash, Delivery Hero y Grubhub tienen valores de ventas relativamente cercanos y sin embargo sus capitalizaciones bursátiles difieren en mayor medida.

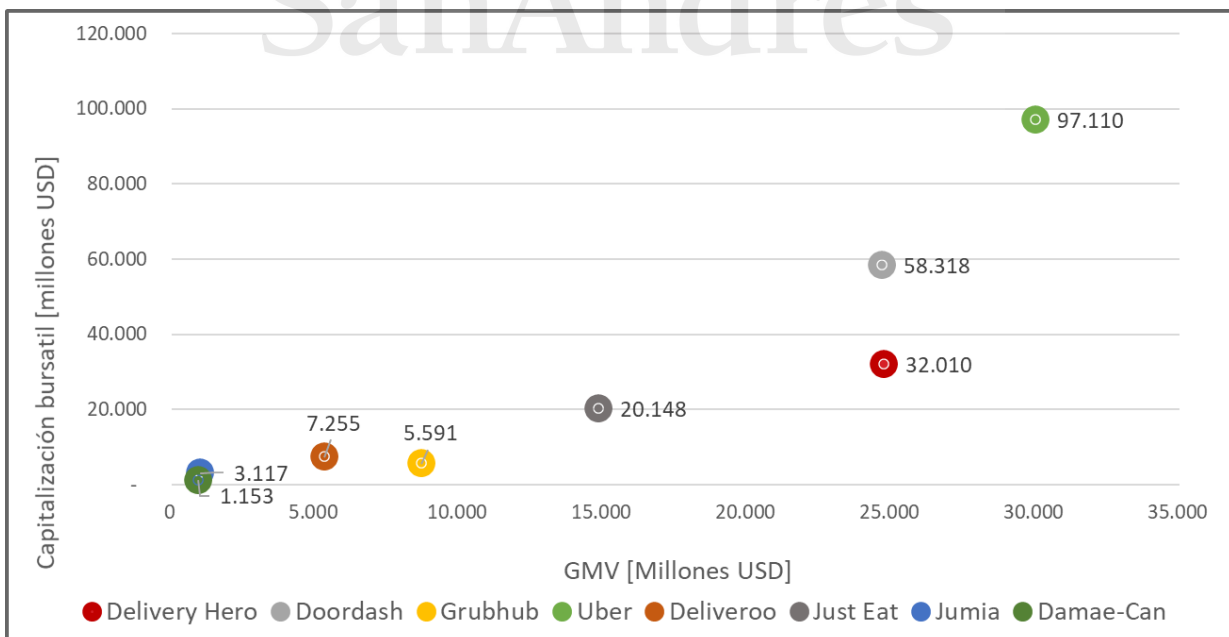
**Gráfico 29. Análisis de la competencia: Ventas vs capitalización bursátil en 2020**



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

Si observamos el gráfico a continuación comenzamos a notar el GMV es una variable que explica en mayor medida la capitalización bursátil de las compañías de delivery. Retomando el caso de Doordash, Delivery Hero y Grubhub; vemos que la menor capitalización bursátil de Just Eat se explica por los niveles más bajos de GMV.

**Gráfico 30. Análisis de la competencia: GMV vs capitalización bursátil en 2020**

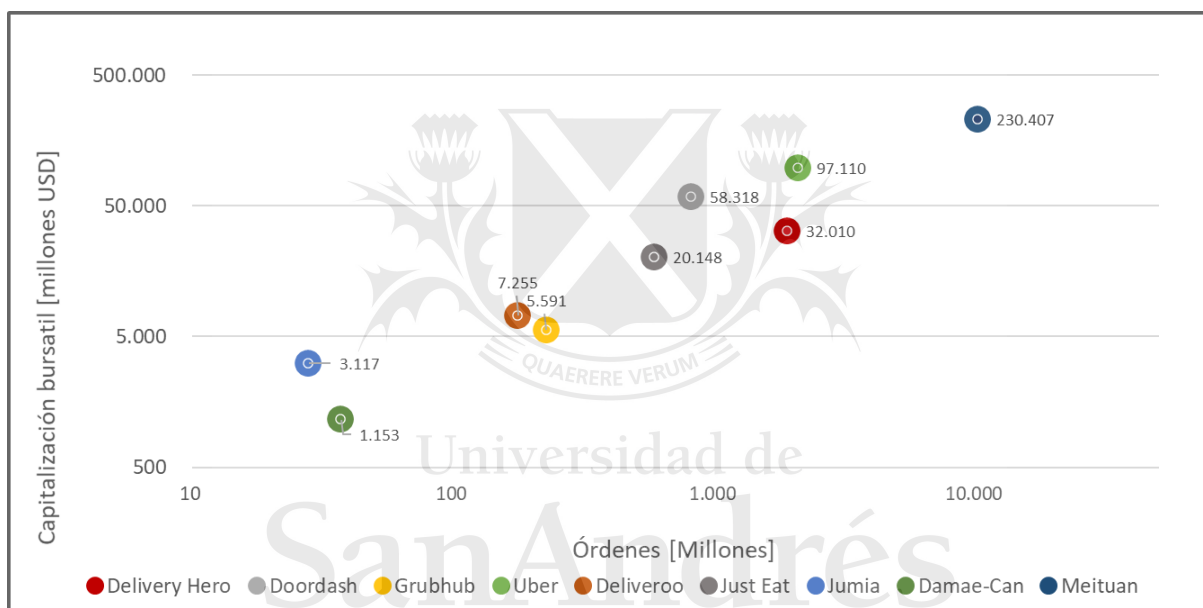


Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters



Continuando con nuestro estudio, si analizamos la capitalización bursátil en función de las órdenes en escala logarítmica, concluimos que el número de órdenes explica en mayor medida la capitalización bursátil de las compañías de delivery. La lectura realizada sobre esto es que la principal variable considerada por los inversores es la cantidad de órdenes procesadas por la compañía. Luego en segunda medida se encuentra el GMV y por último las ventas. Lógicamente la cantidad de órdenes da un orden de magnitud de la potencialidad de crecimiento de las flotas logísticas y consecuentemente el crecimiento de las ventas en el negocio. El nivel de órdenes va a depender también de las estrategias de crecimiento y adquisiciones de las compañías, del posicionamiento geográfico, de la cantidad de usuarios en dichos mercados.

**Gráfico 31. Análisis de la competencia: órdenes vs capitalización bursátil en 2020**  
[Escala logarítmica]

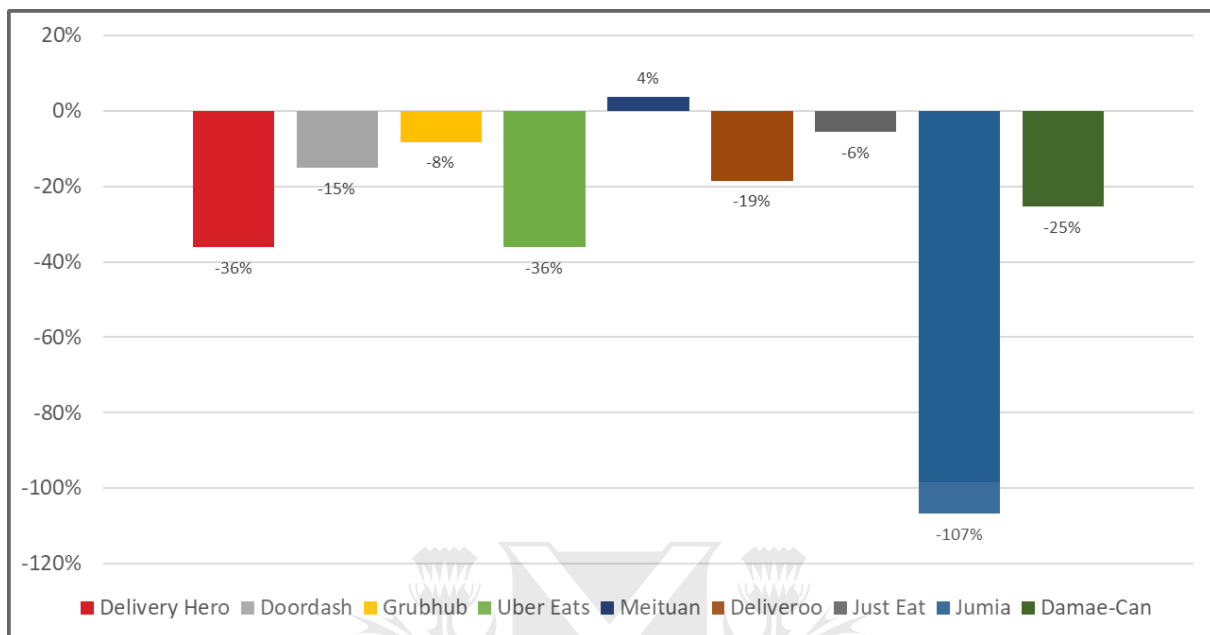


Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

#### 4.2.10. Márgenes operativos

Para finalizar este análisis de indicadores, comparamos los márgenes operativos de las empresas competidoras en el 2020. Vemos que la única empresa con márgenes positivos es Meituan, y con apenas un 4%. Luego podemos observar un segundo segmento conformado por Just Eat, Grubhub, Doordash y Deliveroo con márgenes negativos entre -6% y -19%. Luego, destacamos un tercer segmento con márgenes entre -25% y -36% constituido por Delivery Hero y Uber Eats. Por último, los márgenes operativos de Jumia ascienden a -107%.

**Gráfico 32. Análisis de la competencia: márgenes operativos 2020**



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

#### 4.3. POSICIONAMIENTO SEGÚN INDICADORES

En la ilustración a continuación, podemos observar un resumen del posicionamiento de Delivery Hero en cada uno de los indicadores previamente analizados. Se tomaron los valores de cada indicador para cada una de las empresas competidoras y el valor de la industria, y se los dividió en ocho segmentos. Luego se calculó en qué segmento de cada indicador se ubica Delivery Hero y la industria para entender su posicionamiento respecto de la competencia y la industria.

Podemos concluir que en lo que respecta a número de órdenes, usuarios activos, número de restaurantes y ocupación geográfica está ubicada dentro del mejor segmento. Luego, en cuanto a GMV y ventas no está posicionada como líder, pero sí está dentro del cuartil superior.

Analizando las tasas de crecimiento anual acumulado de los últimos cuatro años, vemos que tanto para las ventas como para el valor de la mercadería vendida (GMV) Delivery Hero tiene el mismo promedio que la industria; sin destacar, pero sin estar por debajo de los mismos. En lo que respecta al número de órdenes, el crecimiento ha sido levemente inferior al de la industria. Por último, el EBITDA ajustado de Delivery Hero está por debajo del promedio de la industria teniendo por debajo únicamente a Uber Eats.

En lo que respecta a la capitalización bursátil, Delivery Hero se encuentra segunda en el ranking (sin considerar a Meituan), luego de Uber Eats. Por último, ligado a los márgenes operativos, vemos que Delivery Hero se encuentra un segmento por debajo de la mediana de la industria.

#### Ilustración 11. Posicionamiento de Delivery Hero frente a sus competidores

Valuación de Delivery Hero




Maestría en Finanzas - Universidad de San Andrés

Ing. Agustín Cardini

		Delivery Hero	Industria	Mínimo	Máximo	Min						Max
Ventas [millones USD]	2020	2.817	-	93	3.904							
	TCAC [últimos 4 años]	76%	71%	14%	215%							
GMV [millones USD]	2020	24.732	-	924	30.002							
	TCAC [últimos 4 años]	79%	69%	19%	196%							
Órdenes [millones]	2020	1.891	-	28	2.080							
	TCAC [últimos 4 años]	87%	69%	28%	214%							
Adj EBITDA [millones USD]	2020	-673	-170	-873	294							
Usuarios activos [Millones]	2020	63	-	4	66							
Restaurants [miles]	2020	550	-	33	570							
Cantidad de países	2020	54	-	1	54							
Capitalización bursatil [Millones USD]	jul-21	32.010	-	1.153	97.110							
Márgenes operativos	2020	-36%	-22%	-107%	-6%							

\*sin considerar Meituan

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes financieros de las compañías

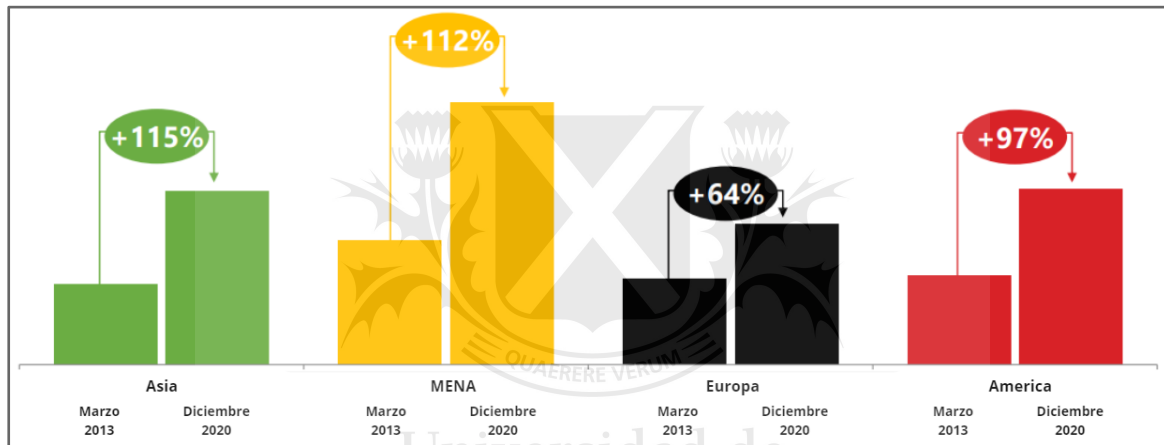
Referencias	
	Delivery Hero
	Coincide Delivery Hero con Industria
	Industria

## 5. POSICIONAMIENTO COMPETITIVO

### 5.1. TENDENCIA Y CRECIMIENTO

Analizando el número de órdenes histórico se observa un aumento en el número promedio de órdenes mensuales por cliente activo. De esta manera destacamos un aumento consistente de la frecuencia de los pedidos en los mercados muy atractivos. El cliente activo se define como aquel usuario único que realizó al menos un pedido en el mes del informe.

**Gráfico 33. Crecimiento del promedio de órdenes mensual por cliente activo por segmento 2013-2020**



Fuente: Presentación Delivery Hero 2020

Se observa una fuerte adquisición de clientes en 2020 y un crecimiento acelerado de nuevos clientes y comportamiento altamente predecible de los mismos.

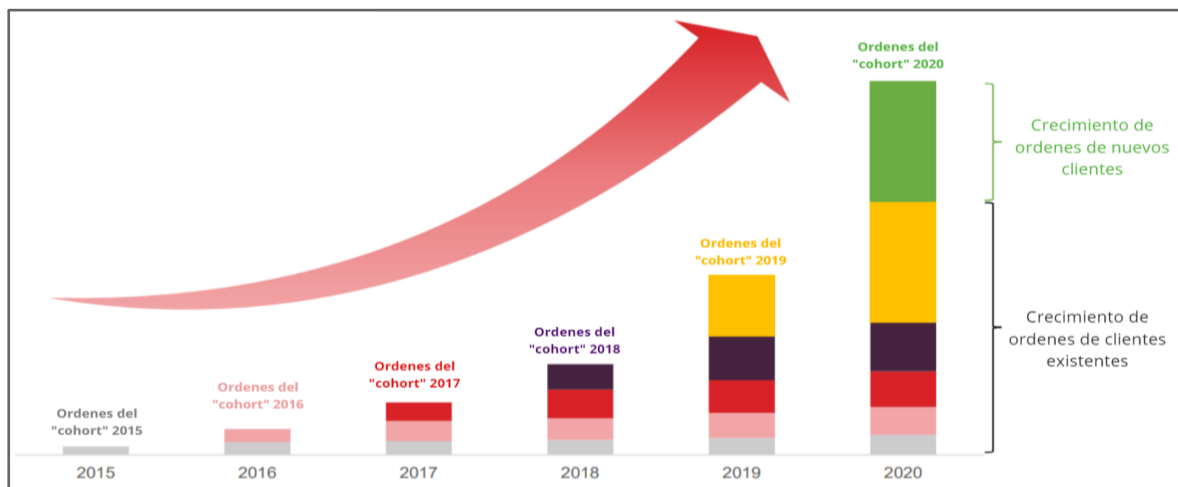
- Los clientes recientemente adquiridos exhiben tasas de crecimiento más altas, incluidas algunas adquisiciones incentivadas con cupones.
- Los clientes nuevos y recurrentes continúan haciendo pedidos con más frecuencia debido a una oferta más amplia.
- Los clientes adquiridos después de marzo de 2020 muestran un comportamiento alineado con los clientes adquiridos en años previos.

En el siguiente gráfico observamos un análisis de las órdenes segmentadas por cohorts.

“Cohort” se refiere a los clientes agrupados por el año calendario en el que realizaron su primer pedido en Delivery Hero. El “cohort” refleja la huella actual de cada usuario en Delivery Hero. Las conclusiones evidentes de este análisis son:

- año tras año, los nuevos usuarios (“cohort” N) generan más órdenes que los nuevos usuarios del año anterior (“cohort” N-1)
- la tasa de crecimiento de las órdenes de los cohorts más recientes son mayores.

Gráfico 34. Crecimiento de órdenes y cohorts



Fuente: Presentación Delivery Hero 2020

## 5.2. RIESGOS

El sistema de gestión de riesgos de Delivery Hero se divide en cinco pilares:

- Identificación
- Medición
- Gestión
- Monitoreo
- Reporte

En lo que respecta a la **identificación del riesgo** todos los empleados de Delivery Hero participan en la identificación de riesgos en conjunto con los equipos de gestión de riesgo locales.

Luego de la identificación se procede con la **medición del riesgo**. Para ello se contemplan dos dimensiones:

- a. **Impacto:** es la medida en que el riesgo, en caso de realizarse, afectaría a Delivery Hero y sus objetivos. Se clasifica en:
  - i. Insignificante: El riesgo no afecta el desempeño diario / pérdidas económicas insignificantes / sin impacto.
  - ii. Bajo: deterioro mínimo de los negocios diarios / situación inmediatamente bajo control / bajas pérdidas financieras.
  - iii. Medio: deterioro medio de los negocios diarios / pérdidas financieras medias/ daños limitados por ayuda externa.
  - iv. Alto: Pérdida temporal de funcionalidad y capacidad empresarial, daño significativo a la reputación / grandes pérdidas financieras
  - v. Crítico: Pérdidas financieras masivas / quiebras / gran daño a la reputación.
- b. **Probabilidad:** corresponde a la probabilidad de que ese riesgo ocurra dentro de un período de tiempo determinado.

La combinación de probabilidad de ocurrencia e impacto son el resultado en la evaluación de riesgos.

**Tabla 4. Clasificación de riesgos de Delivery Hero**

Clasificación de riesgos			Probabilidad				
			< 20 %	20-40 %	40 - 60%	60 - 80%	> 80%
I m p a c t o	Crítico	> € 247.2 millon	Medio	Medio	Alto	Alto	Alto
	Alto	€ 123.6 - 247.2 millon	Medio	Medio	Medio	Alto	Alto
	Medio	€ 61.8 - 123.6 millon	Bajo	Medio	Medio	Medio	Alto
	Bajo	€ 12.4 - 65.8 millon	Bajo	Bajo	Medio	Medio	Medio
	Insignificante	< € 12.4 millon	Bajo	Bajo	Bajo	Medio	Medio

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del reporte anual de 2020 de Delivery Hero

La **gestión del riesgo** contempla acciones y estrategias para gestionar los riesgos identificados y evaluados. alguna de las cuatro opciones es escogida por el manager de riesgos:

- Evitar el riesgo: detener la actividad que genera el riesgo.
- Reducción o mitigación del riesgo: tomar las medidas necesarias.
- Transferencia de riesgo: transferir a un tercero o compañía de seguros.
- Aceptación del riesgo: no es posible realizar ninguna acción.

El **monitoreo del riesgo** consiste en el seguimiento continuo de los riesgos identificados, evaluados y tratados con el respectivo propietario del riesgo o administrador de riesgo central / local con el propósito de evaluar las últimas probabilidades e impactos, así como monitorear y reevaluar las acciones definidas.

Por último, la compañía emite **reportes de riesgos** públicos en forma trimestral.

### **Perfil de riesgo**

En 2020 el perfil de riesgo y oportunidades de Delivery Hero cambió rotundamente en comparación con el perfil del 2019. Los nuevos factores de riesgos están vinculados con la pandemia (COVID-19), la incertidumbre respecto de leyes y regulaciones específicas con un impacto directo sobre las operaciones, el financiamiento externo y sus implicaciones sobre el riesgo de liquidez, y la incertidumbre sobre el éxito resultado de las nuevas verticales.

Los riesgos a continuación son aplicables a todos los segmentos de la compañía:

#### **5.2.1. Riesgo estratégico**

La industria de delivery en línea sigue creciendo rápidamente, respaldado por la creciente penetración de Internet y el uso de smartphones en todo el mundo. La industria se caracteriza por ser altamente competitiva. Sin embargo, cabe señalar que, gracias al

posicionamiento estratégico de las marcas del grupo, varios los competidores han cerrado o reducido completamente sus operaciones. En varios países Delivery Hero está sujeto a presiones de otros competidores existentes, modelos de entrega propios y grandes cadenas alimenticias. El éxito depende de la capacidad de mantener una posición sólida en los mercados. Si no es posible proteger el posicionamiento actual, el servicio de Delivery Hero puede caer en una competencia de precios que puede provocar una caída de las ventas. Delivery Hero se enfoca continuamente en aumentar su base de restaurantes y en mejorar la lealtad del cliente creando una experiencia increíble al pedir delivery.

El crecimiento y el éxito de la industria depende del crecimiento continuo del e-commerce y el quick commerce bajo el modelo de marketplace, la evolución hacia la demanda online a través de los dispositivos móviles, el desarrollo de nuevas tecnologías y la aceptación de los clientes a las plataformas. Adicionalmente, el grupo continúa ampliando los servicios brindados en muchas ciudades y países para aumentar la frecuencia de órdenes procesadas en la plataforma. El riesgo de mayor presión de las competencias es considerado alto.

Delivery Hero está realizando importantes inversiones en su servicio de entrega y sus capacidades de delivery, que es posible que no puedan recuperarse a través de las comisiones cobradas a los socios comerciales y las tarifas de delivery cobradas a los clientes. Se proyecta ampliar aún más el alcance y el desarrollo del propio servicio de delivery, pero no es posible garantizar que esta expansión y desarrollos previstos sean un éxito.

En 2020 Delivery Hero continuó con la adquisición y la integración de nuevas compañías, las cuales exponen al grupo a mayores volatilidades en lo que respecta a sus activos y pasivos, resultados financieros y estructura de financiamiento. Los procesos de integración pueden requerir más tiempo y recursos de lo esperado. Además, la integración de los negocios adquiridos y la adopción de las políticas generales del Grupo y los Sistemas de Control Interno pueden requerir más recursos de los esperados y afectar las operaciones de las entidades de manera adversa. Una adquisición también puede resultar menos beneficiosa de lo previsto inicialmente.

Los mercados emergentes y las economías en desarrollo en las que opera Delivery Hero, pueden no ser tan atractivos como se proyectaba inicialmente.

Cualquier falla para identificar, evaluar correctamente o evitar los problemas, responsabilidades u otras deficiencias o desafíos de una empresa tecnológica, incluidas cuestiones relacionadas con la propiedad intelectual, la protección de datos, cumplimiento normativo, prácticas contables, empleados o problemas con los clientes podrían dañar el negocio y la reputación, e incurrir en costos extraordinarios o inesperados adiciones que la empresa no logre afrontar. El riesgo se considera alto.

Los cambios tecnológicos pueden afectar negativamente al modelo de negocio actual, si no la empresa no es capaz de realizar continuamente mejoras tecnológicas. Las nuevas generaciones de consumidores y restaurantes pueden esperar diferentes aplicaciones y

soluciones tecnológicas. Los equipos de producto y tecnología de Delivery Hero se centran constantemente en la innovación en todas las áreas de la experiencia del consumidor. En este contexto, los desarrollos tecnológicos se evalúan constantemente. El riesgo de tecnologías disruptivas se considera alto.

Dado que Delivery Hero opera en mercados emergentes y en desarrollo, la misma está expuesta a riesgos económicos, políticos y legales en estos países. Cambios inesperados en los marcos regulatorios del mercado de capitales, así como los cambios en las leyes aplicables, pueden requerir que Delivery Hero reaccione con flexibilidad y dinamismo para adaptarse a ellos y minimizar el impacto. Además, las crisis financieras, la inestabilidad económica e institucional en ciertos mercados, las políticas monetarias expansivas de los grandes bancos centrales de todo el mundo y el exceso de endeudamiento de numerosos países emergentes y en desarrollo genera riesgos considerables para el negocio. El riesgo de problemas económicos, políticos, legales y financieros que se presentan se consideran altos.

Desastres naturales y catástrofes, como huracanes, terremotos, tornados, así como accidentes nucleares u otros accidentes industriales o el estallido de otra epidemia o pandemia generalizada que impactan en varios mercados en los que opera la empresa o en países puntuales en los que Delivery Hero obtiene una cifra significativa de sus ingresos (Corea del Sur, Kuwait y Arabia Saudita) o donde los restaurantes asociados, cocinas, Dmarts, proveedores, repartidores y los clientes están ubicados, pueden afectar a la industria. Tales eventos pueden hacer que sea difícil para los restaurantes asociados dotar de personal completo a sus restaurantes, cocinas y Dmarts. Por otro lado, pueden hacer que sea difícil para que Delivery Hero emplee repartidores para que entreguen alimentos y productos farmacéuticos a sus clientes. Particularmente casos severos pueden incluso causar una incapacidad temporal para obtener suministros, provocar cierres temporales o permanentes de los socios comerciales y otros proveedores o prohibir la entrega de alimentos y suministros los clientes, cualquiera de los cuales podría interrumpir el negocio y las operaciones y afectar negativamente el desempeño financiero.

El impacto de la pandemia de COVID-19 en el negocio y en los resultados financieros son muy inciertos y no pueden predecirse, incluso el alcance, la duración de la pandemia y las acciones tomadas por las autoridades gubernamentales en respuesta a la pandemia. El impacto del COVID-19 en la industria y los mercados en los que opera Delivery Hero, así como la situación financiera y los resultados de las operaciones dependen en gran medida del desarrollo futuro, incluido la duración y propagación del brote a nivel mundial y el impacto relacionado en la confianza y el nivel de gasto del consumidor, todos los cuales son altamente inciertos y no se puede predecir con certeza en este momento. Si los países en los que opera la compañía experimentan una recesión severa esto reducirá la confianza del consumidor, el poder adquisitivo y afectará negativamente al negocio y sus proyecciones. Se considera este riesgo como medio.



**Tabla 5. Riesgo estratégico de Delivery Hero**

Título	Descripción	Impacto	Gestión	Medición
<i>Competencia</i>	<i>Mayor presión ejercida por parte de la competencia.</i>	<i>Disminución en el número de ordenes.</i>	<i>Mitigación</i>	<i>Alto</i>
<i>Tecnología</i>	<i>Incapacida de realizar continuamente mejoras tecnológicas.</i>	<i>Pérdidas de consumidores y socios.</i>	<i>Mitigación</i>	<i>Alto</i>
<i>Inversión</i>	<i>No poder recuperar la inversión en su sistema de delivery.</i>	<i>Disminución del ROI.</i>	<i>Aceptación</i>	<i>Medio</i>
<i>Adquisiciones</i>	<i>Continúa adquisición e integración de nuevas compañías.</i>	<i>Mayores volatilidades de sus activos y pasivos, resultados financieros y estructura de financiamiento.</i>	<i>Aceptación</i>	<i>Medio</i>
<i>Mercados emergentes</i>	<i>Incapacidad de reaccionar con flexibilidad y dinamismo para a cambios.</i>	<i>Mayor exposición a riesgos económicos, políticos y legales.</i>	<i>Aceptación</i>	<i>Alto</i>
<i>COVID 19</i>	<i>El impacto de la pandemia de COVID-19 en el negocio son muy inciertos.</i>	<i>Disminución de los resultado.</i>	<i>Mitigación</i>	<i>Medio</i>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del reporte anual de 2020 de Delivery Hero

La entrega de alimentos en línea se basa en la interacción entre de la demanda de alimentos y bebidas de los clientes con la oferta de una amplia selección de opciones de menú por parte de los restaurantes. Las interrupciones en el suministro del restaurante pueden tener un efecto adverso en el desempeño del modelo de negocio. El brote del coronavirus es uno de los raros eventos que resultó en amplias restricciones a las operaciones de restaurantes, incluido el cierre temporal de restaurantes, así como toques de queda en las ciudades y países. Tales restricciones, en primer lugar, tienen un efecto dañino en la capacidad de los restaurantes para continuar las operaciones, pero en segundo lugar puede afectar de manera disruptiva el éxito del modelo de negocio de Delivery Hero en los mercados. Posibles medidas autorizadas para el control de una pandemia se pueden iniciar y modificar con poca antelación y podrían tener un gran impacto en las operaciones comerciales. El impacto depende de muchos factores, incluida la duración e intensidad del brote y la eficacia de medidas de salud pública y medidas macroeconómicas de apoyo. Considerando la diversificación de la empresa al estar presente en varios mercados que están expuestos de manera diferente al brote del coronavirus y las correspondientes medidas de control de la pandemia, se considera este riesgo como medio.

Para identificar y mitigar los riesgos estratégicos de manera oportuna, Delivery Hero promueve la intervención de los equipos locales, los cuales pueden reaccionar rápidamente a los cambios individuales de cada mercado. Además, Delivery Hero promueve la colaboración estratégica y tecnológica entre los equipos locales y centrales para apalancar la organización global.

