

Bloomberg 최고목표주가 EUR 100.00

현재주가 (20/03/24) EUR 68.88

국가 독일

거래소 Xetra

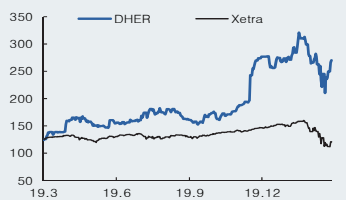
상승여력 45.2%

**Bloomberg Rating**

매수	보유	매도
85%	15%	0%

EPS 성장률 (20F,x)	-
P/E (20F,x)	-
MKT P/E (20F,x)	11.3
배당수익률 (%)	-
시가총액 (백만EUR)	13,623
시가총액 (조원)	18.1
유동주식수 (백만주)	192.6
52주 최저가 (EUR)	31.50
52주 최고가 (EUR)	81.96

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.8	65.9	108.5
상대주가	28.1	109.2	143.9



**[글로벌 인터넷]**

정용제 Yongjei Jeong, CFA  
 02-3774-1938  
 yongjei.jeong@miraeasset.com

# 딜리버리 히어로 Delivery Hero

(DHER GR)

## 유럽을 넘어 아시아로!

### 기업 소개

딜리버리 히어로 (DH)는 독일 기반 음식 배달 플랫폼이다. 4Q19 기준 매출 비중은 MENA 44%, 유럽 11%, 아시아 37%, 아메리카 8%이다. 주요 브랜드로 북유럽 푸도라, 동남아 푸드판다, 중동 Talabat, Carriage 등이 있으며 40여개 국가에 진출해 있다. 한국에는 요기요, 배달통이 있으며 2019년 12월 '우아한형제들 (배민) 인수를 발표했다.

### 유럽을 넘어 아시아로 진출

DH의 유럽 사업은 2019년 합증연행을 통해 향후 경쟁 완화 기조가 예상된다. 그동안 유럽은 저스트잇, 테이크어웨이, 우버잇츠, 딜리버루 등 다양한 플레이어가 존재했으나 1) 1H19 DH의 테이크어웨이에 대한 독일 사업 매각, 2) 2020년 1월 테이크어웨이의 저스트잇 인수 확정 등 다양한 M&A가 진행됐다. 아마존이 투자한 영국 딜리버루 경쟁 심화 우려는 존재하나 M&A를 통한 시장 내 경쟁 완화 기조는 지속될 전망이다.

2019년 12월 발표한 한국 '우아한형제들' 인수는 DH의 아시아 시장 성공 가능성을 상승시켜줄 전망이다. 신규 성장 동력으로 떠오른 동남아 내 경쟁을 완화하는 효과가 존재하기 때문이다. 동남아 음식 배달 시장은 가파른 성장이 예상되는 지역이지만 차량 공유 플랫폼인 그랩과 고젝에 이어 딜리버리히어로, 배달의민족 등 다양한 기업과 로컬 플레이어가 존재한다. 향후 DH와 우아한형제들 경영진이 설립할 '우아DH아시아'는 딜리버리히어로의 아시아 사업을 담당하게 된다. 따라서 각각의 지역에서 양사의 중복 투자 (ex. 마케팅비)는 제거될 것으로 이는 곧 수익성 개선 효과로 이어질 전망이다.

### 아시아 음식 배달의 성장 가능성에 주목

코로나19로 인해 단기 실적 하락은 불가피하지만 향후 정상화 가능성 감안시 현재 딜리버리 히어로의 주가는 저평가 상태라고 판단한다. 당사 추정 목표 주가는 EUR83.80이며 2020년 매출액 (우아한형제들 제외)에 타겟 PSR 6.8배 (2016년 그랩허브의 개선 시기)를 적용하여 산출했다.

딜리버리 히어로는 현재 2020년 PSR 5.5배 (매출액 +89% YoY)에서 거래 중이다. 이는 미국 음식배달 기업 그랩허브가 수익성 개선 기대감 주가가 반등했던 2016년 6.8배 (매출액 +36% YoY) 대비 낮다. 단기적으로 코로나19로 인한 불확실성이 확대되고 우아한형제들 인수 등의 리스크는 존재한다. 그러나 향후 고성장이 예상되는 아시아 시장 공략과 M&A 통한 경쟁 완화로 중장기 성장성은 유효하다.

