

# **Tesis de Inversión**

**Kanamic Network (3939.T)**



Julio Muñoz Trullenque

25/03/2025

## Índice

.....	0
Resumen de la Tesis .....	2
1. Introducción a la tesis .....	3
2. Evolución estratégica y transformación reciente .....	5
3. Análisis del modelo de negocio y segmentación .....	8
4. Desempeño financiero y operatividad .....	13
5. Fortaleza financiera y calidad del balance.....	19
6. Rentabilidad sobre el capital y eficiencia estructural .....	23
7. Crecimiento histórico y su calidad .....	26
8. Cumplimiento de guidance y credibilidad.....	30
9. Visibilidad futura – Estimates y previsiones .....	34
10. Retorno al accionista.....	38
11. Valoración y potencial de revalorización .....	42
12. Comparativa con el sector y competidores .....	46
13. Asignación de capital y decisiones estratégicas .....	51
14. Precio actual, drawdown y contexto de mercado .....	56
15. Riesgos principales y gestión histórica del riesgo .....	60
16. Track record, gestión y alineación .....	65
17. Oportunidades estructurales y catalizadores.....	68
18. Ventajas competitivas y posicionamiento estratégico .....	72
19. Señales de alerta o deterioro oculto.....	76
20. Tesis final de inversión .....	79

## Resumen de la Tesis

Kanamic Network Co., Ltd. es una compañía japonesa de tecnología sanitaria especializada en soluciones **cloud** para la gestión colaborativa de cuidados médicos, asistenciales y de crianza de niños. A **25 de marzo de 2025**, sus acciones cotizan a ¥449, lo que supone un drawdown de aproximadamente un 60% desde máximos históricos recientes. He iniciado una posición en la empresa motivado por la combinación de **una calidad fundamental sobresaliente, una valoración atractiva tras la corrección y perspectivas de crecimiento favorables** a medio plazo que se describirán en la tesis.

Desde un punto de vista cuantitativo, Kanamic destaca por su solidez financiera (prácticamente sin deuda neta) y por su alta rentabilidad operativa (márgenes EBITDA superiores al 35% y ROIC en el entorno del 20%). A pesar de ello, el mercado le asigna actualmente un múltiplo PER ~22, muy por debajo de su media histórica (~55x) y con un **descuento significativo respecto a la calidad y crecimiento de sus activos**. Esta discrepancia se debe en parte a factores coyunturales: la cotización se ha visto lastrada por la rotación general de mercado fuera de valores de crecimiento en Japón durante 2022–2024, así como por la dilución temporal de márgenes ocasionada por las inversiones recientes de Kanamic en nuevas líneas de negocio. Sin embargo, la tesis central es que estos factores son transitorios y que la compañía mantiene intactos —incluso fortalecidos— sus fundamentales y posicionamiento estratégico.

En los últimos ejercicios Kanamic ha seguido **creciendo con fuerza** (ventas +34% CAGR en 3 años) apoyada tanto en su negocio principal de software SaaS para el sector socio-sanitario como en nuevas iniciativas estratégicas. Las estimaciones de consenso prevén que los ingresos y beneficios continúen aumentando a doble dígito alto en los próximos 1–3 años, reflejando la creciente demanda de digitalización en la atención a una población envejecida y las oportunidades adicionales en segmentos adyacentes que la propia empresa ha empezado a explotar. Creo que a largo plazo el mercado acabará reconociendo la calidad del negocio y eso debería reflejarse en una revalorización importante. Veo un potencial de subida muy atractivo y, al mismo tiempo, un riesgo a la baja limitado gracias a la caja neta y al carácter recurrente de sus ingresos.

A continuación, desarrollo en profundidad los pilares de esta tesis de inversión, combinando el análisis cuantitativo objetivo con una investigación cualitativa de la trayectoria, modelo de negocio, desempeño y perspectivas de Kanamic Network hasta marzo de 2025. Concluyo que la compañía reúne atributos poco comunes de **calidad, crecimiento y resiliencia**, y que el momento actual representa una oportunidad de entrada atractiva para un inversor de largo.

## 1. Introducción a la tesis

Kanamic Network (TSE: 3939) es una empresa japonesa fundada en el año 2000 que opera en la intersección de tecnología, salud y cuidado asistencial. Su producto principal es una plataforma *cloud* de software ofrecida como servicio (SaaS) que permite conectar a todos los actores involucrados en el cuidado de personas mayores y dependientes —desde ayuntamientos y asociaciones médicas hasta hospitales, personal de enfermería, cuidadores domiciliarios y gestores de planes asistenciales— facilitando el intercambio de información y la coordinación de servicios. Adicionalmente, Kanamic ha extendido su oferta a sistemas en la nube para el apoyo a la **crianza de niños** y a iniciativas de bienestar y vida saludable para adultos, conformando una propuesta integral orientada a todas las etapas de la vida (“*cloud technology for all stages of life*” es uno de sus lemas corporativos). En esencia, la compañía proporciona herramientas digitales críticas para gestionar de forma eficiente la atención sanitaria y social en una sociedad japonesa marcada por el rápido envejecimiento de la población y la escasez creciente de personal de cuidados.

Por la naturaleza de sus clientes y servicios, el negocio de Kanamic puede considerarse **defensivo** y de carácter relativamente anticíclico. Sus ingresos provienen mayoritariamente de contratos recurrentes con entidades del sector público (municipios, gobiernos regionales) y organizaciones privadas del sector salud (grupos hospitalarios, residencias de ancianos, empresas de servicios asistenciales), a menudo bajo acuerdos plurianuales o licencias renovables anualmente. Esto proporciona una base de ventas estable incluso en entornos macroeconómicos adversos, ya que el gasto en cuidado de mayores es en gran medida no discrecional y respaldado por políticas públicas. Al mismo tiempo, Kanamic es una empresa con un marcado componente tecnológico e innovador: ofrece soluciones *cloud/SaaS* escalables y se inserta en tendencias de **digitalización y eficiencia en la sanidad**. Por ello, también exhibe rasgos de compañía de crecimiento (*growth*), reinvertiendo en desarrollo de producto y expansión geográfica/sectorial para capturar nuevas oportunidades. En resumen, se sitúa en un nicho defensivo dentro del ámbito *tech*, con un perfil de riesgo-retorno más equilibrado que el de muchas startups puramente dependientes de ciclos inversores o del consumo.

Justifico la apertura y análisis de una posición en Kanamic en este momento por varios factores convergentes. En el plano estratégico, la empresa se encuentra en plena **fase de expansión de su modelo de negocio**: tras consolidar su liderazgo en plataformas de gestión sociosanitaria en Japón, en los últimos dos años ha diversificado hacia áreas complementarias (fitness preventivo para seniors, consultoría IT, etc.) que amplían su mercado potencial. Estos pasos posicionan a Kanamic para un **nuevo ciclo de crecimiento** más allá de su nicho original. Al mismo tiempo, desde una perspectiva de mercado, la acción ha experimentado un retroceso pronunciado en su cotización (~60% abajo desde máximos), lo que ofrece una potencial **oportunidad de precio**. Este drawdown se debió en parte a la toma de beneficios general en empresas de crecimiento durante 2022–2023, así como a ciertas inquietudes

iniciales de los inversores ante las adquisiciones y gastos de expansión acometidos por Kanamic (que momentáneamente frenaron la expansión de márgenes). Sin embargo, considero que dichas preocupaciones han sido aclaradas o mitigadas por la propia ejecución de la compañía (que ya ha demostrado retornos positivos en las nuevas unidades de negocio) y que el castigo en la valoración ha ido demasiado fuerte, creando un **descuento injustificado**.

Mis expectativas razonables a largo plazo con esta inversión son de obtener una rentabilidad sustancialmente superior a la del mercado asumiendo un riesgo moderado. En términos de horizonte, contemplo un *holding period* plurianual (3–5 años, revisable según evolución), ya que la tesis se basa en la materialización de tendencias estructurales (envejecimiento poblacional, digitalización sanitaria) y en la convergencia del valor intrínseco de la empresa con su cotización, procesos que toman tiempo. El perfil de riesgo, por su parte, lo estimo acotado: Kanamic tiene un balance saludable, generación de flujo de caja y un negocio esencial, lo que reduce la probabilidad de una pérdida permanente de capital. Los principales riesgos identificados (que detallaré en la sección 15) son de tipo ejecución y competitivo más que financieros, y parecen manejables. Así, la **asimetría** de la inversión es atractiva: el *upside* potencial (que calculo podría ser >50% en 1–2 años si se revierte la infravaloración, y sustancialmente mayor a largo plazo si continúa creciendo) compensa ampliamente un *downside* que estimo limitado quizás a caídas adicionales del 15–20% en escenarios negativos extremos a corto plazo.

El *claim* central de esta tesis es que Kanamic Network ofrece **calidad, oportunidad de precio y crecimiento**. La evidencia cuantitativa objetiva muestra que la empresa sobresale en fortalezas financieras (liquidez, solvencia, creación de valor sobre el capital) y rentabilidad operativa, cotizando a la vez con múltiplos deprimidos tras su corrección bursátil. Mi análisis cualitativo confirma que esa señal cuantitativa no es un espejismo: Kanamic cuenta con ventajas competitivas defendibles, ha sabido adaptarse y seguir expandiéndose, y se beneficia de vientos de cola sectoriales de largo recorrido. En definitiva, encuentro coherencia entre la narrativa estratégica-operativa y la señal del modelo cuantitativo. Por todo ello, he tomado la decisión de invertir en Kanamic Network en este punto del ciclo, con la convicción de que el mercado está pasando por alto sus virtudes o penalizando en exceso factores transitorios, lo cual me brinda la oportunidad de adquirir una empresa de alta calidad a un precio razonable.

## 2. Evolución estratégica y transformación reciente

La trayectoria de Kanamic Network en los últimos años muestra una empresa que ha sabido **evolucionar más allá de sus orígenes** para aprovechar nuevas oportunidades, manteniéndose fiel a su misión central. Nacida a comienzos de la década de 2000 como pionera en sistemas informáticos para coordinar la atención de ancianos a nivel comunitario, Kanamic se benefició inicialmente de la introducción en Japón de la Ley de Seguro de Cuidados de 2000, que profesionalizó y financió el cuidado de larga duración de personas mayores. El fundador, Minoru Yamamoto, detectó la necesidad de herramientas que conectaran a los múltiples profesionales involucrados en el cuidado domiciliario e institucional de ancianos (trabajadores sociales, enfermeras a domicilio, médicos, familiares, etc.) y desarrolló un sistema administrativo para mejorar la eficiencia de esos procesos. Ese producto inicial, fruto de colaboraciones con universidades (p.ej. con el Instituto de Gerontología de la Universidad de Tokio) y con administraciones locales pioneras como la ciudad de Kashiwa en la prefectura de Chiba, se convirtió en el germen de la **plataforma Kanamic Cloud**. Kanamic logró que ayuntamientos y asociaciones médicas adoptaran su sistema como solución estándar para implementar el modelo de “cuidado comunitario integrado” promovido a nivel nacional, ganando tracción rápidamente en entornos urbanos de referencia. Este éxito temprano le permitió crecer de forma rentable y salir a bolsa en 2016 en el TSE Mothers (mercado de empresas de crecimiento), migrando posteriormente al Primer Mercado de la Bolsa de Tokio en 2018 dado el aumento de su capitalización y madurez.

Durante sus primeros 15–20 años, la compañía **mantuvo un foco claro**: ampliar la base instalada de su plataforma cloud para gestión sociosanitaria en Japón. La estrategia fue conquistar progresivamente regiones y municipios, demostrando casos de éxito como el *Modelo Kashiwa* (en un entorno urbano de 400.000 habitantes) y replicándolos en otras localidades, incluidas zonas rurales con adaptaciones específicas (p.ej. el *Modelo Asahikawa* para áreas dispersas de baja densidad). Esta etapa se caracterizó por un crecimiento orgánico sostenido de doble dígito, **sin transformaciones drásticas del modelo de negocio**, pero con optimizaciones continuas: Kanamic refinó su software, añadió funcionalidades (p.ej. módulos de historia clínica compartida, integración con sensores IoT para telemedicina, etc.), y acumuló una base de datos creciente (*big data*) de información sanitaria y asistencial que comenzó a explotar para desarrollar inteligencia artificial aplicada. La empresa demostró agilidad estratégica al **alinearse con tendencias y políticas públicas**: por ejemplo, incorporó rápidamente requisitos legales como la digitalización de registros (Ley de Preservación de Libros Electrónicos) y obtuvo certificaciones de seguridad (informe SOC1 Tipo 2) antes que nadie en su industria, anticipándose a las exigencias de los clientes institucionales. También fue proactiva buscando colaboraciones con organismos gubernamentales y comités sectoriales, consolidando su posición como referente en la *health-tech* japonesa orientada al envejecimiento poblacional.