### 5.2.2. Riesgo operativo

Delivery Hero opera sitios web, plataformas, soluciones de pago y otros sistemas de procesamiento de datos, que utiliza para recopilar, mantener, transmitir y almacenar información sobre los partners, clientes y proveedores. Todos ellos confían en que sus datos se manejan correctamente. Cualquier incumplimiento puede resultar en daños

graves de reputación. Por lo tanto, la compañía mantiene y mejora continuamente sus recursos técnicos e implementa elevados estándares en todo el mundo. Sin embargo, los riesgos de seguridad de datos siguen siendo el mayor riesgo inherente del modelo de negocio.

Dado que la naturaleza y las características de los ciberataques evolucionan constantemente, el riesgo de un ataque es elevado. Delivery Hero también está sujeto a riesgos de continuidad de negocio. La empresa cuenta sistemas complejos de telecomunicaciones y tecnología de datos para permitir que sus clientes accedan cómodamente a las plataformas y mejorar así su experiencia de delivery. La compañía utiliza dicha tecnología para procesar pedidos, gestionar entregas y facturación. Los sistemas proporcionados por terceros, como SAP y Salesforce, pueden ser difíciles de integrar con otras herramientas debido a su complejidad, lo que resulta en una alta inconsistencia de datos e incompatibilidad.

Delivery Hero también depende de terceros y el éxito depende de las relaciones con ellos. Estos terceros brindan diversos servicios relevantes para el negocio, como software, marketing, procesamiento de pagos y servicios de hosting de datos. Como toda empresa tecnológica, depende de la funcionalidad, seguridad y estabilidad de sus sitios web y plataformas de pedidos en línea. En el futuro, es posible experimentar interrupciones del servicio u otros problemas debido a una variedad de factores, incluidos cambios de infraestructura, errores humanos o de software, limitaciones de capacidad debido a un número elevado de usuarios que acceden a la plataforma simultáneamente, fraude o ataques de seguridad. Tiempos cortos de inactividad del sistema pueden conducir a pérdidas financieras, incluido el daño a la reputación de las marcas. El riesgo se considera alto.

Tabla 6. Riesgos operativos de Delivery Hero

Título	Descripción	Impacto	Gestión	Medición
<i>Ciberataques</i>	<i>Hackeo a sitios web, plataformas, soluciones de pago y otros sistemas de procesamiento de datos.</i>	<i>Pérdida de datos e incapacidad de gestionar el negocio.</i>	<i>Mitigación</i>	<i>Alto</i>
<i>Interrupcion del servicio</i>	<i>Delivery Hero también depende de terceros y el éxito depende de las relaciones con ellos.</i>	<i>Problemas en la funcionalidad, seguridad y estabilidad de sus sitios web y plataformas de pedidos</i>	<i>Mitigación</i>	<i>Alto</i>
<i>Robo de efectivo</i>	<i>Robo de efectivo por parte de riders o de socios comerciales</i>	<i>Pérdidas económicas y reputacionales</i>	<i>Mitigación / Evitar</i>	<i>Medio</i>
<i>Dmarts</i>	<i>Proyecciones erróneas, proveedores poco confiables, robo de mercadería, daños y pérdidas de inventario.</i>	<i>Aumento de los costos de inventario y deteriorar la experiencia</i>	<i>Mitigación</i>	<i>Medio</i>
<i>Talento</i>	<i>La empresa depende de personal talentoso para crecer, operar el negocio</i>	<i>Incapacidad de retener, atraer o reemplazar a dicho personal calificado.</i>	<i>Mitigación</i>	<i>Medio</i>
<i>Riders</i>	<i>El crecimiento del mercado de comida a domicilio en línea requiere de nuevos riders para aumentar la propia flota y brindar el servicio de delivery.</i>	<i>No tener la suficiente cantidad de riders para entregar en plazos prometidos</i>	<i>Mitigación</i>	<i>Medio</i>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del reporte anual de 2020 de Delivery Hero

Para evitar daños a sus sistemas, Delivery Hero trabaja evaluando, mejorando e implementando procesos con el objetivo de reflejar las mejores prácticas, que incluyen controles internos integrales, mejoras de procesos y experiencia en IT de los empleados. El continuo seguimiento y esfuerzos constantes para mejorar el sistema de seguridad es una prioridad absoluta para el Grupo.

El número de órdenes continúa expandiéndose en varias regiones. Esto conlleva a un mayor volumen de efectivo que es cobrado y transferido, con riesgo de robo. Para mitigar este riesgo, se han establecido varios mecanismos de control que aseguran el procedimiento de pago en efectivo. Al mismo tiempo, se promueve fuertemente las opciones de pago en línea para los clientes. El riesgo se considera medio.

Con respecto a la expansión de la operación Dmart, Delivery Hero depende en gran medida de un buen sistema y procedimientos de gestión de inventario que le permitan cumplir con las necesidades de los clientes y optimizar el stock. Proyecciones de demanda erróneas, proveedores poco confiables, robo de mercadería, daños y pérdidas de inventario, podrían aumentar los costos de inventario e, indirectamente, afectar negativamente la experiencia del cliente. Por lo tanto, para mitigar este riesgo, la empresa mantiene un fuerte control del inventario utilizando sistemas y procedimientos adecuados. Este riesgo se considera medio.

La empresa depende de personal talentoso para crecer, operar el negocio y es posible que no pueda retener, atraer o reemplazar a dicho personal calificado. El crecimiento del mercado de comida a domicilio en línea requiere de nuevos repartidores para aumentar la propia flota y brindar el servicio de delivery. Si no es posible encontrar un número suficiente de repartidores para el servicio de entrega, las operaciones de entrega podrían verse afectadas negativamente. Se considera este riesgo como medio.

---

### **5.2.3. Riesgos de cumplimiento**

Las regulaciones gubernamentales y las incertidumbres legales pueden generar carga administrativa y financiera sobre el negocio. Los riesgos de cumplimiento de Delivery Hero surgen principalmente de posibles violaciones o incumplimiento de leyes, reglas, regulaciones, acuerdos o normas de la industria y pueden conducir principalmente a multas o daños legales y reputacionales. Este riesgo se considera medio.

A medida que Internet continúa revolucionando las relaciones comerciales a escala mundial, el uso de Internet y los dispositivos móviles en la vida cotidiana son cada vez más frecuentes y el negocio de la comida a domicilio es cada vez más un centro de atención de los gobiernos locales y los medios de comunicación. Nuevas leyes y normativas relativas a Internet, el comercio electrónico, la alimentación pueden surgir. Estas leyes y regulaciones pueden afectar muchos aspectos del negocio, como la recolección, el uso y la protección de datos de los visitantes del sitio web y cuestiones de privacidad relacionadas, antimonopolio, contratos de trabajo, servicios de pago en línea, precios, prevención de

corrupción, impuestos, tarifas cobradas a los restaurantes asociados, contenido, derechos de autor, marcas registradas, distribución y calidad de bienes, alimentos y servicios.

El riesgo planteado por regulaciones del servicio de pago se considera alto. Es posible que se apliquen los requisitos de "conozca a su cliente" ("KYC"), obligando a la empresa a cumplir con ciertos requisitos formales adicionales. Dichos requisitos de cumplimientos KYC pueden afectar la incorporación de nuevos socios comerciales y, en consecuencia, el crecimiento del negocio o puede ralentizar procesos de pago inicial y aumentar significativamente el costo de adquisición. Se considera este riesgo como medio.

Los restaurantes en Europa están obligados a cumplir con las normas de higiene y seguridad alimentaria, regulaciones de etiquetado y están sujetos a controles oficiales de las autoridades locales competentes. Los socios comerciales de Delivery Hero tienen la obligación legal y contractual de cumplir con las normas de seguridad e higiene alimentaria aplicables. Los restaurantes requieren conocimiento sobre los ingredientes, alérgenos y riesgos de contaminación cruzada. Para apoyar a los restaurantes asociados, Delivery Hero ha iniciado varias mejoras en el proceso y realizado capacitaciones y cursos para los socios. Los Dmarts y las cocinas propias no sólo están sujetas a las regulaciones de etiquetado de alimentos en cada país de operación, sino también a los requisitos de higiene y seguridad. La seguridad alimentaria se refiere a la manipulación, preparación, almacenamiento y transporte adecuados de los alimentos para proteger a las personas de las enfermedades transmitidas por los mismos. Cada país tiene requisitos específicos para las áreas donde se preparan, tratan y almacenan productos alimenticios que son tomados en consideración.

Tabla 7. Riesgos de cumplimiento de Delivery Hero

Título	Descripción	Impacto	Gestión	Medición
<i>Incumplimiento de leyes</i>	<i>Violaciones o incumplimiento de leyes, reglas, regulaciones, acuerdos o normas de la industria.</i>	<i>Multas o daños legales y reputacionales.</i>	<i>Aceptación</i>	<i>Medio</i>
<i>Nuevas leyes</i>	<i>El negocio de la comida a domicilio es cada vez más un centro de atención de los gobiernos locales y los medios de comunicación.</i>	<i>Dificultad para cumplir con posibles nuevas normas y leyes locales.</i>	<i>Aceptación</i>	<i>Alto</i>
<i>Barreras de entrada</i>	<i>Obligación de la empresa a cumplir con ciertos requisitos formales adicionales. (Formularios)</i>	<i>Disminución de adquisición de socios. Menor crecimiento de la oferta.</i>	<i>Aceptación</i>	<i>Medio</i>
<i>Seguridad alimentaria</i>	<i>Normas de higiene y seguridad alimentaria.</i>	<i>Incidentes sanitarios. Pérdida de reputación.</i>	<i>Mitigación</i>	<i>Alto</i>
<i>Monopolio y competencia desleal</i>	<i>Riesgo de que las acciones que tome la empresa puedan ser examinadas bajo las leyes de antimonopolio y leyes de competencia desleal</i>	<i>Sanciones y multas.</i>	<i>Mitigación</i>	<i>Alto</i>
<i>Leyes internacionales</i>	<i>Elevados costos de cumplimiento de requisitos, leyes y reglamentos en los más de 50 países.</i>	<i>Aumento de costos legales.</i>	<i>Mitigación</i>	<i>Medio</i>
<i>Corrupción y extorsión</i>	<i>Delivery Hero opera en países donde la corrupción, la extorsión y el lavado de dinero son frecuentes.</i>	<i>Violación de las leyes anticorrupción y regulaciones de lavado de dinero.</i>	<i>Mitigación</i>	<i>Medio</i>
<i>Sindicato</i>	<i>Condiciones laborales no reglamentadas para los riders en la industria del delivery.</i>	<i>Aumento potencial de futuras disputas laborales.</i>	<i>Aceptación</i>	<i>Medio</i>
<i>Condiciones laborales</i>	<i>Situación laboral de riders, ya sea como autónomos o como empleados.</i>	<i>Cambios en el modelo de empleo, exponiendo a la empresa a cargas financieras adicionales.</i>	<i>Mitigación</i>	<i>Medio</i>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del reporte anual de 2020 de Delivery Hero

Los incidentes aislados o generalizados de seguridad alimentaria, como enfermedades transmitidas por los alimentos, brotes o fraudes alimentarios ocurren dentro del sector alimentario y por ello este negocio no es inmune y puede estar expuesto a tales incidentes en el presente o en el futuro. Tales incidentes podrían afectar negativamente el negocio, marcas y reputación y potencialmente impactar en los ingresos y resultados.

Delivery Hero ha contratado de forma centralizada a un equipo de gestión de calidad y seguridad alimentaria dedicado para dirigir y controlar la organización en materia de seguridad alimentaria y para fortalecer sus sistemas de gestión de la seguridad alimentaria. Los riesgos de seguridad alimentaria son inherentes al negocio y, por lo tanto, se los considera altos.

Dado que Delivery Hero tiene una posición sólida en la mayoría de los países en donde está presentes, existe un mayor riesgo de que las acciones que tome la empresa puedan ser examinadas bajo las leyes de antimonopolio y leyes de competencia desleal. Por este motivo el riesgo puede considerarse alto. Sin embargo, Delivery Hero promueve continuamente una cultura de cumplimiento de las leyes antimonopolio y de competencia dentro del Grupo, además de establecer controles internos con el objetivo de prevenir futuras infracciones de las leyes antimonopolio y de competencia.

Llevar a cabo negocios en alrededor de 50 países actualmente requiere del cumplimiento de numerosos y complejos requisitos legales, reglamentarios, incluidas leyes internacionales, lo que hace que el cumplimiento sea más costoso y desafiante. Estos riesgos aumentarán a medida que se amplíe aún más las operaciones en nuevos mercados.

Las reestructuraciones corporativas en el pasado y en el futuro podrían conducir a pagos de impuestos adicionales, y es posible que haya que pagar impuestos adicionales tras auditorías fiscales, multas o sanciones.

Delivery Hero opera en países donde la corrupción, la extorsión y el lavado de dinero son frecuentes, y por lo tanto está expuesta al riesgo de violación de las leyes anticorrupción y regulaciones de lavado de dinero vigentes. Es posible que se solicite a la empresa obtener aprobaciones o determinadas formalidades u otras obligaciones por parte de funcionarios públicos. Como resultado, está expuesta al riesgo que sus empleados, agentes o personas autorizadas realizar pagos u otorgar beneficios, violen leyes y regulaciones anticorrupción. Este riesgo se considera medio.

El riesgo de conflictos con los repartidores ha aumentado dadas las condiciones laborales en la industria del reparto de alimentos. Ha llamado la atención de los sindicatos, aumentando el potencial de futuras disputas laborales.

Otro riesgo relacionado con la flota de repartidores se relaciona con la situación laboral, ya sea como autónomos o como empleados. Es posible que el modelo de empleo actual sufra cambios, exponiendo a la empresa a cargas financieras adicionales. Para mitigar este

riesgo, la empresa monitorea de cerca los desarrollos legales en los países donde opera. Debido a la incertidumbre, el riesgo se considera medio.

---

#### 5.2.4. Riesgo financiero

##### **GESTIÓN DE RIESGOS EN RELACIÓN CON EL USO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS**

El objetivo principal de la gestión de riesgos financieros es limitar riesgos financieros derivado de las actividades comerciales. La gestión de riesgos financieros aborda los riesgos mediante la selección de los instrumentos y estrategias adecuadas, incluida la limitación del financiamiento externo a acuerdos de interés fijo para minimizar riesgos de tasa de interés, igualando cuando sea posible los flujos de caja denominadas en moneda extranjera dentro del Grupo para mitigar también la exposición a moneda extranjera. Los derivados solo se utilizan en casos excepcionales.

##### **RIESGO DE LIQUIDEZ**

El riesgo de liquidez es la incapacidad de cumplir con las obligaciones financieras por falta de recursos financieros. Los riesgos de liquidez pueden surgir del acceso limitado a oportunidades de financiamiento como resultado de la situación general de mercado, costos crecientes de financiamiento o un deterioro de la calificación crediticia de Delivery Hero.

La exposición al riesgo de liquidez se monitorea de cerca utilizando informes de liquidez y flujos de efectivo semanales, informes de previsión para garantizar una distribución adecuada de los fondos e identificación temprana de necesidades de financiamiento adicionales. Una línea de crédito garantizada no utilizada de 125 millones de euros asegura la financiación de las operaciones del Grupo. El riesgo de liquidez se evalúa como medio.

Durante 2020 Delivery Hero colocó bonos convertibles por un monto total de 3.250 millones de euros. El aumento del nivel de deuda convertible podría aumentar la vulnerabilidad del Grupo a las condiciones económicas y de la industria en general y limitar su capacidad para financiar las necesidades futuras de capital de trabajo. También podría limitar la flexibilidad de DH para reaccionar a los cambios en el negocio y los mercados, perjudicando la capacidad de obtener financiamiento adicional en el futuro.

##### **RIESGO DEL MERCADO FINANCIERO**

Dado que el Grupo no tiene actualmente pasivos significativos que devengan intereses con tipos de interés variables, el Grupo actualmente no está expuesto a riesgos derivados de la fluctuación de la tasa de interés.

Dado que las operaciones se llevan a cabo en muchas monedas diferentes, la empresa está expuesta al riesgo de tipo de cambio. Tales riesgos son causados por fluctuaciones o devaluaciones de divisas, así como controles cambiarios o medidas gubernamentales que afectan nuestra capacidad para convertir divisas y repatriar dividendos, si los hubiera. Las fluctuaciones en los tipos de cambio entre el euro y las monedas de los mercados locales pueden tener un impacto en los resultados de las operaciones.

La exposición al riesgo de tipo de cambio incluye, entre otros, la lira turca, el peso argentino, el won coreano, el dólar estadounidense, el riyal saudí y el dinar kuwaití. La volatilidad de los tipos de cambio y las depreciaciones de divisas frente al euro se destacan especialmente en la Lira turca y el peso argentino. La economía argentina sigue considerándose altamente inflacionaria y está calificada como una economía hiperinflacionaria según la NIC 29. En 2020 Delivery Hero inició operaciones en Venezuela. La economía de Venezuela también está calificada hiperinflacionaria según la NIC 29. Sin embargo, la moneda funcional de las operaciones de Delivery Hero en Venezuela es el dólar estadounidense.

Las devaluaciones de la moneda extranjera se supervisan de cerca y los riesgos financieros asociados se evalúan continuamente. En las posiciones significativas en moneda extranjera se utilizan instrumentos financieros para mitigar el riesgo. Los riesgos cambiarios se consideran bajos.

**Tabla 8. Riesgos financieros de Delivery Hero**

Título	Descripción	Impacto	Gestión	Medición
Riesgo de ciclo de vida	Riesgo asociado a la fase ascendente del ciclo de vida de una compañía. Crecimiento de ventas y pérdidas cada vez mayores.	No lograr entrar en el camino hacia la rentabilidad	Aceptación	Alto
Riesgo de liquidez	Los riesgos de liquidez pueden surgir del acceso limitado a oportunidades de financiamiento como resultado de la situación general de mercado, costos crecientes de financiamiento o un deterioro de la calificación crediticia de Delivery Hero.	Incapacidad de cumplir con las obligaciones financieras por falta de recursos financieros	Mitigación	Medio
	Durante 2020 Delivery Hero colocó bonos convertibles por un monto total de 3.250 millones de euros.	El aumento del nivel de deuda convertible podría limitar su capacidad de obtener financiamiento adicional en el futuro.	Aceptación	Medio
Riesgo de mercado financiero	Cambios en los precios de mercado, riesgo de moneda y de fair value.	Cambios en el "fair value" de los flujos de efectivo futuros de los instrumentos financieros .	Mitigación	Bajo
	Dado que las operaciones se llevan a cabo en muchas monedas diferentes, la empresa está expuesta al riesgo de tipo de cambio. Tales riesgos son causados por fluctuaciones o devaluaciones de divisas, así como controles cambiarios o medidas gubernamentales.	Disminución de la capacidad para convertir divisas y repatriar dividendos	Mitigación	Bajo
Riesgo de default	El riesgo de default es el riesgo de que los socios comerciales, principalmente restaurantes, no cumplan con sus obligaciones de pago, lo que puede resultar en una pérdida para el Grupo. Este riesgo involucra principalmente cuentas comerciales por cobrar, que no tienen habilitado el pago online.	Incumplimiento con los obligaciones de pago por parte de los socios comerciales, resultado en pérdidas para el grupo.	Mitigación	Bajo

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del reporte anual de 2020 de Delivery Hero

### **RIESGO DE DEFAULT**

El riesgo de default es el riesgo de que los socios comerciales, principalmente restaurantes, no cumplan con sus obligaciones de pago, lo que puede resultar en una pérdida para el Grupo. Este riesgo involucra principalmente cuentas comerciales por cobrar, que no tienen habilitado el pago online. Delivery Hero no está expuesto a un riesgo de default significativo por parte de un solo cliente, sino que generalmente se distribuye ampliamente sobre múltiples restaurantes asociados.

El Grupo mitiga el riesgo de default al aspirar a una mayor participación en los pagos en línea. El riesgo de default se clasifica de bajo riesgo considerando el alto grado de diversificación de las operaciones.

### **RIESGO ASOCIADO A LAS PRIMERAS ETAPAS DEL CICLO DE VIDA DE UNA EMPRESA**

Delivery Hero al igual que el resto de las compañías de esta industria, a excepción de Meituan, se encuentran en la fase ascendente del ciclo de vida de una compañía. Esto quiere decir, que se encuentran en la etapa en la cual las ventas comienzan a crecer a tasas aceleradas, pero sin embargo sus pérdidas son cada vez mayores. Esto es consecuencia del crecimiento acelerado de la compañía en esta etapa. Esto puede resultar en dos escenarios excluyentes; o bien las ventas siguen creciendo y la compañía entra en un sendero hacia la rentabilidad, o, por otro lado, las ventas se desaceleran y no logra entrar en el camino hacia la rentabilidad. Mas adelante, al analizar los indicadores financieros de la compañía veremos que en los últimos cuatro años Delivery Hero parecería haber entrado en el sendero hacia rentabilidades positivas.

## **5.3. OPORTUNIDADES Y ESTRATEGIA**

### **5.3.1. Desarrollo macroeconómico**

En teoría, toda persona presente en los mercados de Delivery Hero que tenga acceso a Internet es un cliente potencial. Se cree que el crecimiento de las oportunidades en los mercados actuales seguirá aumentando a través de la participación del cliente en línea y móvil, las capacidades logísticas de última milla, así como también cambios en el comportamiento del cliente debido a cambios en el estilo de vida y urbanización. Esta tendencia está particularmente impulsada por una nueva generación de consumidores más jóvenes que dependen en gran medida de smartphones para las transacciones diarias que representan la creciente cultura. El COVID-19 ha acelerado aún más este comportamiento, ayudando a los restaurantes y tiendas locales a pesar de las restricciones a continuar su negocio a través de las plataformas de Delivery Hero, y así logrando un aumento del número de pedidos en todo el mundo.



**Tabla 9. Oportunidades de desarrollo macroeconómico de Delivery Hero**

Descripción	Proyeccion	Fundamentos
<i>Toda persona presente en los mercados de Delivery Hero que tenga acceso a Internet es un cliente potencial.</i>	<i>Se cree que el crecimiento de las oportunidades en los mercados actuales seguirán aumentando gracias a :</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <i>participación del cliente en línea y móvil</i></li> <li>&gt; <i>capacidades logísticas de última milla</i></li> <li>&gt; <i>cambios en el comportamiento del cliente</i></li> <li>&gt; <i>nueva generación de consumidores más jóvenes (Smartphones)</i></li> <li>&gt; <i>El COVID-19 ha acelerado aún más este comportamiento, ayudando a los restaurantes y tiendas locales a pesar de las restricciones a continuar su negocio a través de las plataformas de Delivery Hero.</i></li> </ul>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del reporte anual de 2020 de Delivery Hero

### 5.3.2. Otros desarrollos del mercado

En 2020 Delivery Hero mantuvo una sólida trayectoria de crecimiento en términos de órdenes, ingresos y valor de mercadería bruta. Se espera que esta tendencia continúe en los próximos años. Esto será impulsado tanto por, el negocio de delivery de comida (donde se esperan fuertes inversiones en la calidad y el alcance de la oferta para respaldar un fuerte crecimiento orgánico) y, por la oferta de q-commerce, que se espera mejorar y aumentar la frecuencia de los pedidos y la fidelización de los clientes. La inversión en el desarrollo de nuevos Dmart continuará en 2021.

A medida que más consumidores generan más pedidos, el “marketplace” se vuelve más atractivo para los restaurantes y aparecer en el “marketplace” se convierte en una ventaja operativa.

Delivery Hero proyecta oportunidades de crecimiento haciendo foco e invirtiendo en mercados en los que son líderes y mercados en los que ven un potencial para convertirse en líderes de mercado, con un nivel de inversión razonable. Ejemplos de esta estrategia son las adquisiciones del negocio latinoamericano de Glovo e Instashop, y el lanzamiento de operaciones de delivery en Japón.

**Tabla 10. Oportunidades de desarrollo en nuevos mercados de Delivery Hero**

Descripción	Proyeccion	Fundamentos
<i>Delivery Hero mantuvo una sólida trayectoria de crecimiento en términos de órdenes, ingresos y valor de mercadería bruta.</i>	<i>Se espera que esta tendencia continúe en los próximos años impulsada por:</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <i>el negocio de delivery de comida</i></li> <li>&gt; <i>la oferta de q-commerce</i></li> <li>&gt; <i>aumento de la frecuencia de los pedidos</i></li> <li>&gt; <i>fidelización de los clientes</i></li> <li>&gt; <i>inversión en el desarrollo de nuevos Dmart</i></li> <li>&gt; <i>inversión en mercados en los que son líderes</i></li> <li>&gt; <i>inversión en mercados con potencial para convertirse en líderes de mercado</i></li> </ul>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del reporte anual de 2020 de Delivery Hero

### 5.3.3. Logística

La inversión en tecnología logística es uno de los pilares del éxito de Delivery Hero. Las mejoras de producto (previsión de la demanda, gestión de flotas y optimización de rutas) no solo permiten reducir aún más el costo por pedido, sino que también ayudan a reducir los tiempos de entrega, aumentando así la satisfacción y fidelización del cliente.

La calidad de la infraestructura logística permitió aumentar la oferta más allá del delivery de comida, expandiéndose y posicionándose como pioneros del delivery de alimentos a través del negocio de Dmarts. Sin grandes inversiones en la capacidad de delivery, una operación exitosa de entrega de última milla no será posible. Consecuentemente, la infraestructura de entrega existente es una ventaja competitiva que le permite a Delivery Hero captar y satisfacer la creciente demanda de consumidores de alimentos. Sobre esta base, se cree que la empresa está posicionada excepcionalmente los próximos años. Podrá multiplicar su base de clientes con demanda en línea de bajos pedidos con pocos artículos.

**Tabla 11. Oportunidades de logística de Delivery Hero**

Título	Proyección	Fundamentos
<i>La inversión en tecnología logística es uno de los pilares del éxito de Delivery Hero. Las mejoras de producto (previsión de la demanda, gestión de flotas y optimización de rutas) permiten reducir el costo por pedido, los tiempos de entrega, y aumentar así la satisfacción y fidelización del cliente.</i>	<i>Se cree que la empresa está posicionada excepcionalmente los próximos años gracias a:</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; calidad de la infraestructura logística</li> <li>&gt; expansión del negocio de Dmarts</li> <li>&gt; infraestructura de entrega existente</li> <li>&gt; operación exitosa de entrega de última milla</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del reporte anual de 2020 de Delivery Hero

### 5.3.4. Personalización de la experiencia del usuario

Los esfuerzos de Delivery Hero por alcanzar la hiper personalización de los servicios y la recomendación de opciones de menú están mejorando la experiencia del cliente final. Basado en la recopilación y el análisis de datos, el objetivo es identificar las preferencias de cada uno de los usuarios antes de que ellos mismos decidan. Esto afectará positivamente la retención de clientes y proporcionará mayor potencial de crecimiento en el futuro.

El servicio al cliente personalizado y el conocimiento detallado del mismo permiten generar ingresos complementarios como, por ejemplo, servicios de marketing, así como otros servicios y productos adaptados a las preferencias del cliente.

**Tabla 12. Oportunidades de personalización de la experiencia del usuario de Delivery Hero**

Título	Proyección	Fundamentos
<i>El servicio al cliente personalizado y el conocimiento detallado del mismo permiten generar ingresos complementarios como por ejemplo, servicios de marketing, así como otros servicios y productos adaptados a las preferencias del cliente.</i>	<i>Los esfuerzos de Delivery Hero por alcanzar la hiperpersonalización de los servicios y la recomendación de opciones de menú están mejorando la experiencia del cliente final.</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; recopilación y el análisis de datos,</li> <li>&gt; identificación anticipada de las preferencias de cada usuario</li> <li>&gt; retención de clientes</li> <li>&gt; potencial de crecimiento en el futuro.</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del reporte anual de 2020 de Delivery Hero

### 5.3.5. Tecnología

El Grupo continúa integrando soluciones globales en plataformas locales y tiene como objetivo la estandarización. Este enfoque simplificará aún más el complejo panorama de la manipulación de datos y la infraestructura y reducirá costos de mantenimiento. Avanzando en la automatización de operaciones, se espera mejorar el ritmo y la calidad del servicio en áreas como atención al cliente, facturación e incorporación de repartidores en el corto plazo. Además, la empresa planea seguir invirtiendo en innovación tecnológica para mejorar constantemente las plataformas.

**Tabla 13. Oportunidades de tecnología de Delivery Hero**

Título	Proyección	Fundamentos
<i>El Grupo continúa integrando soluciones globales en plataformas locales y tiene como objetivo la estandarización. Este enfoque simplificará aún más el complejo panorama de la manipulación de datos y la infraestructura y reducirá costos de mantenimiento.</i>	<i>Se espera mejorar el ritmo y la calidad del servicio en áreas como atención al cliente, facturación e incorporación de riders apalancado en:</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; inversión en innovación tecnológica</li> <li>&gt; mejora constante de las plataformas on-demand</li> <li>&gt; automatización de operaciones</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del reporte anual de 2020 de Delivery Hero

### 5.3.6. Oportunidades de talento

Delivery Hero cuenta con profesionales en todo el mundo, lo que permite crecer a gran velocidad mientras mantiene las mejores prácticas. Dispone de una gran capacidad de recursos disponible para enfrentar nuevos desafíos que puedan surgir en cualquier país.

El departamento de "People" apoya el negocio a través de operaciones centrales, contratación de personas, desarrollo de talento, compromiso con los empleados, experiencia y adquisición de talentos. Esto asegura la capacidad de retener a los talentosos profesionales con los que trabaja, y atraer nuevos talentos en todo el mundo, lo cual hace crecer aún más la reputación y el negocio.

**Tabla 14. Oportunidades de talento de Delivery Hero**

Título	Proyeccion	Fundamentos
<i>Delivery Hero cuenta con profesionales en todo el mundo, lo que permite crecer a gran velocidad mientras mantiene las mejores prácticas.</i>	<i>Se proyecta asegurar la capacidad de retener a los profesionales taletosos, atraer nuevos talentos en todo el mundo, lo cual hace crecer aún más la reputación y el negocio a través de:</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; operaciones centralizadas</li> <li>&gt;adquisición de nuevos talentos</li> <li>&gt; desarrollo de talento</li> <li>&gt; compromiso con los empleados</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del reporte anual de 2020 de Delivery Hero

## 5.4. ESTRATEGIA

Hace casi diez años, Delivery Hero comenzó como un marketplace para pedidos de alimentos en línea. Hoy en día, es la plataforma de entrega local líder en el mundo, que ofrece alimentos, comida, suministros médicos, productos electrónicos y otros artículos para el hogar a los clientes donde y cuando los necesiten.

