

Analyse Just Eat Takeaway.com

Just Eat Takeaway.com (JET) publiceerde vorige week zijn halfjaarcijfers. Het bedrijf liet hierbij de volgende Key Figures zien:

Bruto transactiewaarde (Gross Transaction Value, GTV) van €13,2 miljard (H1-2023: €13,4 miljard).

Noord-Europa en UK&I lieten een groei van respectievelijk 5% en 6% zien, waar SEANZ en Noord-Amerika met 13% en 9% daalden (F/X constant).

Orders namen af van 469 miljoen in H1-2023 naar 446 miljoen in H1-2024. Dit is een daling van 5% YoY. Exclusief Noord Amerika is dit een daling van 3%.

Average Transaction Value (ATV) van €29,71 (H1-2023: €28,57).

Omzet van €2.570 miljoen (H1-2023: €2.588 miljoen). Dit betreft ~19.5% van de GTV (H1-2023: 19.3%).

Aangepaste bruto operationele winst (AEBITDA) van €203 miljoen (H1-2023: €143 miljoen).

Vrije kasstromen voor aanpassingen in werkkapitaal (FCF+WC) van +€38 miljoen (H1-2023: -€78 miljoen).

Nieuw aandeleninkoopprogramma van €150 miljoen.

Noord-Europa:

Noord-Europa, een van de kernmarkten van JET, faciliteerde 136 miljoen orders in H1-2024, hetgeen eenzelfde aantal orders is als in H1-2023 (+0% YoY). GTV steeg van €3,8 miljard naar €4 miljard – een stijging van 6%. ATV steeg van €27,87 naar €29,53, een stijging van 6% jaar-op-jaar (YoY).

Daarnaast geeft het bedrijf aan dat er in Q2-2024 weer order groei zichtbaar is in Noord-Europa.

De winstgevendheid van Noord-Europa, uitgedrukt in AEBITDA, maakte een pas op de plaats met €186 miljoen positief in H1-2024 (H1-2023: €191 miljoen). Hierbij is halfjaar-op-halfjaar wel een verbetering zichtbaar (H2-2023: €175 miljoen). Deze pas op de plaats heeft als grondslag de investeringen die JET heeft gedaan de afgelopen maanden in zijn fysieke en digitale infrastructuur.

JET heeft de afgelopen periode ingezet op het uitbreiden van zijn delivery zones, het enteren van nieuwe steden en het uitbreiden van zijn openingstijden. Het afgelopen halfjaar heeft het bedrijf ook flink geïnvesteerd in digitale infrastructuur, waarbij het zijn platformen wil consolideren. Naar verwachting zal 90% van alle orders in Europa via OneApp worden gefaciliteerd eind dit jaar. OneApp is reeds gelanceerd in 24Q2 in Duitsland en Oostenrijk en moet zorgen voor een hogere efficiëntie, zowel in winstgevendheid als in betere klantervaringen.

Daarnaast lanceerde JET zijn JET+ customer loyalty program met Amazon, die moet zorgen voor een verhoging van de orderfrequentie alsmede een hogere penetratie van JET in Duitsland, Oostenrijk en Spanje. Een betaalde versie van JET+ wordt naar verwachting in H2-2024 gelanceerd.

Daarnaast geeft Jitse Groen, CEO, het volgende aan in de analisten call inzake Duitsland: “We are making very very good progress with partner supply in Germany”. Duitsland is een van de belangrijkste landen van het bedrijf.

Groot-Brittannië & Ierland:

Groot-Brittannië & Ierland (UK&I) zag ongeveer eenzelfde aantal orders in H1-2024 als in H1-2023 (respectievelijk 120 en 121 miljoen). De GTV steeg van €3,2 miljard in H1-2023 naar €3,4 miljard in H1-2024 – een stijging van 9% (in constant F/X +6%). De ATV steeg hiermee van €26,25 naar €28,55 per order, een stijging van 8,8% YoY.

De winstgevendheid in UK&I, uitgedrukt in AEBITDA, steeg van €56 miljoen in H1-2023, via €79 miljoen in H2-2023, tot €92 miljoen in H1-2024.

Dit is ~2.7% van de GTV in deze regio, hetgeen naast Noord-Europa de andere kernmarkt is van JET. Hierbij zijn de eerste tekenen zichtbaar van de investeringen in het verhogen van de efficiëntie van UK&I: enhanced delivery efficiency following simplification of our delivery operation is leading to increased AEBITDA.