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (십억EUR)	516.7	782.4	1,384.4	2,482.0	3,936.0	5,728.5
영업이익 (십억EUR)	(50.5)	(27.2)	(357.6)	(303.2)	(269.6)	(72.4)
영업이익률 (%)	(9.8)	(3.5)	(25.8)	(12.2)	(6.9)	(1.3)
순이익 (십억EUR)	(250.6)	(233.8)	(473.0)	(246.2)	(208.4)	(5.9)
EPS (EUR)	-	-	(2.52)	(1.29)	(1.07)	(0.03)
ROE (%)	(26.5)	(2.5)	30.2	(13.2)	(12.6)	(6.1)
P/E (배)	-	-	-	-	-	-
P/B (배)	-	-	6.0	5.1	5.7	5.8

주: Non-GAAP

자료: 딜리버리 히어로 Delivery Hero, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 딜리버리 히어로 PSR 밸류에이션

(백만EUR)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	333	517	782	1,313	2,482	3,936	5,728
YoY (%)	100.7%	55.0%	51.4%	67.9%	89.0%	58.6%	45.5%
PSR (x)	-	11.0	7.7	10.3	5.5	3.5	2.4
2020년 매출액	2,482						
타겟 PSR (x)	6.5 * 그룹허브 2016년 PSR: 수익성 개선 구간						
시가총액	16,133						
주식 수 (백만주)	193						
TP (EUR)	83.8						

자료: 딜리버리 히어로, 미래에셋대우 리서치센터

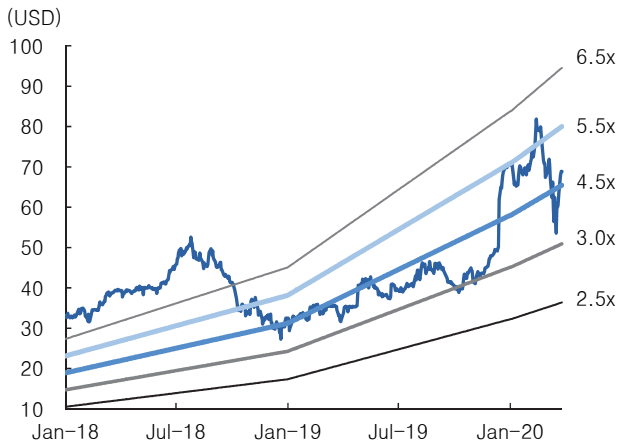
표 2. 딜리버리 히어로 분기 실적 (Non-GAAP 기준)

(백만EUR)

