

Fecha: 29 septiembre 2017

Precio Actual: 22,185€

Valor Objetivo (2019): 32,2€

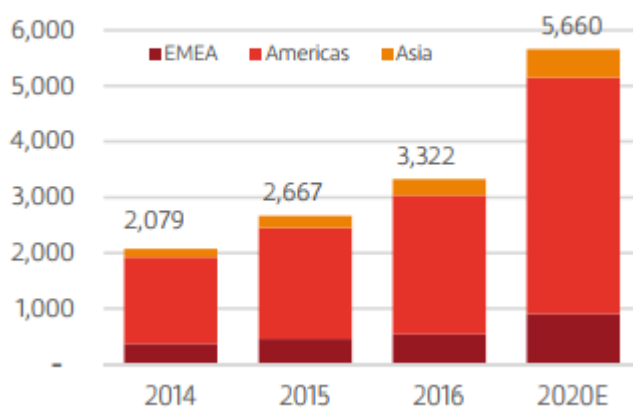
Potencial: 45%

Flow Traders es una joven empresa holandesa fundada en 2004 que cotiza en bolsa desde julio de 2015. Sus fundadores conservan un 24,5% de la compañía, tiene una plantilla de unos 350 trabajadores y capitaliza cerca de 1.000M€.

El negocio que desarrolla es sencillo de entender, se trata de proveer liquidez en forma de contrapartida en productos cotizados, principalmente ETFs, ETNs y ETVs... englobados todos ellos bajo el nombre de **ETPs** (Exchange Traded Product).

La tarea de los ETPs es replicar el comportamiento de un grupo de activos cotizados, los más frecuentes son los ETFs sobre índices bursátiles. Ofrecer contrapartida es fundamental en momentos de escasa liquidez para absorber el volumen y permitir arbitrar el precio del ETP con el del activo que se replica. Esta clase de productos está en auge desde hace unos años y se prevé que siga creciendo en el futuro, son conocidos como activos de **gestión pasiva**.

ETP AUM BY REGION (€bn)

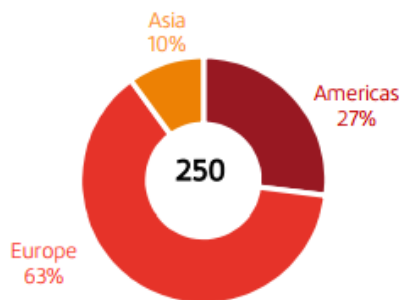


El histórico del management de Flow Traders es muy bueno, especializándose en un sector de gran crecimiento han conseguido ser líderes mundiales con una variada distribución geográfica gracias a su cartera de clientes, algunos demayoresdistribuidores de gestión pasiva.