De transitie van alle UK delivery orders naar JET's platform werd in juli jl. afgerond. Deze simplificatie markeert een mijlpaal voor Just Eat, dat significant heeft bijgedragen aan optimalisatie van de kosten per order, aldus Jitse Groen in de analisten call. Deze verbeteringen moeten in H2-2024 leiden tot verdere verbetering van de operationele winstgevendheid van Just Eat.

Logistieke besparingen hebben een significante impact op de winstgevendheid van deze orders. Zo daalden de delivery kosten per order met 12% YoY. Pooling, het bundelen van orders, zal in de vorm van multi-partner pooling verder worden uitgebreid in de regio's waarin dit momenteel nog niet is gedaan, aldus Jörg Gerbig in de analisten call.

Een gedeelte van de besparingen van Just Eat in zijn delivery business werd gestopt in marketing in H1-2024. Dit zal in de toekomst ook worden gedaan, hetgeen werd bevestigd in de analisten call.

Ook het effect van de gedane investeringen in het uitbreiden van het supermarkt aanbod van Just Eat in UK&I begint zichtbaar te worden. Zo zag het bedrijf zijn GTV in boodschappen verdubbelen YoY. Het aantal partners van Just Eat steeg met 11%.

Zuid-Europa, Australië en Nieuw-Zeeland (SEANZ):

SEANZ, sinds kort zonder Nieuw-Zeeland en Frankrijk, blijft een bleeder in de portefeuille van Holding JET. Deze frustratie is ook zichtbaar bij het management zelf ("Southern Europe and ANZ represents just 7% of group GTV"). Zonder al te veel woorden vuil te maken aan SEANZ-NZF, laat deze bundeling van landen wel een zeer kleine verbetering zien als het neerkomt op AEBITDA, die vooralsnog altijd negatief is (H1-2024: -€49 miljoen v/s H1-2023: -€55 miljoen). Toch knap met een GTV die jaar-op-jaar naar beneden denderde met -13% in constante currency.

Complimenten voor het management van JET om eindelijk slimme keuzes te maken in deze regio:

Activiteiten in Nieuw-Zeeland zijn gestopt.

Activiteiten in Frankrijk zijn eveneens gestopt.

JET+ uitrol via Amazon in Spanje.

SEANZ drukt met zijn "slechts 7% van de GTV" toch -€49 miljoen AEBITDA op de winstgevendheid van de andere 3 segmenten, waardoor de AEBITDA voor JET als Group daalt van €252 miljoen naar €203 miljoen.

In de Q&A van de analisten call geeft Jitse aan dat er van Nieuw-Zeeland en Frankrijk afscheid is genomen omdat het bedrijf daar bij lange na geen marktleider was. Mijns inziens een verstandig besluit.

De landen waarin JET nog steeds actief is, zijn grote posities, aldus Jitse Groen. Dit neemt niet weg dat het bedrijf niet tevreden is met de huidige stand van zaken bij sommige onderdelen. Groen geeft aan dat het bedrijf constant aan het evalueren is over mogelijke afstoot of verkoop van onderdelen. Mijns inziens een goede zaak om de focus van het bedrijf terug te brengen naar kernmarkten Noord-Europa en UK&I.

Noord-Amerika:

Ook bij Noord-Amerika is een krimp in GTV zichtbaar (-9% YoY). Momenteel draagt Noord-Amerika met zijn GTV van €4,8 miljard voor ~36,4% bij op het totaal van JET. Hiermee is het op dit moment nog een belangrijk onderdeel van het huidige succes van de groep. Ondanks de daling van 9% in GTV, is de winstgevendheid gestegen van €51 miljoen in H1-2023 tot €80 miljoen in H1-2024.

Ontwikkelingen bij Noord-Amerika in H1-2024 zijn onder andere het verlengen van de samenwerking met Amazon. Daarnaast zijn er nieuwe samenwerkingen aangegaan met Starbucks, Albertson en Rexall. Binnen het krimpende Grubhub schuilt wel een pareltje: Grubhub Campus. Bij Grubhub Campus zijn 325+ universiteiten en hogescholen aangesloten in de Verenigde Staten, goed voor een bereik van 4 miljoen studenten. Kijkend naar Appendix 3 in de gepubliceerde H1-2024 cijfers is zichtbaar dat Grubhub Campus erg lekker draait: het draaide €345 miljoen GTV op 37 miljoen orders in FY2023. GTV steeg met +18,6% YoY t.o.v. FY2022.