Hacia 2020–2021, Kanamic había alcanzado un hito importante: **sólidas posiciones de liderazgo en su nicho principal**, con prácticamente todas las prefecturas de Japón cubiertas por su plataforma de alguna forma. La dirección reconoció que, si bien aún había espacio de crecimiento orgánico (captar más usuarios dentro de las instituciones clientes, upselling de nuevos módulos, etc.), el ritmo de expansión podría moderarse a medida que se saturase el mercado doméstico de sistemas de coordinación asistencial (de hecho, en 2023 la cifra de regiones usando su cloud disminuyó ligeramente por primera vez debido a fusiones municipales y despoblación rural, tras años de crecimiento). En respuesta, la empresa decidió **ampliar su campo de juego** mediante inversiones estratégicas en negocios adyacentes que complementaran su misión de “cuidado integral multigeneracional”. Esta decisión marca la transformación reciente más significativa: Kanamic pasó de ser un puro proveedor de software SaaS a convertirse en un **grupo empresarial más diversificado en el ámbito de la salud y el bienestar**, incorporando nuevas subsidiarias y servicios. Concretamente:

- En **2022**, adquirió una participación mayoritaria en **Urban Fit Co., Ltd.**, una cadena de gimnasios 24 horas orientados a mejorar la salud física (*fitness*) y la rehabilitación de adultos. Esta movida se enmarca en la estrategia de “*extender la vida saludable*” de la población, abordando la prevención proactiva de la dependencia mediante ejercicio supervisado. Urban Fit aportó a Kanamic un nuevo segmento de ingresos (instalaciones deportivas) y acceso directo a consumidores finales (*B2C*), algo novedoso para una empresa históricamente *B2B/B2G*. Si bien inicialmente supuso integrar un negocio de márgenes inferiores y diferente naturaleza operativa, Kanamic lo concibe como parte de un ecosistema donde los datos de actividad física y los programas de ejercicio personalizados (incluyendo la nueva app *Kenkatsu Coach* lanzada en 2022) se complementan con la información médica de su plataforma cloud.
- En **2023**, Kanamic llevó a cabo otra adquisición relevante: compró el 100% de **Ruby Development Inc.**, una empresa de desarrollo de software ágil especializada en el lenguaje Ruby. El objetivo aquí fue doble: por un lado, reforzar las capacidades internas de I+D de Kanamic para acelerar la creación de nuevos productos y funcionalidades (pasando de metodologías *waterfall* tradicionales a un enfoque más ágil y rápido, crítico para mantenerse competitivo); por otro lado, incorporar una nueva línea de negocio de “**desarrollo de soluciones a medida**” para terceros, aprovechando que Ruby Dev ya tenía contratos con grandes clientes industriales. Esta operación muestra la voluntad de la directiva de **invertir en talento tecnológico y ampliar su oferta de servicios** más allá del software estandarizado, generando sinergias tanto de conocimiento como comerciales (por ejemplo, Ruby Dev puede ofrecer proyectos de transformación digital en el sector salud apoyándose en la experiencia de Kanamic, y viceversa).

- En **2024**, la compañía anunció la incorporación al grupo de **The World Management Pte. Ltd.**, una consultora tecnológica con sede en Singapur, dando inicio a su plan de expansión internacional. Este movimiento es significativo estratégicamente: después de que la pandemia retrasara su “modelo global” previsto en 2020, Kanamic volvió a la carga con la internacionalización, usando la adquisición de una firma establecida en Asia para ganar presencia y conocimiento del mercado fuera de Japón. La intención declarada es comenzar a ofrecer sus soluciones de *healthtech* en otros países asiáticos que afrontan retos similares de envejecimiento, apalancándose en la red de contactos y el *expertise* local de TWM. Esto señala una empresa que ya no se ve a sí misma limitada al mercado doméstico, sino que aspira a **replicar su éxito en un contexto global** (lo cual, de concretarse, podría multiplicar exponencialmente su alcance).

En conjunto, estas decisiones estratégicas de 2022–2024 reflejan una Kanamic **dinámica y proactiva**, que no se ha acomodado en su posición dominante original sino que ha mostrado agilidad para reposicionarse de cara al futuro. Podemos apreciar cierta “reinención controlada”: la empresa ha redefinido gradualmente su propuesta de valor pasando de “proveedor de software para cuidado de mayores” a “plataforma integral de soluciones para el bienestar social y sanitario”. Esta evolución conlleva riesgos (integrar negocios diferentes, gestionar un conglomerado más complejo) pero también la prepara para fuentes adicionales de crecimiento. En mi valoración, Kanamic ha demostrado hasta ahora capacidad de ejecutar estos cambios sin perder eficacia: por ejemplo, a pesar de incurrir en gastos de inversión elevados en 2023 por las adquisiciones y aperturas de gimnasios, logró seguir creciendo en ventas un ~50% ese año, y en 2024 ya reportó **máximos históricos de ingresos y beneficio operativo** tras la incorporación plena de las nuevas filiales. Mantuvo además su cultura de disciplina financiera (financiando gran parte de las compras con fondos propios y deuda convertible de bajo costo, sin comprometer su solvencia, e inclusive aumentando el dividendo durante este periodo de expansión). Mi impresión es que la trayectoria reciente sugiere una gestión con visión de largo plazo que ha sabido pivotar estratégicamente cuando era necesario, **transformando el modelo de negocio** para seguir añadiendo valor, pero sin diluir su misión original ni sacrificar su fortaleza corporativa.



### 3. Análisis del modelo de negocio y segmentación

Kanamic genera sus ingresos principalmente mediante la comercialización de **servicios en la nube bajo suscripción** dirigidos al sector sanitario-asistencial. Su oferta principal es la *Kanamic Cloud Service*, un software multi-modular que los clientes (municipios, gobiernos locales, hospitales, redes de cuidado a domicilio, etc.) utilizan para gestionar y coordinar la atención de pacientes ancianos o dependientes en la comunidad. Este modelo es típicamente SaaS: los clientes pagan cuotas periódicas (mensuales o anuales) por usuario o por institución para acceder a la plataforma, que Kanamic aloja y mantiene en la nube. Es un negocio de **ingresos recurrentes estables**: una vez implementado el sistema en, digamos, un ayuntamiento o una empresa de cuidados, suele convertirse en parte integral de sus operaciones diarias, con alta tasa de renovación. No hay inventarios físicos ni ventas one-off grandes; el flujo de ingresos se acumula mes a mes a medida que crece la base instalada. Esto otorga gran **visibilidad** sobre las ventas futuras y permite a Kanamic beneficiarse de economías de escala: los costos iniciales de desarrollo son elevados, pero cada nuevo usuario añadido tiene un coste marginal bajo, de modo que, al superar el punto de equilibrio, los márgenes se expanden significativamente con el aumento del *top-line*. En efecto, el negocio cloud de Kanamic ha mostrado un típico comportamiento de software escalable: **altos márgenes brutos (~85–90%) y operativos crecientes** conforme se incrementaba la adopción.

Lo que hace difícil de replicar la propuesta de Kanamic no es tanto una tecnología patentada (aunque la empresa posee know-how específico y cumple estándares estrictos) sino su **enraizamiento en el ecosistema sociosanitario japonés**. Kanamic ha construido durante años una red de relaciones con autoridades sanitarias, asociaciones profesionales y clientes institucionales, además de adaptar su plataforma a multitud de normativas locales, flujos de trabajo y necesidades del usuario final (que muchas veces es personal no tecnológico, como enfermeras o asistentes sociales). Entrar a competir en este campo requeriría no sólo desarrollar funcionalidades equivalentes, sino también ganarse la confianza de un sector conservador y cumplir una miríada de requisitos de seguridad, privacidad y compatibilidad con sistemas públicos. En ese sentido, Kanamic disfruta de **efectos red y barreras de salida**: cuantos más profesionales y organizaciones usan su plataforma en una región, más valiosa y obligatoria se vuelve para todos (por ejemplo, médicos, farmacéuticos, trabajadores sociales y funcionarios compartiendo datos en Kanamic es mucho más eficiente que hacerlo por teléfono o en papel; una vez acostumbrados a esa colaboración digital, difícilmente querrán retroceder). Asimismo, cambiar de proveedor implicaría costos de transición elevados (migración de datos de pacientes sensibles, re-entrenamiento de usuarios, potenciales interrupciones del servicio asistencial), por lo que los clientes tienden a permanecer. Estas dinámicas confieren a Kanamic un **poder de fijación de precios moderado pero real**: ha podido mantener tarifas que le permiten márgenes altos sin perder clientes, e incluso aplicar aumentos o introducir cargos por módulos adicionales, dado el valor crítico que presta (las

autoridades están dispuestas a pagar por una herramienta que les ahorra costes laborales y mejora la atención).

**Segmentos de negocio:** Tradicionalmente, Kanamic reportaba dos segmentos principales: *Cloud Services* (su negocio SaaS recurrente) y *Platform Services*. El segmento **Cloud Services** comprende las suscripciones al software de gestión (incluyendo los diferentes sistemas: gestión de cuidados de larga duración, gestión de clínicas, sistema de apoyo a la crianza, etc.), así como servicios asociados como soporte técnico, capacitación y mantenimiento en la nube. Por su parte, el segmento **Platform Services** se refería inicialmente a iniciativas más nuevas de monetización de la base instalada a través de la plataforma, tales como funcionalidades fintech, pasarelas de pago electrónico integradas, servicios de compras en línea para proveedores de cuidados, publicidad o marketplace de productos relacionados con asistencia, etc. La idea de “Platform” era diversificar ingresos aprovechando la plataforma como **canal para terceros** (por ejemplo, Kanamic podría facilitar que compañías ofrecieran seguros, dispositivos IoT, u otros servicios a los usuarios de su red, obteniendo comisiones). No obstante, este segmento representó históricamente una porción pequeña y volátil de las ventas (apenas ~5–8% del total), con crecimiento irregular: en 2020 creció fuerte (+72% yoy), pero luego se redujo en 2021 y 2022, posiblemente al ajustar la estrategia o por retrasos en proyectos específicos. Para 2023, Platform repuntó de nuevo (+156% yoy) aunque sobre una base aún menor. Esto sugiere que Kanamic sigue experimentando cómo extraer valor de esa “segunda capa” de plataforma, sin que se haya consolidado como un motor importante por sí solo.

A partir de 2022, con las adquisiciones, la segmentación de ingresos cambió. Actualmente podríamos dividir el negocio en **tres grandes segmentos operativos** (más uno residual):

- **Soluciones Cloud para Cuidado Médico-Asistencial (Core SaaS):** Aquí se integran tanto el antiguo Cloud Services como el Platform Services, dado que ambos están orientados al mismo cliente base (instituciones sanitarias y asistenciales) y comparten infraestructura. Es el núcleo duro y representa ~64% de los ingresos consolidados a FY2023. En FY2024 se le llamó segmento “Medical and Nursing Care Cloud/Platform” y generó ¥3.364M, con un crecimiento de +18% anual. Los ingresos en este segmento proceden de las licencias SaaS recurrentes y algo de venta de módulos extra (por ejemplo, en 2020 lanzaron *Kanamic Easy Web Statements*, un módulo de facturación electrónica en la nube que facilita a los proveedores emitir recibos, y eso aporta ingresos adicionales). La rentabilidad de este segmento es muy alta: en 2024 tuvo un margen operativo ~40.7% (¥1.369M EBIT sobre ¥3.364M ventas), confirmando la escalabilidad del modelo.
- **Extend Healthy Lifespan (Fitness/Wellness):** Segmento incorporado con Urban Fit, engloba las operaciones de gimnasios y servicios de actividad física orientados a salud. Representó ~22.6% de ingresos en 2023 (¥845M), subiendo a ~22.6% en 2024

(¥1.130M) con +34% crecimiento yoy. Los ingresos aquí provienen de cuotas mensuales de socios de los gimnasios, ventas de membresías y posiblemente de la app de coaching de salud (*Kenkatsu Coach*) que complementa el gimnasio. Es un negocio mucho más **transaccional y competitivo**: debe atraer y retener clientes individuales en un mercado de fitness con grandes cadenas. Urban Fit compite diferenciándose en calidad de instalaciones y enfoque en salud funcional para mayores, más que en precio. Existe riesgo de concentración geográfica (la mayoría de sus 22 locales están en Kansai y Tokio) y de ejecución (abrir nuevos gimnasios conlleva inversión en alquileres/equipamiento). Notar que este segmento inicialmente tenía márgenes bajos: en 2023 registró incluso pérdidas operativas (-¥51M) debido a costes de apertura de 4 nuevos locales ese año. Sin embargo, en 2024 pasó a beneficios, aportando ¥66M de EBIT (margen ~5.8%). Esto muestra mejora operativa conforme gana escala: a medida que los gimnasios maduran su base de socios, los ingresos recurrentes cubren los costes fijos. Espero que esta tendencia continúe, aunque es poco probable que este negocio alcance los márgenes del SaaS (un gimnasio bien gestionado podría aspirar a ~15-20% margen operativo, no mucho más).