	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
거래금액	1,508	1,684	1,972	2,272	2,533	2,757	3,209	3,626	5,131	7,436	12,125	18,378
QoQ (%)	0.3	11.7	17.1	15.2	11.5	8.8	16.4	13.0				
YoY (%)	31.6	39.9	54.3	51.1	68.0	63.7	62.8	59.6	38.2	44.9	63.1	51.6
매출액	232	279	355	448	506	558	662	756	782	1,313	2,482	3,936
QoQ (%)	(5.0)	20.5	27.1	26.1	13.2	10.2	18.6	14.2				
YoY (%)	42.5	57.1	79.2	83.4	118.6	99.9	86.4	68.9	51.4	67.9	89.0	58.6
매출 인식률 (%)	15.4	16.6	18.0	19.7	20.0	20.2	20.6	20.8	15.2	17.7	20.5	21.4
중동	144	164	193	215	245	260	288	300	316	716	1,094	1,430
유럽	37	41	43	52	55	58	59	69	116	173	241	301
아시아	67	83	126	179	208	234	313	376	193	455	1,130	2,152
아메리카	20	26	28	37	33	41	37	47	62	111	159	195
(Discounts)	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)	(22)	(142)	(142)	(142)
영업비용	364	364	412	518	579	631	740	835	810	1,658	2,785	4,206
QoQ (%)	59.5	0.0	13.1	25.6	11.9	8.9	17.3	12.9				
YoY (%)	106.6	106.6	80.4	126.6	59.0	73.2	79.6	61.4	42.7	104.8	68.0	51.0
매출원가	168	168	237	300	337	369	435	494	306	873	1,636	2,523
IT 비용	13	13	24	32	37	42	52	61	10	81	194	339
마케팅	108	108	134	165	182	195	225	249	277	515	851	1,198
판관비	76	76	17	21	23	24	28	30	217	189	105	146
기타	(5)	(5)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)	4	(12)	(7)	(11)
영업이익	(133)	(85)	(57)	(70)	(73)	(73)	(78)	(79)	(27)	(345)	(303)	(270)
QoQ (%)	(950.6)	(35.8)	(33.1)	22.8	4.0	0.1	7.3	1.5				
YoY (%)	861.6	(6,653.8)	88.2	(548.8)	(45.1)	(14.5)	37.1	13.3	(46.1)	1,168.1	(12.1)	(11.1)
OPM (%)	(57.3)	(30.5)	(16.1)	(15.6)	(14.4)	(13.1)	(11.8)	(10.5)	(3.5)	(26.3)	(12.2)	(6.9)
세전이익	(134)	(86)	(58)	(71)	(74)	(74)	(79)	(80)	(24)	(349)	(307)	(274)
Tax	78	4	(14)	50	(15)	(15)	(15)	(16)	209	118	(61)	(65)
순이익	(212)	(90)	(44)	(121)	(59)	(59)	(64)	(65)	(234)	(467)	(246)	(208)
NPM (%)	(91.3)	(32.3)	(12.3)	(27.1)	(11.6)	(10.5)	(9.6)	(8.6)	(29.9)	(35.5)	(9.9)	(5.3)

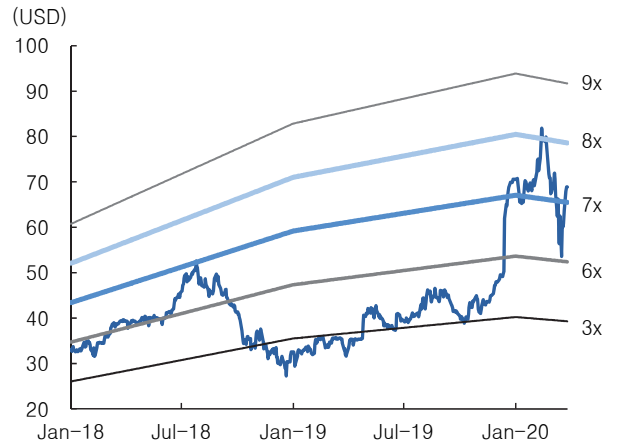
자료: 딜리버리 히어로, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 딜리버리 히어로 PSR 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 딜리버리 히어로 P/B 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 딜리버리 히어로 PSR 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 딜리버리 히어로 P/B 표준편차 밴드



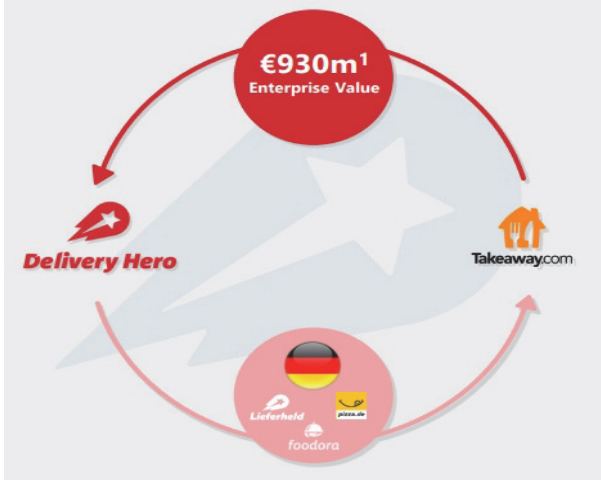
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## Risk

### 유럽 내 경쟁 심화

딜리버리 히어로의 최대 리스크는 유럽 내 경쟁 심화이다. 딜리버리 히어로의 유럽내 경쟁사는 저스트잇테이크어웨이 (JET LN)와 딜리버루 (비상장, 아마존 투자), 우버잇츠가 존재한다. 딜리버리 히어로는 2018년 12월 테이크어웨이에 대해 독일 사업을 매각하며 향후 유럽 시장 내 경쟁 완화 기조가 확대됐다. 그러나 2019년 5월 영국 배달업체 딜리버루에 대해 575백만달러 이상의 투자를 집행하며 마케팅 경쟁 확대 가능성이 존재한다.