Quotes continuously > 5000 ETPs on 104 trading venues

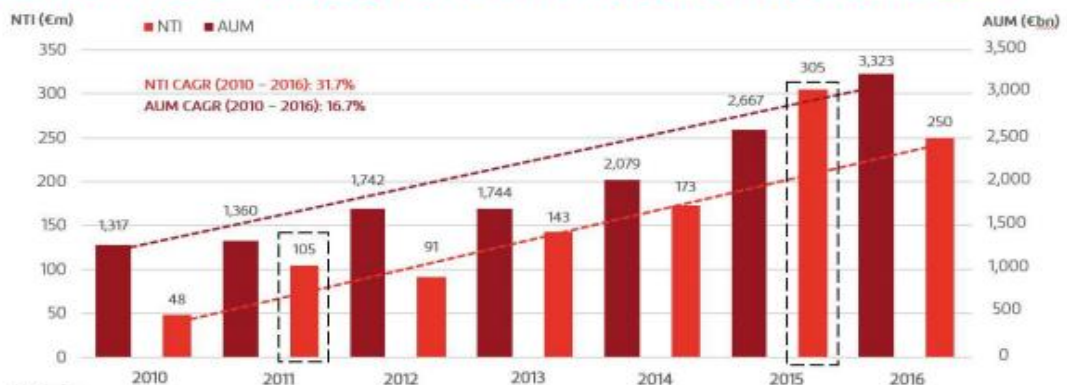


2016 NTI BREAKDOWN / REGION



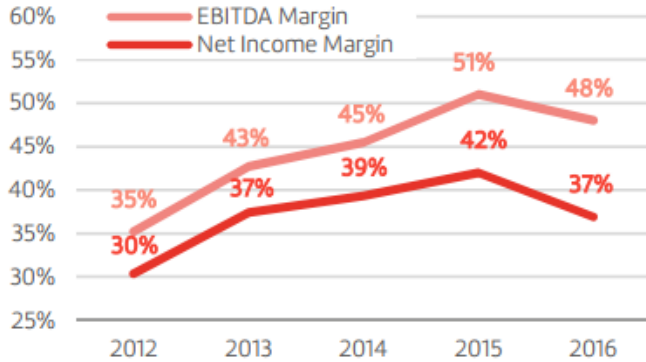
El incremento de los ingresos desde 2010 a 2016 ha sido superior al 30% anual compuesto, mientras que el incremento mundial del sector ha sido superior al 15%.

FLOW TRADERS CONSISTENTLY OUTPERFORMED THE MARKET THROUGH VARYING MARKET CYCLES

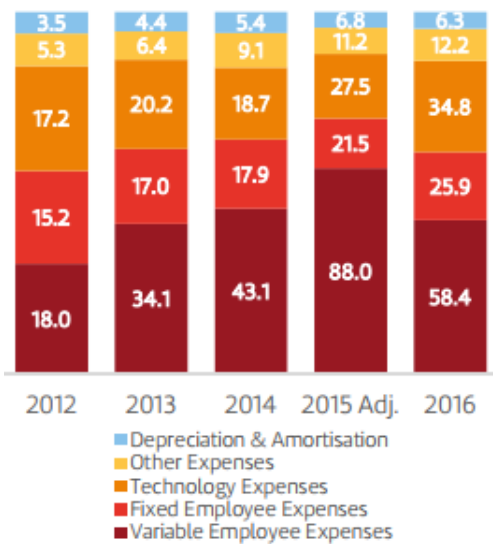


Además, al ser un negocio con unas necesidades de capital muy bajas, genera unos **enormes retornos sobre el capital invertido**, con altos márgenes y una estructura de costes moldeable.