- **Solution Development (Desarrollo de Software a medida):** Segmento nuevo a raíz de Ruby Development Inc., representa servicios de **desarrollo contratado (outsourcing)** y soluciones OEM para terceros. En 2023 sólo aportó ¥51M (la adquisición se consolidó en el último mes del ejercicio), pero en 2024 ya contribuyó con ¥511M (~10% de ventas). Los clientes aquí son empresas (startups, *enterprise* o incluso gobierno) que necesitan proyectos de software a medida, desarrollo web o sistemas embebidos en Ruby. Es un negocio **por proyectos**, menos predecible y con **menores márgenes** típicamente, dado su componente intensivo en mano de obra y alta competencia en precios. Efectivamente, en 2024 este segmento tuvo margen operativo ~9% (¥46M EBIT sobre ¥511M ventas). No obstante, ofrece sinergias: Ruby Dev puede priorizar proyectos en el área de salud para complementarlos con el conocimiento de Kanamic, e internamente acelera la innovación del core (aunque internamente sus costes salariales van a I+D y no a este segmento comercial). Para Kanamic, es un área que diversifica ingresos pero habrá que vigilar su rentabilidad y capacidad de crecimiento orgánico (depende de ganar contratos en un mercado competido por consultoras más grandes).
- **Otros:** Kanamic históricamente tenía pequeñas partidas de “Otros ingresos” (soporte técnico especial, implementación inicial, o servicios BPO como el *Easy Mailing Service* para imprimir y enviar facturas en papel a quienes lo requieran). Este rubro ha ido decreciendo en peso (en 2021 fue ~3.8%, en 2022 ~2.1%), y para 2023 eran ¥146M (3.9%). Son ingresos no recurrentes o accesorios, sin mayor relevancia

estratégica, y probablemente seguirán disminuyendo proporcionalmente conforme crecen los segmentos principales.

**Recurrencia y concentración:** La recurrencia de ingresos de Kanamic es elevada, particularmente en su actividad SaaS. Aproximadamente 80–85% de sus ventas consolidadas provienen de flujos recurrentes: las suscripciones cloud son contratos tácitamente renovables, y los gimnasios generan mensualidades. Incluso la consultoría de Ruby, si bien por proyectos, tiene cierta base de contratos continuos con clientes grandes. Esto otorga resiliencia: en el peor de los casos, la dirección tiene visibilidad con varios trimestres de antelación de la mayor parte de los ingresos, pudiendo ajustar gastos si fuera necesario. En cuanto a **dependencia de clientes individuales**, es relativamente baja en el core SaaS: Kanamic atiende a más de **1.380 regiones** distintas en, con más de 191.000 usuarios profesionales de pago usando sus sistemas. Ningún municipio o entidad por sí solo representaría una porción material de ingresos (incluso Tokio, que contrató un portal multi-servicio con Kanamic, es una entre cientos de administraciones cliente). Sin embargo, cabe señalar un hecho reciente: en 2023 Kanamic logró un contrato importante con **Nichiigakkan Co., Ltd.**, uno de los mayores operadores privados de residencias y servicios de cuidado en Japón, para implantar su cloud en todos sus centros. Esto supuso un salto significativo en usuarios (se reflejó en +48% interanual en “usuarios de pago” ese año) y es un voto de confianza por parte de un líder del sector. Pero a la vez implica que Kanamic ahora depende en mayor medida de cumplir exitosamente con este mega-cliente corporativo. Nichiigakkan, a través de su matriz Nichii Holdings, representaría probablemente el mayor cliente privado de Kanamic; si por alguna razón ese despliegue no prosperase o decidieran cambiar de sistema (riesgo bajo dado el coste hundido), sí afectaría visiblemente a las cifras. Con todo, la diversificación sigue siendo amplia: además de Nichii, ningún otro cliente corporativo o municipal concentra más de un dígito porcentual de ventas.

Un posible riesgo de concentración está más bien en la **oferta**: Kanamic depende enormemente de su producto estrella (la plataforma cloud sociosanitaria). Durante muchos años prácticamente el 100% de su facturación vino de ahí, y aunque ahora tiene Urban Fit y Ruby, el éxito global de la empresa sigue ligado a mantener el liderazgo de ese producto. Dicho de otro modo, **si surgiera una disrupción tecnológica o normativa que tornara obsoleta la plataforma actual**, Kanamic tendría dificultades serias, pues las líneas nuevas aún no tienen entidad para sostenerla por sí mismas. Afortunadamente, no se vislumbran amenazas disruptivas inmediatas: el software de Kanamic está bien posicionado, actualizado conforme a leyes (ej.: interoperará con la nueva iniciativa pública de intercambio de datos de planes de cuidados), y no hay un equivalente open-source o impuesto por el gobierno que lo reemplace. Las **barreras de entrada** para eventuales competidores incluyen: la necesidad de certificaciones de seguridad (Kanamic fue la primera en la industria en obtener la auditoría SOC1 Tipo 2, dándole ventaja de reputación); el ecosistema integrado ya desplegado (efecto red); y la propia capacidad financiera de Kanamic para invertir más que posibles startups

rivales (actualmente dedica buena parte de sus recursos a mejorar el producto, incluyendo IA y soporte de IoT). Un área a vigilar es la **competencia indirecta de grandes tecnológicas**: por ejemplo, Fujitsu o NEC podrían intentar vender soluciones de historia clínica o de gobierno electrónico que cubran parte de las funcionalidades de Kanamic. No obstante, hasta la fecha esas compañías han provisto sistemas hospitalarios o administrativos más tradicionales, y Kanamic ha ocupado un nicho específico (coordinación interinstitucional de cuidados) donde tiene *expertise* muy especializado. Su **ventaja competitiva sostenible** reside en ese enfoque de nicho sumado a la **innovación continua**: ha convertido su plataforma en algo más que un software de registros, es un **estándar de facto** en muchos lugares para la gestión integral de cuidados, con contenidos y funcionalidades adaptadas a las mejores prácticas del sector (varias desarrolladas junto con universidades punteras). En conclusión, el modelo de negocio de Kanamic es sólido, con **ingresos de alta calidad recurrente, diversificación adecuada entre clientes, y ventajas de permanencia**. Las recientes expansiones segmentarias lo hacen más complejo pero también incrementan su TAM (*Total Addressable Market*): ahora no sólo monetiza software para instituciones, sino también servicios a usuarios finales (gimnasios, apps de salud) y servicios B2B (desarrollo IT). Si logra orquestar bien este portafolio, Kanamic habrá creado barreras de entrada aún mayores al convertirse en una plataforma de salud integral donde distintos servicios se refuerzan mutuamente (por ejemplo, ofreciendo a los municipios no sólo el software, sino también programas de ejercicio para sus ciudadanos mayores a través de Urban Fit, todo ello con datos interconectados). Esta visión ecosistémica es ambiciosa pero alcanzable dado el posicionamiento que ya ostenta la empresa.

## 4. Desempeño financiero y operatividad

Pasemos al análisis detallado de las métricas financieras históricas de Kanamic, comenzando por la evolución de su cuenta de resultados en los últimos ejercicios y la dinámica de sus márgenes. La empresa tiene año fiscal que cierra en septiembre, por lo que las cifras se referirán a FY2018, FY2019, etc., hasta FY2024 (último reportado antes de la fecha de corte).

**Crecimiento de ingresos:** Kanamic ha mostrado un crecimiento consistente de sus ventas a lo largo de la última década, acelerándose en los años más recientes gracias a la expansión del grupo. A modo de resumen cuantitativo:

- En 2018 (ejercicio cerrado el 30/9/2018) obtuvo ingresos por ¥1.504 millones, lo que suponía un +12% aprox. vs el año anterior.
- En 2019 las ventas alcanzaron ¥1.685M (+12% YoY).
- En 2020 subieron a ¥1.881M (+11.6% YoY), a pesar de la irrupción de la pandemia a mediados de ese ejercicio. De hecho, la empresa destacó que aún en un entorno difícil (H2 2020 con COVID), lograron “un crecimiento de doble dígito sólido, excediendo estimaciones internas”.
- En 2021 los ingresos fueron ¥2.080M (+10.6% YoY), ligeramente por debajo de la meta inicial de ¥2.100M pero casi en línea (99.1% del forecast). Es decir, Kanamic continuó creciendo a ritmo de ~10% anual orgánico en el período pre-expansión.
- 2022 marcó un salto mayor: ventas de ¥2.502M (+20.2% YoY). Este incremento notable combinó crecimiento orgánico del negocio SaaS (~12% en Cloud) con la consolidación desde mayo 2022 de Urban Fit (ingresos de fitness aportados por primera vez, sumando ~¥250M). Así, FY2022 superó holgadamente las previsiones del plan medio plazo (¥2.350M).
- En 2023 hubo un crecimiento extraordinario hasta ¥3.746M (+49.7% YoY), el mayor salto anual en su historia como cotizada. Esto se debió a dos factores: incorporación de Ruby Development (desde septiembre 2023, aunque sólo un mes contado) y sobre todo plena contribución anual de Urban Fit y la fuerte expansión de usuarios en el core SaaS (recordemos la gran cuenta de Nichii que empezó a implementarse). Incluso sin M&A, la compañía había pronosticado ¥2.800M para FY2023, pero con las adquisiciones superó dicha cifra ampliamente.
- Finalmente, en 2024 Kanamic alcanzó **récord de ventas** con ¥5.007M (+33.7% YoY), ya incluyendo por completo los tres segmentos (cloud, fitness, desarrollo). Se quedó apenas ~2% por debajo de la proyección interna de ¥5.100M (por ligera demora en algún ingreso, quizás en desarrollo o gyms), pero igualmente es un crecimiento muy robusto.

En términos de tasas compuestas, esto implica un **CAGR de ingresos ~24% en 5 años (2019–2024)**, acelerado a ~34% en los últimos 3 años (2021–2024) tras la estrategia

expansiva. El hecho de que Kanamic haya podido casi triplicar sus ventas desde 2019 demuestra la efectividad de su modelo para capturar demanda, primero orgánicamente y luego apalancando adquisiciones. Vale destacar que **no hubo años de contracción**: incluso en 2020–2021, marcados por COVID, la empresa siguió creciendo (los servicios cloud de Kanamic pudieron haberse vuelto aún más necesarios por las restricciones presenciales).

**Análisis de márgenes:** Paralelamente al crecimiento de la cifra de negocios, Kanamic ha exhibido históricamente unos márgenes de rentabilidad muy elevados, propios de su negocio SaaS, aunque con cierta contracción reciente debido al cambio de mix. Examinemos los principales niveles de margen:

- El **margen bruto** se ha mantenido excepcionalmente alto, alrededor del **60–65%** sobre ventas en los últimos años. Esto refleja la naturaleza “ligera” del coste de los servicios cloud: no hay coste de producto vendido ni materias primas, sólo los costes de servidores, personal técnico de soporte y amortización de desarrollo, que son relativamente pequeños frente a los ingresos recurrentes. Por ejemplo, en FY2024 el margen bruto rondó el 63% , superior al promedio del sector software en Japón. La incorporación de Urban Fit (cuyos costes operativos son mucho mayores proporcionalmente, al haber alquileres, personal de gimnasio, etc.) ha diluido algo el margen bruto consolidado, pero aun así Kanamic se sitúa “**claramente por encima**” de la media sectorial en este aspecto según nuestros datos comparativos. La **explicación** es estructural: el core SaaS tiene ~85–90% de margen bruto, Urban Fit quizá 30–40%, la mezcla resultante da ~63%. No se espera una erosión importante aquí; de hecho, conforme Urban Fit suba ocupación y Ruby Dev facture más, ambos podrían mejorar su margen bruto y sostener o elevar el consolidado.
- El **margen EBITDA** ha sido también muy elevado en la etapa pre-expansión, llegando a alcanzar el 54% en 2020. Esto es un nivel extraordinario, reflejo de que la empresa prácticamente no tenía deuda (gastos de interés nulos) y amortizaciones limitadas hasta entonces. En 2021 el EBITDA margin fue ~40% (¥841M EBITDA sobre ¥2.080M ventas), aún muy alto. Tras las adquisiciones, el EBITDA margin bajó a ~30% en 2023 y ~36% en 2024. ¿Qué lo ha contraído? Principalmente, la consolidación de negocios intensivos en OPEX y la amortización de *goodwill*. Por ejemplo, Urban Fit en 2023 generó pérdidas operativas arrastrando el margen, y Ruby Dev trajo amortización de intangible (Kanamic amortiza el fondo de comercio bajo JGAAP, lo cual sumó gasto). Aun así, un 36% de margen EBITDA es excelente comparado con la mayoría de empresas de software o servicios TI listadas (la mediana sectorial japonesa rondará 15–20%). **Causa:** la base de costes fijos de Kanamic creció (más empleados, gastos de oficinas, etc.), pero sus ingresos crecieron aún más, manteniendo economías de escala. **Efecto:** sigue habiendo una fuerte generación de flujo operativo. **Perspectiva:** es probable que el margen EBITDA se estabilice o mejore ligeramente en los próximos años a medida que los negocios adquiridos

maduren. Por ejemplo, en 2024 Urban Fit ya dejó de ser lastre (pasó a +¥66M EBIT) y Ruby Dev, aunque de margen modesto, contribuyó positivamente. Además, la empresa planea migrar a IFRS, lo que eliminaría la amortización de goodwill y elevaría automáticamente el EBITDA (y EBIT) reportado, dando un salto de margen sin cambiar la realidad económica. En suma, no vemos señales de deterioro estructural de la rentabilidad, sino una **dilución puntual y controlada** por la diversificación.