Una de las cosas que destaca a Delivery Hero es su concepto de logística: no solo conecta a los consumidores con restaurantes y proveedores asociados, sino que en aproximadamente el 66% de todos los pedidos también se ocupa de la entrega. Con flotas de repartidores en más de 600 ciudades de todo el mundo, puede entregar casi cualquier cosa a sus clientes, y puede hacerlo más rápido que nadie.

### ¿Por qué es realmente importante ser rápido?

Q-commerce es lo que se conoce como la nueva generación de comercio electrónico: hacer llegar los pedidos a la puerta de los clientes en menos de una hora.

### ¿Por qué la reducción de los tiempos de entrega es crucial para este negocio?

Pieter-Jan Vandepitte, (COO: Chief Operations Officer) director de operaciones de Delivery Hero, explica: "Con todo lo que hacemos, siempre tenemos en mente brindar un servicio increíble. Nuestra oferta está dirigida a clientes que necesitan artículos de inmediato, no en unos días, ni en unas horas, sino ahora mismo. Podría ser alguien que necesita urgentemente un cargador de teléfono en la oficina porque se olvidó del suyo en casa. Puede ser un grupo de personas que están a punto de ver un partido de fútbol, pero no tuvieron tiempo para comprar bocadillos y bebidas. Queremos que esas personas reciban sus pedidos lo más rápido posible, ya que sabemos que lo apreciarán y seguirán utilizando nuestro servicio".

### ¿Cómo la escala puede impulsar la rentabilidad?

Hay ciertos picos de demanda cuando la gente pide comida (durante los horarios de almuerzo y cena), y hay otros picos cuando la gente quiere comprar en línea (por la tarde o al final de la noche). La diversificación en las nuevas verticales hace que el propio modelo de entrega sea aún más exitoso.

La rentabilidad no solo depende de cuánto se paga por la logística. También depende de cuánto se necesita invertir en la experiencia del cliente, qué tan satisfechos están los mismos, con qué frecuencia recomiendan el servicio a sus amigos, etc. Al brindar el servicio de delivery con la flota propia, Delivery Hero tiene el control de toda la experiencia del cliente y es posible comunicarse de manera más fácil y transparente. La satisfacción del cliente es mayor cuando el delivery es entregado por la flota de delivery propia debido al alto nivel de transparencia y confiabilidad.

Un ejemplo de esto sería el siguiente. Una de las razones más comunes por las que los clientes se ponen en contacto con los equipos de soporte es querer saber dónde está su pedido. Cuando los socios están a cargo de la logística, lo único que pueden hacer los agentes de atención al cliente es ponerse en contacto con el restaurante y preguntar por el estado. Mientras que cuando la entrega la realiza Delivery Hero, el cliente puede verificar el estado directamente en su aplicación. Si bien la experiencia del cliente mejora, los costos de la compañía disminuyen: es una situación en la que todos ganan.

La ecuación es simple: entrega rápida + excelente experiencia del cliente + mayor lealtad del cliente = éxito comercial.

Cuando un repartidor entrega un pedido e inmediatamente recibe el siguiente, el modelo realmente funciona. Este puede ganar más dinero y la flota tiene mayor eficiencia.

Tener un cliente satisfecho es genial, tener millones de ellos es incluso mejor. Cuantos más pedidos realicen, mejor se podrán utilizar las flotas propias de delivery. Al agregar nuevos productos a la cartera, como comestibles o productos farmacéuticos, se puede aumentar aún más la tasa de utilización de las flotas propias.

Desde la entrega propia hasta los almacenes propios

Ya sabemos que la entrega propia puede tener éxito con una sólida red de socios y la tasa de utilización adecuada de las flotas de repartidores. En 2019, Delivery Hero incorporó a su estructura almacenes propios, llamados Dmart.

Mientras que los supermercados están contruidos de una manera que permite a los clientes caminar con su carrito por los pasillos, un Dmart es un almacén que hace que el almacenamiento sea eficiente y la selección rápida. Los alquileres suelen ser bajos porque los Dmart se encuentran en calles secundarias o en sótanos y no necesitan una fachada atractiva.

## 6. ANÁLISIS FINANCIERO

Para el análisis financiero de Delivery Hero consideraré los últimos cuatro períodos fiscales, ya que la información pública rige desde el 2017, año en el cual la compañía ha realizado la oferta pública inicial también conocida como IPO (*Initial Public Offering*). El objetivo es utilizar la información de los estados financieros para realizar un análisis objetivo de la situación presente, y detectar tendencias que nos permitan proyectar cómo van a evolucionar dichos estados financieros en los próximos años.

### 6.1. ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Para realizar un análisis e interpretación correcta de los estados financieros debemos trabajar utilizando porcentajes y no valores absolutos ya que estos traen aparejados ciertas limitaciones y sesgos a la hora de interpretar los mismos. Entre ellos podemos mencionar:

- Al comparar valores nominales, es difícil entender cómo ha evolucionado la estructura de capital de la compañía.
- Al comparar valores nominales, estamos utilizando valores heterogéneos que pueden llevar a conclusiones erróneas.
- Al comparar valores nominales, uno puede creer que un aumento de caja, por ejemplo, contribuiría a tener un mejor ratio de liquidez y no necesariamente puede estar ocurriendo ello.
- Al comparar valores nominales, el análisis de ratios puede arrojar conclusiones incorrectas.
- Al comparar valores nominales, los efectos de la inflación son ignorados.

Como vemos, hay una gran cantidad de desventajas de analizar los estados financieros en valores absolutos. Por este motivo realizaremos el análisis en valores porcentuales.

San Andrés

6.1.1. Estado de resultados

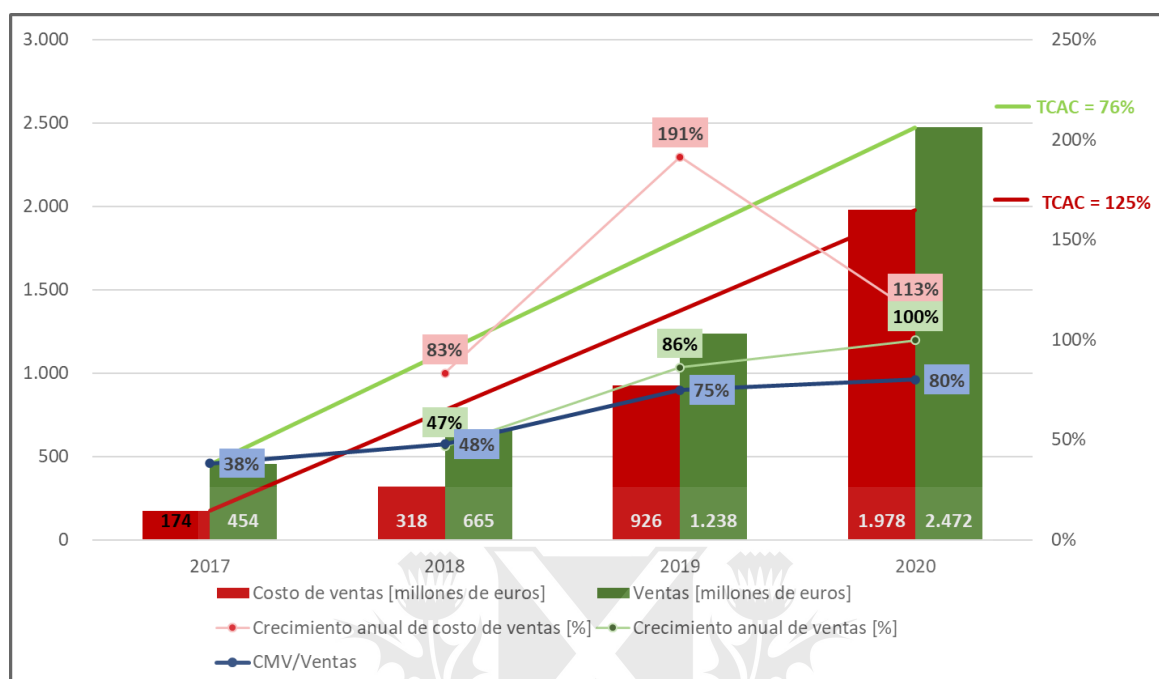
Tabla 15. Estado de resultados porcentual de Delivery Hero

CUADRO DE RESULTADOS [%]	2017	2018	2019	2020	Promedio
<i>Ventas</i>	100%	100%	100%	100%	100%
<i>Costo de ventas</i>	38,3%	47,8%	74,9%	80,0%	74,9%
<b>Ganancia bruta</b>	<b>61,7%</b>	<b>52,2%</b>	<b>25,1%</b>	<b>20,0%</b>	<b>25,1%</b>
<i>Gastos generales y administrativos</i>	112,2%	82,6%	71,4%	52,7%	71,4%
<i>Gastos excepcionales (ingresos)</i>	-0,1%	0,0%	0,3%	-0,3%	0,3%
<i>Otros gastos operativos (ingresos)</i>	-0,7%	-0,2%	-1,4%	-1,0%	-1,4%
<b>EBITDA</b>	<b>-49,6%</b>	<b>-30,3%</b>	<b>-45,2%</b>	<b>-31,4%</b>	<b>-45,2%</b>
<i>Depreciaciones y amortizaciones</i>	1,9%	6,1%	7,1%	4,8%	7,1%
<b>EBIT</b>	<b>-51,5%</b>	<b>-36,3%</b>	<b>-52,4%</b>	<b>-36,2%</b>	<b>-52,4%</b>
<i>Intereses cobrados (pagados) No operativos</i>	-19,3%	-3,1%	-4,4%	-18,8%	-4,4%
<i>Otros</i>	-0,8%	0,5%	3,1%	-1,2%	3,1%
<b>EBT</b>	<b>-71,6%</b>	<b>-38,9%</b>	<b>-53,6%</b>	<b>-56,2%</b>	<b>-53,6%</b>
<i>Provisión por impuestos</i>	1,7%	2,8%	2,1%	0,6%	2,1%
<b>Ganancia neta después de impuestos</b>	<b>-73,3%</b>	<b>-41,7%</b>	<b>-55,7%</b>	<b>-56,7%</b>	<b>-55,7%</b>
<i>Intereses minoritarios</i>	0,6%	0,6%	0,1%	-0,1%	0,1%
<i>Ajustes por PCGA de Ley EEUU</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Ganancia neta antes de items extraordinarios</b>	<b>-72,6%</b>	<b>-41,1%</b>	<b>-55,7%</b>	<b>-56,8%</b>	<b>-55,7%</b>
<i>Item extraordinarios</i>	-3,5%	35,3%	74,4%	0,0%	74,4%
<b>Ganancia neta</b>	<b>-76,1%</b>	<b>-5,8%</b>	<b>18,7%</b>	<b>-56,8%</b>	<b>18,7%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

En primer lugar, observamos una aceleración del crecimiento de las ventas, con una tasa de crecimiento anual acumulado del 76%. Por otro lado, también observamos un aumento alarmante de los costos de ventas, los cuales han desacelerado en el último año. La tasa de crecimiento anual acumulado de los costos de ventas es del 125%. Si analizamos la evolución del costo de ventas sobre las ventas, vemos que los mismos han crecido en forma alarmante en estos últimos cuatro años, llegando a representar un 80% en 2020.

Gráfico 35. Evolución las ventas, costos y TCAC de Delivery Hero 2017 – 2020



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

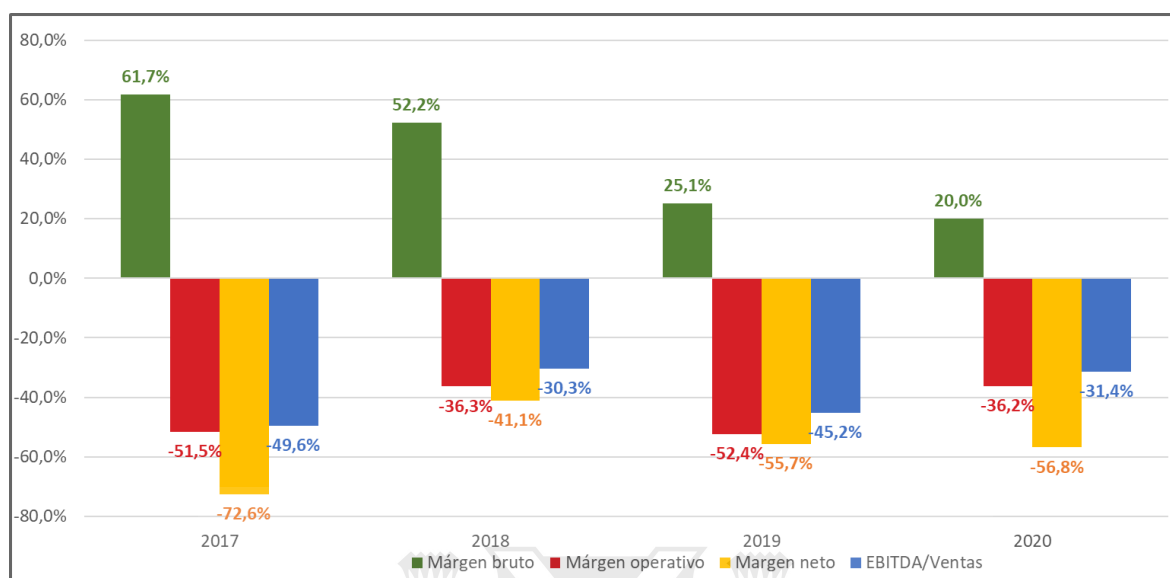
Sin embargo, si observamos la velocidad con la cual están creciendo tanto las ventas como los costos de ventas en los últimos 4 años, vemos que el crecimiento de las ventas es cada vez mayor y presenta una tendencia alcista, mientras que, si miramos la velocidad con la cual crecen los costos año tras año, nos encontramos con que los mismos están creciendo a tasas inferiores. Las ventas crecieron anualmente desde 47% a 100%, y los costos de ventas crecieron a 83% y 191%, para luego desacelerarse en 2020 con un crecimiento del 113%, es decir, 78 puntos porcentuales por debajo del 2019.

La ganancia bruta muestra una tendencia negativa pasando de representar un 61,7% de las ventas en 2017 a representar un 20% en el 2020. Esto se debe principalmente al aumento progresivo y sostenido de los costos de ventas, los cuales pasaron del 38,3% al 80% en tan solo cuatro años.

Al observar el gráfico a continuación, entendemos que el principal desafío para Delivery Hero estará centrado en cómo resolver su situación de márgenes operativos negativos. Deberá mostrar señales a los inversores de que la empresa está enfocada y está llevando a cabo iniciativas para salir de esta situación, que, si bien es un tanto alarmante para Delivery Hero, por otro lado, son valores característicos de esta industria la cual está en la fase de expansión y crecimiento.



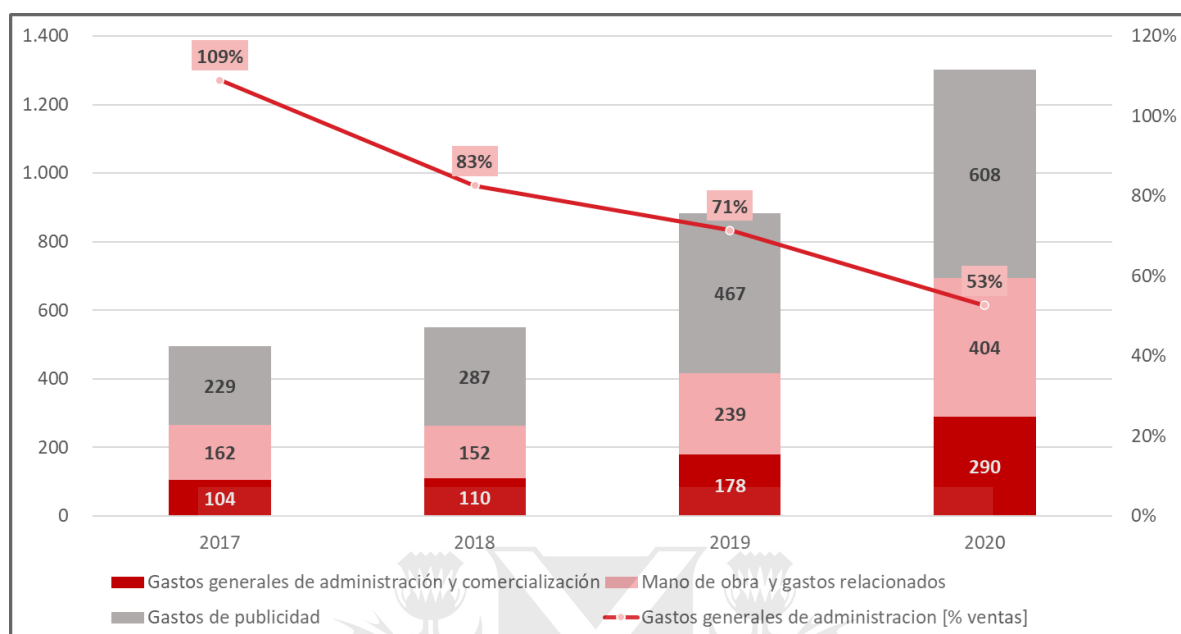
Gráfico 36. Evolución de margen bruto, operativo y EBITDA de Delivery Hero



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

A pesar del creciente aumento de los costos de ventas, el impacto sobre el EBITDA no ha mostrado esta misma tendencia alarmante gracias al enorme esfuerzo de la compañía por reducir los gastos generales y administrativos. Esto se debe principalmente a la innumerable cantidad de acciones que ha realizado la empresa para minimizar las tareas operativas a la mínima expresión. Minimizar las tareas operativas forma parte de los OKR de la compañía a nivel global, ya que se entiende que al minimizar las mismas se puede minimizar el tiempo de los procesos, y de esta manera poder brindar un servicio más rápido, lo que resulta en una mejor experiencia para el usuario. No solo permite agilizar los tiempos de entrega de los pedidos, sino que le permite a la compañía adaptarse rápidamente a esta industria tan dinámica. Se puede observar que en 2017 estos gastos representan el 112% de las ventas, llegando a valores próximos al 53% en 2020.

**Gráfico 37. Gastos generales de administración Delivery Hero [millones de euros]**



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

Considerando lo desarrollado en el párrafo anterior, vemos que si bien el EBITDA es negativo muestra una tendencia positiva pasando de valores cercanos a los -50% de las ventas en 2017 a -31,4% en 2020. Dado que las amortizaciones no son un número representativo de las ventas, la evolución del EBIT mantiene una misma tendencia y evolución que el EBITDA.

Para llegar a la ganancia neta después de impuestos debemos considerar los intereses no operativos y los impuestos. Por un lado, la empresa desde sus orígenes ha pagado intereses. En el último año, el porcentaje de intereses pagados aumentó como consecuencia de los cupones pagados de los bonos convertibles emitidos en dicho año. En lo que respecta a los impuestos vemos que en el último año ha reducido considerablemente el monto de los impuestos pagados. La alícuota impositiva aplicable a la compañía en el 2020 ha sido del 30,17%.

Finalmente se observa una tendencia de la compañía para lograr obtener una ganancia neta positiva a través de la reducción de los gastos generales y administrativos. Actualmente los vouchers representan un costo de venta para la compañía. La estrategia global está en conseguir que estos vouchers los financien otras entidades.

Los "ítems extraordinarios" corresponden a ingresos netos correspondiente a operaciones discontinuadas.

6.1.2. Balance

Tabla 16. Balance general porcentual de Delivery Hero

BALANCE [%]	2017	2018	2019	2020	Promedio
<b>ACTIVOS</b>	100%	100%	100%	100%	100%
<b>Activos Corrientes</b>	<b>37,3%</b>	<b>43,7%</b>	<b>35,5%</b>	<b>57,8%</b>	<b>35,5%</b>
<i>Caja &amp; Equivalentes de caja e Inversiones de corto plazo</i>	30,6%	18,2%	27,7%	51,0%	27,7%
<i>Caja &amp; Equivalentes de caja</i>	30,6%	18,2%	26,2%	50,6%	26,2%
<i>Inversiones de corto plazo</i>	0,0%	0,0%	1,6%	0,4%	1,6%
<i>Inventarios</i>	0,1%	0,2%	0,3%	0,6%	0,3%
<i>Activos prepagados</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Cuentas por cobrar</i>	4,4%	4,4%	5,0%	2,5%	5,0%
<i>Otros activos corrientes</i>	2,2%	21,0%	2,5%	3,7%	2,5%
<b>Activos No Corrientes</b>	<b>62,7%</b>	<b>56,3%</b>	<b>64,5%</b>	<b>42,2%</b>	<b>64,5%</b>
<i>Propiedades / Plantas / Equipamiento neto</i>	1,1%	1,9%	7,2%	5,9%	7,2%
<i>Propiedades / Plantas / Equipamiento bruto</i>	1,8%	2,9%	9,7%	8,2%	9,7%
<i>Depreciación acumulada</i>	-0,7%	-0,9%	-2,5%	-2,2%	-2,5%
<i>Goodwill</i>	34,8%	28,4%	28,7%	19,2%	28,7%
<i>Activos Intangibles</i>	24,9%	15,3%	10,5%	4,7%	10,5%
<i>Inversiones de largo plazo</i>	1,7%	10,4%	17,6%	12,1%	17,6%
<i>Pagarés a cobrar de largo plazo</i>	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Otros pasivos de largo plazo</i>	0,0%	0,0%	0,5%	0,3%	0,5%
<b>PASIVO</b>	16,1%	19,3%	30,0%	79,8%	30,0%
<b>Pasivo Corrientes</b>	<b>10,8%</b>	<b>16,3%</b>	<b>23,1%</b>	<b>17,3%</b>	<b>23,1%</b>
<i>Cuentas a pagar</i>	1,4%	1,5%	2,4%	1,7%	2,4%
<i>Gastos acumulados</i>	0,0%	2,2%	1,5%	1,0%	1,5%
<i>Proporcion de Deuda de Largo plazo/Leasing financiero</i>	0,1%	0,1%	1,1%	1,0%	1,1%
<i>Otros pasivos corrientes</i>	9,4%	12,6%	18,1%	13,7%	18,1%
<b>Pasivos No Corrientes</b>	<b>5,2%</b>	<b>3,0%</b>	<b>6,9%</b>	<b>62,5%</b>	<b>6,9%</b>
<i>Deuda de largo plazo</i>	0,0%	0,0%	0,0%	51,1%	0,0%
<i>Obligaciones leasing financiero</i>	0,1%	0,1%	3,4%	2,2%	3,4%
<i>Diferimiento de impuesto a la ganancia</i>	4,0%	2,1%	1,4%	0,5%	1,4%
<i>Intereses minoritario</i>	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,1%	-0,1%
<i>Otros pasivos</i>	1,0%	1,0%	2,2%	8,7%	2,2%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	83,9%	80,7%	-70,0%	20,2%	70,0%
<i>Acciones ordinarias en circulación</i>	8,9%	9,3%	7,1%	3,5%	7,1%
<i>Acciones preferenciales en circulación</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Pago adicional en capital</i>	129,9%	134,1%	102,7%	60,4%	102,7%
<i>Beneficio retenido (Deficit acumulado)</i>	-45,5%	-53,1%	-28,0%	-37,3%	-28,0%
<i>Acciones ordinarias en tesorería</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Otros</i>	-9,4%	-9,6%	-11,7%	-6,4%	-11,7%

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

**Análisis del activo**

Para comenzar podemos observar que la empresa ha mantenido en los cuatro últimos años un porcentaje de activos corrientes superior al 35%. En el 2020 ha crecido fuertemente pasando de valores del 35% a 57%. Mantener un elevado porcentaje de activos corrientes es una estrategia de la empresa para poder tener liquidez inmediata ante la necesidad de redireccionar el negocio o abrir nuevos segmentos. Recordemos que la empresa proyecta hacer grandes inversiones en el segmento de Dmart lo cual requiere la adquisición de almacenes. A su vez, los Dmart requieren una inversión inicial elevada de capital de trabajo operativo.

Con respecto a las cuentas por cobrar los valores históricos oscilaron entre un 5% y un 2,5%. Se puede notar una disminución continua del mismo debido al esfuerzo de la empresa de compañía para fomentar los medios de pagos electrónicos de manera tal, que Delivery Hero actúa como empresa de retención y una vez cumplido el plazo de liquidación realiza el pago a los socios comerciales y repartidores. Cuando las transacciones se realizan en efectivo esto impacta negativamente, haciendo que el porcentaje de cuentas a cobrar sea mayor, ya que la empresa deberá solicitar al socio comercial que realice el pago, y en caso de no hacerlo se aplican sanciones a su operación o hasta incluso se los pueda bajar de la plataforma. La empresa es consciente de que el efectivo es un medio de pago aún muy utilizado en muchos países (sobre todo en Latinoamérica), por este motivo está aplicando el requisito de adherirse al débito automático a todos aquellos nuevos socios comerciales que se sumen a la plataforma.

En lo que respecta a los inventarios se observa una tendencia creciente pasando del 0.1% al 0.6% en cuatro años. Si bien el porcentaje de inventarios no es representativo dentro de los activos corrientes, se espera que con la apertura de los Dmart y la expansión del Quick Commerce la participación comience a crecer. Esto lógicamente va a impactar en los ratios de eficiencia, principalmente en los días de inventario, de los cuales se espera que crezcan como consecuencia de la estrategia de la empresa.

Los activos no corrientes oscilaron entre valores del 42% y 65%. Se observa una tendencia hacia la disminución del porcentaje de activos no corrientes. Los principales componentes del activo no corriente son los activos intangibles y Goodwill, los cuales en conjunto representan prácticamente el 50%. Las fluctuaciones en ellos se deben primordialmente a las adquisiciones de nuevas marcas y desarrollos de software informático para la flota de delivery propia de Delivery Hero.

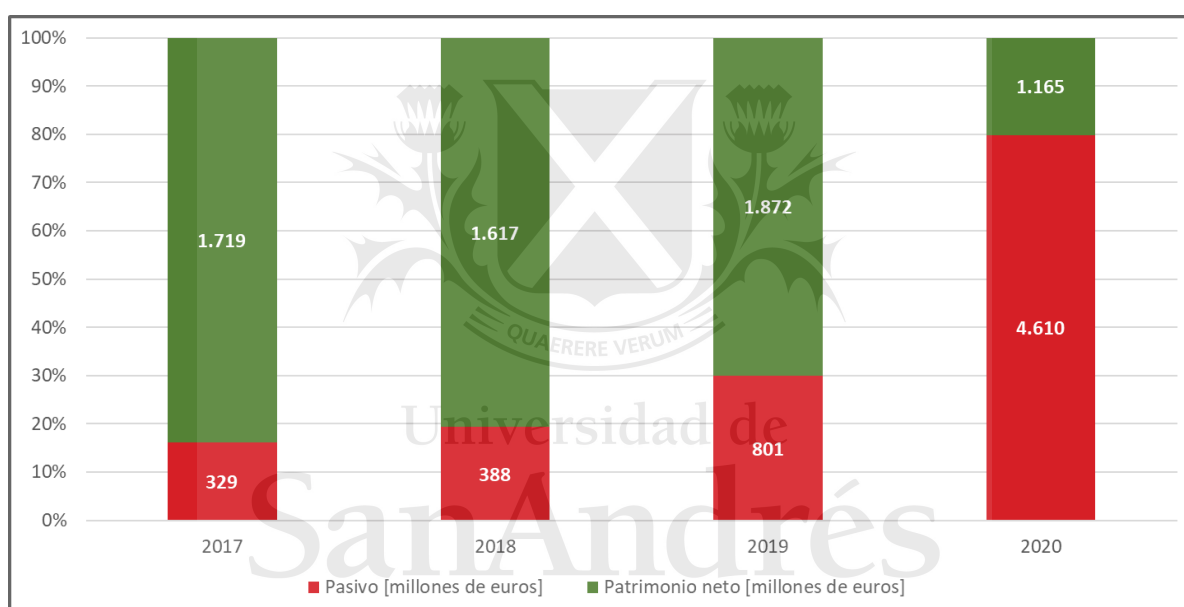
### **Análisis del pasivo y patrimonio neto**

A simple modo introductorio quisiera recordar que el pasivo son obligaciones que la empresa tiene respecto de terceros, las cuales pueden ser exigidas judicialmente, mientras que el patrimonio es un pasivo con los socios o dueños de la empresa y no puede ser reclamadas judicialmente.

A los efectos de la gestión de Delivery Hero, el capital incluye el capital suscrito y las reservas de capital. El objetivo principal de la gestión de capital de Delivery Hero es asegurar la capacidad del Grupo para continuar en la operación de la empresa con el fin de financiar la estrategia de crecimiento y reducir el costo de capital. La estrategia de gestión de capital, incluidas las políticas y los procesos de gestión de capital, se centran en el seguimiento de caja y equivalentes de caja y la deuda procedente del financiamiento externo. Al 31 de diciembre de 2020, los Bonos Convertibles emitidos durante este año son la única fuente de financiamiento externo. En el año anterior no existía deuda por financiamiento externo. Las reservas de capital incluyen el componente de capital de los bonos convertibles emitidos en este mismo año.

Al analizar la evolución de pasivos y patrimonio neto de Delivery Hero se destaca el dinamismo de constante evolución de la compañía. Inicialmente la empresa se financió con un 80% de capital propio (Patrimonio Neto) y 20% de capital externo (Pasivo). En tan solo cuatro años la empresa ha hecho un giro drástico en su composición de pasivos y patrimonio neto llevando dichos valores a 20% de capital propio y 80% de capital externo. Si bien esta tendencia ha sido continua, se puede observar que en el último año la compañía ha sido fuertemente endeudada pasando de un 30% a un 80% de financiamiento con pasivos. Esto se debe a la colocación de deuda de largo plazo que ha hecho la empresa en el 2020. Esta estrategia de financiamiento supo aprovechar el contexto de tasas deprimidas ocasionadas por la pandemia, resultando en un beneficio por el aumento del escudo impositivo debido a los intereses a pagar por dicha deuda.

