

Precio Actual: 18€

25/09/2024

Valor Objetivo 2026: 28€

Potencial: 56%



Con el inicio de la rebaja de tipos de interés, puede que estemos afrontando el comienzo de la parte baja del ciclo económico. Esta idea de inversión funciona especialmente bien en entornos de mercado de elevada volatilidad y tiene un excelente comportamiento como cobertura en estos períodos, normalmente bajistas para las bolsas.

Desde 2017, he invertido varias veces en el título con muy buenos resultados, dejo enlace a la primera tesis que hice sobre ella:

<https://x.com/InverValueFund/status/913685674376798208>

Descripción

Flow Traders es una compañía neerlandesa fundada en 2004, capitaliza unos 800M€ y sus dos fundadores mantienen el 23% de las acciones. El buen historial de crecimiento orgánico respalda la gestión del negocio.



Se dedica a proveer liquidez a activos financieros, entre los que se encuentran los ETPs (Exchange-traded products), que engloba a ETFs, ETCs y ETNs. La poca liquidez de mercado en algunos activos hace que haya una gran horquilla entre el mejor precio comprador y vendedor, necesitando una figura de “cuidador” de mercado que dé una contrapartida más ajustada tanto a la oferta como a la demanda. Gracias a sofisticadas herramientas informáticas desarrolladas por ellos mismos, **Flow Traders** desempeña esta tarea ganando pequeños porcentajes en las transacciones.

La compañía opera en Europa, América y Asia, con acuerdos con las principales bolsas del mundo. Los productos asistidos cubren todo el espectro de inversión, acciones, bonos, divisas, materias primas, criptomonedas, activos digitales... ingresando más de 300M€ al año.

Global connectivity on- and off-exchange

180
venues and
exchanges



Segment reporting

For the year ended 31 December 2023

	Europe	Americas	Asia	Total
Gross trading income	323,773	175,391	77,933	577,097
Fees related to the trading activities	59,270	31,168	8,153	98,591
Net financial expenses related to the trading activities	102,265	61,018	14,912	178,195
Net trading income	162,238	83,205	54,868	300,311

Al ser un negocio principalmente digital, tiene unos costes fijos y un gasto de capital muy bajo, lo cual es sinónimo de altos márgenes, elevada rentabilidad sobre el capital y escalabilidad por tamaño.

Rentabilidad

Margen EBITDA (%)	41,51 %	39,02 %	22,48 %	34,64 %	35,57 %	37,93 %
Margen EBIT (%)	37,55 %	35,36 %	16,38 %	30,11 %	30,76 %	34,5 %
Margen EBT (%)	37,68 %	35,19 %	14,89 %	31,66 %	26,94 %	28,27 %
Margen neto (%)	29,92 %	27,6 %	12,05 %	22,9 %	22,73 %	25,5 %
Margen FCF (%)	62,31 %	18,78 %	22,49 %	17,7 %	9,18 %	13,79 %

Opcionalidad positiva sin riesgo de pérdida

Flow puede elevar sus beneficios vía un mayor volumen negociado, o bien, debido a un aumento de la volatilidad. Cuando esta es más elevada, se ensancha la horquilla de compraventa y también los márgenes que se lleva el proveedor de liquidez.

Por poner ejemplos recientes, en 2020 el índice de volatilidad **VIX** subió con mucha fuerza debido a la pandemia, y en 2022 también mantuvo niveles entorno a 25 puntos, por encima de su media histórica.



En esos dos ejercicios, los ingresos y los beneficios de la compañía se vieron incrementados respecto a lo que viene siendo habitual. En cambio, en años de mayor bonanza o poco volumen negociado, como 2023, los beneficios son más bajos. La cotización de las acciones también refleja esas fluctuaciones, con un cierto retraso.

