

6 AANDELEN & ADVIEZEN

FLOW TRADERS

Een absoluut topjaar

Flow Traders heeft een uitzonderlijk sterk jaar achter de rug en laat niet alleen de handelaren van het bedrijf meedelen in het succes, maar ook de aandeelhouders.

Door Martin Crum

Flow Traders heeft een absoluut topjaar achter de rug. De *liquidity provider* in ETP's (Exchange Traded Products) profiteerde het vierde kwartaal van de Amerikaanse presidentverkiezingen en de tussen hoop en vrees laverende beleggers door dé grote spelbepaler: Covid-19.

Beleggers schoven veel met hun portefeuilles volgens Flow Traders en dat zorgde voor extra omzet. De ebitda-marge schoot mede hierdoor omhoog tot 69%: over heel 2020 kwam die uit op 63%. Een groot verschil vergeleken met het matige jaar 2019: toen was die slechts 36%.

Als we kijken naar het marktaandeel van Flow Traders op basis van de waarde van de verhandelde ETP's valt op dat de flitshandelaar licht marktaandeel heeft gewonnen.

De vroege keuze om ook te handelen in cryptovaluta-ETP's heeft ertoe geleid dat Flow Traders in dat segment zelfs marktleider is.

Bij Flow Traders draait het allemaal om het NTI: *Net Trading Income*. Dat bedroeg het afgelopen jaar €933 miljoen (in 2019: €216 miljoen). De kosten, exclusief de flexibele vergoedingen voor handelaren van Flow Traders, waren goed onder controle.

Dit heeft geleid tot een ebitda van €587 miljoen (2019: €79 miljoen) en een nettoresultaat van €465 miljoen (was €53 miljoen). Omgeslagen per aandeel werd het afgelopen jaar €10,26 verdiend versus €1,15 in 2019. Het was dus een topjaar.

Nieuwe regels werknemers

Het beloningsbeleid van handelaren die bij Flow Traders werken, gaat echter op de schop en dat heeft licht negatieve gevolgen voor het nettoresultaat.

Handelaren verdienen een relatief laag basisinkomen: de hoofdmoot van hun inkomsten is variabel en is geheel afhankelijk van de handels-

resultaten. De vaste werknemerslasten zijn circa €46 miljoen per jaar. Verdient Flow veel, zoals afgelopen jaar, dan gaat een derde van de operationele winst naar de handelaren.

Het voert te ver om de exacte verschillen uit te leggen tussen de oude en nieuwe beloningswijze, maar dit drukt de p&l, uitgesmeerd over meerdere jaren. Handelaren moeten daarvoor wel langer dan vier jaar bij Flow Traders blijven werken.

Taxaties

Flow Traders is afhankelijk van de volatiliteit en de bereidheid van beleggers om te handelen. Dat leidt tot sterk schommelende resultaten en maakt goed onderbouwde taxaties lastig. Want pas achteraf weet je wat voor een beursjaar het is geworden.

Hoewel de rust deels is teruggekeerd op de financiële markten, wordt met de stijgende beurskoersen en de aanhoudende onzekerheid over

Covid-19 rekening gehouden met een bovengemiddeld volatiel 2021 en 2022.

In echt rustige jaren verdient Flow Traders circa €1,25 per aandeel. Dat staat in schril contrast met afgelopen jaar. We gaan voorlopig voor dit jaar uit van een winst per aandeel van €2,30. Een uitbetalingspercentage van 60% is gezien de sterke kapitaalbasis verantwoord, oftewel een dividend per aandeel van €1,40.

Enigszins arbitrair gaan we we bij onze taxaties uit van het gemiddelde van een goed jaar (2018) en een matig jaar (2019). Voor 2022 rekenen we voorlopig met ruwweg dezelfde cijfers.

Fair Value

Het is duidelijk dat gezien de sterk schommelende winsten de *fair value* bepalen niet eenvoudig is. De toekomstige winsten zijn immers in grote mate onvoorspelbaar, net als het dividend. We gaan ervan uit dat Flow

Traders in een gemiddeld beursjaar een winst per aandeel van €2,35 à €2,50 haalt en rekenen met een uitbetalingspercentage van circa 60% van het resultaat aan dividend, omgerekend €1,35 à €1,50 per aandeel. Dan komen we uit op een faire koerswinstverhouding van 15.

Koersdoel

Dat impliceert een koersdoel van €37 waarbij het dividendrendement op 4% uitkomt. Dat ligt boven het gemiddelde koersdoel van de banken (€32), maar Flow Traders verdient dat op basis van zijn bewezen kwaliteiten, de solide kapitaalpositie en omdat het aandeel een fraaie hedge vormt binnen een goed gespreide aandelenportefeuille in barre beurstijden.

Flow Traders heeft een uitzonderlijk sterk jaar achter de rug en laat niet alleen zijn handelaren meedelen in dat succes, maar ook de aandeelhouders door uitbetaling van een royaal



ADYEN

Hoge koers is terecht

Adyen heeft geen last van hoge toezichtkosten en oninbare leningen, zoals traditionele banken. En de jaarcijfers zijn puik.

Door Martin Crum

Adyens behaalde slechts 10% van de winst van een traditionele bank zoals ING. En toch is Adyen volgens de markt het dubbele waard. Natuurlijk heeft de betalingsverwerker voordelen ten opzichte van traditionele banken, maar de vraag is of beleggers niet

overdrijven. Ook omdat de groei van Adyen terugloopt.

Op Adyens jaarcijfers valt weinig af te dingen. De omzet groeide met 28%, in weerwil van weggevallen omzet uit de reisbranche en (gesloten) fysieke winkels. Die laatste categorie

werd deels gecompenseerd door meer omzet uit e-commerce. De groei zal voor een belangrijk deel uit de Verenigde Staten moeten komen. Afgelopen jaar was die markt goed voor circa 20% van de totale omzet. En afgelopen jaar steeg de omzet daar met 70%.

Ook prettig: Adyen is schuldenvrij en heeft, gecorrigeerd voor nog te ontvangen en te betalen gelden, circa €1 miljard op de bank. Dat is overigens

geen aanleiding om dividend uit te gaan keren.

Waardering

Adyens waardering is stevig, zelfs als we langer vooruitkijken. Een koerswinstverhouding van 134 op basis van de verwachte winst in 2022, zonder dividend, weerspiegelt het grote optimisme van beleggers.

Die zijn er van overtuigd dat Adyen de huidige groei nog langer dan

vijf jaar gaat volhouden. Waar traditionele grootbanken worstelen met dalende rentemarges en stijgende kosten voor toezicht en compliance en oninbare leningen, lijdt Adyen geen centje pijn. Daar is de waardering ook naar.

Langetermijnbeleggers kunnen Adyen aanhouden. Zo lang het concern de huidige groei vasthoudt, is de huidige waardering gerechtvaardigd.