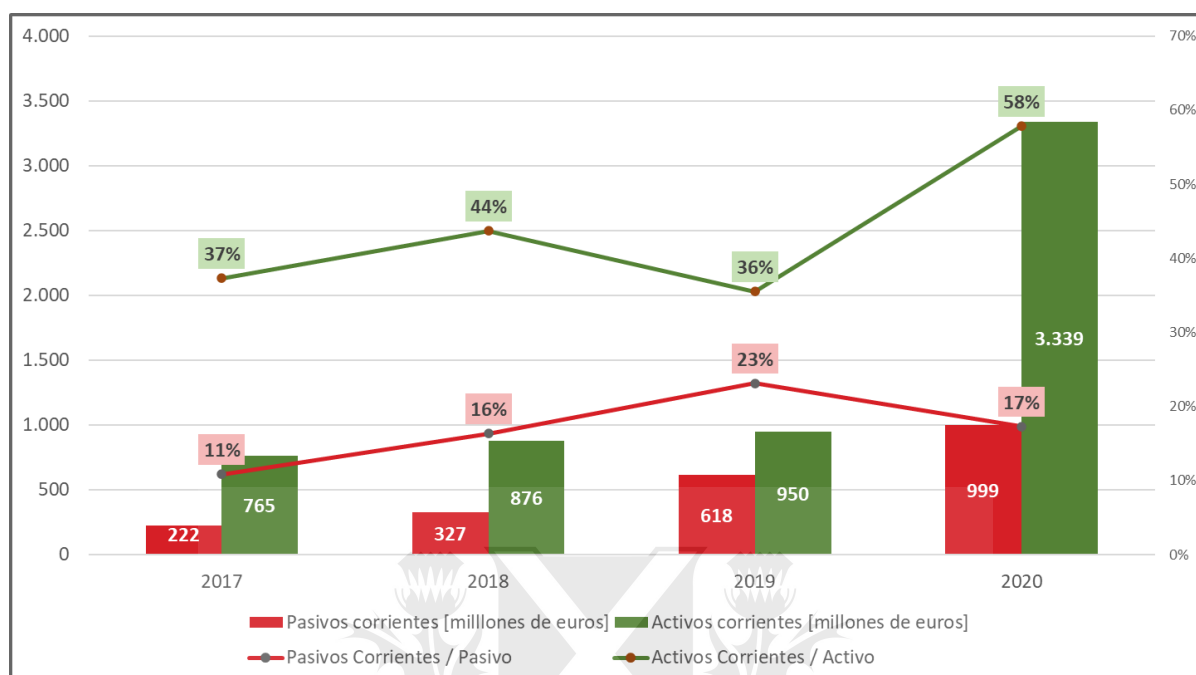
**Gráfico 38. Evolución de la pasivo y patrimonio neto de Delivery Hero 2017 – 2020**



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

Si comparamos los activos corrientes con los pasivos corrientes vemos que Delivery Hero tiene una elevada capacidad de hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. Históricamente los activos corrientes se ubicaron entre 35% y 57% del activo, mientras que los pasivos corrientes se ubicaron entre 10% y 23% del activo. En lo que respecta al 2020 los activos corrientes fueron de 57,8% y los pasivos corrientes de 17,3%. Esto demuestra que la empresa tiene bajas probabilidades de no poder hacer frente a sus obligaciones y entrar en aprietos financieros en el corto plazo.

Gráfico 39. Evolución de los activos y pasivos corrientes de Delivery Hero 2017 – 2020



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

Es interesante también resaltar que previo al 2020, el endeudamiento de la empresa ha sido mayoritariamente a través de pasivos corrientes, con un promedio del 76% de los pasivos totales, logrando de esta manera no apalancar la empresa en el largo plazo. Finalmente, en 2020 los pasivos corrientes pasaron a representar el 22% de los activos totales (Pasivo Corriente: 17.3% / Pasivo total: 79.8%)

Creo pertinente hacer una breve descripción de las dos colocaciones de deuda convertible realizada por el grupo en el 2020.

Tabla 17. Deuda convertible emitida por Delivery Hero en 2020

COLOCACIÓN DE DEUDA CONVERTIBLE SENIOR NO GARANTIZADA DELIVEY HERO								
Bonos Convertibles I - (Fecha colocación: 15.01.2020)								
Tramo	Vencimiento	Principal [millones]	Cantidad de bonos	Importe nominal	Cupon pagadero semestral	Precio de conversión	Callable? (1)	Putable? (2)
A	Enero 2024	€875	8750	€100.000	0,25%	€98	Si	Si
B	Enero 2027	€875	8750	€100.000	1,00%	€98	Si	Si
Bonos Convertibles II - (Fecha colocación: 08.07.2020)								
Tramo	Vencimiento	Principal [millones]	Cantidad de bonos	Importe nominal	Cupon pagadero semestral	Precio de conversión	Callable? (1)	Putable? (2)
A	Julio 2025	€750	7500	€100.000	0,875%	€143,925	Si	Si
B	Enero 2028	€750	7500	€100.000	1,500%	€148,975	Si	Si

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

Colocación el 15 de enero de 2020 - Bonos Convertibles I

- Los Bonos Convertibles I son inicialmente convertibles en aproximadamente 17,9 millones de nuevas o existentes acciones ordinarias de Delivery Hero.
- Los Bonos Convertibles I fueron emitidos al 100% de su valor nominal.
- Los Bonos Convertibles I se han colocado únicamente a inversores institucionales a través de una colocación privada.
- Los Bonos Convertibles se comercializan en el segmento de mercado abierto no regulado (Freiverkehr) de la Bolsa de Frankfurt.

<sup>(1)</sup> Delivery Hero tiene derecho a canjear los Bonos Convertibles en cualquier momento (i) a partir del 13 de febrero de 2023 (Tramo A) y 13 de febrero de 2025 (Tramo B), si el precio por acción de Delivery Hero asciende al menos al 130% (Tramo A) o 150% (Tramo B) del precio de conversión relevante en ese momento o (ii) si el 15% o menos del monto principal del tramo de los Bonos Convertibles siguen en circulación.

<sup>(2)</sup> El tenedor de bonos tiene un derecho de venta condicional si un inversor obtiene derechos de voto indirectos o directos del 30% o más. En ese caso, los bonos se rescatan su valor principal más intereses devengados

Colocación el 8 de julio de 2020 - Bonos Convertibles II

- Los Bonos Convertibles II son inicialmente convertibles en aproximadamente 10,2 millones de acciones ordinarias nuevas o existentes de Delivery Hero.
- Los Bonos Convertibles II fueron emitidos al 100% de su valor nominal.
- Los Bonos Convertibles II se han colocado únicamente a inversores institucionales a través de una colocación privada.

<sup>(1)</sup> Delivery Hero tiene derecho a canjear los Bonos Convertibles II en cualquier momento (i) a partir del 5 de agosto de 2023 (Tramo A) y 5 de febrero de 2026 (Tramo B) si el precio por acción de Delivery Hero asciende al menos al 130% (Tramo A) o 150% (Tramo B) del precio de conversión en ese momento o (ii) si el 15% o menos del monto principal del tramo de los Bonos Convertibles II siguen en circulación.

<sup>(2)</sup> El tenedor de bonos tiene un derecho de venta condicional si un inversor obtiene derechos de voto indirectos o directos del 30% o más. En ese caso, los bonos se rescatan su valor principal más intereses devengados

6.1.3. Flujo de fondos

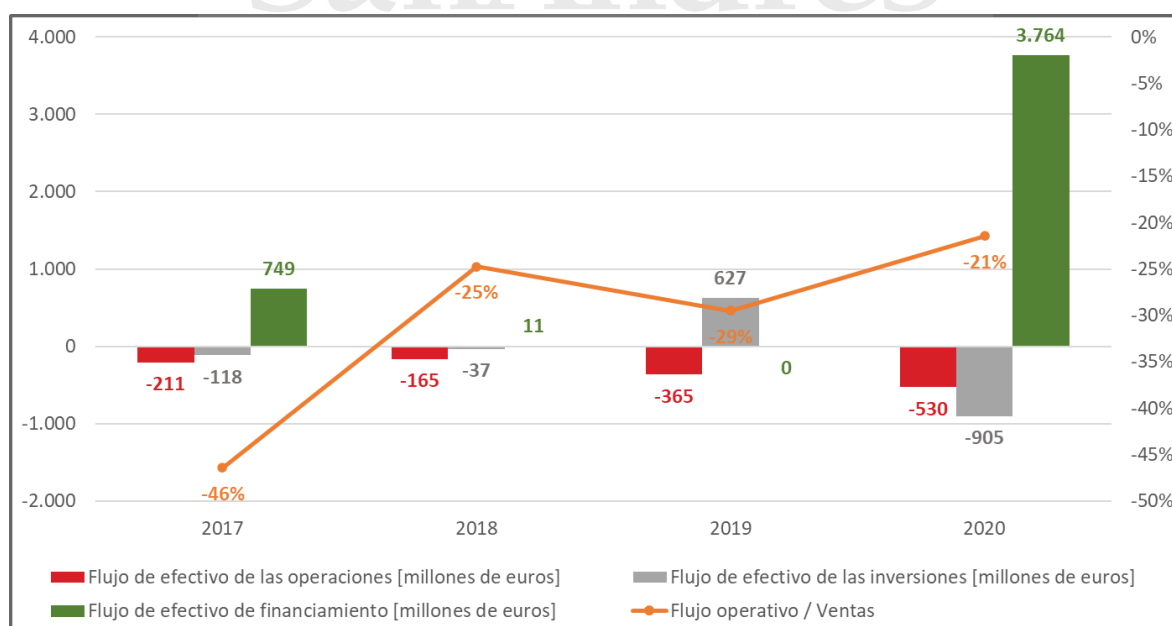
Tabla 18. Flujo de fondos porcentual de Delivery Hero 2017 – 2020

FLUJO DE FONDOS [%]	2017	2018	2019	2020
Cambio neto del flujo de caja	100%	100%	100%	100%
Flujo de efectivo proveniente de las operaciones [%]	-50%	86%	-139%	-23%
<i>Ganancia Neta</i>	-83%	22%	88%	-60%
<i>Depreciaciones &amp; Amortizaciones</i>	13%	-30%	38%	6%
<i>Intereses pagados</i>	3%	0%	0%	1%
<i>Variación de capital de trabajo operativo</i>	12%	-28%	25%	18%
Flujo de efectivo proveniente de inversiones [%]	-28%	19%	239%	-39%
<i>Capital expenditure</i>	-5%	26%	-36%	-9%
<i>Otros flujos de caja</i>	-22%	-6%	275%	-30%
Flujo de efectivo proveniente de financiamiento [%]	178%	-6%	0%	162%
<i>Flujos de financiamiento</i>	-3%	0%	0%	-1%
<i>Emisión (rescate) de acciones neto</i>	268%	-6%	11%	25%
<i>Emisión (rescate) de deuda neto</i>	-88%	1%	-11%	137%

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

Al analizar los flujos de fondos de cada año observamos que existe mucha volatilidad acerca de cuál es el origen y destino de los fondos que hace que el flujo sea positivo año a año. Tanto en 2017 como en 2020, el cambio neto de caja fue positivo gracias al flujo de efectivo proveniente del financiamiento, emisión de acciones y emisión de deuda convertible senior no garantizada respectivamente. En 2018, el único componente del flujo de fondos positivo fue el proveniente del financiamiento. Por último, en el 2019 el cambio neto fue positivo gracias al flujo de efectivo proveniente de las inversiones.

Gráfico 40. Evolución de origen de los flujos de fondos de Delivery Hero 2017 – 2020



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero



Podríamos afirmar que las operaciones de Delivery Hero son deficitarias. Por este motivo, requieren de una fuente de financiamiento externo que pueda soportar las pérdidas originadas por estas operaciones. Si bien en términos absolutos los flujos de fondos de las operaciones crecen año tras año, si lo comparamos contra las ventas se ve una tendencia positiva, que muestra que Delivery Hero está en el sendero hacia a la rentabilidad.

Es de vital importancia determinar por cuánto tiempo la empresa podrá financiar las pérdidas operativas. La capacidad de conseguir nuevas fuentes de financiamiento en el futuro va a depender en gran medida de la capacidad de Delivery Hero para demostrar que puede revertir la situación de márgenes negativos. Entendamos el ciclo de conversión de efectivo de Delivery Hero.

Para analizar el ciclo de conversión de efectivo debemos calcular lo siguiente:

$$\text{Ciclo de conversión de efectivo} = \text{Días de inventario} + \text{Período de cobranza} - \text{Período de pago}$$

**Ecuación 1. Ciclo de conversión de efectivo**

Donde:

$$\text{Días de inventario} = \frac{\text{Inventarios}}{\text{Costo de ventas} / 360}$$

**Ecuación 2. Días de inventario**

$$\text{Período de cobranza} = \frac{\text{Cuentas por cobrar}}{\text{Ventas} / 360}$$

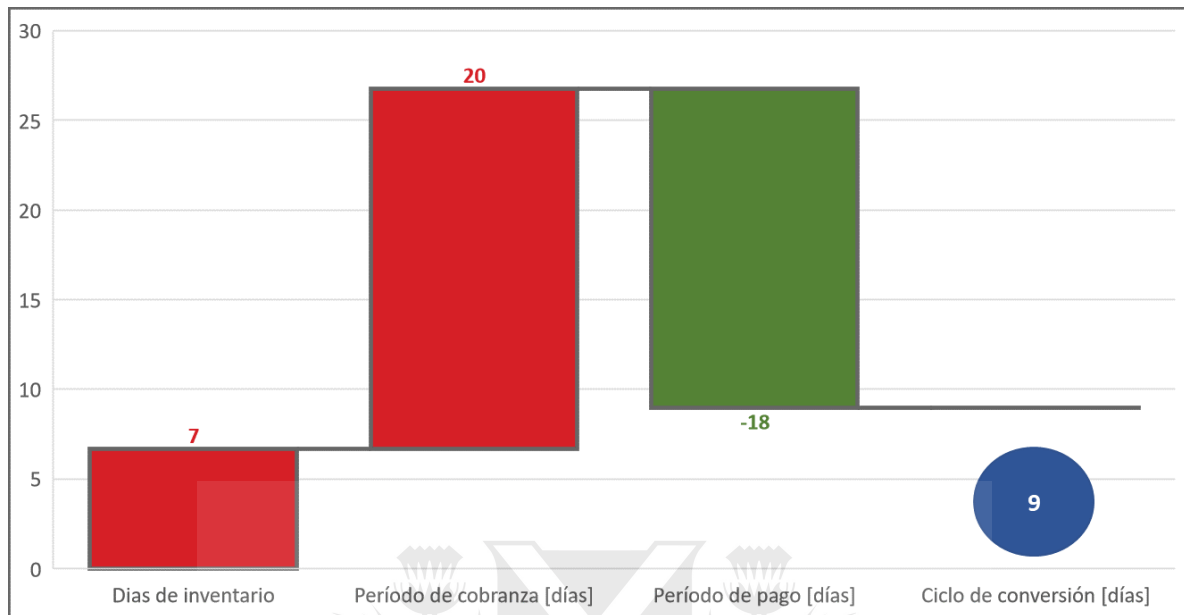
**Ecuación 3. Período de cobranza**

$$\text{Período de pago} = \frac{\text{Cuentas por pagar}}{\text{Compras} / 360}$$

**Ecuación 4. Período de pago**

En nuestro caso, para Delivery Hero obtuvimos un ciclo de conversión de efectivo de nueve días. Esto quiere decir que a Delivery Hero le llevó en promedio en 2020 un total de nueve días en cobrar lo que previamente compró. Este valor bajo, favorece a Delivery Hero y muestra la capacidad de la empresa de cobrar en un corto plazo el fruto de sus ventas.

Gráfico 41. Ciclo de conversión de efectivo Delivery Hero 2020 [días]



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

## 6.2. ANÁLISIS DE INDICADORES FINANCIEROS

Para realizar el análisis financiero de una empresa es necesario analizar sus ratios. Los ratios son relaciones entre dos magnitudes, elegidos de manera tal que tengan un significado para estudiar la evolución de la empresa y permitirnos tener una visión integral de la misma. Si bien existen múltiples ratios en este análisis haremos foco en 4: rentabilidad, liquidez, endeudamiento y eficiencia.

### 6.2.1. Indicadores de rentabilidad

Resumen de la eficiencia global de la compañía. Indican la relación existente entre las utilidades generadas por la propia empresa para los accionistas y la misma empresa con los activos de la misma.

Tabla 19. Evolución de indicadores de rentabilidad de Delivery Hero 2017 -2020

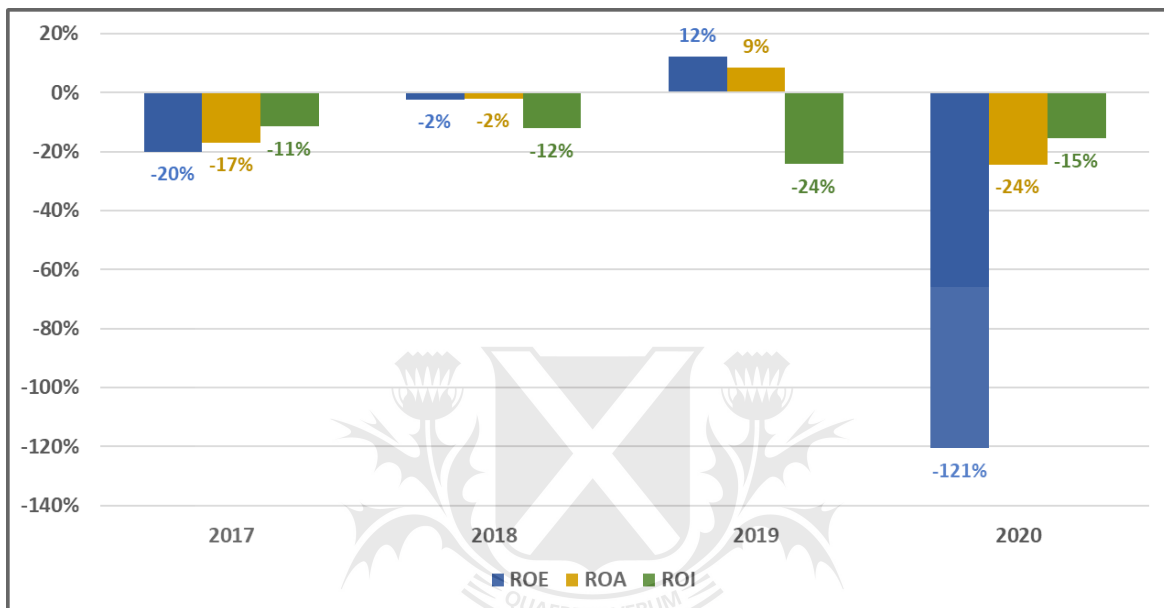
RENTABILIDAD	2017	2018	2019	2020	Promedio
ROE	-20,1%	-2,4%	12,4%	-120,6%	-32,7%
ROA	-16,9%	-1,9%	8,7%	-24,3%	-8,6%
ROI	-11,4%	-12,1%	-24,2%	-15,5%	-15,8%

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

En primer lugar, vemos que el retorno sobre el patrimonio neto (ROE) ha sido de -32,7% en promedio para los últimos cuatro años. El ROE, es el ratio utilizado para determinar la tasa de crecimiento de las ganancias de una empresa. La maximización de este ratio es el principal objetivo de cualquier compañía ya que expresa el lucro que los accionistas están obteniendo por su inversión. En el caso de Delivery Hero, se puede observar una fuerte

recuperación del mismo desde 2017 a 2019 pasando de valores de 20% negativos a 12% positivos en tres años. En 2020 este indicador fue fuertemente perjudicado por el aumento del apalancamiento llevando el indicador a valores de -120%. Esto implica que los accionistas han sufrido pérdidas por su inversión en la compañía.

**Gráfico 42. Ratios de rentabilidad de Delivery Hero 2017 -2020**



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

El rendimiento sobre el activo (ROA) se calcula como la ganancia neta sobre los activos. Cuanto mayor sea el valor del ROA, mejor para los inversores, porque significa que la empresa es capaz de generar más dinero con menor inversión en activos. En el caso de Delivery Hero vemos que el ROA ha mejorado en forma progresiva hasta 2020, año en el cual, el ROA sufrió una disminución desde 8% a -24%. El promedio en los últimos cuatro años ha sido del -8,6%.

Por último, el rendimiento sobre las inversiones (ROI) se calcula como el cociente entre las ganancias antes del pago de intereses e impuestos (EBIT por sus siglas en inglés) y los activos. El ROI es la medida más adecuada de rentabilidad, ya que muestra el retorno operativo de la empresa por cada dólar de capital invertido, independientemente de la política financiera y fiscal de la compañía. En el caso de Delivery Hero observamos que, por cada dólar invertido, se obtuvo en promedio en los últimos cuatro años un 15% de rendimiento negativo. Si realizamos un análisis histórico vemos que la tendencia es negativa y muy fluctuante.

### 6.2.2. Indicadores de liquidez

Estos indicadores evalúan la capacidad de la organización para pagar sus deudas en los plazos convenidos. Estos indicadores resultan de interés para acreedores actuales o potenciales. La liquidez de la organización depende de su estructura patrimonial y de su capacidad para generar fondos para hacer frente a sus obligaciones. Los indicadores

expuestos a continuación están ordenados de menor a mayor grado de liquidez, es decir, que tan rápido pueden ser convertidos en efectivo dichos activos.

**Tabla 20. Evolución de indicadores de liquidez de Delivery Hero 2017 – 2020**

LIQUIDEZ	2017	2018	2019	2020	Promedio
<i>Ratio de liquidez</i>	<b>3,4</b>	<b>2,7</b>	<b>1,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,7</b>
<i>Test ácido</i>	<b>3,4</b>	<b>2,7</b>	<b>1,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,7</b>
<i>Ratio de caja</i>	<b>2,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>

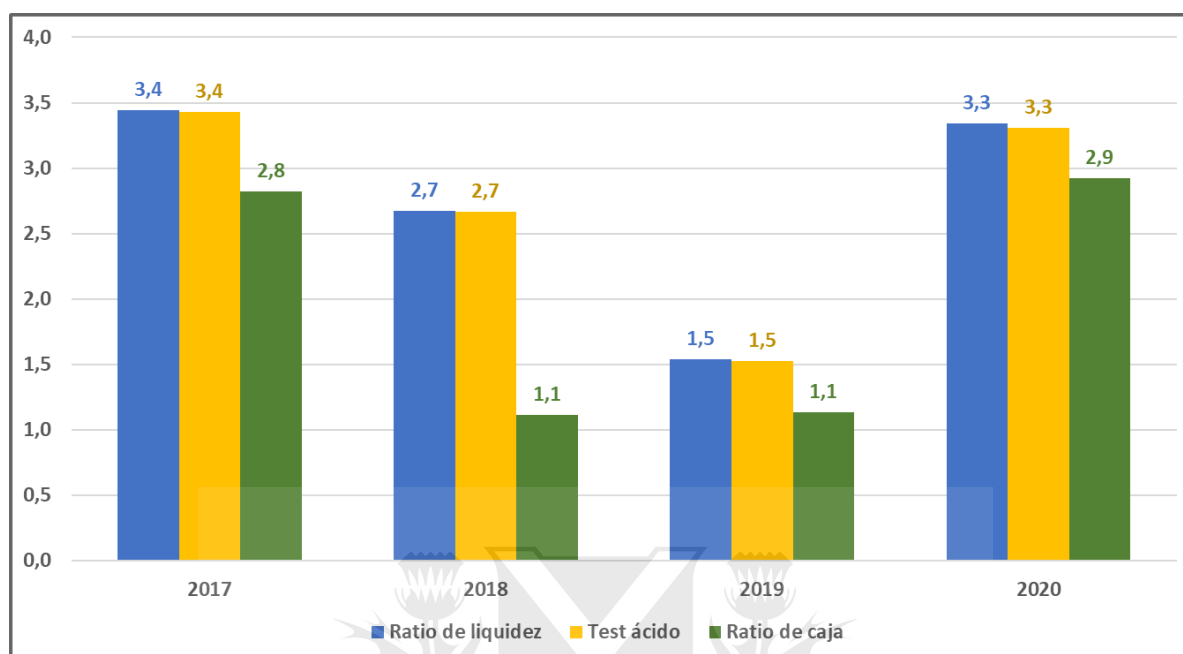
Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

El “Ratio de liquidez” se calcula como el cociente entre el activo y el pasivo corriente. Cuando es mayor o igual a uno implica que la empresa está en condiciones de afrontar sus obligaciones de corto plazo con sus activos de corto plazo. En el caso de Delivery Hero, podemos ver que en el promedio histórico de los últimos cuatro años ha tenido 2,75 veces activos corrientes sobre sus pasivos corrientes. Esto muestra un fuerte posicionamiento de la misma, e indicaría que el riesgo de no poder afrontar sus obligaciones de corto plazo es muy bajo. Por otro lado, se destaca el crecimiento del último año, que se debió al ingreso de caja proveniente de la emisión de deuda convertible senior no garantizada realizada en dos rondas en 2020.

La diferencia entre el “Test ácido” y el “Ratio de liquidez” son los inventarios. El “Test ácido” no considera los inventarios, es por eso, que este indicador es más líquido. En lo que respecta a Delivery Hero notamos que en el promedio histórico no existen grandes diferencias. Esto se debe a que el nivel de inventarios que mantiene Delivery Hero es muy bajo, por la naturaleza del negocio. Por otro lado, se espera que a futuro el nivel de inventarios aumente debido a la expansión y la inversión en Dmart, los cuales requieren de niveles de inventarios.

Por último, el “ratio de caja” es el indicador más líquido analizado en este apartado y se calcula haciendo el cociente entre Caja y equivalentes, y los pasivos corrientes. En este caso, vemos que el promedio histórico se situó en 2, afirmando nuevamente, que la empresa tiene bajas probabilidades de no poder afrontar sus obligaciones de corto plazo.

Gráfico 43. Ratios de liquidez de Delivery Hero 2017 -2020



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

### 6.2.3. Indicadores de endeudamiento

Los indicadores de endeudamiento indican de qué manera están financiados los activos de la compañía. Adicionalmente, muestran la capacidad de la empresa para hacer frente a las obligaciones del pago de intereses que devenga dicha deuda.

Tabla 21. Evolución de indicadores de endeudamiento de Delivery Hero 2017 -2020

ENDEUDAMIENTO	2017	2018	2019	2020	Promedio
Endeudamiento LP	0,1	0,0	0,1	3,1	0,8
Endeudamiento	0,2	0,2	0,4	4,0	1,2
Cobertura de intereses	-2,7	-11,7	-11,9	-1,9	-7,1
Cobertura de caja	7,2	17,6	12,9	6,3	11,0

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

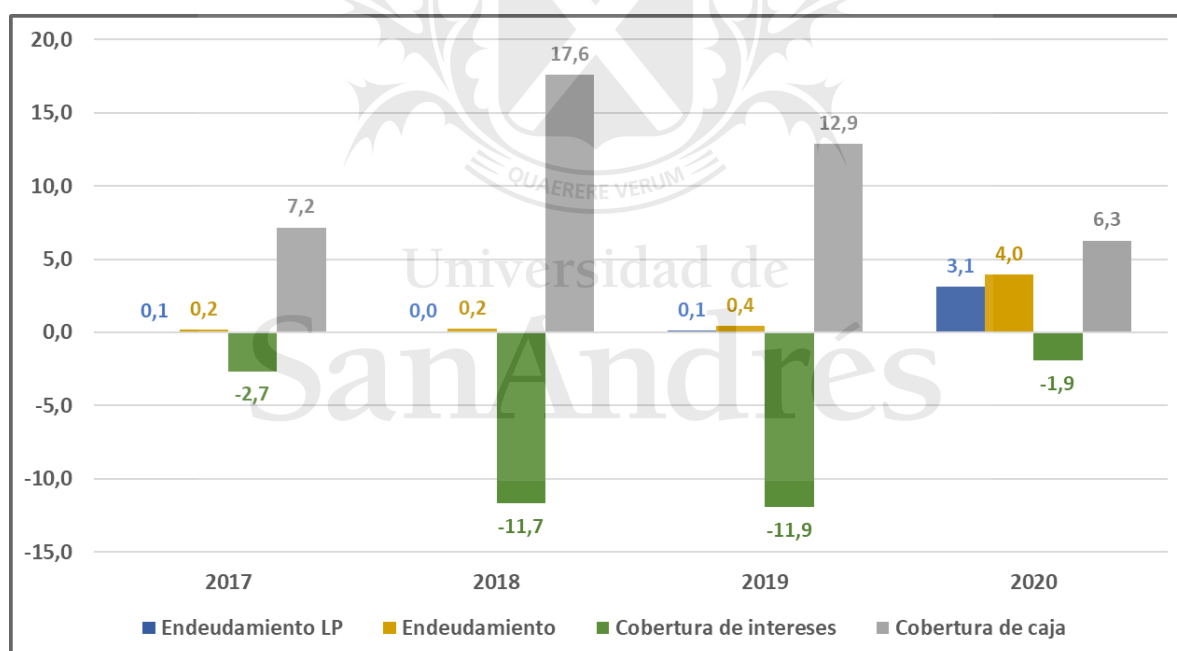
En primer lugar, el endeudamiento de largo plazo se calcula como el cociente entre los pasivos no corrientes y el patrimonio neto. Indican cómo es la estructura de capital de la empresa en el largo plazo. En el caso de Delivery Hero, se puede observar que en 2020 la empresa ha aumentado fuertemente su endeudamiento de largo plazo, representando este tres veces el patrimonio neto. Previo a este año la compañía no ha tenido prácticamente obligaciones de largo plazo.

El endeudamiento se calcula como el cociente entre los pasivos totales y el patrimonio neto. Analizando estos ratios para Delivery Hero, concluimos en que el aumento ocurrido en 2020 se debió a la emisión de deuda convertible senior no garantizada.