- El **margen operativo (EBIT)** ha seguido una trayectoria similar: **expansión hasta 2021, leve contracción posterior**. Kanamic casi **duplicó su beneficio operativo entre 2018 y 2021**, pasando de ¥399M a ¥841M, con margen EBIT aumentando del ~26.5% al ~40.4% en ese lapso. Esto fue producto del apalancamiento operativo del SaaS: los costes fijos crecieron más lento que los ingresos. En FY2020 el margen operativo ya era ~34.8%, luego saltó a 40.4% en FY2021 cuando se combinó crecimiento de ventas con contención de gastos. A partir de FY2022, el margen EBIT consolidado descendió a 38.4, en FY2023 a 29.3%. y en FY2024 a ~28.7%. Esta caída en % era esperada dada la integración de Urban Fit (negocio con margen muy bajo al inicio) y los gastos de expansión. En concreto, en 2023 la empresa invirtió agresivamente: se abrieron 4 gimnasios nuevos (elevando alquileres y CAPEX), se sumaron empleados de Ruby (cuyo coste se reflejó pero su ingreso solo un mes), hubo gastos de M&A, etc. La directiva explicó que **el objetivo operativo no consolidado (solo Kanamic sin filiales) sí se cumplió**, pero que en base consolidada quedaron algo cortos del objetivo porque los subsidiarios requerían inversión y la amortización de goodwill pesó. De hecho, en 2023 el EBIT consolidado (¥1.096M) quedó 4.7% por debajo de lo presupuestado (¥1.150M). Esto indica un **ligero desvío negativo en ejecución**, pero con causa identificable (gastos de crecimiento) y no un problema de demanda. Para FY2024, el EBIT de ¥1.439M superó la meta revisada (¥1.400M), señal de que se recondujo la rentabilidad algo más rápido de lo previsto gracias a la mejora de Urban Fit y sinergias. En términos cualitativos, los **márgenes operativos siguen robustos** y muy por encima de la media sectorial (Kanamic aún tiene ~29% EBIT margin vs ~10–15% típico de empresas comparables). Sin embargo, es importante monitorear si pueden recuperar parte del margen perdido: yo estimo que con IFRS y sin más adquisiciones dilutivas, podríamos ver márgenes EBIT ajustados de nuevo en el rango 30–35% en 1–2 años. Si por el contrario se evidenciara presión competitiva en el core (que forzara a bajar precios o invertir más en ventas, reduciendo margen), sería una señal de alerta. Por ahora, nada apunta a eso; la **contracción de márgenes ha sido auto-infligida** por la estrategia de crecimiento, no por debilidad del negocio principal.
- El **margen neto** de Kanamic también ha sido destacable. Hasta 2021 se mantuvo alrededor del 25–28%, beneficiado por la ausencia de deuda (cero gasto financiero)



y una tasa impositiva efectiva normal (~30%). Por ejemplo, en FY2020 la utilidad neta fue ¥472M, un 25.1% sobre ventas; en FY2021 subió a ¥579M, 27.9% margen. A partir de 2022, debido a la amortización de goodwill y algún gasto no operativo (p.ej. pérdidas extraordinarias menores), el margen neto bajó: 27.4% en 2022 (¥685M neto), 20.4% en 2023 (¥763M) y 18.4% en 2024 (¥919M). Aquí sí se nota la penalización contable de las adquisiciones: la amortización del fondo de comercio de Ruby y Urban Fit reduce el beneficio contable en ~¥100M+ anuales. Como mencioné, bajo IFRS esto desaparecerá, de modo que “realmente” el negocio generó más. De hecho, en FY2024 el resultado neto consolidado fue 8% inferior a lo previsto (¥919M vs ¥1.000M estimado) porque se registró un deterioro (impairment) en uno de los gimnasios y gastos por mudanza de sede de Urban Fit, que se llevaron a extraordinarios, además de impuestos algo mayores. Si excluyéramos esos one-offs, el neto habría estado muy cerca de la meta. En definitiva, el margen neto actual en torno al ~18-20% sigue siendo muy bueno, y ajustado por amortizaciones sería >20%. En la **perspectiva** hacia adelante, es factible que la rentabilidad neta suba de nuevo por la vía técnica (normas contables IFRS) y por la orgánica (menos pérdidas en subs, más sinergias). Esto significaría retomar un crecimiento de la utilidad neta más en línea con el de ingresos, tras un par de años donde las ganancias crecieron menos (~+11% en 2023 vs +50% ingresos).

**Líneas clave e hitos operativos:** Es útil identificar qué partidas han impulsado o limitado los resultados en estos años. Por el lado de ingresos, ya vimos que *Cloud* fue el motor constante con crecimiento alto de una cifra (10–15%), mientras *Platform* osciló y las nuevas líneas añadieron crecimiento incremental fuerte a partir de 2022. Del lado de costes, la **estructura de gastos operativos** de Kanamic está principalmente en SG&A (gastos de venta, generales y administración), que incluyen personal, I+D capitalizable mínimo, marketing y ahora gastos de locales (por Urban Fit). Durante 2018–2021, Kanamic mantuvo un crecimiento contenido de SG&A, lo que permitió el apalancamiento operativo: sus gastos fijos crecían ~8–10% mientras ingresos 12–15%, ampliando margen. En 2022–2023, los SG&A se dispararon (~+70% en 2023) por la incorporación de 200+ empleados más (de Ruby y Urban Fit) y apertura de sedes, temporariamente superando el ritmo de ingresos, de ahí el bajón de margen EBIT. Un **detalle relevante:** Kanamic ha financiado internamente todo su crecimiento orgánico, generando siempre flujo de caja operativo suficiente, y en 2021 se preparó para las M&A emitiendo bonos convertibles (0% interés) por ¥2.000M junto con warrants, y simultáneamente recompró ~¥2.000M en acciones para neutralizar la posible dilución. Este esquema financiero innovador le dio liquidez para comprar Urban Fit y Ruby sin tener que acudir a préstamos bancarios onerosos ni a ampliaciones de capital tradicionales. Por tanto, Kanamic **no ha sufrido picos de deuda ni diluciones masivas** que distorsionen su P&L; su evolución es orgánica en su mayor parte.

En cuanto a discontinuidades puntuales: no se aprecia ninguna gran desaceleración ni caída en cifras históricas. La pandemia de COVID-19, que podría haber sido una amenaza operativa, en la práctica no mermó resultados financieros (a diferencia de muchas empresas, Kanamic no experimentó trimestres de ventas negativas ni pérdidas operativas). Al contrario, COVID pudo actuar como catalizador para acelerar la digitalización de comunicaciones entre médicos y cuidadores, reforzando la propuesta de valor de Kanamic. La única anomalía destacable fue que en FY2020–2021 la empresa acumuló bastante efectivo (porque pospuso su plan de internacionalización y redujo algunos gastos presenciales), lo que la llevó a pagar más impuesto corporativo al no invertir todo (en Japón existía un impuesto a beneficios no distribuidos que justo se eliminó en 2020, ayudando a su neto ese año). Pero esto es anecdótico.

Para visualizar la evolución multianual, presento una tabla resumida con los indicadores clave:

**Tabla 1. Evolución financiera de Kanamic Network (FY2018–FY2024) ( ¥ )**

Año	Ventas	Crec. YoY	EBITDA	Margen EBITDA	EBIT	Margen EBIT	Beneficio Neto	Margen neto
2018	1.504	+12.4%	505	33.6%	399	26.5%	280	18.6%
2019	1.685	+12.0%	674	40.0%	544	32.3%	357	21.2%
2020	1.881	+11.6%	789	42.0%	654	34.8%	472	25.1%
2021	2.080	+10.6%	841	40.4%	800	38.5%	579	27.9%
2022	2.502	+20.2%	1.139	45.5%	962	38.4%	685	27.4%
2023	3.746	+49.7%	1.384	36.9%	1.096	29.3%	763	20.4%
2024	5.007	+33.7%	1.795	35.8%	1.439	28.7%	919	18.4%

Esta tabla ilustra claramente la **tendencia de expansión de la escala** y la **evolución de márgenes** comentada: suben fuerte hasta 2021 y luego ajustan a niveles aún altos en 2023-24. No se aprecian “picos” ni “valles” atípicos salvo la gran subida de 2023 debida a M&A (que no es una anomalía negativa sino un crecimiento acelerado planificado). En suma, Kanamic ha entregado un desempeño financiero sobresaliente en los últimos años, con **crecimientos robustos de ingresos cada ejercicio, rentabilidades operativas excepcionalmente altas para su sector y resiliencia frente a crisis**. Los ligeros desvíos o retos (margen consolidado algo inferior en 2023, integración de negocios de menor margen) han sido afrontados por la compañía de forma transparente y rápida, como refleja la recuperación parcial del margen en 2024. Para mí, esto refuerza la confianza en la capacidad de gestión y en la **calidad de las ganancias** de Kanamic, ya que no provienen de artificios contables ni de ciclos externos, sino de un modelo recurrente bien asentado. El siguiente

apartado profundizará en la fortaleza financiera del balance, complementando este análisis de resultados.

## 5. Fortaleza financiera y calidad del balance

Un aspecto clave en la evaluación de Kanamic Network es su **sólida posición financiera**. A diferencia de muchas empresas de alto crecimiento, Kanamic no ha comprometido su balance en pos de la expansión; al contrario, ha mantenido indicadores de solvencia y liquidez muy por encima de las medias sectoriales, lo cual proporciona un margen de seguridad importante ante escenarios adversos.

Veamos los principales ratios de endeudamiento y liquidez a la fecha de compra (marzo 2025, basados en los últimos estados de FY2024):

- **Deuda Neta:** Kanamic prácticamente no tiene deuda bancaria. Tras 2024, la compañía presentaba caja y equivalentes de alrededor de ¥3.000M y pasivos financieros totales en el rango de ¥800M. Esto la sitúa en posición de **caja neta positiva**. De hecho, el ratio **Cash-to-Debt** es  $\sim 3.75x$ , indicando que los recursos de tesorería cubren 3.75 veces la deuda financiera. En otras palabras, Kanamic podría liquidar toda su deuda inmediata con menos de un tercio de su efectivo, permaneciendo con liquidez de sobra. Este es un perfil drásticamente más seguro que el de sus pares: las empresas comparables suelen tener deuda neta o ratios de caja/deuda mucho menores (a veces por debajo de  $1x$ ).
- **Apalancamiento sobre patrimonio:** El **debt-to-equity** de Kanamic es de apenas  $\sim 0,19$  (19%), reflejando que la deuda total equivale a menos de la quinta parte de los fondos propios. Nuevamente, esto es **muy inferior al promedio sectorial** (empresas tech pequeñas suelen financiarse con deuda convertible o préstamos, alcanzando D/E de 0,5 a 1 fácilmente). Kanamic ha aumentado su equity de forma orgánica vía retención de beneficios; además, el bono convertible de ¥2.000M se contabiliza parcialmente como patrimonio (al tener componente de equity), minimizando su impacto en D/E.
- **Cobertura de intereses:** La empresa tiene **intereses financieros prácticamente nulos** (el convertible tiene cupón 0%, y no hay préstamos tradicionales). Por tanto, su **interest coverage ratio** es astronómicamente alto,  $\sim 248$  veces; esto significa que aun si tuviera gastos financieros, su EBITDA los cubriría cientos de veces. Es un indicativo claro de **ausencia de riesgo de servicio de deuda**. En la práctica, Kanamic no paga intereses significativos y de hecho es generadora neta de ingresos financieros (por rendimiento del efectivo excedente).
- **Deuda en relación a capacidad de repago:** Usando otros indicadores: **Debt/EBITDA**  $\approx 0,41x$ , implicando que con menos de medio año de EBITDA podría pagar toda su deuda. **Debt/Ingresos** =  $0,15x$ , o 15% (deuda total representa un 15% de las ventas anuales), cifra muy cómoda. Por ejemplo, si comparo con sector

software global, es habitual ver empresas con deuda/EBITDA > 2–3x y debt/revenue > 50% tras adquisiciones; Kanamic está muy lejos de cualquier nivel preocupante de apalancamiento.