Período Fiscal: Diciembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ventas netas ¹	216,4	933,4	384	459,5	300,3	358,8
Variación	-	331,33 %	-58,86 %	19,66 %	-34,65 %	19,48 %
EBITDA ¹	78,9	586,6	159,4	179,3	67,5	124,3
Variación	-	643,47 %	-72,83 %	12,48 %	-62,35 %	84,14 %
Beneficio operativo (EBIT) ¹	64,3	572,4	144,2	162,5	49,2	108
Variación	-	790,2 %	-74,81 %	12,69 %	-69,72 %	119,59 %
Intereses pagados	-	-	-	-	-	-
Beneficios antes de Impuestos (EBT) ¹	65,3	571,9	144,7	161,7	44,7	113,6
Variación	-	775,8 %	-74,7 %	11,75 %	-72,36 %	154,09 %
Resultado Neto ¹	53,1	464,5	114,9	126,8	36,2	82,15



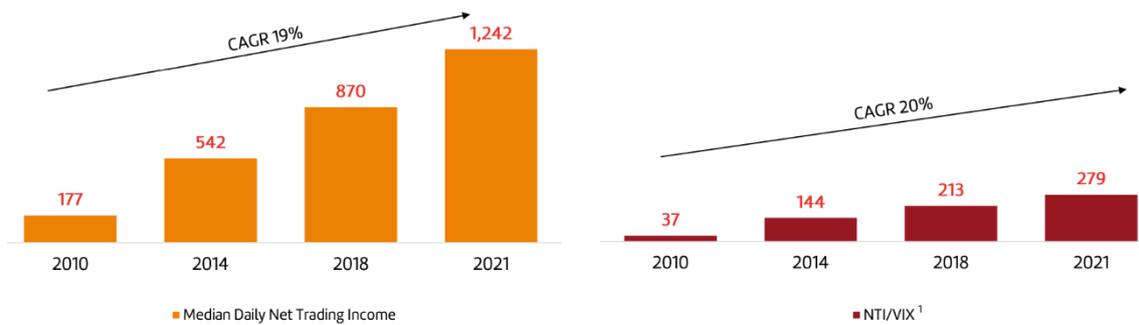
Lo que más me gusta de la compañía en estos momentos es que, al haber vivido un 2023 y lo que llevamos de 2024 bastante plácidos, junto con la dificultad de pronosticar una regularidad en los ingresos, cotiza a unos múltiplos normalizados bastante deprimidos. Ello implica que incluso sin vivirse un episodio de alta volatilidad en los próximos años y tomando al 2024 como un ejercicio “normal”, estaríamos recibiendo una rentabilidad aproximada del 8,8% como accionistas. Estamos hablando de que en entornos de bonanza bursátil, **Flow Traders** genera unos 70-75M€ de FCF.

Obviamente, si consideramos que la situación macroeconómica va a desencadenar una cierta depuración de mercado, con algún descenso pronunciado en los principales índices en los próximos años, el ascenso de la volatilidad podría hacer elevar los fundamentales de forma importante.

Con lo cual, tenemos un escenario base-pesimista sin riesgo aparente de pérdida permanente del capital, mientras que un escenario optimista con repuntes importantes de volatilidad dispararía tanto los beneficios como la cotización, en un entorno complicado para generar rentabilidades positivas en el resto de activos financieros.

Estrategia de crecimiento

La empresa no sólo vive de los repuntes de volatilidad, históricamente ha ido incrementando su presencia e ingresos de manera orgánica, aumentando la diversificación de productos y siendo más rentable gracias a un mayor tamaño. Conforme ha crecido, también ha sido menos dependiente y más rentable frente a los niveles de volatilidad medios.



En 2023 tuvieron lugar cambios importantes en la directiva, entre ellos, en la posición de CFO y CEO. El nuevo equipo ha anunciado en julio de 2024 que emprende una etapa de crecimiento en los productos y geografías de más reciente implantación, dónde ve un gran potencial de volumen. Asimismo, han decidido cancelar el dividendo, que era cercano al 5%, para respaldar el crecimiento de manera interna.