그림 5. 1H19 완료된 딜리버리히어로와 테이크어웨이간 거래



자료: 딜리버리 히어로, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 딜리버리히어로와 테이크어웨이간 거래 요약

구분	내용
매각 대상	딜리버리 히어로의 독일 사업 (foodora, Lieferheld, pizzd.de)
밸류에이션	930백만유로
인수 자금	1) 현금: 508백만유로 2) 주식: 테이크어웨이 지분 18% (422백만유로)
그외 내용	1) 딜리버리히어로가 테이크어웨이 이사진 1명 임명 2) 향후 4년간 서로 경쟁 X 3) 2019년 7월 락업 종료

자료: 딜리버리 히어로, 미래에셋대우 리서치센터

### 우아한형제들 (배민) 인수 실패

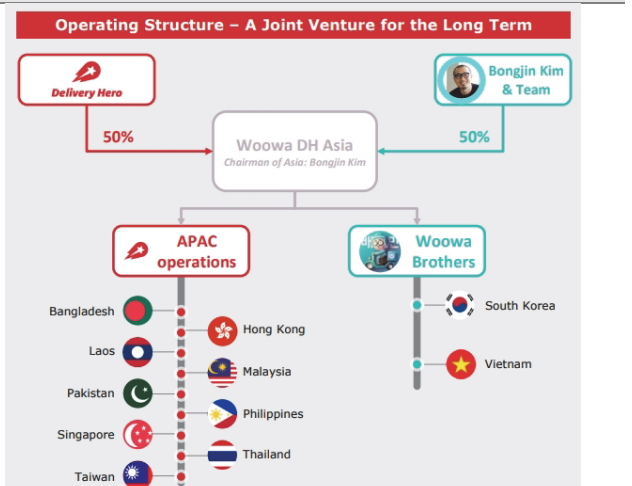
또한 2019년 12월 인수를 발표한 한국 우아한형제들에 대한 인수 실패 리스크가 존재한다. 딜리버리 히어로의 우아한형제들 인수는 2H20 중 한국 공정거래위원회의 기업결합 심사를 마쳐야 한다. 다만 배달의민족, 요기요, 배달통 등 배달 플랫폼 상위 3사의 점유율이 100%에 육박한다는 점은 기업 결합 승인의 걸림돌이다. 더구나 배달 플랫폼이 중소 상점에 부과하는 수수료율도 논란이 가속화될 수 있다는 점도 리스크 요인이다.

표 3. 딜리버리히어로의 우아한형제들 인수 개요

일시	내용
밸류에이션	40억달러 (36억유로)
인수 자금	1) 주식: 19억유로 (40.1백만주) 신주 발행 2) 현금: 17억유로
인수 예상 시기	2020년 하반기 (규제당국 및 금융 이슈 해소 필요)
주요 내용	우아한형제들 주주 중 82% 가량 인수 경영진이 보유한 12%는 딜리버리히어로 지분으로 전환 나머지 6%는 발표 후 협상 예정
추가 내용	1) 우아DH아시아 JV 설립 후 김봉진 대표 취임 2) 우아DH아시아는 아시아 지역 담당 3) 김봉진 대표는 글로벌 자문위원회 3인 중 1인으로 참여

자료: 딜리버리 히어로, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 딜리버리히어로와 우아한형제들의 JV (우아DH아시아) 구조