Hierbij ligt de ATV wel een stuk lager gezien de kleinere bestellingen, waardoor de ATV van Noord-Amerika in totaal ~€3 lager ligt.

FCF voor veranderingen in werkkapitaal was -€4 miljoen voor Grubhub specifiek in H1-2024, waardoor deze divisie bijna FCF positief draait.

Hierdoor zal het bedrijf vanaf heden dan ook netto geen cash meer nodig hebben waardoor het met deze invalshoek bleeder-af is.

Financials:

De nieuwe CFO, Mayte Oosterveld, die sinds begin juni bij JET werkzaam is, en veel ervaring heeft in de M&A-markt, gaf in de analisten call een toelichting op de financiën van het bedrijf.

As you can imagine, optimisation of overhead costs and further cost control measures will be an important focus area for me going forward.

GTV daalde met €0,2 miljard van €13,4 miljard in H1-2023 naar €13,2 miljard in H1-2024. Noord-Europa en UK&I lieten een groei van respectievelijk 5% en 6% zien, waar SEANZ en Noord-Amerika met 13% en 9% daalden (F/X constant). De eigen omzet van JET, dat bestaat uit een commissie van ~19,5% van de GTV, bleef vrijwel onveranderd op €2.570 miljoen (H1-2023: €2.588 miljoen, ~19.3%).

AEBITDA steeg van €143 miljoen in H1-2023 naar €203 miljoen in H1-2024 (+€60 miljoen). De FCF, voor veranderingen in werkkapitaal, steeg nog sneller, van -€78 miljoen in H1-2023 naar +€38 miljoen in H1-2024 – een stijging van €116 miljoen. Hieronder een staatje met de ontwikkeling van deze beide kengetallen over de afgelopen jaren.

Met name UK&I (+€38 miljoen) en Noord-Amerika (+€29 miljoen) zorgden voor een hogere AEBITDA in H1-2024. HQ-kosten namen met slechts €6 miljoen YoY toe in H1-2024.

Kijkend naar de AEBITDA-FCF-bridge, is zichtbaar dat JET in H1-2024 voor €81 miljoen CAPEX-investeringen deed, waarvan het gros werd geïnvesteerd in het verbeteren van de digitale infrastructuur

van het bedrijf (OneApp). Het bedrijf verwacht dat alles onder AEBITDA grofweg hetzelfde zal blijven, waardoor een toename in AEBITDA rechtstreeks zal leiden tot een toename van de FCF.

In H1-2024 loste het bedrijf €250 miljoen af op obligaties, kocht het voor €108 miljoen aan eigen aandelen in en zag het werkkapitaal met €66 miljoen uitbreiden. Op 30 juni noteerde de kaspositie €1.347 miljoen. Dit is inclusief de €38 miljoen bijdrage aan FCF het afgelopen halfjaar, dat positief op de kaspositie werkte.

Met ruim €1,3 miljard aan cash en een positieve vrije kasstroom vanaf heden, zit het bedrijf er goed bij. Er staan nog 4 aflosmomenten inzake obligaties op de planning in de periode Q3-2025 t/m Q1-2028. Deze zijn cumulatief goed voor €1.867 miljoen. Hiermee heeft het bedrijf een beheersbare nettoschuldpositie.

Aandeleninkoopprogramma's:

CFO Mayte Oosterveld vindt haar balans dusdanig sterk, dat ze met JET een nieuw aandeleninkoopprogramma van €150 miljoen lanceert. In 2023 had JET ook al 2 aandeleninkoopprogramma's (SBB) gelanceerd, met een totale waarde van €300 miljoen. Hiervoor heeft het bedrijf tegen een gemiddelde prijs van €13,81 per aandeel ruim 21,7 miljoen aandelen ingekocht. Dit is goed voor 9,9% van het uitstaande aantal aandelen.

Momenteel heeft het bedrijf ca.15 miljoen aandelen in treasury, waar de nieuw in te kopen aandelen in de komende periode aan zullen worden toegevoegd.

Het bedrijf geeft aan dat het voornemens is hiervan ~11-12 miljoen aandelen in te gaan trekken per oktober. Deze aandelen worden vernietigd waardoor de toekomstige winsten en vrije kasstromen van het bedrijf in de toekomst over minder aandelen hoeven te worden verdeeld, de financials per aandeel stijgen hierdoor.

Outlook 2024:

Het bedrijf handhaaft zijn guidance voor een GTV groei van +2%-6% in FY2024 (exclusief Noord-Amerika) met een AEBITDA van €450 miljoen groepsbreed. Kijkend naar de cijfers die het bedrijf in H1-2024 heeft gepubliceerd te weten een GTV groei van +3% exclusief Noord-Amerika

met een AEBITDA van €203 miljoen als groep lijkt het bedrijf dit te kunnen behalen.