CONSISTENT HIGH MARGINS

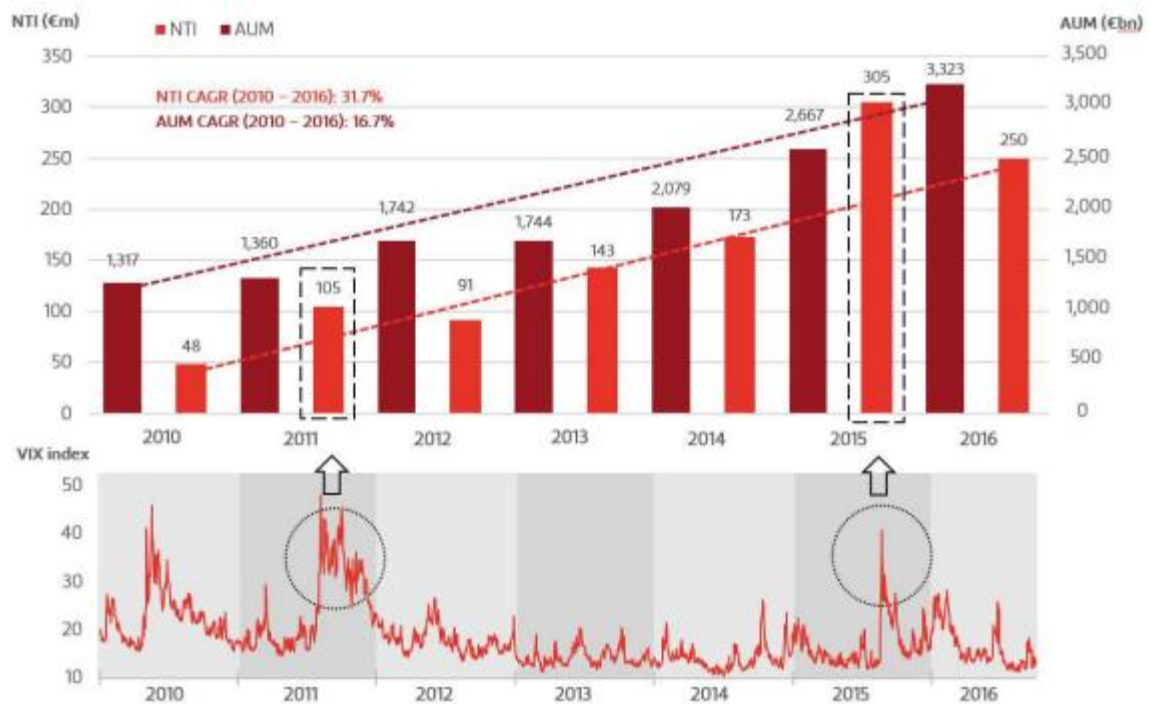


OPEX STRUCTURE



Entonces, **¿por qué han caído las acciones un 32% en lo que va de 2017 y un 35% desde su salida a bolsa?**

Se puede apreciar en el gráfico que en periodos donde hay mayor volatilidad la necesidad de liquidez se dispara y en consecuencia los ingresos son mucho más altos que en los periodos precedentes.



Claramente, la salida a bolsa se produjo en un momento de fuerte volatilidad e ingresos altos, con lo cual las expectativas eran elevadas. Ahora mismo nos encontramos justo en el otro extremo, con **volatilidades en mínimos de los últimos 28 años** (la media histórica del VIX es de 20\$) los ingresos y beneficios son muy menores, provocando que se haya instalado una **visión pesimista sobre la compañía**.

CBOE Volatility Index **10.19 +0.02 (+0.20%)**



Los números

Aunque los ingresos estén descendiendo fuertemente desde los máximos de 2015, Flow Traders sigue aumentando su volumen de negocio (**creció un 21% en la primera mitad de 2017 respecto al mismo periodo en 2016**), posicionándose para recibir unos flujos de caja recurrentes cuando los mercados recuperen un nivel de volatilidad habitual.

Resultados (M€)	2013	2014	2015	2016	2017*	2018*	2019*	2020*
Ingresos	143,3	172,3	304,7	250	196	271	317	365
EBITDA	67,2	86	156,7	118,7	73,7	114	136	164
%EBITDA	46,9%	49,9%	51,4%	47,5%	37,6%	42,1%	42,9%	44,9%
Beneficio	53,6	67,9	128,3	91,9	60,5	91,7	109	147
% BN	37,4%	39,4%	42,1%	36,8%	30,9%	33,8%	34,4%	40,3%
FCF	21,8	53,9	15,3	70,5	152,6	258,3	153,18	65,8

Fuente previsiones: Reuters y Bloomberg

Dado el crecimiento de la empresa, el alto ROCE y márgenes, unas características monopolísticas, más el hecho de no poseer deuda, supondrían calcular el valor con al menos un múltiplo de 17 veces... no obstante, preferimos penalizar la inestabilidad y la poca visibilidad (dependencia) de los ingresos y usar un múltiplo de 15 veces.

Así, siendo conservadores al aplicar un Flujo de caja libre (FCF) normalizado de 98M€, que coincide con la media de 2013 a 2020, **valoramos la acción en 32,2€ para finales de 2019**. Supone un elevado margen de seguridad con **un potencial de revalorización del 45% y una tasa anual compuesta del 18%**.

Con todo, como siempre, habrá que estar atentos a las publicaciones trimestrales y las actualizaciones de perspectivas para monitorizar el valor objetivo de la acción.

Nota: Este documento es informativo y no supone recomendación de compra o de venta

Muchas gracias,

Jordan del Rio Nova, Consejero Delegado

jordan.delrio@icebergam.com

Iceberg Asset Management SICAV (ES0147269007)