- **Liquidez a corto plazo:** El **current ratio** de Kanamic es elevado, ~2,34x, lo que indica que los activos corrientes (efectivo, cuentas por cobrar, etc.) más que duplican los pasivos corrientes. Esto sugiere que la empresa puede afrontar cómodamente sus obligaciones de corto plazo. Más relevante aún, la compañía arrastra un fondo de maniobra positivo y estable; no enfrenta tensiones de liquidez estacionales ni depende de refinanciaciones inmediatas. Su **ciclo de caja** es incluso eficiente: cobra rápido (Días de Cobro ~18 días, muy por debajo de la media sectorial) y prácticamente no tiene inventarios (Días de Inventario ~0,3, dado que vende servicios). Por tanto, el **ciclo de conversión de efectivo** es corto (apenas ~12 días), facilitando que no se estrangule su liquidez operativa incluso creciendo.
- **Calidad de balance – activos y reservas:** Kanamic ha ido acumulando una **posición de caja** robusta gracias a su negocio rentable. Al cierre de 2024 tenía más de ¥2.500M en efectivo y equivalentes. Esto después de haber desembolsado ~¥1.000M en adquisiciones en los dos años previos. El patrimonio neto de la empresa también creció sustancialmente, situándose en torno a ¥5.000M en 2024, reflejo de la retención de beneficios. Cabe notar que sí aumentó el rubro intangibles por la consolidación del **goodwill** de las compras; a septiembre 2024 Kanamic tenía cerca de ¥1.000M en fondo de comercio (que se amortiza en 5-10 años bajo JGAAP). Esto no es problemático dada la baja deuda y el hecho de que los negocios adquiridos están funcionando. La amortización en sí reduce la contabilidad de patrimonio, pero Kanamic genera beneficios suficientes para más que compensarlo año a año, por lo que **no hay deterioro en la calidad contable**. De hecho, la **Piotroski F-Score** calculada para la empresa es 8/9, indicando excelente salud financiera (mejoras en rentabilidad, liquidez y endeudamiento, sin señales de manipulación contable).
- **Resiliencia en escenarios adversos prolongados:** Dada su estructura financiera, Kanamic está bien posicionada para resistir shocks. Por ejemplo, si enfrentara una recesión severa que afectase temporalmente a su flujo de caja, la empresa tiene colchón de efectivo suficiente para operar sin necesidad urgente de financiamiento externo. Si la contracción fuera más larga, podría recortar gastos discrecionales (tiene base de costes fijos pero también capacidad de ajustar ritmo de aperturas de gimnasios, inversiones en desarrollo, etc.). Con una **Altman Z-Score de ~9,07**, Kanamic se sitúa en la “zona segura” de solvencia (muy lejos de riesgo de quiebra; típicamente >3 es seguro, Kanamic triplica ese umbral). Incluso en un escenario de estrés donde, hipotéticamente, sus ingresos cayeran un 20% (lo cual es improbable dada la naturaleza contractual de la mayoría), la empresa seguiría generando EBITDA positivo y contaría con caja para aguantar varios años de resultados débiles. Además,

la ausencia de deuda bancaria significa que **no está sujeta a covenants ni vencimientos cercanos** que pudieran desencadenar problemas. El único vencimiento relevante sería el del bono convertible en 2026, pero es previsible que se convierta a acciones (si el precio supera el mínimo ajustado) o se refinance fácilmente dado su monto pequeño relativo (¥2.000M).

- **Uso del apalancamiento:** Kanamic ha utilizado algo de apalancamiento, pero de manera inteligente para financiar crecimiento y **no para maquillar ineficiencias ni cubrir pérdidas**. La emisión de bonos convertibles de 2021 se destinó expresamente a M&A expansiva, lo cual ya está rindiendo frutos en mayores ingresos. Simultáneamente, lanzó un programa de recompra de acciones por ¥2.000M en 2021, demostrando disciplina en cuidar al accionista frente a la posible dilución. Esto es inusual: pocas *small caps* japonesas combinan una emisión con un *buyback* para equilibrar intereses. Además, no se ha endeudado para pagar dividendos ni sostener operaciones deficitarias (sus operaciones han sido siempre positivas en caja). Diría que la **filosofía financiera** de Kanamic es conservadora: priorizan tener un balance saneado. De hecho, tras las adquisiciones, su ratio de apalancamiento sigue siendo inferior al que tenía antes (puesto que aumentó capitalización, etc.). No hay indicios de mal uso de deuda; al contrario, la han utilizado **para crear valor a largo plazo** (inversiones productivas) y en condiciones ventajosas (costo 0).
- **Comparativa sectorial:** En el universo de empresas tecnológicas japonesas de tamaño mediano, Kanamic destaca por su **baja deuda** y elevada solvencia. Muchas firmas del Mothers/Prime tienen préstamos bancarios para financiar I+D o sufren apalancamiento operativo; Kanamic se autofinancia con sus flujos y, cuando recurre al mercado, lo hace con instrumentos atractivos (convertibles sobrepar sin interés). Empresas de software con ingresos similares a 5.000M suelen tener o bien déficits (startups en pérdidas) o bien cierta deuda tras M&A. Kanamic, en cambio, presenta un balance que no desentonaría en una compañía mucho mayor. Esto supone una tranquilidad para el inversor: **reduce el riesgo financiero** intrínseco de la inversión. Y también habilita a Kanamic a aprovechar oportunidades: con su músculo financiero podría acometer nuevas adquisiciones selectivas sin poner en peligro su estabilidad, o resistir una guerra de precios si sucediera (poco probable) sin ver comprometida su continuidad.

En resumen, la **fortaleza financiera de Kanamic es sobresaliente**. Dispone de liquidez holgada, un apalancamiento bajísimo y ninguna carga financiera significativa. Esto le otorga una gran **capacidad de maniobra** ante cualquier contratiempo y la posiciona para invertir en crecimiento futuro sin generar angustia en los accionistas. La calidad del balance es alta: activos líquidos abundantes, deuda casi simbólica, capital contable creciente. Un factor a monitorear es la evolución del capital circulante: con la rápida expansión, las cuentas por cobrar aumentaron (por la venta a grandes clientes), pero de momento la gestión de cobro es

eficiente y la conversión de ingresos en caja es buena. La puntuación Piotroski de 8 sobre 9 refleja que prácticamente todos los indicadores financieros mejoraron en el último año – robustez en rentabilidad, apalancamiento y liquidez. En conjunción con la estructura de ingresos recurrentes ya descrita, esto indica que Kanamic tiene **capacidad de resistencia extraordinaria** frente a shocks. Pocas empresas de crecimiento pueden decir que sobrevivirían a un parón económico prolongado; Kanamic es probablemente una de ellas, gracias a su base contractual, su caja y su ausencia de deudas exigibles. Esto es un pilar fundamental en la tesis: la **protección de capital** en caso de escenarios negativos está cubierta en gran medida por este robusto balance.

## 6. Rentabilidad sobre el capital y eficiencia estructural

Analizar la **rentabilidad que Kanamic obtiene sobre el capital empleado** nos permitirá entender si realmente crea valor (es decir, si sus retornos exceden su coste de capital) y cómo ha evolucionado su eficiencia con el crecimiento. Los indicadores clave aquí son ROE, ROA y especialmente el **ROIC (Return on Invested Capital)**, dado que la compañía no tiene mucha deuda y el ROIC se aproxima al rendimiento puro de sus operaciones sobre los fondos invertidos.

En los últimos años, Kanamic ha mantenido unos **ratios de rentabilidad sobresalientes**:

- El **ROE (Return on Equity)** promedió ~25–28% entre 2020 y 2022, subiendo incluso a ~33% en 2021 (impulsado por la mejora de márgenes) y normalizando en torno al 20–25% en 2023–2024 tras las ampliaciones de capital y la amortización de goodwill. A 2024, con un beneficio neto de ¥919M, el ROE rondó el 26%. Esto es netamente **superior al sector** (las empresas de software japonesas suelen tener ROEs en la franja 10–5%, salvo excepciones). Indica que Kanamic ha sabido utilizar el capital de sus accionistas de manera muy productiva, generando un cuarto del valor invertido en utilidades cada año. Además, este ROE se logró sin apalancamiento elevado (que podría “inflarlo” artificialmente); es genuinamente fruto de altos márgenes y rotación del activo.
- El **ROA (Return on Assets)** ha oscilado entre ~15% y 21% en los últimos ejercicios. Por ejemplo, en 2024 Kanamic tuvo un ROA cerca de 20%. En 2021–2022 estuvo más bien en ~15%. Son cifras excelentes también, reflejando la naturaleza ligera en activos del negocio SaaS. Incluso tras las adquisiciones, el ROA sigue muy elevado. Esto sugiere que Kanamic no está **sobreinvirtiendo en activos poco productivos**. Comparado con la media de la industria tech (ROA típico 5–10%), Kanamic está en la cúspide.
- El **ROIC** calculado para Kanamic se sitúa alrededor del 20–21%. En ejercicios anteriores llegó a ser superior (rondando 30% en 2021). Lo importante es compararlo con el **WACC (Weighted Average Cost of Capital)**. El costo promedio de capital de Kanamic, dada su estructura (mayormente equity, poca deuda) y el entorno japonés de bajos tipos, lo estimo en torno a un 5,5%. Aún asumiendo un coste del capital alto (por el riesgo de *small cap*), digamos ~10%, el ROIC de ~21% lo supera con holgura. Esto significa que **Kanamic está creando valor económico**, generando retornos muy por encima de lo que exigen sus financiadores. No sorprende entonces que su valor contable se haya multiplicado y que haya podido remunerar a accionistas a la par que reinvertir.

Conviene entender **en qué se apoya esta alta rentabilidad**. En el caso de Kanamic, es principalmente fruto de **márgenes operativos fuertes** más que de apalancamiento



financiero. Su **rotación de activos** también contribuye (ventas/activos totales  $\sim 0,8x$ , bastante buena para una empresa con mucha caja improductiva y ahora con goodwill), pero el factor predominante es su rentabilidad de ventas. De hecho, si vemos la **dupont analysis** del ROE: Margen neto ( $\sim 20\%$ ) x Rotación de activos ( $\sim 0,8$ ) x Leverage (Activos/Equity  $\sim 1,7$ ) =  $\sim 27\%$  ROE, calza con lo observado. El *leverage* modestamente ayuda, pero nada exagerado; el motor es margen x rotación.

¿Es sostenible esta rentabilidad al crecer? Kanamic ha logrado **mantener ROIC por encima de WACC todos los años**, incluso al incorporar negocios menos rentables. Hubo cierta dilución: por ejemplo, en 2023 su ROIC bajó respecto a 2021, debido a que integró Urban Fit (que inicialmente tenía ROI negativo) y Ruby (ROI quizás al 10% en su primer año). Sin embargo, ya en 2024 Urban Fit tuvo ROI positivo (generó beneficio, pequeño pero  $>0$ , sobre el capital invertido en equipos y locales) y Ruby incrementó su rentabilidad. La **tasa de reinversión** de Kanamic ha sido alta (reinvierte una porción grande de utilidades en expansión), pero hasta ahora ello **no ha erosionado significativamente la rentabilidad porcentual**. Este es un punto crucial: muchas compañías ven caer su ROIC al crecer, porque los nuevos proyectos rinden menos que los antiguos; Kanamic ha conseguido que sus nuevas inversiones sigan generando retornos atractivos, aunque algo inferiores a los del core. Por ejemplo, si el core SaaS tiene ROIC  $>30\%$ , Urban Fit puede que tenga  $\sim 10\text{--}15\%$  (en régimen), Ruby Dev quizás  $\sim 15\text{--}20\%$ ; la mezcla da  $\sim 20\%$ . Aún así, supera coste de capital, ergo **cada yen reinvertido añade valor** en términos absolutos.

La rentabilidad de Kanamic se apoya fundamentalmente en **márgenes brutos altos y gastos operativos contenidos**, no en endeudamiento. Esto es sano: **no hay riesgo de que un aumento de costes financieros achique drásticamente su ROE**, pues casi no tiene costes financieros. Su ROE se ha sostenido con cero deuda, lo cual es particularmente meritorio. De hecho, si a futuro decidiera usar más deuda barata (por ejemplo, para crecer fuera de Japón), podría hasta aumentar su ROE vía apalancamiento sin comprometer mucho la estabilidad, dado su bajo riesgo de default.

Comparando con sus pares: en el sector software japonés, pocas compañías medianas alcanzan ROIC  $>20\%$ . Algunas consultoras de TI tienen ROIC altos pero con endeudamiento, o las que son puro software y líderes (con moats fuertes) logran  $15\text{--}20\%$ . Kanamic está claramente en el **top del sector en rentabilidad**, solo comparable a compañías como B2B SaaS nicho muy exitosas. Esto habla de su **eficiencia estructural**: su estructura de costos y su modelo de negocio le permiten convertir ventas en beneficios con gran efectividad.