Trading Capital Expansion Plan

In recent years, Flow Traders has successfully diversified its core trading model into diversified asset classes and geographies, which resulted in increased optionality for the business. The Board sees a significant range of emerging opportunities to accelerate growth for the firm, stemming from the investments it has made in these new markets and through diversifying its revenue streams. It believes now is the time to seize these opportunities and move the firm into a growth phase by meaningfully expanding its trading capital base, especially given the strong historical returns it has made on trading capital.

In recent months, the firm has been exploring various options to achieve this expansion in trading capital. It has concluded that the most cost-effective way to expand the firm's trading capital base is to retain additional earnings on the Company's balance sheet, as part of a multi-layered trading capital expansion plan.

Revised Dividend Policy

Accordingly, the firm is suspending regular dividend payments until further notice, a decision that will accelerate the expansion of the trading capital base and that the Board is confident will generate long-term value for shareholders.

Por supuesto, habrá que ir siguiendo la evolución de esta iniciativa para ver si se hace un buen uso del capital. A priori no parece mala idea, el crecimiento histórico de la compañía siendo poco agresivos indica fuertes ventajas competitivas y que puede ser adecuado buscar un mayor posicionamiento en productos menos maduros.

Valoración

En este caso, por la idiosincrasia del negocio, es muy difícil hacer estimaciones precisas sobre los fundamentales futuros. Basaré las hipótesis en las cifras que baraja el consenso de mercado, dejando claro que mi visión es la de situar en un escenario normal las cifras de 2024 y pensando que en los próximos dos años es probable que se dé algún episodio de fuerte de repunte de volatilidad.

Rebajando algo las expectativas del consenso de mercado hasta 2026, los números serían los siguientes:

	Year 2024	Year 2025	Year 2026
Revenues	350	370	400
Growth	-	6%	8,1%
EBITDA	120	130	150
% Mg EBITDA	34,3%	35,1%	37,5%
-CAPEX	(13,0)	(13,5)	(14,0)
-Lease	(9,0)	(10,0)	(11,0)
EBIT	98,0	106,5	125,0
EBIT Margin	28,0%	28,8%	31,3%
-Interest	0,0	0,0	0,0
EBT	98	106,5	125
-Tax	(24,5)	(26,6)	(31,3)
FCF	74	80	94
Net Margin	21,0%	21,6%	23,4%

Teniendo en cuenta estas cifras y ajustado por la caja actual y las *stock options*, aplicando un múltiplo sobre FCF de 13 veces, el precio de las acciones debería ser de 28€ en 2 años y 3 meses. El potencial de revalorización pues, sería del 56%, a una tasa anualizada del 21,9%.

Mi opinión es que si vemos fuertes repuntes de volatilidad, el precio superará los 35€, alcanzando una revalorización del 100% en algún momento.

Conclusión

Se trata de una inversión estratégica, con una excelente ratio de riesgo-recompensa. El negocio es de alta calidad, goza de muchas de las características que persigue el **Inver Value Global Fund**: sencillo, no cíclico, *insiders* alineados, sin deuda, buen histórico de crecimiento y reinversión del capital, altos márgenes y bajos costes estructurales, escalabilidad y terreno para crecer.

Para terminar, la valoración ha sufrido por los bajos beneficios de los últimos años y el recorte del dividendo. Parece difícil perder dinero de manera

sostenida con los múltiplos actuales, mientras que tenemos una opcionalidad muy rentable ante fuertes repuntes de la volatilidad.

Limitar las probabilidades de pérdida frente a las ganancias es una de las características principales del fondo de inversión. Si quieres conocer más o consultar los informes periódicos, están disponibles en la web www.invervaluefund.com.

Muchas gracias,

Jordan del Rio Novan (Twitter: @InverValueFund)

Analista en Blue Ocean Inversiones EAF,

Inversor y Asesor del Inver Value Global Fund (ISIN ES0131445142)

Nota: Este documento es informativo y basado en opiniones personales teóricas, no supone ningún tipo de asesoramiento financiero ni recomendación de compra