El ratio llamando “cobertura de intereses” se calcula como el cociente entre la ganancia antes de intereses e impuestos (EBIT por sus siglas en inglés) y los intereses no operativos. Explica la cantidad de veces que la empresa puede pagar los intereses no operativos con el los resultados que la misma genera. En el caso de Delivery Hero, puede resultar un tanto confuso este indicador ya que el EBIT es negativo. Por lo tanto, la interpretación de los valores observados sería la cantidad de veces por sobre los intereses que la empresa ha perdido por su operación antes de impuestos e intereses. Por ejemplo, las operaciones de Delivery Hero en 2020 han resultado en una pérdida que es 1,92 veces los intereses no operativos que la misma debe pagar.

Por último, el ratio “cobertura de caja” se calcula como el cociente entre Caja y equivalentes, y los intereses no operativos. Representan la capacidad de pago de los intereses. En el caso de Delivery Hero observamos que la capacidad promedio es de casi 11 veces, mientras que en el último año ha sido de 6,28 veces.

Gráfico 44. Ratios de endeudamiento de Delivery Hero 2017 -2020



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

#### 6.2.4. Indicadores de eficiencia

Estos indicadores están relacionados con la administración y gestión de los recursos de la empresa. En ellos impacta la estrategia corporativa, estrategia comercial, las políticas de inventario, las políticas de pago y cobranza, y las relaciones comerciales con proveedores y clientes.

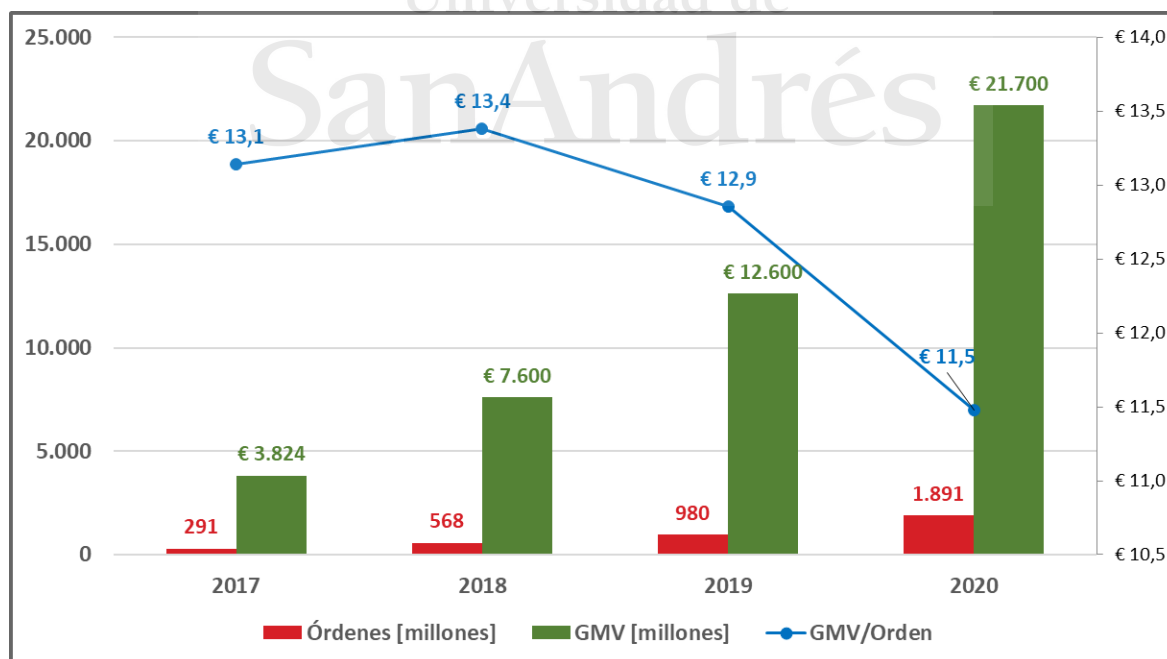
EFICIENCIA	2017	2018	2019	2020	Promedio	TCAC
Órdenes [millones]	291	568	980	1.891	933	87%
GMV [millones]	€ 3.824	€ 7.600	€ 12.600	€ 21.700	€ 11.431	78%
GMV/Orden	€ 13,1	€ 13,4	€ 12,9	€ 11,5	€ 12,7	-4%
Ventas/GMV	12%	9%	10%	11%	10%	-1%
% delivery propio	30%	38%	49%	66%	46%	30%
Rotación de activos	0,2	0,3	0,5	0,4	0,4	25%
Rotación de inventarios	78,9	102,6	110,3	54,8	86,6	-11%
Días en inventario	4,6	3,6	3,3	6,7	4,5	13%

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

**Tabla 22. Evolución de indicadores de eficiencia de Delivery Hero 2017 -2020**

Analizaremos estos indicadores dentro de 3 grupos. Comenzando por el primero observamos que las órdenes de Delivery Hero han mantenido un crecimiento continuo a lo largo de los últimos cuatro años, resultando en una tasa de crecimiento anual acumulado del 87%. Alineado con este crecimiento y con un ritmo levemente inferior se encuentra el GMV o valor de la mercadería vendida, con un crecimiento anual acumulado del 78%. Ahora bien, cuando analizamos la contribución marginal de cada orden, entendiendo como contribución marginal al ratio GMV/orden, vemos que dicho factor ha decrecido los últimos años a una tasa anual acumulada de 4%. Esto se debe principalmente, a que el crecimiento de las órdenes ha sido superior al del GMV. Se espera que con la ampliación del negocio de Dmart, el GMV por orden aumente, logrando revertir la tendencia de este indicador.

**Gráfico 45. Ratios de eficiencia (1) de Delivery Hero 2017 -2020**



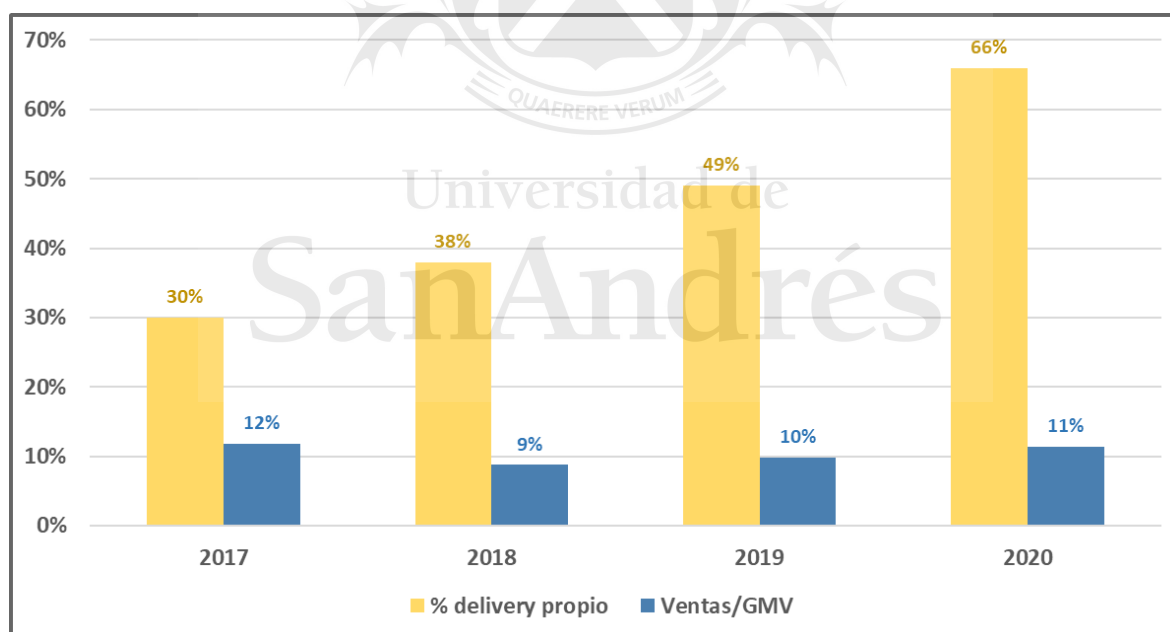
Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

Continuando nuestro análisis de ratios de eficiencia nos encontramos, por un lado, con el porcentaje de órdenes que son entregadas utilizando la flota de Delivery Hero y por otro el

ratio ventas/GMV. Recordemos que para el 2020 el 23% de las ventas de Delivery Hero provinieron de las tarifas cobradas por el servicio de delivery. Observamos en el gráfico a continuación que el porcentaje de órdenes entregadas por el sistema logístico de Delivery Hero viene creciendo a una tasa de crecimiento anual acumulado del 30%, pasando de representar un 30% de las órdenes en 2017 a un 66% en 2020. Este crecimiento es fruto de la estrategia de Delivery Hero en seguir invirtiendo en su flota logística.

Por otro lado, es de suma importancia analizar el ratio ventas/GMV, ya que el mismo nos permite entender cuanto es que la compañía vende en proporción a la mercadería vendida por sus socios comerciales. Cuanto mayor sea este cociente implica que Delivery Hero está pudiendo cobrar comisiones más altas y a su vez que está aumentando su cobertura logística, lo que se convierte en mayores tarifas de delivery cobradas. Observando el gráfico a continuación vemos que en 2017 dicho ratio ascendía a 12%, y luego cayó abruptamente a 9% en 2018. De ahí en adelante continuó creciendo a una tasa anual acumulada de 14%, llegando a un 11% en 2020. Esta tendencia se debe principalmente a la estrategia del equipo comercial y el seguimiento minucioso que se realiza a las comisiones cobradas a los socios comerciales en cada una de las verticales.

Gráfico 46. Ratios de eficiencia (2) de Delivery Hero 2017 -2020



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

Por último, en la rotación de activos observamos una tendencia positiva desde 2017 hasta el año 2020 en el cual hubo una leve contracción, causada en mayor parte por la expansión del negocio de Dmarts.

En lo que respecta a la rotación de inventarios, indican la frecuencia con la cual los inventarios se renuevan. Entonces, cuanto mayor sea este ratio, mejor será para la empresa ya que permitirá entre otras cosas, minimizar los costos de almacenamiento de dichos inventarios, debido a que los mismos se renuevan con mayor rapidez. El aumento de dicho



## Valuación de Delivery Hero

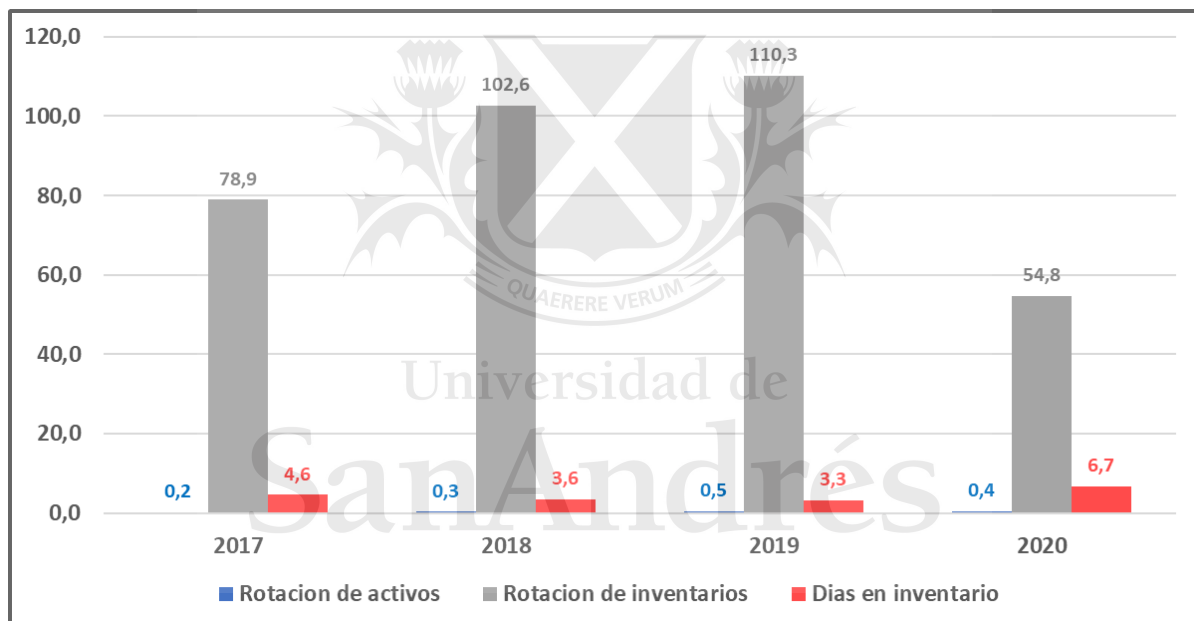
Maestría en Finanzas - Universidad de San Andrés

Ing. Agustin Cardini

valor refleja una mejor gestión de inventarios. Se observa que la gestión de inventarios de Delivery Hero venía mejorando hasta el 2020 en el cual se observa una contracción de aproximadamente el 50%. Esto no implica que la gestión haya empeorado, sino que se debe a una decisión estratégica del negocio de incorporar un nuevo segmento llamado Dmart, que por su naturaleza requiere de nuevas existencias. Recordemos que los Dmart son supermercados de cercanía de propiedad de Delivery Hero.

Por último, los días de inventario se calculan como la relación entre los inventarios y el costo de la mercadería vendida multiplicado por 365. Representan la cantidad de días promedio de las existencias en inventario. Se observa que en el último año ha habido un aumento considerable pasando de 3,3 a 6,6 días, provocado por la expansión de los Dmart y la necesidad de aumentar las existencias.

Gráfico 47. Ratios de eficiencia (3) de Delivery Hero 2017 -2020



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

## 7. VALUACIÓN DE LA COMPAÑÍA POR EL MÉTODO DE FLUJOS DESCONTADO

### 7.1. DESCRIPCIÓN DEL MÉTODO DE VALUACIÓN

El método mayormente utilizado para realizar valuaciones es el método del flujo descontado de caja. A su vez, existen múltiples variantes dentro de este método. En nuestro caso utilizaremos la variante del WACC. A través de esta variante se estima el valor de una compañía descontando los flujos de fondos al costo promedio ponderado del capital (WACC, por sus siglas en inglés *weighted average cost of capital*). Es decir, que el valor del activo está determinado por el valor presente de los flujos de caja futuros generados por la compañía. Este método está basado en que todo activo tiene un valor intrínseco que puede ser estimado basado en la generación de caja futura, crecimiento y riesgo.

Para utilizar este método debemos determinar:

- Horizonte de proyección
- Los flujos de fondos
- Tasa de descuento (WACC) para calcular el valor presente de los flujos de fondos
- Valor terminal

Este modelo es más apropiado para obtener una valuación en términos absolutos, ayuda a entender las características subyacentes de la compañía y su historia, y permite identificar cuáles son los drivers de la empresa. Como contrapartida, en comparación con otros métodos de valuación, requiere estimar más variables, dichas variables son difíciles de estimar y pueden ser manipulados por el analista para obtener un precio preconcebido, es muy sensible a pequeñas variables y asume que la estructura de capital se va a mantener.

Si bien el modelo de valuación arroja como resultado un único valor para la compañía, los analistas suelen proyectar diferentes escenarios: base, optimista y pesimista, para poder determinar un rango de valuación, que permita eliminar sesgos propios del analista.

En este caso, el horizonte de proyección de los flujos de fondos será de 10 años. Adicionalmente se proyectará el valor terminal de la firma, el cual va a reflejar los flujos de fondos futuros perpetuos que percibirá la empresa bajo un supuesto de crecimiento continuo. A su vez, se presentarán tres escenarios diferentes, con diferentes consideraciones para las proyecciones de flujos de fondos, con el objetivo de determinar un rango de valuación de la compañía.

#### 7.1.1. Proyección de las ventas

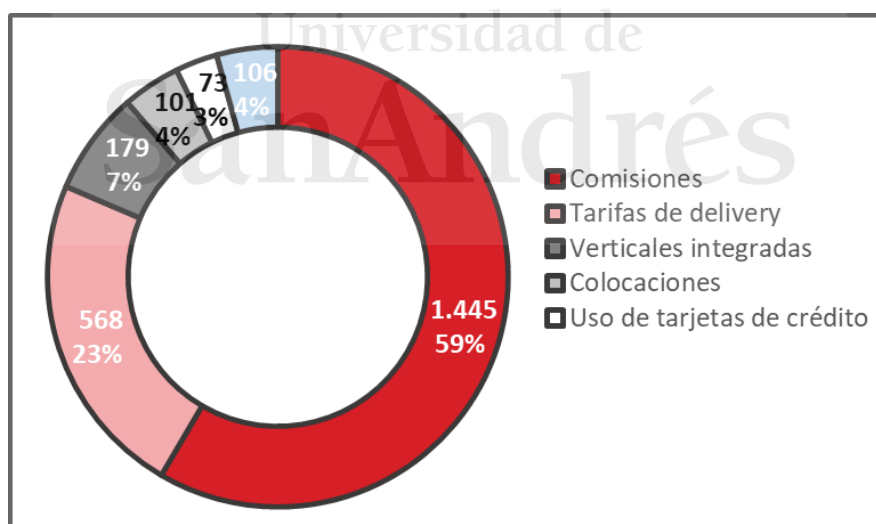
En primer lugar, como bien explicamos en la descripción del método de valuación, debemos proyectar los flujos de fondos dentro del horizonte de proyección, lo cual implica en primera instancia determinar las ventas futuras de la empresa. Para proyectar las ventas es necesario:

- comprender el origen de las ventas y cuáles son sus drivers.
- analizar el pasado para obtener un mejor entendimiento del futuro más probable.
- analizar el crecimiento de las ventas, el crecimiento de los costos, y tendencias.
- considerar la estratégica de la compañía, los planes de expansión y crecimiento, los planes de adquisición y planes para mejorar la eficiencia.
- analizar la evolución de la industria y la tendencia de la misma.
- entender las ventajas competitivas de la empresa.
- estimar crecimiento considerando las proyecciones de la empresa, análisis de expertos y el análisis propio.

A continuación, podremos encontrar un análisis de cada uno de los puntos precedentes para luego finalizar con la proyección de las ventas.

Comenzando por entender el origen de las ventas podemos observar en el siguiente gráfico las fuentes de ingreso. Vemos que en 2020 el 59% de los ingresos provienen de las comisiones que Delivery Hero cobra a los Partners, ya sean variables como un porcentaje del valor de la canasta o fijas por ofrecer publicidad dentro de la aplicación. Luego, en 2020 el 23% de los ingresos provienen de los delivery fees, los cuales corresponden a las comisiones que cobra Delivery Hero a los usuarios finales por brindar el servicio de delivery a través de la flota propia. En el primer año de operación, en 2020 los ingresos por las nuevas verticales (Dmart) representaron un 7% del total de los ingresos.

Gráfico 48. Ingresos según origen Delivery Hero 2019 -2020 [millones de euros]

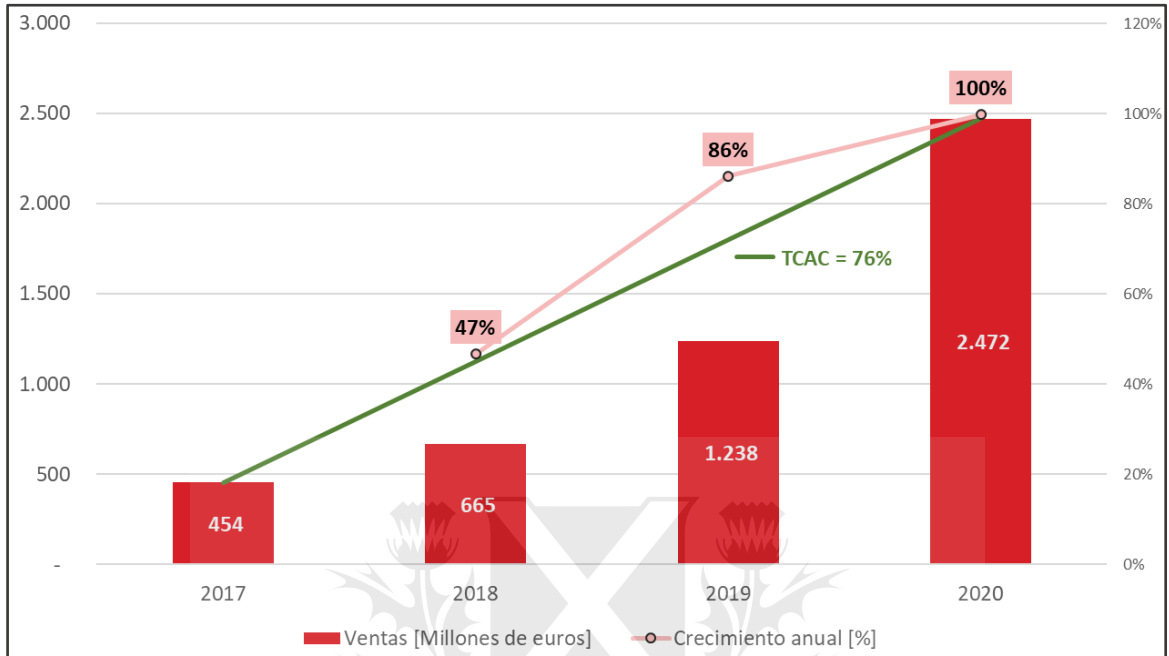


Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del reporte anual de 2020

Si realizamos este mismo análisis geográficamente, podemos observar en el gráfico 2, que el 42% de los ingresos en 2020 provinieron de Asia, 31% de Medio oriente y Norte de África (MENA por sus siglas en inglés), Europa 11%, América 9% y las nuevas verticales 7%.

Si analizamos la evolución histórica de las ventas, observamos que la tasa de crecimiento anual acumulado de las mismas entre 2017 y 2020 ha sido del 76%.

Gráfico 49. Evolución de las ventas y TCAC Delivery Hero 2017 – 2020



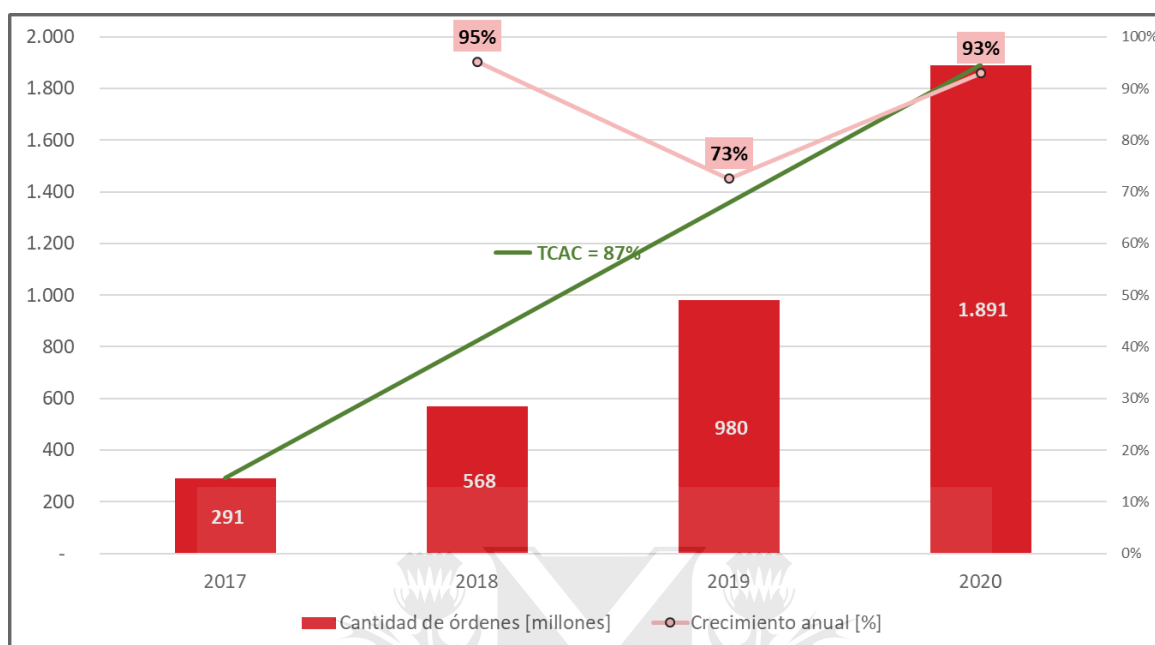
Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

Continuando con nuestro análisis de las ventas, paso a detallar cuales son los drivers de las mismas. A continuación, encontramos los drivers de las ventas:

- Número de órdenes
- GMV
- Porcentaje del total de órdenes en cual el delivery se realizó con la flota de Delivery Hero

Comenzando por el número de órdenes observamos en el siguiente gráfico que la tasa de crecimiento anual acumulado entre 2017 y 2020 ha sido del 87%.

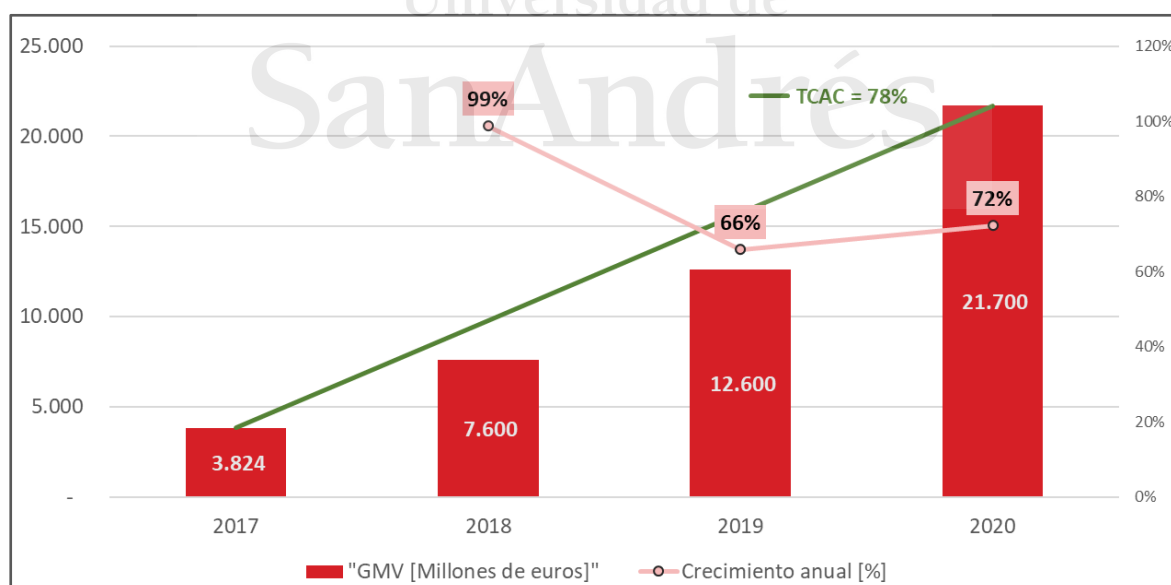
**Gráfico 50. Evolución del número de órdenes y TCAC de Delivery Hero 2017 – 2020**



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

Continuando por el valor de la mercadería vendida (GMV) observamos que la tasa de crecimiento anual acumulado entre 2017 y 2020 ha sido de 78%.

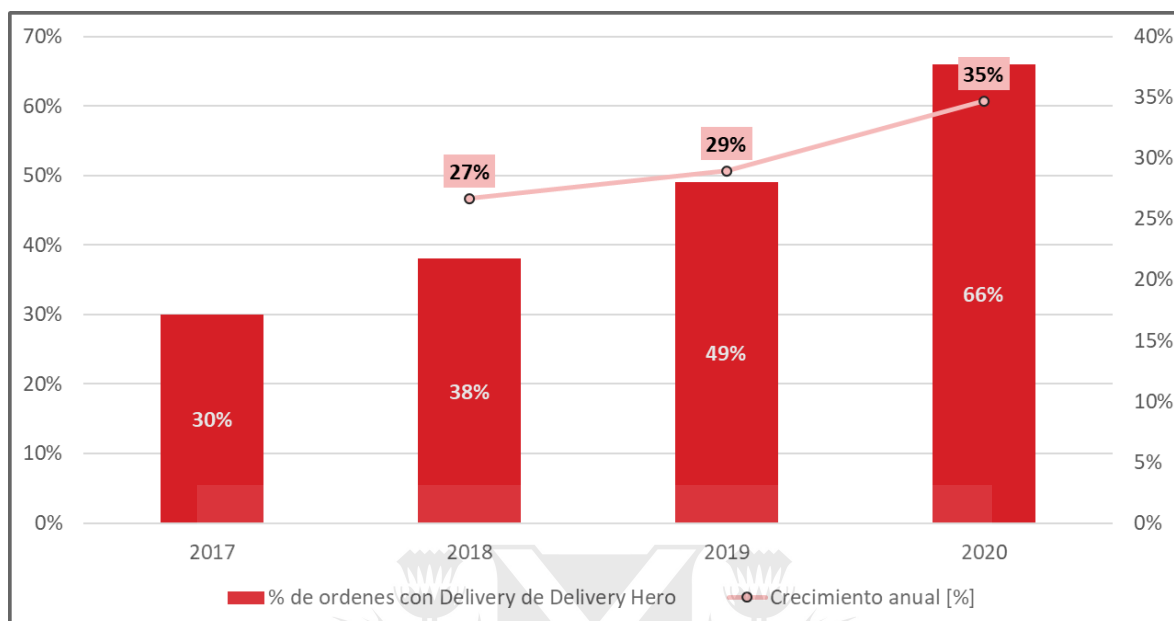
**Gráfico 51. Evolución del GMV y TCAC de Delivery Hero 2017 – 2020**



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

Por último, si analizamos el porcentaje de órdenes que son entregadas a los clientes por medio de la logística de Delivery Hero, vemos que la tasa de crecimiento anual acumulado entre 2017 y 2020 ha sido de 30%.