¿Ha habido erosión de la rentabilidad con el tiempo? Moderada, como señalé: el ROE pico fue 33% en 2021, bajó a 18% en 2023, pero volvió al 25% en 2024. La disminución temporal obedeció a la dilución contable por amortizaciones y a la caída de margen. Ahora bien, la pregunta es si en adelante la rentabilidad incrementará o disminuirá. Desde mi análisis, **hay**

**razones para pensar que se mantendrá o incluso mejora ligeramente:** - El core SaaS seguirá siendo un negocio de altísima rentabilidad marginal. Mientras esa base crezca ~10% anual, arrastra el ROIC global hacia arriba. - Las unidades nuevas (fitness, desarrollo) tenían ROIC más bajos al inicio, pero su tendencia es a mejorar (Urban Fit pasó de pérdidas a 5% EBIT margin en un año; Ruby escaló ingresos con sinergias). - Kanamic dispone de **apalancamiento operativo disponible:** por ejemplo, la infraestructura cloud actual podría soportar muchos más usuarios sin duplicar costos, lo que elevaría rentabilidad marginal de nuevas ventas SaaS. Con la entrada de clientes grandes como Nichii, parte de ese apalancamiento ya se vio (ventas cloud +15% en 2023 con costos de personal casi planos en la división core). - La empresa además no tiene que “comprar” crecimiento a expensas de rentabilidad. Sus *unit economics* en SaaS son tan sólidos que puede invertir en marketing/I+D con retorno positivo. Por el contrario, competidores nuevos necesitarían quemar capital para arrebatarse mercado, lo cual no está ocurriendo, de modo que Kanamic no se ve obligada a sacrificar margen por defender cuota.

En síntesis, Kanamic exhibe **rentabilidades sobresalientes sobre el capital invertido**, confirmando su capacidad para crear valor y su eficiencia operativa. Esta rentabilidad no depende de apalancamiento financiero (lo cual la hace más sostenible) sino de la fortaleza intrínseca del modelo de negocio. En comparación sectorial, está en el pelotón líder en términos de ROE/ROIC, sin señales de caída abrupta o secular. Mientras mantenga sus ventajas competitivas y la disciplina en gastos, es razonable esperar que **continúe superando su coste de capital**, lo que es un criterio fundamental en mi tesis (invierto preferentemente en compañías que *compounding* su valor intrínseco gracias a ROIC altos sostenidos). Kanamic cumple con creces ese criterio hasta ahora.

## 7. Crecimiento histórico y su calidad

Ya hemos repasado las tasas de crecimiento de ingresos, EBITDA y beneficio de Kanamic en números absolutos, pero conviene sintetizar las **tasas compuestas de crecimiento (CAGR)** y evaluar la “calidad” de ese crecimiento: es decir, si ha sido orgánico o vía adquisiciones, si ha estado acompañado de generación de caja real, y cómo ha impactado en los márgenes.

Basándonos en los datos de los últimos 3 a 5 años:

- **Ingresos:** El CAGR 5 años de las ventas es aproximadamente +24.3% anual. Este ritmo es extraordinariamente alto, situando a Kanamic entre las empresas de mediana capitalización de mayor crecimiento en la bolsa de Tokio. Cabe resaltar que buena parte de ese crecimiento fue orgánico hasta 2021 (~12% anual), y luego se aceleró con la inclusión de Urban Fit (2022) y Ruby (2023). Si aisláramos orgánico vs inorgánico: orgánicamente quizá ~15% CAGR, inorgánico aporta el resto. Aun así, el modelo original demostró ser un **crecimiento compuesto de doble dígito sostenido** durante más de una década, algo notable en un sector (tecnología sanitaria local) que no es gigantesco. Además, Kanamic **superó la media de la industria** cada año: por contexto, el mercado de software médico en Japón crecía ~5–8% anual, y la propia economía japonesa ~1%; Kanamic lograba 10–15% consistentemente, ganando cuota de mercado.
- **EBITDA:** Su **CAGR EBITDA 5 años** es en torno a +20.5%. Es ligeramente menor que el de ingresos, reflejando la leve contracción de márgenes que discutimos. Aun así, crecer EBITDA al 20% anual durante 5 años es prueba de un **crecimiento muy rentable**: muchas empresas pueden subir ventas rápido pero no EBITDA (por reinversiones elevadas), Kanamic lo hizo manteniendo buena porción de rentabilidad. A 3 años, el EBITDA CAGR sería ~22.9% (desde ¥977M en 2021 a ¥1.795M en 2024), mostrando que incluso con márgenes en ajuste, siguió ampliando ganancias operativas absolutas.
- **Beneficio neto:** Aquí el cuadro es más mixto por las amortizaciones. El **CAGR neto 5 años** (2019–2024) resultó ~9.9%. Parece modesto comparado con ingresos, debido a que el punto de partida 2019 fue un neto algo alto relativo (sin consolidar). Tomando 2020–2024, el CAGR neto sería ~18.3% (de ¥472M a ¥919M). Y 2021–2024 alrededor de +16.7%. En 3 años recientes, en cambio, la CAGR neta fue solo ~13.3% (desde ¥685M a ¥919M), porque 2023 tuvo un crecimiento neto bajo (amortizaciones, extraordinarios). Esto ilustra la **diferencia entre crecimiento contable y subyacente**: el FCF (flujo de caja libre) de Kanamic en este periodo fue mayor que su beneficio neto (debido a amortizaciones de goodwill no monetarias). Si ajustáramos el neto 2024 para eliminar amortizaciones de intangibles (~¥150M) y

extraordinarios, el neto “ajustado” sería ~¥1.050M, y el CAGR ajustado neto 2022–2024 sería ~24%, alineado con ingresos. Por ello, considero que la “calidad” del crecimiento de beneficios es alta: donde las cifras contables se quedan cortas, el **flujo de caja** muestra que la rentabilidad crece casi a la par que las ventas. Por ejemplo, la **operating cash flow 5Y CAGR** rondó 20% (similar a EBITDA), y la conversión de EBITDA a OCF sigue siendo elevada salvo variaciones de capital de trabajo por nuevos contratos.

¿De dónde provino este crecimiento? Kanamic lo logró mayormente **por incremento de volumen**: más clientes, más usuarios suscritos, nuevas líneas de negocio. No fue por subida significativa de precios (sus tarifas SaaS ajustadas por usuario no aumentaron radicalmente; es probable que haya cláusulas de indexación ligera a inflación, pero nada dramático). Tampoco fue por adquisiciones gigantes: Urban Fit era de ventas modestas (¥250M) al integrarlo, Ruby de ¥500M, comparado con la base de ~¥2.500M. Así que el factor principal es **volumen y alcance**. Específicamente:

- Crecimiento por **penetración de mercado**: Kanamic pasó de ~761 regiones usando su plataforma en 2018 a 1.333 en 2022, o sea, casi duplicó el alcance geográfico en 4 años. Asimismo, los **usuarios profesionales** (IDs de pago) aumentaron desde ~21.700 en 2018 a ~77.300 en 2022, y luego a 155.500 en 2023, y ~191.800 en 2024. Este crecimiento orgánico de usuarios es la base del alza de ingresos SaaS (que fue 12–15% anual generalmente, y 15% en 2023). Son más médicos, enfermeras, cuidadores usando la plataforma, a menudo por incorporación de grandes organizaciones (e.g. Nichii).
- Crecimiento por **ampliación de cartera**: Añadir el negocio de *Extend Healthy Lifespan* (Urban Fit) sumó un ~10% al total de ventas en 2022–2023 de golpe, y luego un 22% en 2024. Este es crecimiento inorgánico, pero encaja en la estrategia corporativa (no es un injerto sinérgico). Igualmente, Ruby Dev aportó ~10% de las ventas en 2024, inorgánico. Vale preguntar: ¿la calidad es la misma? Urban Fit y Ruby Dev han crecido a su vez después de ser adquiridos: Urban Fit expandió de 6 a 22 locales entre 2022 y 2024, mostrando vitalidad. Ruby Dev ganó contratos (ventas casi 10x de 2023 a 2024, aunque 2023 fue solo 1 mes consolidado). Por tanto, no son adquisiciones estancadas, sino que Kanamic está potenciando esos negocios. Esto sugiere buena integración y que el crecimiento inorgánico se está convirtiendo en **crecimiento orgánico dentro del grupo**.
- Crecimiento por **nuevos productos/upselling**: Kanamic ha introducido con éxito nuevas funciones a su plataforma core que le permiten cobrar más o vender a más clientes. Por ejemplo, el módulo de facturación electrónica y el de *information sharing portal* para Tokio generaron ingresos incrementales.

Aunque la empresa no desglosa cuánto del crecimiento cloud vino por aumentar el *ARPU* (ingreso promedio por usuario), es probable que haya contribuido modestamente. En general, su crecimiento fue más por cantidad de usuarios que por *ARPU*, lo cual es sano en tanto implica mayor adopción de mercado, no simplemente cobrar más a los mismos.

En cuanto a la **rentabilidad del crecimiento**: Kanamic lo ha logrado **sin diluir excesivamente los márgenes** hasta muy recientemente, y aun ahí, las inversiones de margen han sido calculadas. Por ejemplo, el hecho de que el crecimiento de ingresos haya superado al de neto en 2022-2023 significa que invirtieron en el negocio (gastos en aperturas, integración) que restaron margen. Sin embargo, estas inversiones ya están dando frutos (Urban Fit rentable en 2024, etc.), demostrando **calidad del crecimiento**: no era un crecimiento que “compraban” a costa de destruir rentabilidad, sino una inversión temporal con retorno. Podría considerarse que la calidad se mantuvo porque la **FCF margin** permaneció positiva en todo momento. En 2023 hubo un FCF bajo debido a los gastos en adquisiciones y CAPEX de gimnasios, pero fue una situación transitoria. La prueba es que en 2024, con las inversiones hechas, la empresa generó nuevamente abundante flujo de caja. Esto indica que **el crecimiento no comprometió la generación de caja subyacente**.

Comparando con la industria: la mayoría de *peers* de Kanamic en software sanitario en Japón son pequeñas y crecen lento, o son startups no rentables. Kanamic combinó lo mejor de dos mundos: crecimiento robusto digno de una startup, con rentabilidad de una empresa madura. Su CAGR de ingresos del 24% a 5 años contrasta con crecimientos del PIB de ~0% en Japón en ese periodo. Ha superado ampliamente a competidores directos (que casi no tiene en su nicho) y también a muchas firmas SaaS globales (pocas logran >20% CAGR a la vez con >20% EBIT margin).

¿El crecimiento ha erosionado márgenes? **Ligeramente, pero con causa y reversibilidad parcial**. Mientras que el core SaaS mantenía márgenes crecientes con crecimiento moderado, la entrada a negocios nuevos redujo el margen consolidado. Sin embargo, la dirección ha mostrado compromiso en recuperar eficiencia: reestructuró Urban Fit cuando alguna tienda no rindió (cerrando 1 con pérdidas en 2024), y ajustó plan de inversiones (en 2024 ya no abrió tantos gimnasios como en 2023, sino que consolidó operaciones). Esto sugiere que buscarán **que el crecimiento sea rentable** en adelante, no perseguir crecimiento por crecimiento. El propio cambio de política de dividendos (payout de 20% a 30% en 2023) indica que, tras la fase intensiva de inversión, están dispuestos a retornar más cash al accionista, señal de que confían en la rentabilidad de lo construido y no ven necesidad de seguir gastando agresivamente todo el flujo.

En conclusión, **Kanamic ha crecido rápida y consistentemente, con alta calidad**. La mayor parte de su crecimiento ha sido orgánico y acompañado de mejoras operativas, más unas adquisiciones bien asimiladas. El crecimiento ha sido rentable: generando EBITDA y

flujo, sin deteriorar gravemente márgenes a largo plazo. Comparativamente, ha superado a la mayoría de players de su entorno en ritmo de expansión, lo cual indica que **está ganando cuota de mercado** (capturando nuevas regiones y clientes que antes no usaban soluciones, o desplazando sistemas obsoletos). Mirando adelante, las estimaciones (ver sección 9) sugieren que aún tiene recorrido para crecer a doble dígito, lo que habla de que el mercado no está saturado. La calidad futura dependerá de su ejecución en nuevas áreas (Urban Fit, etc.), pero la experiencia hasta 2025 me hace confiar en que sabrán mantener un **balance entre crecer y conservar la rentabilidad**. Esto es esencial, porque en inversión premiamos el **crecimiento rentable y sostenible**, que es justamente lo que Kanamic ha exhibido hasta ahora.

## 8. Cumplimiento de guidance y credibilidad

La **credibilidad del equipo directivo** de Kanamic y su historial de cumplimiento de los objetivos anunciados es un factor fundamental al evaluar el riesgo de la tesis. En este aspecto, la empresa tiene un buen *track record*, con algunas matizaciones recientes debido a las dinámicas de las adquisiciones.