Het bedrijf mikt op een lange termijn target van 5% AEBITDA marge op de totale GTV. Slaagt het bedrijf hierin, en de brug tussen AEBITDA en FCF zal, los van taxes, onveranderd blijven, dan praat je voor UK&I en Noord-Europa over een FCF van ruim €500 miljoen op jaarbasis. Op de huidige beurswaarde van €2,5 miljard is dit toch interessant te noemen, zeker met mogelijke inkomsten van M&A-deals in het kielzog. Hierbij is het wel noodzakelijk om het drukkende effect van SEANZ zoveel als mogelijk te beperken.

Verdere slimme kapitaalallocatie beslissingen in deze regio's, in de vorm van verkoop of consolidatie van onderdelen, zouden mijns inziens verstandig zijn. Dit om hiermee de focus verder naar kernmarkten Noord-Europa en UK&I te brengen. Hierbij is de verkoop van de gehele handel in Noord-Amerika mijns inziens ook aan te raden.

Ondanks dat het bedrijf daar nu ook FCF+WC positief is, gaan er nog altijd bonussen in de vorm van aandelen naar deze regio inzake Grubhub, hetgeen de SBB-inspanningen vertroebelt.

Fee Caps en Grubhub:

Over Grubhub gesproken. De voortgang van de rechtszaak inzake Grubhub gaat vooruit, aldus Jitse Groen, waarbij hij ziet dat dit additionele vooruitgang zal bieden in het oplossen van de fee caps: "it is moving in the right direction". Inzake de verkoop van Grubhub geeft hij het volgende aan: "We talk to plenty of parties, but the issue is obviously the [...] fee caps. The sale process is ongoing."

Conclusie:

Dat het eindspel rondom Just Eat Takeaway.com nu definitief lijkt te zijn begonnen, wordt ook gezien door een zakenbank als J.P. Morgan, die spreekt over "resilient cash flows and potential catalysts for M&A". Ook geeft de zakenbank aan dat de markt op dit moment niet inziet dat het vernieuwde JET is gestabiliseerd, waarbij het zijn balans heeft hersteld en het management goed presteert op het gebied van kostenbeheersing.

Gaat het management hiermee door, dan geeft het 'blue-sky' scenario van J.P. Morgan een 100% upside in de aandelenkoers. Verder geeft de zakenbank aan dat een verkoop van Menulog en Grubhub €1,4 miljard op kan leveren. Ook analisten van Morgan Stanley zien een verandering in het sentiment voor JET door hogere winstgevendheid.

Volgens Jitse Groen kan de opheffing in Fee Caps, die hij onrechtmatig noemt, tot \$100 miljoen bijdragen in winstgevendheid:

Our target now is to get Grubhub to not burn cash, that is our predominantly target in the business. Don't forget, Grubhub is severely handicapped because of the fee caps. There is a \$100 million difference in profitability. We would actually be generating \$100 million if the fee caps wouldn't be there. There is still quite a good possibility that the fee caps go.

Ik beoordeel dat het management van JET de intrinsieke waarde van JET heeft verhoogd door het (kostenbewust) investeren in de fysieke en digitale infrastructuur van het bedrijf, alsmede door het maken van tough choices inzake het stopzetten van de activiteiten in Nieuw-Zeeland en Frankrijk. De focus, efficiëntie en daarmee winstgevendheid keren langzamerhand terug bij de onderneming. Dit is positief om te zien.

Ik acht een aanzienlijke waardecreatie, die momenteel zit opgesloten in de onderneming, op korte termijn als reëel. Main catalysts zijn hierbij de opheffing van de fee caps in NYC, de verbeterde winstgevendheid voor Grubhub hierdoor en daarmee de verhoogde intrinsieke waarde van deze divisie, alsmede de verdere winstgevendheid in kernmarkten UK&I en Noord-Europa. Verdere M&A-beslissingen in SEANZ zullen zorgen voor een verbeterde winstgevendheid voor deze kernmarkten. Met J.P. Morgan en Morgan Stanley aan boord, zullen mijns inziens hedge funds en quants hun posities heroverwegen en wellicht hun stukken met (vooralsnog) winst definitief terugkopen. Het aandeleninkoopprogramma van €150 miljoen legt hierbij een kleine bodem in het orderboek van het aandeel.