**Gráfico 52. Evolución del porcentaje de órdenes entregadas por DH y TCAC 2017 – 2020**



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes anuales de Delivery Hero

En lo que respecta a las proyecciones de la compañía, para 2021, Delivery Hero espera otro aumento significativo de los ingresos por encima de los 6.100 millones de euros, lo cual representaría un aumento del 147% respecto a las ventas de 2020. Este crecimiento será impulsado por un aumento significativo en el número de órdenes y GMV. En lo que respecta al GMV proyecta alcanzar un nivel de al menos 31.000 millones de euros, lo cual representa un aumento de 43% respecto al GMV de 2020. La adquisición de las operaciones de Woowa (la plataforma de entrega de alimentos en línea más grande de Corea del Sur), la cual se hizo efectiva el 3 de marzo de 2021, contribuirá a alcanzar ese crecimiento significativo.

A pesar del fuerte crecimiento, las inversiones previstas en nuevas verticales, la expansión a nuevos mercados (Japón y Vietnam), el aumento de la capacidad de delivery, (especialmente en las operaciones de Woowa en Corea del Sur), se espera que el EBITDA ajustado de Delivery Hero sea ligeramente mejor que el EBITDA ajustado de 2020 el cual resultó en una pérdida de 567,7 millones de euros.

Debido al hecho de que el delivery es una industria que sigue evolucionando rápidamente, cualquier previsión sobre la tendencia de las ganancias está sujeta a una considerable incertidumbre.

Los supuestos sobre el desarrollo económico del mercado y la industria se basan en análisis realizados con la información disponible actualmente. Sin embargo, estas estimaciones están sujetas a incertidumbre y traen consigo el inevitable riesgo de que las proyecciones no se cumplan, ya sea en términos de dirección del negocio como así también en términos de profundidad.

Analizando el contexto macroeconómico, las perspectivas económicas para 2021 son más prometedoras que las de 2020. Se prevé que la recuperación será moderada. Se estima que el crecimiento real mundial del PBI será del 4% <sup>2</sup>en 2021.

No se descartan riesgos asociados con la contención de la pandemia u otros eventos adversos que puedan afectar la recuperación económica. Estos incluyen estrés financiero provocado por los altos niveles de deuda en combinación con un crecimiento débil.<sup>3</sup>

En 2021, se espera que el crecimiento del PBI en **Asia** difiera significativamente entre el sector este y el sur, debido a las diferentes capacidades de los países para responder a nuevos desafíos invocados por la pandemia. Para el este de Asia se proyecta un crecimiento del 7,4% mientras que para el sur de Asia un 3,3% en 2021<sup>4</sup>.

En **MENA**, se estima que el crecimiento para 2021 será del 2,1%, respaldado por la expectativa de que en el corto plazo continúe la flexibilización de los confinamientos, la demanda mundial de petróleo aumentará y los gobiernos de las regiones ofrecerán apoyo político.

Para **Europa**, el Banco Mundial proyecta un crecimiento del PBI en 2021 de 3,3%. Las proyecciones europeas siguen siendo muy inciertas y el crecimiento podría debilitarse si toma más tiempo de lo esperado para controlar la pandemia en la región. Además, el empeoramiento de las condiciones de financiamiento externo y el aumento de las tensiones políticas representan un riesgo en la región.

Finalmente, en **América**, se proyecta una recuperación del 3,7% en 2021 a medida que la vacunación se vaya extendiendo a la población, las restricciones disminuyan, los precios del petróleo y los metales aumenten y mejoren las condiciones externas que apoyen la recuperación en la región.

El desarrollo de vacunas eficientes contra COVID-19 ha creado esperanzas para un crecimiento mayor. Sin embargo, siguen existiendo desafíos importantes, ya que los gobiernos deben encontrar el correcto balance entre la imposición de medidas restrictivas para contener la pandemia y estimular la actividad económica mientras que al mismo tiempo asegurar una rápida ejecución de las campañas de vacunación.

Según el Banco Económico Mundial, la eficacia de estas políticas son importantes variables para proyectar escenarios futuros, que varían entre una fuerte recuperación económica y una nueva crisis financiera.

Delivery Hero se mantiene optimista sobre las perspectivas de crecimiento de la industria del delivery para los próximos años. En 2020, el comportamiento de los usuarios

---

<sup>2</sup> Fuente: World Bank Group, Global Economic Prospects January 2021.

<sup>3</sup> Fuente: IMF, World Economic Outlook January 2021

<sup>4</sup> Fuente: World Bank Group, Global Economic Prospects January 2021.

evolucionará a un ritmo sin precedentes debido a la pandemia, lo cual forzó a las ciudades a adoptar nuevas costumbres. En Delivery Hero, se cree que estas nuevas costumbres llegaron para quedarse, lo cual permitirá seguir expandiendo el servicio a mayor cantidad de personas. Entre las proyecciones de largo plazo, se contempla que las reformas estructurales potencien el crecimiento de la industria a través del cambio de comportamiento de los clientes, la mejora de la logística de última milla y el aumento de la urbanización.

**Tabla 23. Proyecciones de crecimiento del PBI para 2021<sup>5</sup>**

Proyecciones de crecimiento del PBI en 2021		
Segmento	Proyeccion PBI % de ventas [2020]	
<i>Asia del este</i>	7,4%	21%
<i>Asia del sur</i>	3,3%	21%
<i>MENA</i>	2,1%	31%
<i>Europa</i>	3,3%	11%
<i>America</i>	3,7%	9%
<i>Verticales integradas</i>	4,0%	7%
<b>Mundial</b>	<b>4,0%</b>	

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de World Bank Group, Global Economic Prospects Jan 2021

Las tendencias que se observan para los próximos años son:

- **Comodidad:** dentro de los nuevos hábitos a nivel mundial, la comodidad probablemente se haya convertido en un aspecto decisivo de cualquier experiencia de delivery. Los usuarios esperan obtener todo lo que necesitan, desde donde lo necesiten en forma rápida, sin limitarse únicamente a comida.
- **Quick Commerce:** la próxima generación de comercio electrónico. Delivery de productos a los usuarios al instante y en pequeños lotes, cuando y donde los necesiten.
- **Seguridad de los repartidores:** los repartidores son una parte importante del ecosistema de Delivery Hero. Se están buscando nuevas formas de apoyarlos, que hacen posible brindar una experiencia increíble a todos los clientes.
- **Sostenibilidad:** la empresa apuesta por la sostenibilidad, tanto en lo que respecta a su huella medioambiental y su impacto social.
- **Personalización:** Delivery Hero combina constantemente fortalezas globales y locales para crear productos cada vez más personalizados para sus clientes y satisfacer mejor sus necesidades.

Por último, resaltó las conclusiones extraídas de la sección “Posicionamiento competitivo” del presente trabajo. Delivery Hero se encuentra dentro del segmento de empresas que lideran en:

- ventas
- número de órdenes
- número usuarios activos

<sup>5</sup> Para las verticales integradas, se hizo un promedio ponderado para determinar el crecimiento del PBI en dicho segmento.



- número de restaurantes
- ocupación geográfica
- capitalización bursátil

En cuanto a GMV, Delivery Hero no está posicionada como líder, pero si está dentro del cuartil superior.

En lo que respecta a las tasas de crecimiento anual acumulado de los últimos cuatro años, concluimos que:

- tanto para las ventas como para el valor de la mercadería vendida (GMV) Delivery Hero el crecimiento promedio equipara al de la industria.
- el crecimiento del número de órdenes ha sido levemente inferior al de la industria.
- el EBITDA ajustado de Delivery Hero está por debajo del promedio de la industria teniendo por debajo únicamente a Uber Eats.

**Tabla 24. Factores considerados para la estimación de los flujos de fondos**

Factores considerados para la estimación de lo flujos de fondos
1) Proyecciones propias de Delivery Hero
2) Etapa del ciclo de vida de la compañía
3) Proyecciones de expertos
4) Proyecciones de analistas de diversas fuentes
5) Proyecciones propias que surgen de:
5.1) <i>Análisis de la industria: mercado y competencia.</i>
5.2) <i>Análisis financiero de la compañía</i>
5.3) <i>Análisis de ratios de la compañía</i>
5.4) <i>Análisis de tendencias de mercado</i>
5.5) <i>Análisis de posicionamiento de Delivery Hero</i>

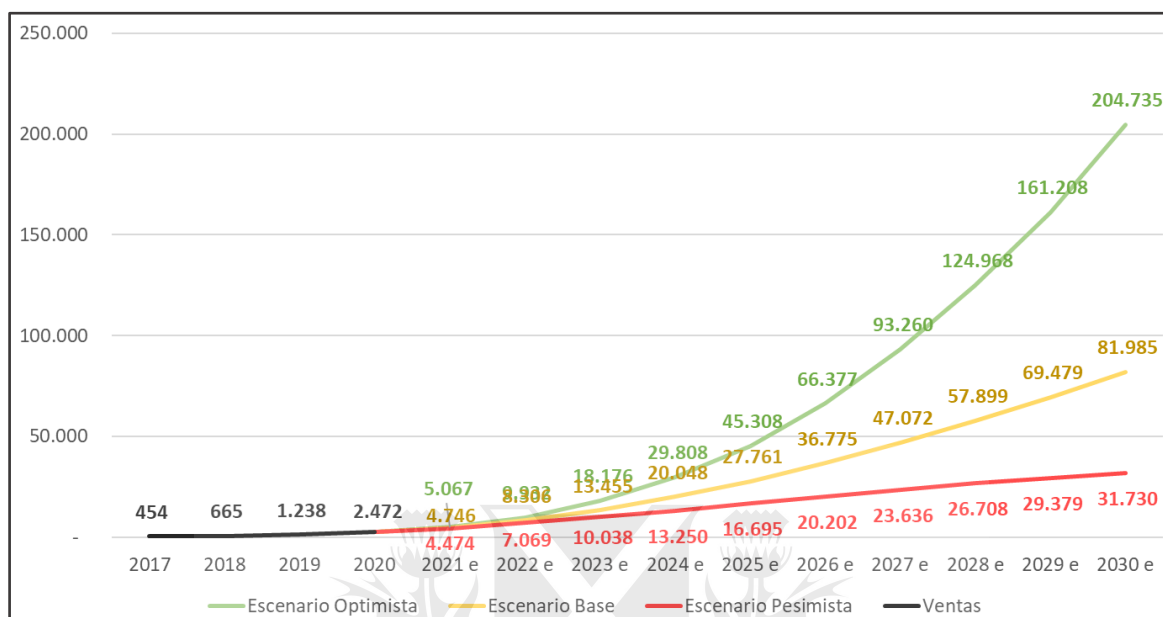
Fuente: Elaboración propia

Para el cálculo de las ventas en 2030 para el escenario base se tomaron las proyecciones de GMV Delivery Hero que se encuentran en la sección 3.3 del presente trabajo. En lo que respecta al segmento de e-commerce, el GMV proyectado para Delivery Hero es de € 659 mil millones. Para el segmento de comida el valor proyectado para el total de país de Delivery Hero es de € 500 mil millones, de los cuales, con un market share promedio del 25% a 2030 (20% en 2020), equivale a un GMV de Delivery Hero de € 125 mil millones.

De esta manera el GMV proyectado a 2030 para los segmentos de e-commerce y comida es de € 784 mil millones. Para convertir GMV en ventas, utilizamos el ratio Ventas/GMV promedio de Delivery Hero, el cual asciende a 10,5% y se ha mantenido estable en los últimos años. De esta manera, obtenemos las ventas en 2030 por un valor de € 81.985 millones.

Estos valores representan una tasa de crecimiento anual acumulada en el escenario base de 42%. La tasa de crecimiento anual acumulado de las ventas de Delivery Hero para los últimos años fue del 76% y de la industria del 71%. Para el escenario optimista y pesimista, las tasas de crecimiento anual acumulado son 56% y 29% respectivamente.

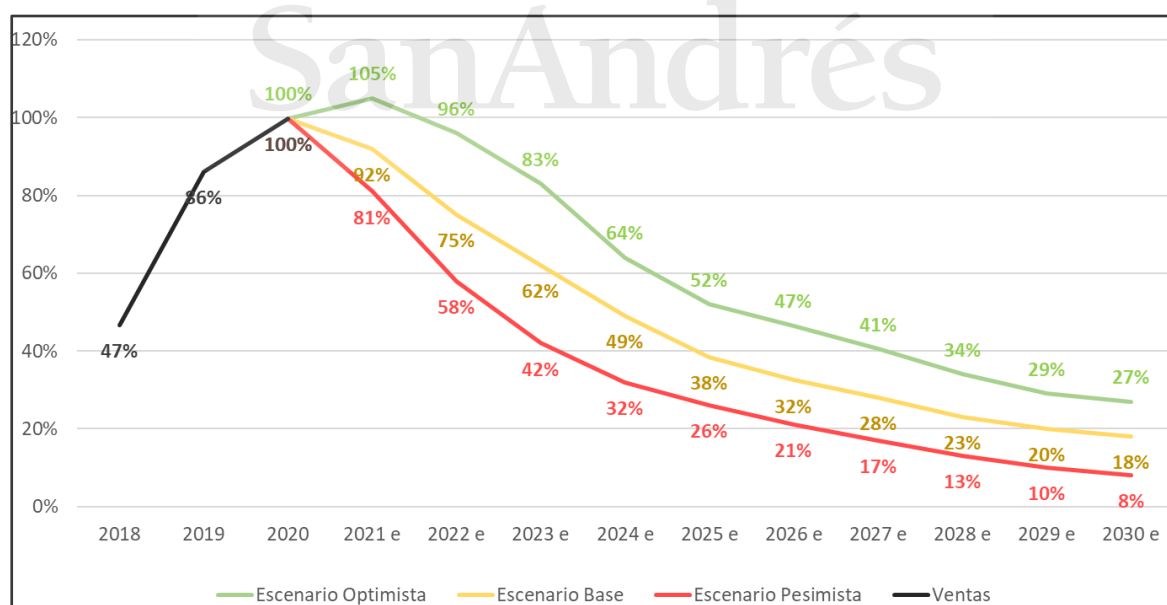
Gráfico 53. Proyección de las ventas [millones de euros]



Fuente: Elaboración propia

Basándonos en los análisis que preceden, las proyecciones de la empresa y las proyecciones de los expertos las tasas de crecimiento anual de ventas en cada escenario es el siguiente:

Gráfico 54. Proyección de la tasa de crecimiento anual de las ventas



Fuente: Elaboración propia

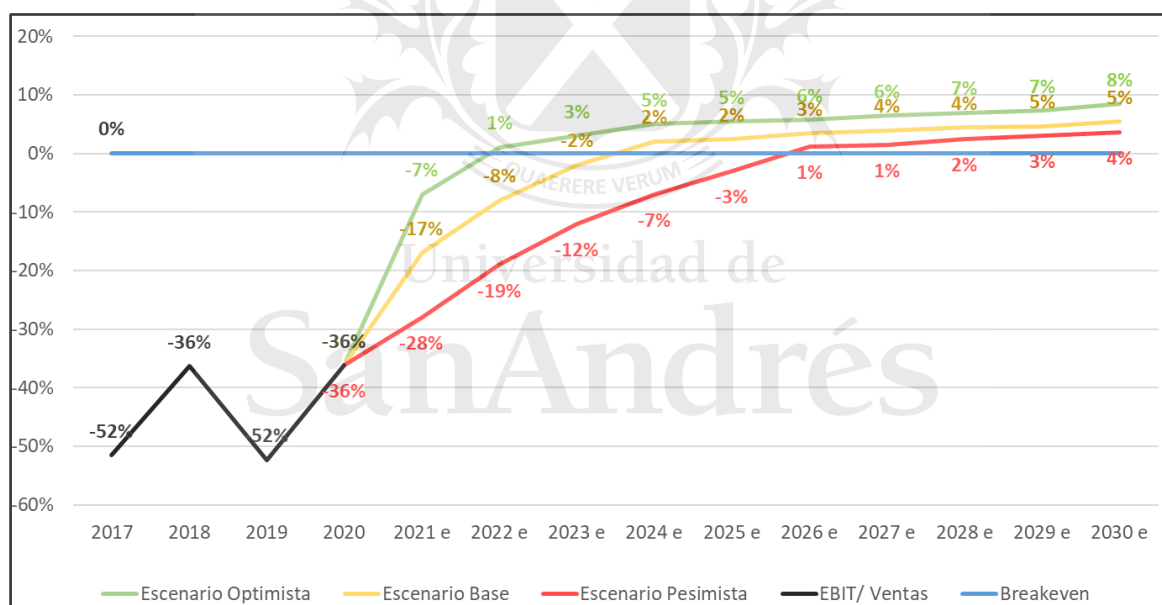
En cuanto al escenario base, el crecimiento anual comienza a desacelerarse hasta finalizar en un crecimiento del 18% en el 2030. En lo que respecta al escenario optimista, se

proyecta un crecimiento agresivo de 105% para el 2021 basado en las proyecciones de la compañía. Luego, entra en un proceso de desaceleración del crecimiento. Finalmente, en el escenario negativo el crecimiento comienza a desacelerarse a partir de 2021, para finalizar en el 2030 con un crecimiento estimado del 8%.

### 7.1.2. Proyección de márgenes operativos (EBIT) como un % de las ventas

En el gráfico a continuación podemos observar las proyecciones del ratio EBIT/Ventas. En primer lugar, en lo que respecta al escenario base, nos encontramos con una recuperación lenta y progresiva de dicho margen hasta alcanzar un valor positivo en el año 2024. Luego, observando las proyecciones del escenario optimista podemos ver cómo rápidamente en 2022 Delivery Hero alcanza un ratio positivo del 1%, para luego continuar crecimiento a menor ritmo. Finalmente, respecto al escenario pesimista, vemos cómo la empresa no es capaz de salir de la situación de márgenes EBIT negativos hasta 2026, mostrando cierta dificultad para alcanzar la rentabilidad del modelo de negocio.

Gráfico 55. Proyección de márgenes EBIT/Ventas



Fuente: Elaboración propia

### 7.1.3. Proyección de gastos de capital

Los gastos de capital o CAPEX (por sus siglas en inglés “*Capital expenditure*”) son inversiones de capital que realiza la compañía. Lo podemos clasificar dentro de dos grandes grupos. Por un lado, los “capex de mantenimiento” que son inversiones que tienen como objetivo mantener las ventas de la compañía y preservar la competitividad; por otro lado, los “capex de crecimiento” que son todas aquellas inversiones cuya finalidad es garantizar el crecimiento de la firma. Dependiendo de la firma y la industria se consideran ciertos conceptos y otros no.

En nuestro caso, las adquisiciones de empresas es una inversión de capital, debido a que forman parte de la estrategia de la compañía, la cual adquiere operaciones en los cuatro segmentos en forma regular. La compra de “DMarts” y “Kitchens” es otro tipo de inversión de capital de Delivery Hero. Al ser parte de su estrategia, la compra de estos locales pasa a ser una inversión de capital.

Otro tipo de “capex de crecimiento” característico de la industria del delivery es la inversión en el desarrollo de sistemas logísticos que optimizan rutas, asignaciones, tiempos y costos de delivery. La velocidad en esta industria, garantiza una mejor experiencia para el usuario resultando en un aumento de órdenes y consecuentemente aumentando las ventas.

Por último, otra inversión de capital que realiza Delivery Hero es la compra de capital accionario de otras empresas de delivery, incluyendo la competencia. Dentro de su estrategia de negocio, está ser accionista de otras empresas de la industria.

**Tabla 25. TCAC de gastos de capital Delivery Hero 2017 – 2020**

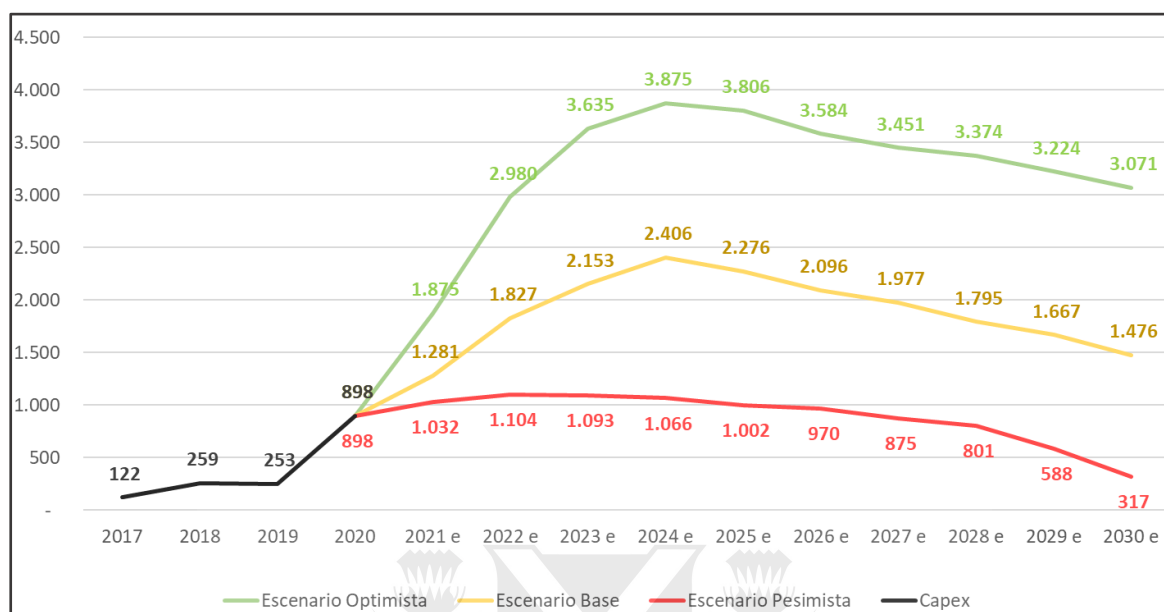
Gastos de capital (CAPEX)	
Concepto	TCAC [2017-2020]
Capital expenditure (gatos de capital)	94%
<i>Activos fijos: Dmarts y Kitchens</i>	117%
<i>Desarrollo de sistema logístico</i>	82%
<i>Adquisición de otras empresas: Glovo, InstaShop, Woowa</i>	59%
<i>Compra de participación en otras empresas</i>	23%

Fuente: Elaboración propia

Analizando la tabla, vemos que en estos últimos cuatro años la tasa de crecimiento anual acumulado de los gastos de capital ha sido de 94%. Delivery Hero, está haciendo un foco muy grande en las inversiones ligadas a la adquisición de “Dmarts” y “Kitchens” para ser líderes en la industria de “quick commerce”, con una TCAC de 117%, y proyecta mantener niveles de inversión elevados. A su vez, ha sido muy agresivo con la inversión en el desarrollo del sistema logístico propio, que como bien sabemos actualmente el 66% de las órdenes son entregadas por el servicio de delivery de Delivery Hero. La TCAC en inversiones en desarrollo de sistema logístico ha sido del 82% y la compañía proyecta mantener estos niveles de inversión.

A continuación, podemos observar la evolución histórica de los gastos de capital y la proyección para los próximos 10 años. Dichos valores derivan de las proyecciones de los gastos de capital sobre ventas, considerando no sólo el desempeño histórico, sino que priorizando las decisiones estratégicas de la compañía respecto a este punto.

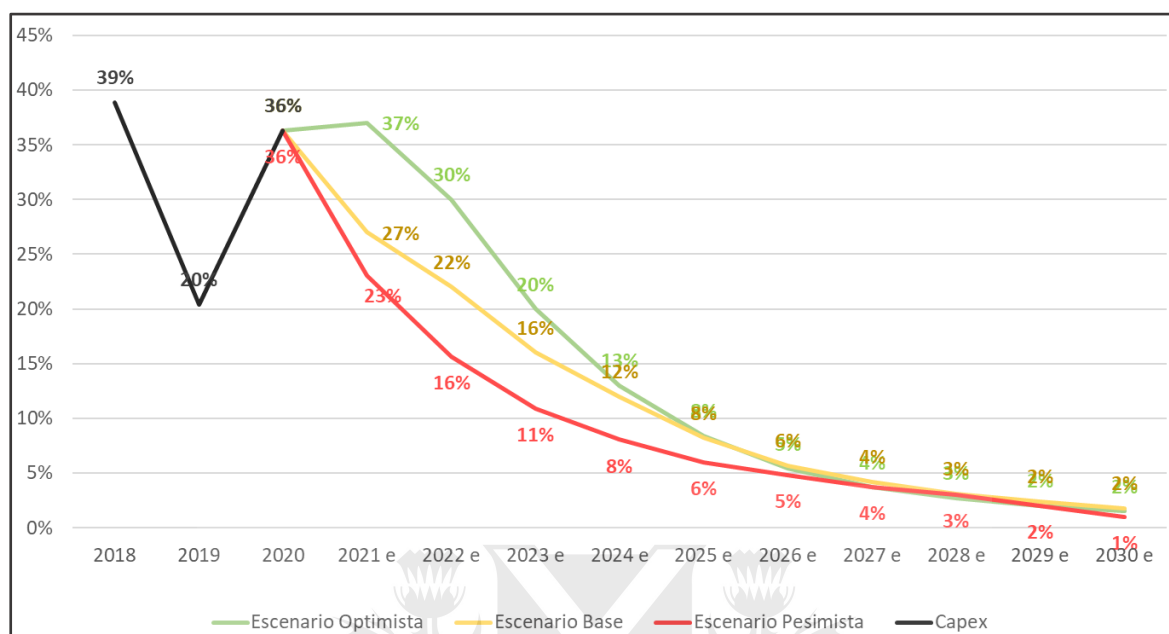
Gráfico 56. Proyección de gastos de capital [millones de euros]



Fuente: Elaboración propia

Partimos de un escenario base alineado con la estrategia de la compañía en continuar aumentando los gastos de capital hasta el 2024 a una tasa de crecimiento anual acumulado del 28%, representando un 12% de las ventas y luego decreciendo de manera estable y más controlada hasta representar el 2% de las ventas en 2030. En el escenario positivo, se plantea un nivel de inversión más agresivo considerando que los mayores ingresos por ventas de este escenario le permitirán a la empresa aumentar las inversiones y así podrá aprovechar la sinergia entre ambos factores. Hacia el 2024 representa un crecimiento anual acumulado del 44%, representando el 14% sobre las ventas. Luego, los gastos de capital comienzan a decrecer en forma progresiva. El buen desempeño de la compañía es condición necesaria para poder acompañar la expansión de los Dmart, los cuales requerirán de capital de trabajo inicial. En lo que respecta al escenario negativo, el menor nivel de ventas generará mucha presión y al tener márgenes negativos generará complicaciones en poder mantener los niveles de inversión de capital proyectados para el escenario base, es por ese motivo que a partir del 2022 las inversiones netas de capital comienzan a decrecer.

Gráfico 57. Proyección de gastos de capital/ventas



Fuente: Elaboración propia

En la siguiente tabla se puede observar cómo se distribuyen los gastos de capital proyectados (en millones de euros) para el escenario base dentro de los cuatro segmentos definidos al inicio de esta sección.

Tabla 26. Distribución de gastos de capital proyectados en el escenario base

Gastos de capital	2020	2021 e	2022 e	2023 e	2024 e	2025 e	2026 e	2027 e	2028 e	2029 e	2030 e
Total gastos de capital	898	1.281	1.827	2.153	2.406	2.276	2.096	1.977	1.795	1.667	1.476
Activos fijos: Dmarts y Kitchens	169	641	822	753	842	797	734	692	628	584	517
Desarrollo de sistema logístico	39	320	548	753	481	455	419	395	359	333	295
Adquisición de otras empresas: Glovo, InstaShop, Woowa	400	192	274	538	722	683	629	593	538	500	443
Compra de participación en otras empresas	289	128	183	323	361	341	314	297	269	250	221

Fuente: Elaboración propia

Vemos que en los primeros cinco años hay un nivel de inversión elevado en Dmarts y en desarrollo del sistema logístico de Delivery Hero. Las adquisiciones de empresas, así como la compra de participación accionaria de otras empresas se mantienen relativamente estables.

#### 7.1.4. Proyección de depreciaciones

Las depreciaciones y amortizaciones representan la pérdida de valor de los activos fijos debido al uso, antigüedad, obsolescencia a lo largo de su vida útil contable. Su consideración para la proyección de los flujos adquiere relevancia debido a que permite deducir impuestos. De esta manera, disminuye la presión fiscal sobre la empresa.

En la siguiente tabla podemos observar el monto de las depreciaciones y amortizaciones de la compañía entre 2017 y 2020, acompañado de los bienes de capital (expresados en

millones de euros), y su composición. Se presenta también el resultado del cociente entre las depreciaciones y los bienes de capital. Observamos que hubo un crecimiento estable de esta ratio hasta 2019, donde parecería haber alcanzado un pico. En los escenarios propuestos se asume que esta ratio se va a mantener constante en 5,7%, valor del 2020.