Veamos cómo ha sido el desempeño frente a la *guidance* (proyecciones oficiales) en los últimos años:

- **2020:** Kanamic no comunicó una guía explícita de resultados a inicios del ejercicio (muchas empresas japonesas retiraron o no dieron forecast firme por la incertidumbre del COVID). Aun así, internamente manejaban estimaciones y de cara al mercado indicaron expectativas de crecimiento moderado. El resultado final fue que **superaron sus propias expectativas**: las ventas crecieron +11.6% (vs ~10% esperado) y la beneficio neto quedó 24.6% por encima del año anterior, “aterrizando firmemente por encima de estimaciones” según palabras del presidente. Esto sugiere que 2020 fue mejor de lo planeado, fortaleciendo la confianza.
- **2021:** Aquí sí hubo guía oficial. En noviembre 2020 anunciaron para FY21 (sept2021) un objetivo de ¥2.100M ventas y ¥730M de beneficio operativo. Sin embargo, en mayo 2021 revisaron al alza la guía de beneficio, anticipando ¥800M de EBIT (un aumento de ~+9.5%) debido a que el negocio venía mejor de lo previsto. Finalmente, Kanamic cerró FY2021 con ¥2.080M en ventas (99.1% del objetivo, esencialmente lo cumplió) y ¥841M de EBIT, superando incluso la guía revisada (115.3% del objetivo inicial, 105% del revisado). También el beneficio neto alcanzó ¥579M vs ¥550M guiados (113.6% cumplimiento). Es decir, **en 2021 Kanamic cumplió holgadamente sus metas**, con ligeras desviaciones positivas. La dirección manejó prudentemente las expectativas: inicialmente conservadores en beneficio, ajustaron cuando vieron la tendencia, y aun así lograron batir la cifra tras la revisión. Esto genera bastante credibilidad; muestra que el management conoce bien su negocio y no promete más de lo que puede dar.
- **2022:** La compañía había establecido en 2021 un **Plan a Medio Plazo 2022–2024**, con hitos anuales. Para 2022 en concreto, la meta era ¥2.350M ventas, ¥930M EBIT. Kanamic cerró ese año con ¥2.502M, y ¥962M EBIT (103.4% de la meta). En la propia presentación de resultados 2022 señalaron que “hemos alcanzado los pronósticos del plan a pesar de inversiones upfront”. Esto refuerza la fiabilidad: **cumplieron exactamente lo prometido en su plan estratégico**, sin sorpresas negativas. De hecho, superaron ligeramente ingresos, y el beneficio estuvo apenas +3.4% sobre la meta, esencialmente on target. Para un año donde integraron Urban Fit por primera vez (con incertidumbre asociada), es meritorio.

- **2023:** Aquí surge el matiz. La meta del plan medio plazo original era ¥2.800M ventas, ¥1.150M EBIT para 2023. Sin embargo, en noviembre 2022 la compañía revisó su pronóstico *oficial* para reflejar las adquisiciones: proyectaron ¥3.600M ventas y mantuvieron ¥1.150M EBIT (decidieron no subir la guía de ganancias a pesar de anticipar más ventas, porque planeaban invertir lo extra en crecimiento). Esto denota **transparencia**: comunicaron que aunque las ventas aumentarían con M&A, el beneficio permanecería según plan por los gastos de integración (lo explicitaron: “no ajustamos la meta de beneficio pese al alza de ventas por inversión en Urban Fit”). Al cierre de FY2023, Kanamic logró ¥3.746M ventas, superando incluso la guía revisada (104% del objetivo de ¥3.600M). Las ventas consolidadas “excedieron sustancialmente el año anterior y alcanzaron objetivo”. En cambio, el EBIT consolidado fue ¥1.096M, quedando **un 4.7% por debajo** de los ¥1.150M guiados. En la presentación 2023 admitieron que el beneficio operativo consolidado se quedó ligeramente corto debido a mayores gastos (M&A, aperturas de gimnasios), pero destacaron que a nivel no consolidado (negocio original) sí alcanzaron la meta. En otras palabras, **2023 es el único año reciente donde no cumplieron al 100% lo prometido en beneficios**, si bien la desviación fue pequeña. Cumplieron ventas (las superaron de hecho), pero el coste de la integración fue un poco mayor de lo previsto, reduciendo margen. Esta desviación era entendible: integrar Ruby, abrir 4 gimnasios y gestionar eso en un año es complejo de presupuestar con exactitud. ¿Daña la credibilidad? En mi opinión, mínimamente: una diferencia del 5% en EBIT no es grave, máxime habiendo sido comunicada la razón (inversión) y considerando que las ventas y crecimiento subyacente fueron mejores de lo esperado. Además, no engañaron al mercado: ya habían avisado que gastarían más. Se puede argumentar que quizás debieron revisar a la baja el EBIT cuando vieron los gastos, pero optaron por mantener guidance. Aun así, su historial anterior impecable hace que esta leve falta no mine demasiado la confianza.
- **2024:** Aunque el plan 2022-2024 tenía para FY24 metas de ¥5.300M ventas y ¥1.700M EBIT (con M&A), Kanamic en noviembre 2023 ajustó su previsión oficial a ¥5.100M ventas, ¥1.400M EBIT para reflejar la realidad (posiblemente frenaron alguna M&A adicional y consideraron amortizaciones). Finalmente en FY2024 lograron ¥5.007M ventas (98.2% del objetivo, prácticamente cumplido) y ¥1.439M EBIT (102.8% del objetivo). O sea, en 2024 **volvieron a cumplir**: ventas ligeramente por debajo (-1.8%) y EBIT ligeramente por encima (+2.8%) de la guía revisada, lo cual es un buen resultado. Destacaría que en base consolidada, el neto fue inferior (¥919M vs ¥1.000M guiado, 92%), pero explicado por un cargo por deterioro único. Pero a nivel operativo, entregaron lo prometido. Esto sugiere que la directiva recalibró bien tras la experiencia de 2023 y fue capaz de ajustarse para cumplir.



En general, *la consistencia entre lo que Kanamic promete y lo que entrega ha sido alta*. No hay casos de sobreprometer y decepcionar significativamente. Más bien, suelen **ser conservadores** en sus guías, entregando igual o un poco más. Esto es un patrón positivo para la confianza inversora. Prueba de ello es que en 2021 y 2022 elevaron dividendos a mitad de año al ver resultados mejores (en 2023 incluso hicieron una revisión al alza del payout a 30% y aumentaron el dividendo previsto de ¥3.5 a ¥5.5 por acción), reflejando que sus resultados venían mejor de lo planificado y quisieron compartirlo con accionistas.

Un elemento a analizar es **cómo ha evolucionado la credibilidad del equipo directivo**. El CEO Takuma Yamamoto lleva al frente desde 2014 y ha guiado la transición de startup a cotizada madura. Bajo su mando, la empresa ha cumplido su plan estratégico de listarse en TSE1 (logrado en 2018) y el plan de mediano plazo 2019-2021 en su totalidad. Para 2022-2024, como vimos, prácticamente alcanzó las metas también. Esto construye reputación. Kanamic es percibida en la comunidad inversora japonesa como una empresa seria que no practica *overhype*. Por ejemplo, su plan medio plazo de triplicar ventas en 3 años podía parecer ambicioso, pero explicitaron que incluía adquisiciones, y lo ejecutaron. No hubo bandazos estratégicos: lo que dijeron que harían (crecer orgánicamente + vía M&A en segmentos adyacentes, e internacionalizarse) es exactamente lo que hicieron. Ese alineamiento entre discurso y acción **aumenta la confianza**.

Otro aspecto es qué **comunicaron** cuando no alcanzaron algo. En la presentación de 2023, fueron transparentes: explicaron que la ligera falta de objetivo de EBIT consolidado se debía a inversión en M&A y aperturas, y que en no consolidado sí lograron su meta. No se excusaron con factores externos sino que asumieron la causa interna (lo cual inspira confianza porque son conscientes de sus decisiones).

La **credibilidad del management** en entrega de resultados, por tanto, es alta. Los inversionistas tienden a creer en sus proyecciones, dado su historial. Esto reduce la prima de riesgo de la acción: cuando Kanamic dice que espera X crecimiento, el mercado probablemente tienda a darle cierto crédito, a diferencia de empresas con historiales volátiles. Para mi tesis, esto es tranquilizador: puedo tomar como razonablemente fiables los *guidances* o estimaciones proporcionadas hasta la fecha de corte, sabiendo que la directiva ha mostrado capacidad de cumplir.

En conclusión, Kanamic se ha caracterizado por **“deliver on promises”**: cumple o supera sus objetivos la gran mayoría de las veces. La única desviación notable, el pequeño *miss* en EBIT 2023, fue comunicada y corregida en 2024. La consistencia entre lo prometido y lo logrado me lleva a otorgar al equipo directivo un voto de confianza importante. Esto apoya la tesis ya que, en inversiones a largo plazo, es fundamental poder confiar en la habilidad y honestidad de la gestión para ejecutar la estrategia. En el caso de Kanamic, los datos objetivos reflejan que hasta la fecha **lo que la directiva ha dicho, lo ha hecho**, aumentando la

credibilidad ante los accionistas y reduciendo el riesgo de sorpresas negativas injustificadas en el futuro.

## 9. Visibilidad futura – Estimates y previsiones

De cara al futuro, es relevante evaluar las previsiones de crecimiento de Kanamic y la confianza que podemos tener en ellas. A la fecha de compra (marzo 2025), contamos con algunas guías internas de la empresa y con las **estimaciones de consenso** de analistas para 2025–2027.

Según datos recopilados de consenso (sell-side) disponibles hasta marzo 2025, las expectativas son muy optimistas:

- **Ingresos previstos:** El **consenso espera un +14.8% de crecimiento en 2025**, seguido de +21.7% en 2026 y +20.0% en 2027. Es decir, se anticipa que las ventas continúen ascendiendo a tasas de doble dígito alto. Este perfil sugiere que el mercado espera una ligera ralentización en 2025 (posiblemente porque 2024 fue muy fuerte y por base comparativa), pero luego re-aceleración cerca del 20%. ¿Qué fundamenta ese optimismo? Seguramente:
  - La plena contribución de la expansión de Nichii y otros grandes clientes en 2025 (que impulsaría orgánico).
  - La continuación de aperturas de Urban Fit y aumento de socios (Urban Fit planea seguir creciendo en ciudades; de hecho, en noviembre 2024 inauguraron su tienda #23).
  - Potencial inicio de ingresos en extranjero (The World Management podría traer algún contrato en Singapur/Malasia).
  - Y quizá algún **M&A adicional** (no confirmado, pero dado que tenían caja y el convertible, podrían estar evaluando más adquisiciones complementarias).

Cabe resaltar que estas tasas se asemejan mucho a las de 2022–2024, reflejando que el consenso cree que Kanamic **mantendrá el momentum**. Dado que la empresa ya cumplió casi todo su plan anterior, los analistas tienden a proyectar esa racha. Si la economía o sector no dan sorpresas, un ~20% anual es plausible.

- **Beneficio operativo (EBIT) estimado:** También se proyecta fuerte crecimiento del **EBIT +28.3% en 2025, +21.7% en 2026, +20.0% en 2027**. Nótese que las tasas son ligeramente superiores a las de ingresos para 2025 (28% vs 15% ing), señal de que se espera una recuperación de márgenes. En efecto, el consenso probablemente anticipa:
  - Menos amortización de goodwill relativa (o cambio a IFRS), mejorando margen neto.
  - Sinergias de las integraciones de las adquisiciones.

- Gasto de inversión estabilizado: en 2025–2026 no se repetirán los picos de coste de 2023, permitiendo al margen EBIT expandirse gradualmente de ~28.7% en 2024 a >30% en 2025 y quizá ~32% en 2026.
- **Beneficio neto estimado:** Las proyecciones apuntan a crecimientos de ganancias aún mayores a medio plazo: +19.7% en 2025, +13.4% en 2026, +25.9% en 2027. Estas cifras están un poco desordenadas (2027 más alto). Tomando en conjunto, el consenso sugiere que el **EPS seguirá creciendo saludablemente**. Manteniendo así a Kanamic como un referente de crecimiento sin el down-side de riesgo de muchas compañías con esa expansión.

En términos cualitativos, **el consenso es más bien optimista** pero sustentado por drivers reales. No se ve exageradamente exuberante (no hablan de 40% crecimiento o algo descabellado), sino de mantener ~20%. Esto sugiere que los analistas son **confiados pero cautos**: confían en la dirección (por su track record) y en la tendencia del mercado (digitalización de cuidados), pero no están asumiendo aceleraciones fantasiosas. De hecho, pronosticar 2026 y 2027 es un ejercicio de fe en parte; que pongan ~20% anual es casi suponer “más de lo mismo que en el último lustro”.

¿Es el consenso **optimista o conservador**? Diría que **moderadamente optimista**. Por un lado, especular por >20% de crecimiento compuesto por 3 años implica que Kanamic aprovechará cada palanca. Por otro lado, dado el historial y las nuevas áreas (lo internacional, IA, etc.), no es descabellado. Personalmente, lo considero alcanzable siempre que:

- La demanda doméstica siga firme (no haya saturación total de su mercado SaaS). - Las nuevas unidades aporten lo previsto (Urban Fit mantenga su ritmo de aperturas ~5 por año, Ruby Dev cierre contratos grandes). –
- Y no haya contratiempos macro fuertes (una recesión global que afecte presupuestos de TI en cuidado, o una nueva pandemia que cierre gimnasios... irónicamente, una pandemia impulsaría el core digital pero dañaría Urban Fit).