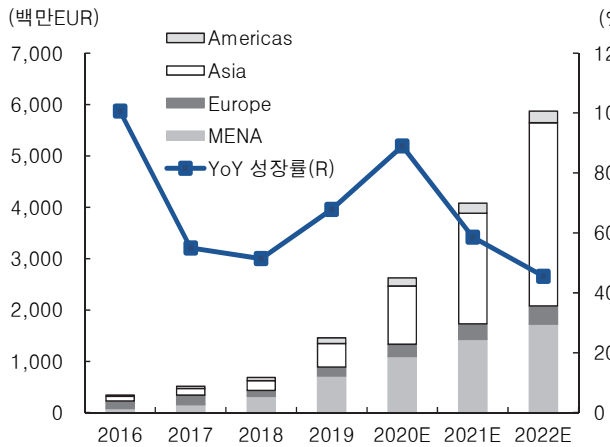


자료: 딜리버리 히어로, 미래에셋대우 리서치센터

### 기업 개요

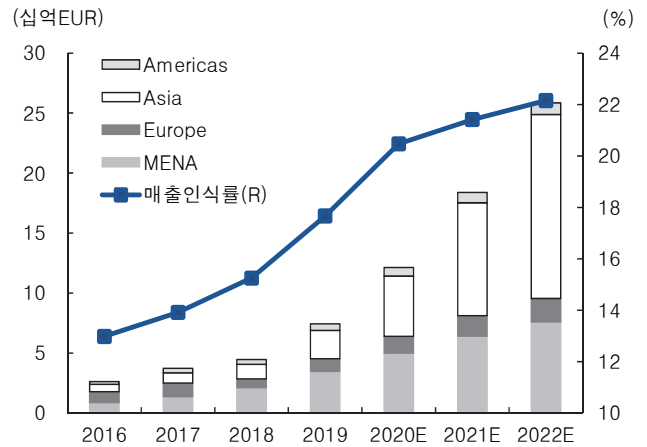
딜리버리 히어로는 40개국 이상에 진출한 글로벌 음식배달 플랫폼이다. 플랫폼 사용에 대한 대가로 가맹점으로부터 판매 수수료 및 배달 대행 수수료를 받고, 소비자에게는 배달 서비스 이용료를 받는다. 4Q19 기준 수수료율은 19.7% (+1.7ppt QoQ, +3.5ppt YoY)이다. 4Q19 기준 매출 비중은 MENA 44%, 유럽 11%, 아시아 37%, 아메리카 8%이다. 주요 브랜드로 북유럽 푸도라, 동남아 푸드판다, 중동 Talabat, Carriage 등이 있으며 40여개 국가에 진출해 있다.

그림 8. 딜리버리 히어로 매출액 전망



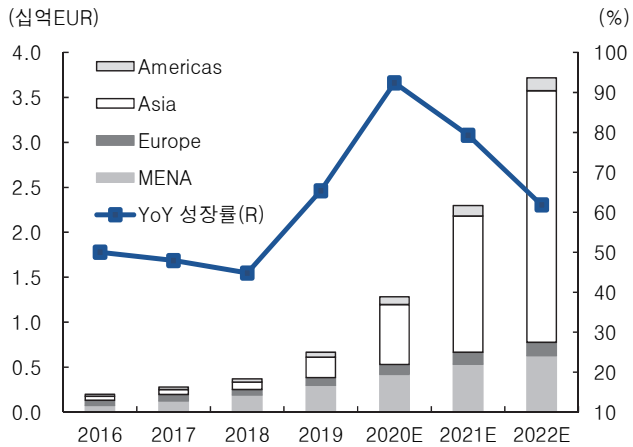
자료: 딜리버리 히어로, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 딜리버리 히어로 거래금액 및 매출 인식률 전망



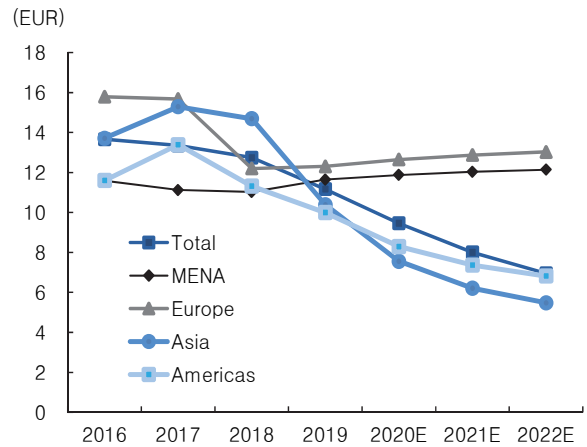
자료: 딜리버리 히어로, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 딜리버리 히어로 주문수 전망


