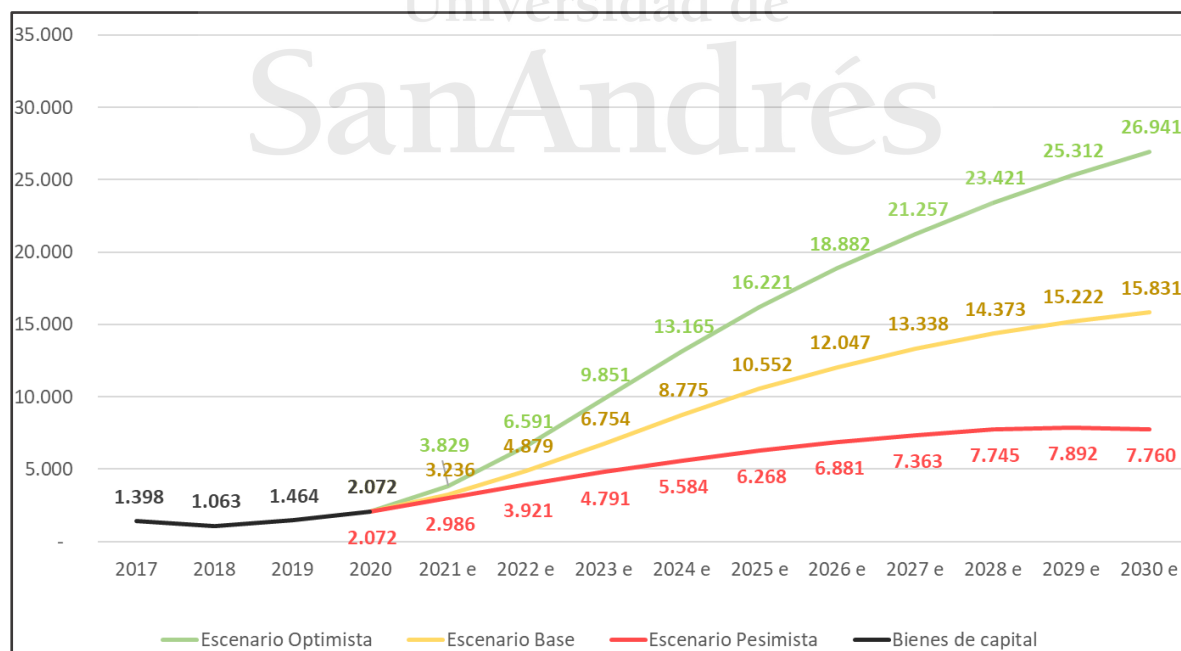
**Tabla 27. Ratio depreciación / bienes de capital Delivery Hero 2017 -2020**

	2017	2018	2019	2020
Depreciación y amortización	38	40	88	118
Bienes de capital	1.398	1.063	1.464	2.072
Edificios (Oficinas y 20% de adquisiciones)	9	13	138	218
Otros propiedades, plantas y equipamientos (Dmarts & Kitchens)	28	45	123	292
Goodwill (80% de las adquisiciones)	733	594	782	1.102
Intangibles (desarrollo de logística y tecnología)	627	412	422	461
Depreciación / bienes de capital	2,7%	3,8%	6,0%	5,7%

Fuente: Elaboración propia

Para poder calcular las depreciaciones a partir del ratio depreciación / Bienes de capital proyectado del 5,7% es necesario contar con los bienes de capital en cada año para cada escenario. La manera en la cual calculamos el valor d los bienes de capital consiste en tomar el valor de los bienes de capital del año previo y sumarle los gastos de capital de dicho año y restarle depreciación correspondiente a ese año. De esta manera, obtenemos la siguiente proyección de gastos de capital en cada escenario.

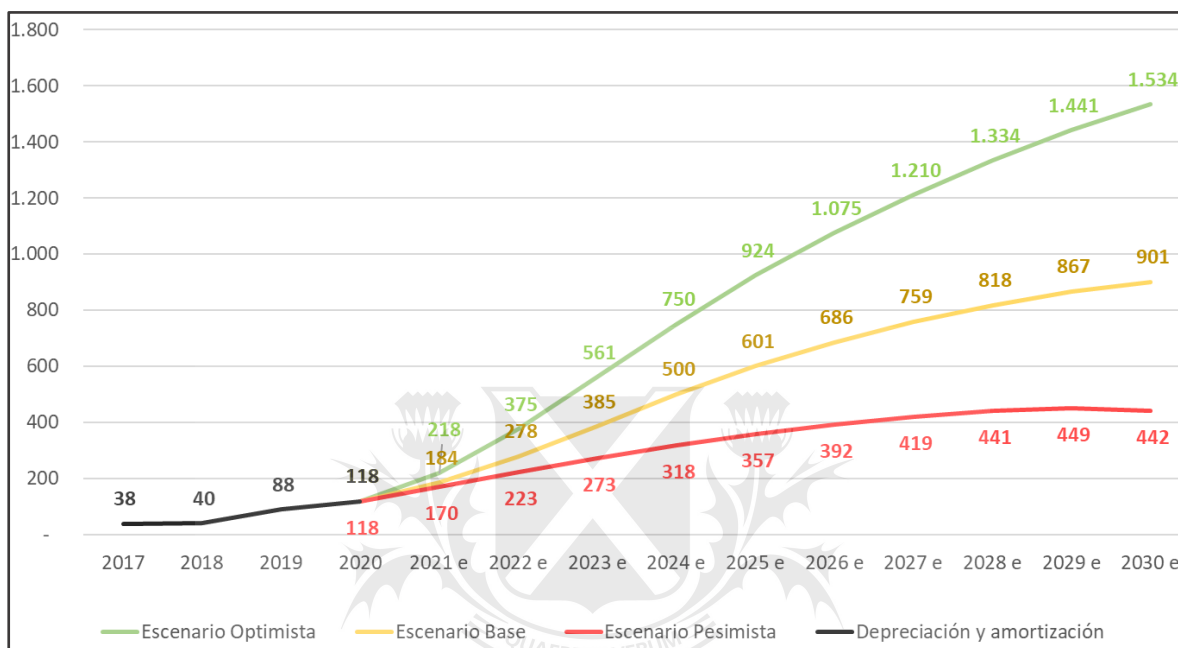
**Gráfico 58. Proyección de bienes de capital [millones de euros]**



Fuente: Elaboración propia

De esta manera, si multiplicamos los bienes de capital por el ratio depreciación / bienes de capital proyectado del 5,7% obtenemos las proyecciones de depreciaciones y amortizaciones presentes en el gráfico que continuación.

**Gráfico 59. Proyección de depreciaciones y amortizaciones [millones de euros]**



Fuente: Elaboración propia

### 7.1.5. Proyección de capital de trabajo

El capital de trabajo es la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos corrientes. Incrementos en el capital de trabajo implican una reducción en la generación de flujos de caja, mientras que disminuciones del capital de trabajo implican un aumento de la generación de flujos de caja.

Las necesidades de capital de trabajo están vinculadas con el crecimiento de la empresa y suelen ser volátiles. Por este motivo, las estimaciones de capital de trabajo no pueden hacerse independientemente de las estimaciones de crecimiento de la firma. Con los gastos de capital proyectados por la empresa enfocados en el desarrollo de los Dmart y el crecimiento del quick commerce será un desafío para Delivery Hero poder optimizar correctamente los inventarios en estos supermercados propios de manera tal de tener una buena rotación de inventarios y minimizar el capital de trabajo requerido.

En nuestro caso, proyectaremos el capital de trabajo a través del ratio capital de trabajo sobre ventas. Lógicamente estas proyecciones estarán vinculados a los esfuerzos de la compañía y la estrategia de la misma.



**Tabla 28. Análisis del ratio capital de trabajo sobre ventas**

Análisis de capital de trabajo	2017	2018	2019	2020
Capital de trabajo	542	548	332	2.340
<i>Activo Corriente</i>	765	876	950	3.339
<i>Pasivo Corriente</i>	222	327	618	999
Variación de capital de trabajo	483	6	-217	2.008
Ventas	454	665	1.238	2.472
Capital de trabajo / Ventas	120%	82%	27%	95%

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes de Delivery Hero

Si analizamos el comportamiento del ratio capital de trabajo sobre ventas, nos encontramos con que su comportamiento ha sido altamente fluctuante. Se observa una leve tendencia hacia la baja, la cual ha sido revertida en el 2020 por el aumento de caja obtenido del financiamiento obtenido a través de la emisión de deuda convertible.

En lo que respecta a las proyecciones, en el escenario optimista se proyecta una disminución de esta ratio hasta 2023, y luego una recuperación hacia 2030, finalizando en un ratio de 1,8%. Para el escenario base se proyecta una disminución más acelerada los primeros años y desacelerándose en los últimos, llegando a 2030 a valores negativos de 9%. Por último, en el escenario pesimista proyectamos una disminución sostenida del ratio hasta alcanzar un 26% negativos en el último año.

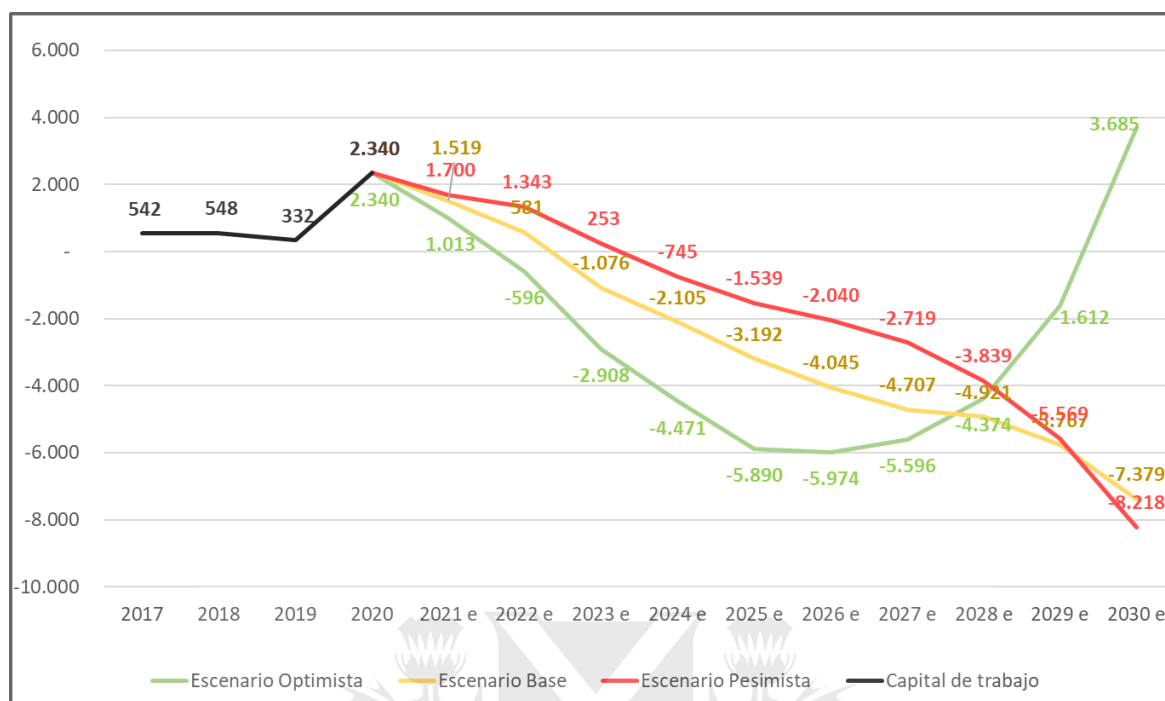
Luego, para obtener los valores de capital de trabajo año a año, basta con multiplicar el ratio proyectado por las ventas proyectadas. De esta manera, obtenemos los valores del gráfico a continuación:

**Gráfico 60. Proyección de capital de trabajo [millones de euros]**

## Valuación de Delivery Hero

Maestría en Finanzas - Universidad de San Andrés

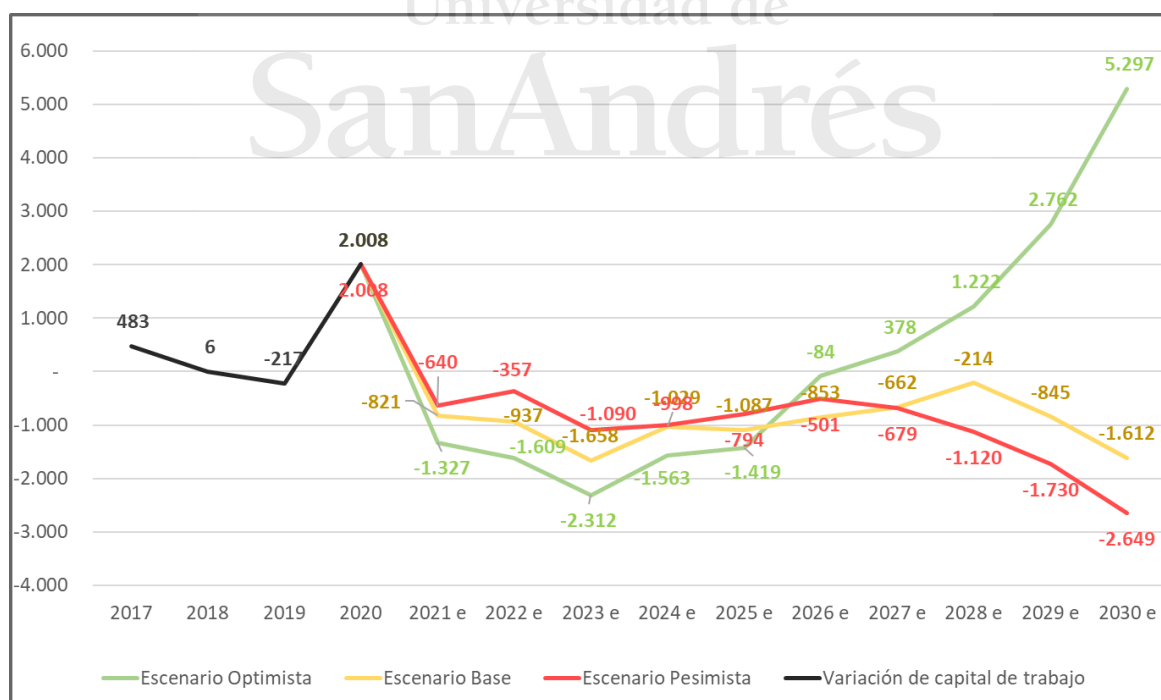
Ing. Agustín Cardini



Fuente: Elaboración propia

Finalmente, si hacemos la diferencia del capital de trabajo entre un año y el que le antecede, obtenemos las proyecciones de variación de capital de trabajo.

**Gráfico 61. Proyección de variación de capital de trabajo [millones de euros]**



Fuente: Elaboración propia

**7.1.6. Proyección del valor terminal**

El valor terminal corresponde al valor de los flujos de fondos futuros luego del último período proyectado. Requiere que la compañía crezca a una tasa estable y más madura. Por ese motivo, para calcular el valor terminal debemos definir cuál va a ser la tasa de crecimiento (g) estable de los flujos de fondos. El valor terminal es muy sensible a esta tasa, y su determinación es considerada un supuesto fuerte en la valuación.

En nuestro caso proyectamos que el valor de crecimiento estable de los flujos de fondos a perpetuidad será de 3,5%, del cual 2,1% corresponde respectivamente al crecimiento real de la economía y 1,4% de inflación. De esta manera, la empresa crecerá a perpetuidad a una tasa que está en línea con el crecimiento de la economía.

$$\text{Valor terminal} = \frac{\text{Flujo de fondos del último período proyectado}}{\text{WACC} - g} * (1 + g)$$

Ecuación 5. Valor terminal

**7.2. CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO**

La tasa de descuento o costo promedio ponderado del capital (WACC por sus siglas en inglés - Weighted Average Cost of Capital) representa el costo del capital de la compañía considerando todas sus fuentes de financiamiento. Esta tasa se utiliza para determinar el valor actual de los flujos de fondos de la firma proyectados en el futuro. La fórmula para calcular la tasa de descuento es la siguiente:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * r_e + \frac{D}{E + D} * r_d * (1 - t)$$

The diagram below the formula identifies the components of the WACC equation:

- $\frac{E}{E + D}$ : Proporción de capital sobre el financiamiento total
- $r_e$ : Costo del capital propio
- $\frac{D}{E + D}$ : Proporción de deuda sobre el financiamiento total
- $r_d$ : Costo de la deuda
- $(1 - t)$ : Alícuota impositiva

Fuente: Elaboración propia

**Ecuación 6. Costo promedio ponderado del capital (WACC)**

Pasaremos entonces a calcular cada uno de los componentes de la ecuación para calcular el WACC. Esto nos dará una idea clara de cómo está compuesto el capital de la empresa, su fuente y el costo que tiene el capital para la misma.

### 7.2.1. Composición de la deuda

Para utilizar correctamente la ecuación 10, debemos considerar únicamente la deuda financiera, es decir, aquella que genera intereses. Para ello, vamos a considerar los valores de la deuda de Delivery Hero del balance general, correspondientes al 31 de diciembre de 2020. (Montos expresados en millones de euros). Como se puede ver en la tabla el valor de la deuda financiera a utilizar es de 4.728,3 millones de euros.

**Tabla 29. Deuda financiera Delivery Hero 2020**

Maturity	Menor a 1 año	Entre 1 y 5 años	Mayor a 5 años	Total
Bonos convertibles	€ 13	€ 1.625	€ 1.625	€ 3.263
Deuda bancaria		€ 1.378		€ 1.378
Deudas comerciales	€ 8			€ 8
Otras deudas	€ 8	€ 72		€ 80
<b>Total</b>	<b>€ 29</b>	<b>€ 3.075</b>	<b>€ 1.625</b>	<b>€ 4.728</b>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes de Delivery Hero

### 7.2.2. Costo de la deuda

Al desconocer las políticas de financiamiento de Delivery Hero y, por lo tanto, el costo de dicho financiamiento, debemos estimarlo. Para ello, tomaremos la cotización del último bono emitido por Delivery Hero a fines de determinar su rendimiento, el cual puede interpretarse como el costo marginal de la deuda.

En la tabla a continuación se muestra el detalle del bono convertible elegido como referencia. Este es el bono más reciente emitido por la empresa y tiene una duración de ocho años. La "Yield to maturity" (rendimiento al vencimiento) de este bono a la fecha del 2 de julio de 2021 es igual a **0,28%**. Entendemos que utilizar este valor tan bajo como costo de endeudamiento de Delivery Hero no es representativo.

**Tabla 30. Costo de la deuda: bono convertible 2028 Delivery Hero**

<b>Emisor</b>	<b>Delivery Hero SE</b>
<b>ISIN</b>	<b>DE000A3H2WQ0</b>
<b>País de emisión</b>	<b>Alemania</b>
<b>Moneda de emisión</b>	<b>Euros</b>
<b>Fecha de emisión</b>	<b>15/7/2020</b>
<b>Fecha de maturity</b>	<b>15/1/2028</b>
<b>Fecha de pado de proximo cupon</b>	<b>15/7/2021</b>
<b>Prima de emisión</b>	<b>€ 47,5</b>
<b>Precio de conversión</b>	<b>€ 149</b>
<b>Principal [millones]</b>	<b>€ 750</b>
<b>Cantidad de bonos</b>	<b>7500</b>
<b>Importe nominal</b>	<b>€ 100.000</b>
<b>Cupon</b>	<b>1,5%</b>
<b>Frecuencia de cupon</b>	<b>Semestral</b>
<b>Tipo de cupon</b>	<b>Plain Vanilla</b>
<b>Callable</b>	<b>Si (1)</b>
<b>Putable</b>	<b>Si (2)</b>
<b>Yield to maturity</b>	<b>0,28%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes de Delivery Hero

*(1) El tenedor de bonos tiene un derecho de venta condicional si un inversor obtiene derechos de voto indirectos o directos del 30% o más. En ese caso, los bonos se rescatan su valor principal más intereses devengados.*

*(2) Delivery Hero tiene derecho a canjear los Bonos Convertibles en cualquier momento (i) a partir del 13 de febrero de 2023 (Tramo A) y 13 de febrero de 2025 (Tramo B), si el precio por acción de Delivery Hero asciende al menos al 130% (Tramo A) o 150% (Tramo B) del precio de conversión relevante en ese momento o (ii) si el 15% o menos del monto principal del tramo de los Bonos Convertibles siguen en circulación.*

La única calificación crediticia para Delivery Hero disponible, corresponde al “Modelo de predicción de riesgo crediticio” de Reuters, la cual proyecta una calificación BBB. Estimamos que el costo de endeudamiento será aproximadamente similar al promedio de la empresa con dicha calificación crediticia. Para ello, tomamos como referencia la “annual effective yield” de todas las empresas americanas con calificación crediticia BBB-, la cual, para el 16 de julio de 2021 era de 2,22% (Fuente: Fred: ICE BofA BBB US Corporate Index Effective Yield). De esta manera, el costo de la deuda a utilizar es de **2,22%**.

Si hacemos un análisis del tramo B de la colocación a enero de 2028 obtenemos lo siguiente:

**Tabla 31. Análisis valor bonos convertibles - Tramo B**

<b>Bonos convertibles II - Tramo B</b>	
<b>Precio de mercado del bono</b>	<b>€109,53</b>
<b>Ratio de conversión</b>	<b>0,667</b>
<b>Precio de mercado de la acción</b>	<b>€117,35</b>
<b>Valor de conversión</b>	<b>€78,23</b>
<b>Precio de conversión de mercado</b>	<b>€176,03</b>
<b>Prima de conversión por acción</b>	<b>€58,68</b>
<b>Ratio de prima de conversión por acción</b>	<b>50%</b>
<b>Período de repago de la prima</b>	<b>2,608</b>
<b>Ingreso extraordinario por acción</b>	<b>€22,50</b>
<b>Prima sobre el valor estricto</b>	<b>-18%</b>
<b>Valor estricto</b>	<b>€133,64</b>
<b>Precio mínimo del bono convertible</b>	<b>€133,64</b>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de los reportes de Delivery Hero

El precio de mercado para este bono al 2 de julio de 2021 era de 109.53 euros.

El ratio de conversión es de 0,667 es decir, que por cada 1000 nominales del bono convertible obtendría 0,667 acciones de Delivery Hero. Si multiplicamos este valor por el precio de mercado de la acción al 2 de julio de 2021, de 117,35 euros; obtenemos el valor de conversión. El valor de conversión de un bono convertible es el valor del bono si se convierte inmediatamente. En nuestro caso, el valor de conversión es de 78,23 euros.

El “valor estricto” es el valor del bono sin considerar la opción de conversión, y se calcula a partir de los flujos de fondos que generaría el bono sin convertirse. En nuestro caso, dicho valor es de 133,64 euros.

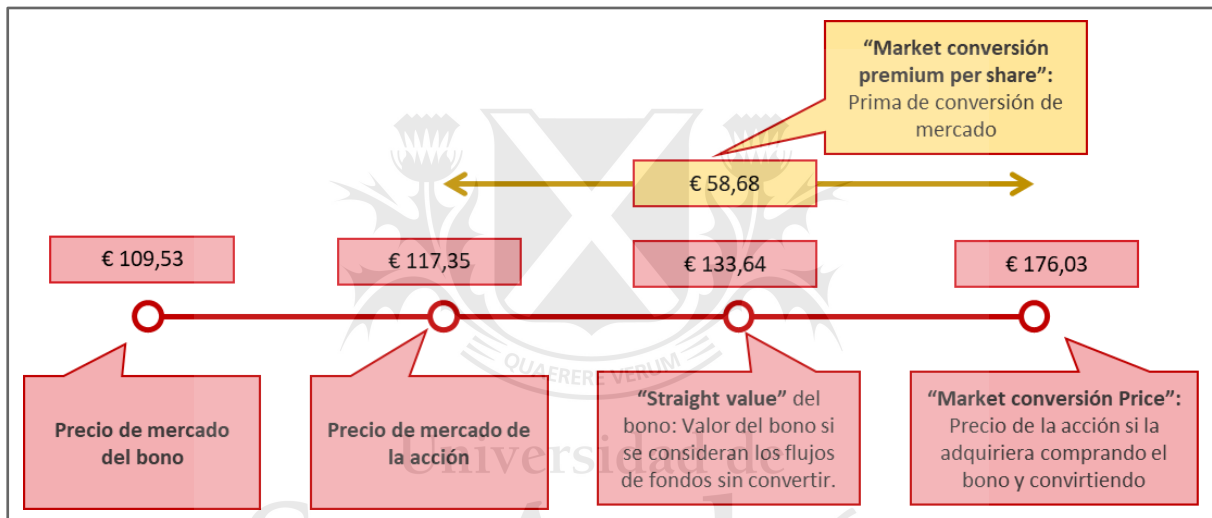
El “precio de conversión de mercado” corresponde al precio que un inversor pagaría por la acción, si comprara el bono convertible y lo convirtiera automáticamente. En nuestro caso, un inversor pagaría 176,03 euros por cada acción de Delivery Hero, lo cual, no resulta conveniente ya que el valor de mercado de la acción es de 117,35 euros.

Fabozzi define al “Prima de conversión por acción” como la prima que un inversor pagaría al comprar un bono convertible en lugar de comprar la acción. La misma se obtiene restando el precio de la acción al precio de conversión de mercado. En nuestro caso, la prima es de 58,68 euros. Esta prima se suele representar como un porcentaje del precio de la acción, y en este caso es del 50%. Es decir, que, si un inversor compra un bono convertible y convierte, estaría pagando una prima del 50% del precio de la acción.

Creo pertinente citar la explicación que hace Fabozzi, sobre por qué motivo un inversor pagaría una prima: *“Recuerde que el precio mínimo de un bono convertible es el mayor entre su valor de conversión o su valor estricto. Por lo tanto, a medida que disminuya el precio de las acciones ordinarias, el precio del bono convertible no caerá por debajo de su valor estricto. Por lo tanto, el valor estricto actúa como un piso para el precio del valor convertible. Sin embargo, es un piso móvil ya que el straight value cambiará con los cambios en las tasas de interés.”*

El tiempo que lleva recuperar la prima de mercado pagada se conoce como “período de repago de la prima”. En nuestro caso, dicho valor es de 2,6 años.

Ilustración 12. Análisis de deuda convertible de Delivery Hero



Fuente: Elaboración propia

Dadas las condiciones de emisión el upside que tenga este bono como acción está limitado, es decir tiene un techo superior (“cap”), que corresponde al 150% del precio de conversión. De esta manera, el inversor se puede llevar parte del *upside*, pero el resto queda como ganancia de Delivery Hero.

### 7.2.3. Composición del capital

Para un uso correcto de la ecuación de cálculo del WACC, el valor del capital a considerar no es el de valor de libros, si no el vigente en el mercado. Al 30 de diciembre de 2020, Delivery Hero tenía emitidas 199 millones de acciones comunes. Si multiplicamos esa cantidad de acciones por el precio de cierre de la acción €127,00 obtenemos un total de €25,3 millones, que corresponde a la capitalización bursátil de la compañía el cual representa nuestro valor del capital.

Tabla 32. Capitalización bursátil Delivery Hero 2020

Acciones en circulación	199.304.235
Precio por acción (30.12.2020)	127,00
<b>Capitalización bursatil</b>	<b>€ 25.311.637.845</b>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos Reuters

#### 7.2.4. Costo del capital propio

El costo del capital es la tasa de retorno que esperan obtener los accionistas como compensación por el riesgo que les genera invertir en la compañía. En este caso lo calcularemos utilizando el modelo conocido como CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). La fórmula para calcular la tasa de descuento es la siguiente:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

El diagrama muestra la fórmula  $r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$  con tres corchetes rojos debajo que apuntan a los términos. El primer corchete cubre  $r_f$  y está etiquetado como 'Tasa libre de riesgo'. El segundo corchete cubre  $\beta$  y está etiquetado como 'Riesgo'. El tercer corchete cubre  $(r_m - r_f)$  y está etiquetado como 'Prima de mercado'.

Ecuación 7. Costo del capital

La **tasa libre de riesgo** es la tasa de interés que un inversor podría esperar al invertir en un activo que no tenga riesgo. Técnicamente, esto es imposible ya que todos los activos tienen riesgo. En la práctica, esta tasa se asemeja a la de los bonos emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos, ya que las probabilidades de default son prácticamente nulas.

Teniendo en cuenta el principio de consistencia que establece que la moneda utilizada en los flujos de fondo debe ser igual a la utilizada en la tasa libre de riesgo, debemos entonces encontrar una tasa en euros. En nuestro caso, utilizamos la tasa de la curva swap de tasas de interés Euro a 30 años, la cual al día 18 de julio de 2021 era de 0,323%.

La **Beta ( $\beta$ )** de una acción es una medida de riesgo. Representa el riesgo adicional que una inversión aporta a un portfolio diversificado. Una beta igual a 1, indica que el precio de la acción de Delivery Hero se mueve prácticamente igual que un portfolio de mercado diversificado. A mayor beta ( $\beta$ ), mayor 'riesgo sistemático' o 'riesgo de mercado', es decir, riesgo que no se puede eliminar. Como la beta se calcula contra un índice de referencia, la medida es un tanto subjetiva, y va a depender del índice que estemos utilizando, el período de tiempo que abarca el cálculo y la frecuencia de los retornos que se tome para realizar el cálculo.

El cálculo de la Beta a través de un análisis de regresión se obtiene con la siguiente fórmula:



$$\beta = \frac{\text{covarianza}(\text{retornos S\&P 500}; \text{retornos Delivery Hero})}{\text{varianza}(\text{retornos S\&P 500})}$$

Ecuación 8. Beta

Los Betas históricos suelen ser limitados debido a restricciones de mercado, como pueden ser iliquidez, cambios de perfil y características de riesgo de la compañía, reflejan el pasado y no el futuro, reflejan una estructura de capital que no sabemos si se va a mantener en el futuro.

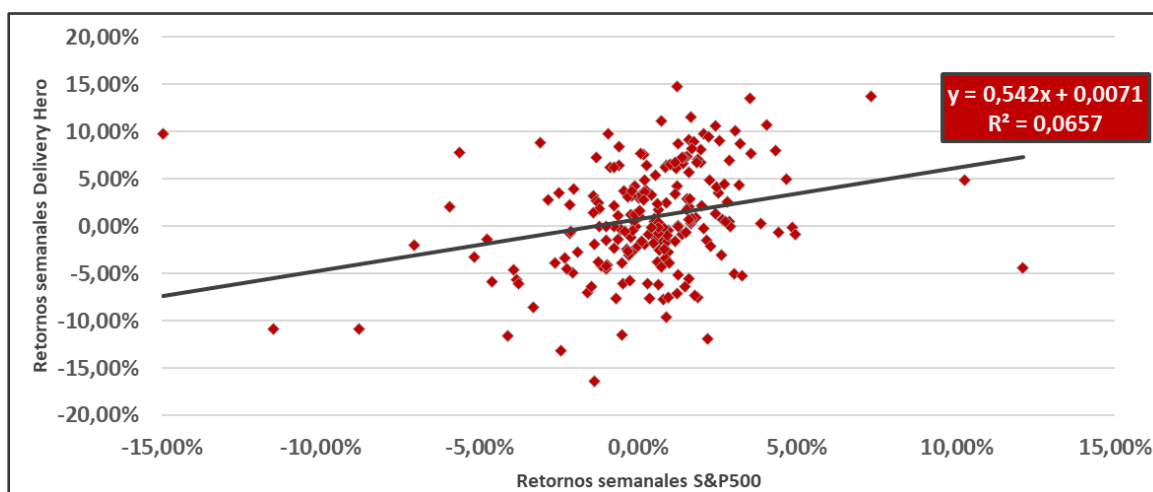
En nuestro caso, utilizamos los retornos históricos semanales de la acción de Delivery Hero comprendidos entre el 1 de julio de 2017 y el 2 de julio de 2021. Los índices que utilizamos como referencia de mercado son S&P 500, MSCI World Index y STOXX 600. El motivo por el cual utilizamos estos tres índices se debe a que el S&P está en dólares, el Eurostock 600 en euros y el MSCI world es un índice más diversificado con exposición a diferentes monedas. Los resultados obtenidos fueron de 0,542; 0,615 y 0,661 respectivamente. De esta manera, el promedio obtenido para los Beta calculados a través de la regresión lineal considerando estos tres índices es de 0,606 y la mediana 0,615.

Tabla 33. Betas obtenidos a través de regresiones lineales para cada índice

Betas [regresión lineal]	
Referencia	Beta
S&P 500	0,542
MSCI World Index	0,615
STOXX 600	0,661
Promedio	0,606
Mediana	0,615

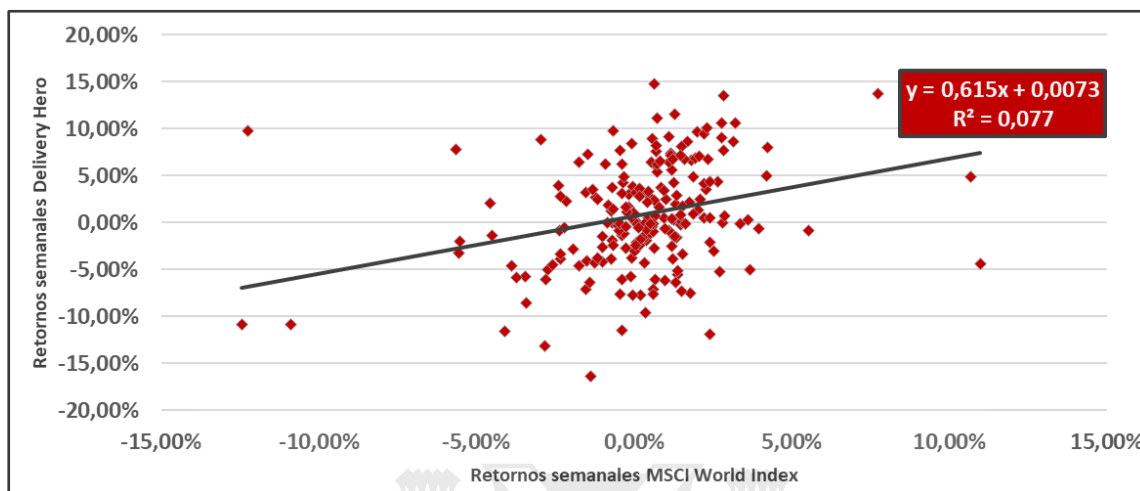
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 62. Cálculo de Beta - Retornos semanales 2017-2021 - [S&P 500]



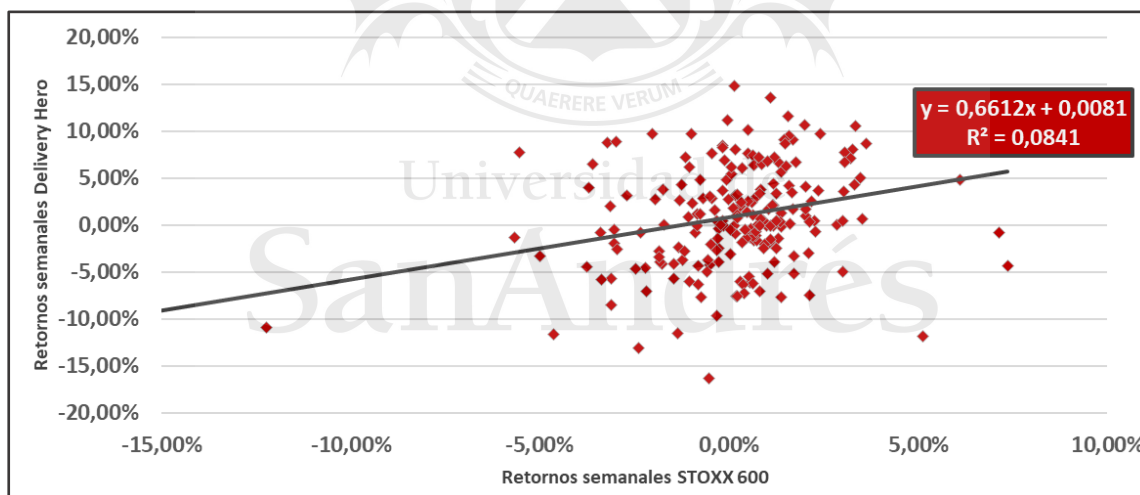
Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

Gráfico 63. Cálculo de Beta - Retornos semanales 2017-2021 - [MSCI World Index]



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

Gráfico 64. Cálculo de Beta - Retornos semanales 2017-2021 - [STOXX 600]



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

Si comparamos el valor del Beta obtenido a partir del cálculo de regresión lineal contra el valor de la beta promedio para la industria de 1,34 y la mediana de 1,44 (calculado a partir de cuatro empresas comparables en julio de 2021), vemos que los resultados no son consistentes. De esta manera no podemos asegurarnos que el valor obtenido a partir de la regresión sea consistente y representativo con el de la industria.

Sumado a esto, los valores tan bajos de 0,06; 0,07 y 0,08 contra el S&P500, MSCI World Index y STOXX 600 respectivamente  $R^2$  de indican que hay un gran porcentaje del rendimiento de las acciones de esta compañía que no está explicado por el mercado. Esto implica que hay otros factores que explican el rendimiento de la acción y por ese motivo creemos que es consistente utilizar los betas de la industria.

Tabla 34. Betas de industrias comparables

Betas [industria]	
Empresa	Beta
Doordash	1,720
Uber Eats	1,710
Meituan	1,170
Just Eat	0,740
Promedio	1,335
<b>Mediana</b>	<b>1,44</b>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

Por este motivo procedimos a desapalancar la beta de la industria utilizando el nivel de endeudamiento (Deuda/Equity) de la industria y luego apalancar con el ratio de D/E de Delivery Hero en 2020, para obtener un valor de Beta de 1,46.

Tabla 35. Beta apalancado Delivery Hero

Beta [Delivery Hero]	
Beta levered (mediana industria)	1,440
D/E (mediana industria)	0,165
Beta unlevered (promedio industria)	1,291
D/E (Delivery Hero 2020)	0,187
<b>Beta levered (Delivery Hero)</b>	<b>1,460</b>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

El valor de Beta depende de factores fundamentales, como, por ejemplo, el tipo de negocio, producto o servicio; leverage operacional y leverage financiero. Compañías con mayores costos fijos, compañías más nuevas, compañías con mayor crecimiento y compañías con mayor endeudamiento tienen mayor riesgo y por lo tanto tienen un mayor Beta.

Por este motivo, creemos que el valor más representativo de Beta para Delivery Hero obtenido, corresponde con el calculado a través de la última metodología, en la cual partimos de los Betas de la industria, los desapalancamos con las ratios de endeudamiento de la industria, y lo volvimos a apalancar con la ratio de endeudamiento de Delivery Hero. Finalmente, el valor de Beta a utilizar para el cálculo del costo de capital de Delivery Hero es de 1,46.

La **prima de mercado** representa el retorno excedente que un inversor podría obtener por encima de la tasa libre de riesgo, si decidiera invertir en el mercado accionario. Ahora bien, el mercado comprende múltiples activos financieros, con lo cual se debe optar por escoger un índice de referencia. En nuestro caso, debido a disponibilidad de datos históricos y para ser consistentes con la diversificación de monedas de flujos de fondos optamos por utilizar el MSCI World Index.

En nuestro caso utilizaremos los retornos totales históricos semanales del MSCI World Index en euros comprendidos entre 2003 y 2020, los cuales anualizados arrojan un resultado de 8,158%. De esta manera, si al retorno de mercado le restamos la tasa libre riesgo de 0,323% obtenemos una prima de mercado de 7,84%.

Utilizando la tasa libre de riesgo, la beta y la prima de mercado calculadas previamente en la fórmula de CAPM obtenemos un costo del capital propio de 11,76%.

**Tabla 36. Costo del capital Delivery Hero 2020**

Libre de riesgo	0,323%
Beta	1,460
Retorno mercado	8,158%
Prima de mercado	7,84%
<b>Costo del capital propio</b>	<b>11,76%</b>

Fuente: Elaboración propia

#### 7.2.5. Costo promedio ponderado del capital

Por último, procedemos a introducir todas las variables calculadas previamente dentro de la fórmula del WACC para obtener el costo del capital, el cual va a ser una variable determinante para descontar los flujos de fondos. El valor obtenido del costo promedio ponderado del capital es de 10,15%. La alícuota impositiva del 30% corresponde a la tasa impositiva promedio del 2020 que tuvo Delivery Hero.

**Tabla 37. Costo promedio ponderado del capital Delivery Hero (WACC)**

Capital [millones]	€ 25.311,6
Deuda [millones]	€ 4.728,3
Proporción de capital sobre el financiamiento total	84,3%
Proporción de deuda sobre el financiamiento total	15,7%
Costo del capital propio	11,76%
Costo de la deuda	2,22%
Alícuota impositiva	30,0%
<b>Costo promedio ponderado del capital (WACC)</b>	<b>10,15%</b>

Fuente: Elaboración propia

### 7.3. FLUJO DE FONDOS PROYECTADOS Y VALOR DE LA FIRMA

A continuación, presentamos los flujos de fondos proyectados en cada escenario, con la marcha de cálculo realizada para obtener el *enterprise value* (EV). Luego al valor del *enterprise value* le restamos el valor de la deuda financiera en 2020, le sumamos la caja en 2020 y obtenemos el valor del capital. Luego, dividiendo el valor por capital por la cantidad de acciones obtenemos el precio por acción obtenido en cada escenario a través del método de valuación de flujo de fondo descontado.

7.3.1. Escenario base

Tabla 38. Flujos de fondos proyectados para el escenario base

Escenario base	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	VT
Ventas	€ 4.746	€ 8.306	€ 13.455	€ 20.048	€ 27.761	€ 36.775	€ 47.072	€ 57.899	€ 69.479	€ 81.985	-
Margen EBIT/Ventas	-17%	-8%	-2%	2%	2%	3%	4%	4%	5%	5%	-
EBIT	-€ 807	-€ 664	-€ 269	€ 401	€ 666	€ 1.250	€ 1.836	€ 2.548	€ 3.196	€ 4.427	-
(-) Impuestos	-€ 242	-€ 199	-€ 81	€ 120	€ 200	€ 375	€ 551	€ 764	€ 959	€ 1.328	-
(+) Depreciaciones y amortizaciones	€ 184	€ 278	€ 385	€ 500	€ 601	€ 686	€ 759	€ 818	€ 867	€ 901	-
(-) Gastos de capital (CAPEX)	€ 1.281	€ 1.827	€ 2.153	€ 2.406	€ 2.276	€ 2.096	€ 1.977	€ 1.795	€ 1.667	€ 1.476	-
(-) Variacion de capital de trabajo	-€ 821	-€ 937	-€ 1.658	-€ 1.029	-€ 1.087	-€ 853	-€ 662	-€ 214	-€ 845	-€ 1.612	-
Flujo de fondo libre de caja (FCFF)	-€ 841	-€ 1.077	-€ 299	-€ 597	-€ 122	€ 318	€ 729	€ 1.021	€ 2.282	€ 4.137	€ 64.347
Costo promedio ponderado del capital (WACC)	10,2%										
Tasa de crecimiento estable a perpetuidad	3,5%										
Factor de descuento	1,10	1,21	1,34	1,47	1,62	1,79	1,97	2,17	2,39	2,63	2,63
Valor actual de los (FCFF)	-€ 763	-€ 888	-€ 224	-€ 405	-€ 75	€ 178	€ 371	€ 471	€ 956	€ 1.573	€ 24.465
Enterprise value	€ 25.658										

Fuente: Elaboración propia

Tabla 39. Precio por acción escenario base

VALUACIÓN FCFF (Escenario base)	
Enterprise Value [millones de euros]	€ 25.658
Deuda financiera [millones de euros]	€ 4.728
Caja [millones de euros]	€ 2.922
Valor del capital [millones de euros]	€ 23.852
Acciones en circulación	199.304.235
<b>Precio por acción [euros]</b>	<b>€ 119,7</b>

Fuente: Elaboración propia

7.3.2. Escenario optimista

Tabla 40. Flujos de fondos proyectados para el escenario optimista

Escenario optimista	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	VT
Ventas	€ 5.067	€ 9.932	€ 18.176	€ 29.808	€ 45.308	€ 66.377	€ 93.260	€ 124.968	€ 161.208	€ 204.735	-
Margen EBIT/Ventas	-7%	1%	3%	5%	5%	6%	6%	7%	7%	8%	-
EBIT	-€ 355	€ 99	€ 545	€ 1.490	€ 2.447	€ 3.783	€ 5.969	€ 8.623	€ 11.768	€ 17.198	-
(-) Impuestos	-€ 106	€ 30	€ 164	€ 447	€ 734	€ 1.135	€ 1.791	€ 2.587	€ 3.530	€ 5.159	-
(+) Depreciaciones y amortizaciones	€ 218	€ 375	€ 561	€ 750	€ 924	€ 1.075	€ 1.210	€ 1.334	€ 1.441	€ 1.534	-
(-) Gastos de capital (CAPEX)	€ 1.875	€ 2.980	€ 3.635	€ 3.875	€ 3.806	€ 3.584	€ 3.451	€ 3.374	€ 3.224	€ 3.071	-
(-) Variacion de capital de trabajo	-€ 1.327	-€ 1.609	-€ 2.312	-€ 1.563	-€ 1.419	-€ 84	€ 378	€ 1.222	€ 2.762	€ 5.297	-
Flujo de fondo libre de caja (FCFF)	-€ 579	-€ 925	-€ 380	-€ 519	€ 249	€ 223	€ 1.559	€ 2.774	€ 3.693	€ 5.204	€ 80.952
Costo promedio ponderado del capital (WACC)	10,2%										
Tasa de crecimiento estable a perpetuidad	3,5%										
Factor de descuento	1,10	1,21	1,34	1,47	1,62	1,79	1,97	2,17	2,39	2,63	2,63
Valor actual de los (FCFF)	-€ 525	-€ 763	-€ 285	-€ 353	€ 154	€ 125	€ 792	€ 1.280	€ 1.547	€ 1.979	€ 30.778
Enterprise value	€ 34.729										

Fuente: Elaboración propia

Tabla 41. Precio por acción escenario optimista

VALUACIÓN FCFF (Escenario optimista)	
Enterprise Value [millones de euros]	€ 34.729
Deuda financiera [millones de euros]	€ 4.728
Caja [millones de euros]	€ 2.922
Valor del capital [millones de euros]	€ 32.923
Acciones en circulación	199.304.235
<b>Precio por acción [euros]</b>	<b>€ 165,2</b>

Fuente: Elaboración propia

7.3.3. Escenario pesimista

Tabla 42. Flujos de fondos proyectados para el escenario pesimista

Escenario pesimista	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	VT
Ventas	€ 4.474	€ 7.069	€ 10.038	€ 13.250	€ 16.695	€ 20.202	€ 23.636	€ 26.708	€ 29.379	€ 31.730	-
Margen EBIT/Ventas	-28%	-19%	-12%	-7%	-3%	1%	1%	2%	3%	4%	-
EBIT	-€ 1.253	-€ 1.343	-€ 1.205	-€ 928	-€ 501	€ 222	€ 331	€ 641	€ 881	€ 1.142	-
(-) Impuestos	-€ 376	-€ 403	-€ 361	-€ 278	-€ 150	€ 67	€ 99	€ 192	€ 264	€ 343	-
(+) Depreciaciones y amortizaciones	€ 170	€ 223	€ 273	€ 318	€ 357	€ 392	€ 419	€ 441	€ 449	€ 442	-
(-) Gastos de capital (CAPEX)	€ 1.032	€ 1.104	€ 1.093	€ 1.066	€ 1.002	€ 970	€ 875	€ 801	€ 588	€ 317	-
(-) Variacion de capital de trabajo	-€ 640	-€ 357	-€ 1.090	-€ 998	-€ 794	-€ 501	-€ 679	-€ 1.120	-€ 1.730	-€ 2.649	-
Flujo de fondo libre de caja (FCFF)	-€ 1.099	-€ 1.464	-€ 574	-€ 399	-€ 201	€ 79	€ 455	€ 1.208	€ 2.209	€ 3.573	€ 55.583
Costo promedio ponderado del capital (WACC)	10,2%										
Tasa de crecimiento estable a perpetuidad	3,5%										
Factor de descuento	1,10	1,21	1,34	1,47	1,62	1,79	1,97	2,17	2,39	2,63	2,63
Valor actual de los (FCFF)	-€ 998	-€ 1.207	-€ 429	-€ 271	-€ 124	€ 44	€ 231	€ 558	€ 925	€ 1.359	€ 21.133
Enterprise value	€ 21.220										

Fuente: Elaboración propia

Tabla 43. Precio por acción escenario pesimista

VALUACIÓN FCFF (Escenario pesimista)	
Enterprise Value [millones de euros]	€ 21.220
Deuda financiera [millones de euros]	€ 4.728
Caja [millones de euros]	€ 2.922
Valor del capital [millones de euros]	€ 19.414
Acciones en circulación	199.304.235
<b>Precio por acción [euros]</b>	<b>€ 97,4</b>

Fuente: Elaboración propia

## 8. VALUACIÓN DE LA COMPAÑÍA POR EL MÉTODO MÚLTIPLOS COMPARABLES

El método de valuación por comparables consiste en determinar el valor de una compañía en forma relativa a otras compañías similares, a partir de determinados múltiplos. Las compañías similares son aquellas de la misma industria, con un mismo modelo de negocio y con características financieras similares. Entre las ventajas de la valuación por múltiplos encontramos que reflejan la percepción del mercado en un momento determinado, son fáciles de obtener y calcular, requieren menor información y proveen credibilidad porque reflejan niveles de precios donde se han realizado transacciones de compra y venta.

### 8.1. MÚLTIPLOS UTILIZADOS

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados para realizar la valoración por comparables. Los mismos deben ser consistentes, es decir que tanto el numerador como el denominador tienen que tener relación. Los que se utilizan con mayor frecuencia para determinar un rango de valuación por múltiplos son:

- P/E, por sus siglas en inglés "Price Earning" el cual se calcula como el cociente entre el precio por acción y el beneficio por acción.
- EV/EBITDA, por sus siglas en inglés "Enterprise value", "Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation", el cual se calcula como el cociente entre el valor de la compañía y el EBITDA.
- EV/Ventas, por sus siglas en inglés "Enterprise value", el cual se calcula como el cociente entre el valor de la compañía y las ventas.

En nuestro caso, nos vemos limitados a utilizar únicamente el ratio EV/Ventas. Esto se debe a que tanto el EBITDA, como el beneficio por acción son negativos, haciendo que la aplicación de estos ratios pierda relevancia. Al no poder aplicar el ratio EV/EBITDA la valuación por múltiplos a través del ratio P/E no tiene en consideración la estructura de capital de la compañía.

### 8.2. SELECCIÓN DE EMPRESAS COMPARABLES

Como bien mencionamos, las empresas tienen que ser similares. Por este motivo los requisitos definidos para encontrar compañías comparables son: ser públicas, ser de la misma industria, sus acciones deben ser líquidas y profundas. Las empresas comparables que cumplen con esos requisitos son:

- Doordash
- Grubhub
- Just Eat
- Uber Eats



Tabla 44. Múltiplos comparables de empresas similares

2020	EV/Ventas
<i>Delivery Hero</i>	10,3
Empresas comparables	EV/Ventas
<i>Doordash</i>	14,2
<i>Grubhub</i>	3,8
<i>Uber Eats</i>	8,1
<i>Just Eat</i>	6,75
Promedio	8,6
<b>Mediana</b>	<b>8,1</b>

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Reuters

Cabe destacar que para todos los casos estaremos utilizando como valor comparable la mediana y no el promedio debido a que este se ve fuertemente afectado por los amplios valores de los ratios de las empresas de esta industria. Vemos que los mismos son heterogéneos y varían mucho de empresa a empresa, y por lo tanto utilizar el promedio podría provocar sesgos en la valuación. Por este motivo utilizaremos la mediana en todos los casos como ratio comparable.

### 8.2.1. EV/Ventas

Las ventas realizadas de Delivery Hero en 2020 fueron de 2.471,9 millones de euros. Considerando el crecimiento histórico de las ventas, limitamos los rangos de ventas entre 2.300 y 2.700 millones de euros. En lo que respecta al comparable, utilizamos la mediana del ratio EV/Ventas, el cual arrojó un valor de ocho. De esta manera obtuvimos un *enterprise value* de 20.022 millones de euros.

Tabla 45. Valuación por comparables EV/Ventas [millones de euros]

Ventas Delivery Hero	EV/Ventas comparables (mediana de la industria)					
	6	7	8	8	10	12
2300	€ 13.800	€ 16.100	€ 18.630	€ 18.400	€ 23.000	€ 27.600
2400	€ 14.400	€ 16.800	€ 19.440	€ 19.200	€ 24.000	€ 28.800
2472	€ 14.831	€ 17.303	<b>€ 20.022</b>	€ 19.775	€ 24.719	€ 29.663
2500	€ 15.000	€ 17.500	€ 20.250	€ 20.000	€ 25.000	€ 30.000
2600	€ 15.600	€ 18.200	€ 21.060	€ 20.800	€ 26.000	€ 31.200
2700	€ 16.200	€ 18.900	€ 21.870	€ 21.600	€ 27.000	€ 32.400

Fuente: Elaboración propia

Luego, al *enterprise value* debemos restarle la deuda financiera y sumarle la caja de Delivery Hero a finales de 2020. De esta manera, obtenemos un valor del capital de 18.216 millones de euros, los cuales dividiéndolo por la cantidad de acciones en circulación obtuvimos un valor de 91 euros por acción.

Tabla 46. Precio por acción obtenido a través de la valuación por múltiplo EV/Ventas

VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS EV/Ventas	
Enterprise Value [millones de euros]	€ 20.022
Deuda financiera [millones de euros]	€ 4.728
Caja [millones de euros]	€ 2.922
Valor del capital [millones de euros]	€ 18.216
Acciones en circulación	199.304.235
<b>Precio por acción [euros]</b>	<b>€ 91,4</b>

Fuente: Elaboración propia

## 9. COMPARACIÓN DE LAS VALUACIONES

El precio de mercado de la acción al día 30 de diciembre de 2020 fue de 127,0 euros. Por otro lado, la valuación a través del método de flujos descontados de caja, arrojó un precio por acción de 119,7 euros. Finalmente, a través de la valuación por múltiplos utilizando el ratio EV/Ventas obtuvimos un valor de la acción de 91,4 euros.

Tabla 47. Comparación de resultados obtenidos a través de distintas metodologías de valuación

Precio de mercado de la acción (07.09.2021)	
€ 132,1	
Método de valuación	Precio por acción
<i>Free Cash Flow (Escenario optimista)</i>	€ 165,2
<i>Free Cash Flow (Escenario base)</i>	€ 119,7
<i>Free Cash Flow (Escenario pesimista)</i>	€ 97,4
<b>Comparable: EV/Ventas</b>	<b>€ 91,4</b>

Fuente: Elaboración propia

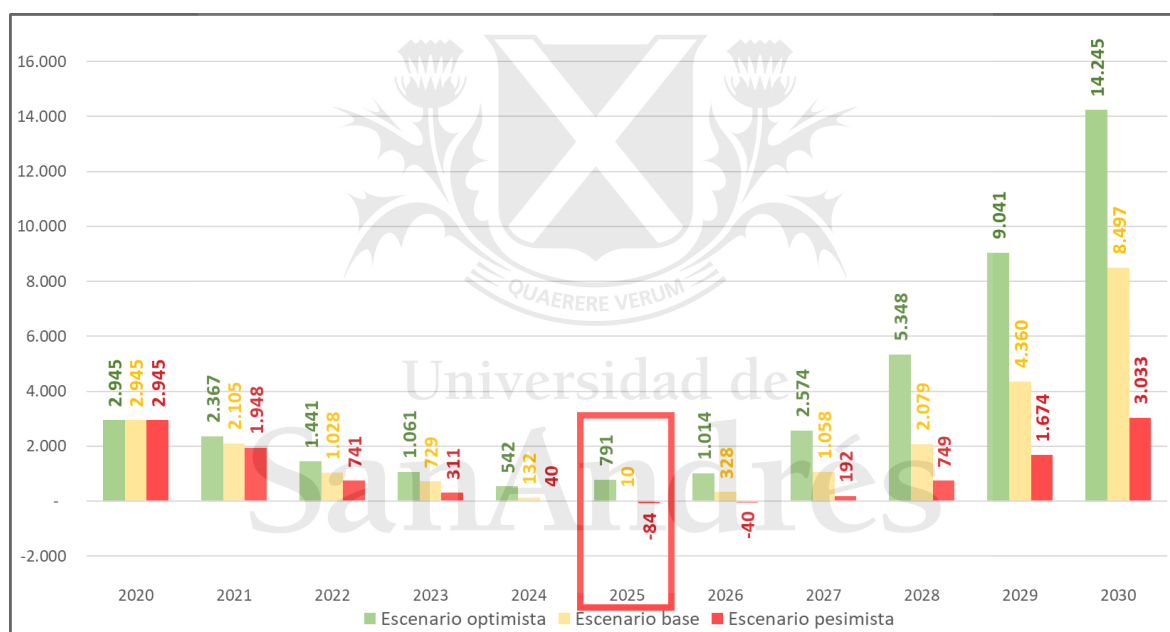
## 10. PROBLEMA ENCONTRADO Y SOLUCIÓN PROPUESTA

Si proyectamos la caja futura de Delivery Hero a partir de los flujos de fondos proyectados en cada escenario, detectamos que, para el escenario negativo, en los años 2025 y 2026 tiene un quebranto de 84 y 40 millones de euros respectivamente.

Dado que las necesidades de fondos en dichos años son relativamente bajas en comparación con el nivel de ventas, proponemos que Delivery Hero tome un préstamo bancario a cinco años por un monto total de 100 millones de euros en 2025.

Cabe destacar que en el último reporte financiero de Delivery Hero mencionan la disponibilidad de una línea de crédito garantizada no utilizada de 125 millones de euros. Por lo tanto, no es necesario para Delivery Hero salir a buscar financiamiento a los mercados de capitales.

Gráfico 65. Evolución de caja acumulada proyectada Delivery Hero [millones de euros]



Fuente: Elaboración propia

## 11. BIBLIOGRAFÍA

### 11.1.1. Libros

- Brealey, Myers, & Allen. (2017). *Principles of Corporate Finance*. Mc. Graw Hill.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation*. New York: Wiley Finance.
- Damodaran, A. (2009). *Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges*. New York: Stern School of Business.
- Fabozzi, F. J. (2007). *Fixed Income Analysis for the Chartered Financial Analyst Program*. New Jersey: CFA Institute.

### 11.1.2. Información institucional

- Delivery Hero. *Annual report*. Berlín. [2017]
- Delivery Hero. *Annual report*. Berlín. [2018]
- Delivery Hero. *Annual report*. Berlín. [2019]
- Delivery Hero. *Annual report*. Berlín. [2020]
- Damae-can. *Annual reports*. [2018]
- Damae-can. *Annual reports*. [2019]
- Damae-can. *Annual reports*. [2020]
- Damae-can. *Research Coverage Report (2484) by Shared Research Inc.* [2019]
- Damae-can. *Research Coverage Report (2484) by Shared Research Inc.* [2020]
- Deliveroo. *IPO Report*. [2021]
- Doordash. *Annual report. US Securities and Exchange Commission, Form 10-K.* [2020]
- Grubhub. *Annual report. US Securities and Exchange Commission, Form 10-K.* [2020]
- Jumia. *Annual report [2019]*
- Jumia. *Annual report. US Securities and Exchange Commission, Form 20-F.* [2020]
- Just Eat Takeaway. *Annual report* [2018]
- Just Eat Takeaway. *Annual report* [2019]
- Just Eat Takeaway. *Annual report* [2020]
- Meituan. *Annual report* [2018]
- Meituan. *Annual report* [2019]
- Meituan. *Annual report* [2020]
- Uber. *Annual report. US Securities and Exchange Commission, Form 10-K.* [2019]
- Uber. *Annual report. US Securities and Exchange Commission, Form 10-K.* [2020]

### 11.1.3. Sitios Web

- Banco Mundial. (s.f.). Obtenido de <https://www.bancomundial.org/es/home>
- Biblioteca Udesa. (s.f.). Obtenido de <https://udesa.edu.ar/biblioteca>
- Business of apps. (s.f.). Obtenido de <https://www.businessofapps.com>
- CNBC. (s.f.). Obtenido de <https://www.cnbc.com/>
- Delivery Hero. (s.f.). Obtenido de <https://www.deliveryhero.com/>
- Fondo Monetario Internacional. (s.f.). Obtenido de <https://www.imf.org/en/Home>
- FRED. (s.f.). *St.Louis*. Obtenido de <https://fred.stlouisfed.org/>

*Valuación de Delivery Hero*

Maestría en Finanzas - Universidad de San Andrés

Ing. Agustin Cardini

- IMF. (2020). *World Economic Outlook*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>
- Investing. (s.f.). Obtenido de <https://es.investing.com/>
- Market Sceener. (s.f.). Obtenido de <https://www.marketscreener.com/>
- Reuters. (s.f.). Obtenido de <https://www.reuters.com/>
- Reuters. (s.f.). *Eikon*. Obtenido de Estados financieros e indicadores: <https://eikon.thomsonreuters.com/index.html>
- Yahoo Finance. (s.f.). Obtenido de <https://finance.yahoo.com/> Datos históricos de precio de acción de Delivery Hero, S&P500, STOXX600 y MSCI World Index.



Universidad de  
**San Andrés**