자료: 딜리버리 히어로, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 딜리버리 히어로 ASP 전망



자료: 딜리버리 히어로, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 딜리버리 히어로의 보유 브랜드 현황

 Appetito24	Appetito24	 efood	efood.gr	 NetPincér	NetPincér.hu
 배달통	Baedaltong	 FOODFLY	Foodfly	 otlob	Otlob
 carriage	Carriage	 foodonclick	foodonclick	 pauza.hr	Pauza.hr
 ClickDelivery	ClickDelivery	 foodora	foodora	 PedidosYa	PedidosYa
 Dáme jídlo	DámeJídlo.cz	 foodpanda	foodpanda	 Talabat	Talabat
 Deliveras	Deliveras	 hipMenu	hipMenu	 Yemeksepeti	Yemeksepeti
 Domicilios	Domicilios	 HUNGER STATION	Hungerstation	 오기오	Yogiyo
 Donesi.com	Donesi.com	 mjam	Mjam		

자료: 미래에셋대우 리서치센터

### 연혁 및 지분 구조

딜리버리 히어로는 2011년 Niklas Östberg 등에 의해 설립됐으며 Niklas는 현재 딜리버리 히어로의 CEO이다. 글로벌 컴퍼니 빌더인 로켓인터넷이 2014년 딜리버리히어로에 최초 투자했으며 이후 딜리버리 히어로는 글로벌 음식 배달 플랫폼에 대한 지속적인 M&A로 사세를 확대시켰다. 2017년 6월 독일 증시 상장 이후 남아공 투자기업 내스퍼스가 지분 23%를 인수하며 최대주주로 등극했다.

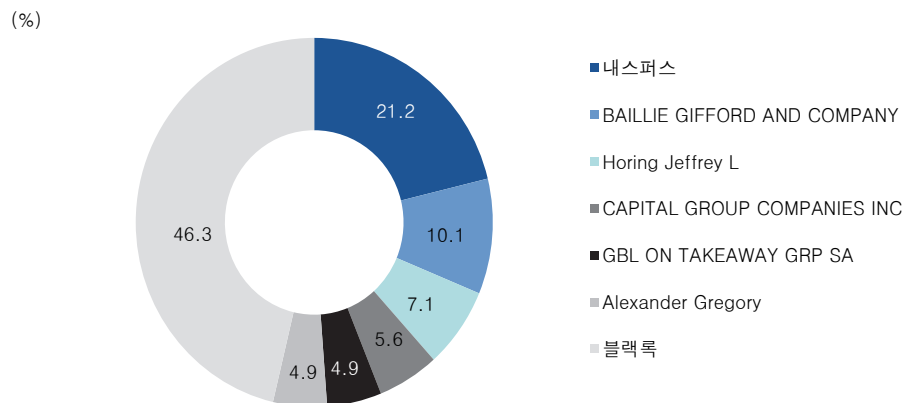
표 4. 딜리버리 히어로 연혁

일시	내용
2016-10	로켓인터넷, 딜리버리히어로 지분 30%으로 상승 (2014년 12월 최초 투자)
2016-12	영국 사업 (Hungryhouse)를 자스트잇에 매각 / 아시아 음식배달 업체 '푸드판다' 인수
2017-05	내스퍼스, 로켓인터넷으로부터 지분 인수. 지분율 10.6%
2017-06	독일 프랑크푸르트 거래소에 상장
2017-09	내스퍼스, 로켓인터넷으로부터 지분 추가 매입 (지분율 23.6%)
2019-12	Zomato UAE 사업 인수. Zomato 일부 지분 투자 / 독일 사업을 네덜란드 '테이크어웨이'에 매각
2019-12	한국 우아한형제들 인수

자료: 미래에셋대우 리서치센터

딜리버리 히어로의 최대 주주는 남아공 투자회사인 내스퍼스이다 (지분율 21%). 내스퍼스는 텐센트의 최대주주 (지분율 31%) 이기도 하며 텐센트는 중국의 메이투안-디엔핑의 최대 주주 (주식수 기준 지분율 21%)이다.

그림 13. 지분 구조



자료: 딜리버리 히어로, 미래에셋대우 리서치센터

### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.