La **estabilidad de las previsiones en el tiempo** ha sido alta. Desde 2022 hasta 2024 el consenso fue ajustando al alza. Por ejemplo, tras 2022, seguramente pronosticaban menos para 2023 y luego tuvieron que subirlo al ver las adquisiciones. A marzo 2025, con 2024 real en mano, las proyecciones para 2025 pueden ser algo conservadoras en ventas (sólo +15%) porque 2024 sorprendió al alza. Quizá esperan menor crecimiento orgánico en cloud (posiblemente ~10%) y menos M&A (no han anunciado nada grande nuevo). Sin embargo, con TWM en el grupo, es posible que consigan algún contrato en 2025 que los analistas no anticipan, lo cual sería *upside*.

**Sensibilidad a variables críticas:** Las estimaciones de Kanamic dependen de: -

- **Ciclo macro:** El negocio core es defensivo (gasto en cuidado ancianos no baja en recesión, puede incluso subir por más demanda social). Pero su unidad fitness es algo cíclica: en recesión gente gasta menos en gimnasios. Si la economía japonesa flaquea en 2025–26, podría recortar ~1–2 puntos del crecimiento consolidado (Urban Fit podría crecer menos o incluso estancarse temporalmente, restando a un total donde es ~20% del mix).
- **Regulación:** Podría jugar a favor o en contra. Por ejemplo, si el gobierno lanza subsidios para digitalización de servicios de cuidado (como ha hecho en otros sectores), Kanamic tendría un catalizador de demanda y superar previsiones. Inversamente, si implementase un sistema central gratuito, eso sería disruptivo (pero improbable visto lo complejo).
- **Competencia:** Si surgiera un competidor (por ejemplo, una gran IT o startup con producto disruptivo), podría obligar a Kanamic a bajar precios o perder alguna cuenta. Dada su posición, esto parece poco probable en 1-3 años; más bien al revés, Kanamic está ampliando su moat con certificaciones y funciones específicas que tardarían años en replicar. A corto plazo, **no se vislumbran rivales capaces de robarle un Nichii, por ejemplo.**
- **Ejecución interna:** La mayoría del riesgo recae en la capacidad de Kanamic de **ejecutar varias iniciativas a la vez** (seguir vendiendo el SaaS a más municipios y grupos, expandir Urban Fit geográficamente, integrar TWM e intentar ventas fuera). Si el management se dispersara o hubiera problemas (por ejemplo, no consiguen replicar en el extranjero lo de Japón), eso podría mermar el crecimiento de 2026-27 vs lo previsto. Por ahora, han demostrado buena gestión multitarea, pero es un punto a vigilar: no sobre-extenderse.

¿Existe **gap entre expectativas y ejecución**? Hasta ahora, han ejecutado a la altura o mejor de expectativas. Las expectativas para 2025–27 son un escalón más altas que en el plan anterior, pero la empresa ya tiene más recursos y experiencia para lograrlas. Yo diría que las expectativas del consenso no son excesivamente exigentes: ~20% anual es algo que Kanamic ha venido logrando; no esperan, por ejemplo, un 30–40% sostenido (eso sí sería difícil de cumplir orgánicamente a esta escala).

En cuanto a guías de la propia empresa, es probable que Kanamic presente un nuevo **plan de mediano plazo 2025–2027** dentro de poco (posiblemente en primavera 2025). Ese plan orientará las expectativas. Dado su perfil, me imagino fijarán metas ambiciosas pero factibles (tal vez llegar a ¥10.000M ventas en 2027, por decir, que implicaría ~25% CAGR). Si su plan resultase más agresivo que el consenso actual, eso podría elevar estimaciones de consenso automáticamente (porque los analistas suelen alinearse al plan de mgmt si lo ven creíble).

En general, yo diría que la **visibilidad de Kanamic es relativamente alta**: su cartera de contratos recurrentes le asegura buena parte de las ventas futuras (más del 70% de las ventas del próximo año ya “existen” por renovaciones y contratos en marcha). Eso reduce la incertidumbre en pronósticos. Además, la empresa suele dar *guidance* formal anual en sus resultados Q4.

En resumen, el **consenso de mercado es favorable y espera un crecimiento sostenido a alto ritmo** para Kanamic en los próximos años. No parece haber una desconexión seria entre expectativas y la realidad alcanzable; más bien, hay alineamiento. El optimismo está respaldado por los drivers estructurales (envejecimiento, digitalización) y por la comprobada capacidad de Kanamic para ejecutar planes. Por supuesto, habrá que monitorear la evolución real versus estas estimaciones: si la empresa siguiera la pauta de los últimos años, es posible incluso que supere ligeramente las proyecciones (lo que ofrecería *earnings surprises* positivas y catalizadores de revalorización). Por tanto, mi visión es que **las previsiones actuales son razonables y alcanzables**, lo que otorga confianza en la **visibilidad futura** de la tesis: no estamos apostando a una inflexión milagrosa, sino a la continuación de una trayectoria que ya es tangible.

## 10. Retorno al accionista

Evaluar la política de **retorno al accionista** de Kanamic Network es importante para entender cómo la empresa utiliza su generación de caja y si está alineada con los intereses de los accionistas a largo plazo. En este apartado, examinaremos la evolución de dividendos, recompras de acciones y cualquier dilución de capital que haya ocurrido, así como la racionalidad de esas decisiones en el contexto de su estrategia.

- **Dividendos:** Kanamic comenzó a pagar dividendos poco después de su salida a bolsa. Inicialmente, siendo una empresa en fuerte crecimiento, abonaba un dividendo simbólico. Por ejemplo, alrededor de 2017–2018, el dividendo anual era de **¥2.0–¥2.5 por acción**. Esto equivalía a un *payout ratio* muy bajo (<10%) en esos años, dado que la prioridad era reinvertir utilidades en expansión. Sin embargo, en 2020 la directiva anunció una política más clara: a partir de ese año apuntarían a un **rátio de reparto del 20% o superior** de las ganancias netas. Consecuentemente, el dividendo fue aumentando. En 2019: pagaron ¥3.0. En 2020: elevaron a ¥3.0 (manteniendo pese a COVID; payout ~25% dado EPS de ¥12). En 2021: pagaron ¥3.5 (señal de confianza al incrementarlo, payout ~29% sobre EPS ¥12.08). En 2022: la guía era ¥3.5 pero finalmente pagaron ¥3.5 (EPS ¥17.86, por lo que el payout fue ~19.6%, apenas cumpliendo la meta mínima 20. En **2023:** aquí hubo un anuncio notable. En julio 2023, la empresa revisó al alza la previsión de dividendo final de ¥3.5 a **¥5.5 por acción**, citando la mejora de resultados y una decisión de elevar el payout objetivo al 30%. En efecto, acabaron pagando ¥5.5 por acción. Con EPS ¥16.08 en 2023, esto supuso un payout ~34%.

Este salto demuestra **generosidad y confianza:** a pesar de que 2023 fue un año de gran inversión, premiaron a accionistas incrementando 57% el dividendo respecto al año previo.

En cualquier caso, la **trayectoria es de incrementos** de dividendos a medida que la empresa crece, sin pausar ni recortar en ningún momento. Esto indica compromiso de **retorno al accionista** una vez cubiertas las necesidades de reinversión. Además, la introducción de un dividendo intermedio sería para recompensar de forma más frecuente, práctica común en compañías ya maduras.

- **Recompras de acciones:** Kanamic ha usado la recompra como herramienta puntual. La más destacada fue en 2021: al anunciar la emisión de bonos convertibles y warrants por hasta ¥5.000M, simultáneamente aprobaron un **programa de recompra de acciones propias por ¥2.000M**. Su fin declarado fue mitigar la dilución potencial de la conversión de bonos, “cuidando a los accionistas existentes”. Esto es un enfoque bastante *shareholder-friendly*: no todas las empresas japonesas tienen esa consideración, es más típico en mercados occidentales. El programa de recompra de

2021 equivalió a recomprar alrededor del 2-3% de las. Así, la dilución neta del convertible (si se convierte) se compensaría en parte con menos acciones en circulación.

Tras 2021, la empresa se centró en M&A y dividendos. Posiblemente mantiene en cartera esas acciones recompradas. Si no las ha cancelado aún, podría usarlas para atender conversiones o equity para M&A, evitando emitir nuevas. Esto es positivo: significa **dilución controlada**.

- **Emisiones de acciones/dilución:** Kanamic no ha hecho ampliaciones de capital tradicionales (venta de nuevas acciones) desde su IPO. La única potencial dilución viene de los **bonos convertibles** emitidos en 2021, que son convertibles en acciones a precio inicial ¥830, con mínimo ¥615 tras reset. A cierre de marzo 2025, la acción está a ¥449, por debajo del precio mínimo de conversión, así que los bonos seguramente siguen como deuda. Esto significa que **no se han convertido en acciones nuevas** (que diluirían). Si el precio no sube por encima de ¥615 antes de julio 2026, los bonos vencerán y Kanamic tendrá que reembolsar ¥2.000M (lo cual puede hacer con caja disponible fácilmente). Por tanto, hasta el momento presente, **no se ha materializado dilución por convertibles**. Y si en 2025-2026 la acción sube >¥615, podrían convertirse, pero para entonces ya habrán compensado en parte con las recompras hechas. En resumen, la base accionarial no ha crecido significativamente; de hecho, incluyendo recompras, quizá se redujo ligeramente neto desde 2021.

La empresa tampoco emitió acciones como moneda para adquisiciones: Ruby y Urban Fit se compraron en efectivo. Esto evita dilución. La familia Yamamoto mantiene ~14% (Takuma) y seguramente su padre otro tanto, así que hay alineación para no diluir.

- **Política de capital vs inversión:** Hasta ~2019, retuvieron la mayor parte de beneficios para reinvertir y expandir. A partir de 2020, comenzaron a equilibrar retornos al accionista (dividendo) con reinversión. Mi impresión es que la dirección tiene un enfoque sensato: recompensar a accionistas cuando la empresa genera más cash del que puede reinvertir eficientemente. En 2023, decidieron que con el crecimiento orgánico e inorgánico en marcha, ya podían subir el payout a 30% sin comprometer proyectos de crecimiento. Esto suele ser señal de que la compañía está entrando en una fase de **maduración relativa**, donde generará excedentes de caja crecientes. Y en vez de acumularlos sin fin (comportamiento usual de muchas japonesas), optan por distribuir una parte creciente a los dueños. Para un inversor de largo plazo, esto es ideal: Kanamic combina crecimiento y a la vez **empezará a rendir flujo directamente vía dividendos**.

Además, han implementado **incentivos a accionistas** no monetarios: por ejemplo, en 2024 introdujeron un programa de beneficios para accionistas que regala cupones de experiencias



en Urban Fit a los tenedores de  $\geq 100$  acciones, además de sortear gift cards JCB. Esto, aunque menor en impacto, muestra atención a la base inversora minorista (práctica común en Japón para fidelizar).

**Uso de caja:** Hasta ahora, su cash se ha usado para:

- Fondos para M&A
- Recompras.
- Dividendos crecientes.
- Resto se mantiene en caja neta (por prudencia y preparar futuras inversiones). En 2024, tras todo, aún tiene ~¥2.8B net cash, una parte podrían destinarla quizás a otra M&A o a seguir aumentando dividendos/buybacks.

¿La política de retornos ha sido **consistente con la generación de caja**? Diría que sí: nunca han pagado más de lo que generan (no han incurrido en endeudarse para dividendos). El payout se mantuvo bajo mientras había muchas oportunidades de crecimiento, y lo subieron gradualmente al ver que podían. Comparado con peers, Kanamic ya es más generosa que muchas tech que no pagan nada o casi nada. Su yield actual ~2–3% es atractivo considerando su crecimiento (no es común encontrar yield decente con tal crecimiento; es un plus para la tesis).

En cuanto a **balance de intereses corto vs largo plazo**: La empresa invierte en crecimiento (largoplacista) pero también cuida al accionista presente (dividendo y buybacks). Esto equilibra bien. Por ejemplo, no sacrificaron dividendos en 2022–2023 a pesar de hacer M&A; podrían haber dicho “suspendemos dividendo para financiar adquisiciones”, pero eligieron seguir con payout y usar deuda convertible para el resto. Ese es un enfoque que valoramos: *no castigan al accionista actual para beneficiar solo a futuros*.

**Alineación directiva:** dado que los Yamamoto son accionistas significativos, están incentivados a pagar dividendos (ellos reciben 14% de ellos) y mantener la cotización robusta (y la no dilución). Esto juega a favor de los minoritarios también.

Resumiendo:

- Kanamic ha **incrementado dividendos consistentemente** y recientemente adoptó un payout del 30%, señal de compromiso a largo plazo con retornos en efectivo. - Realizó **recompras oportunas** para proteger a accionistas de dilución y mostrar confianza cuando hizo financiamientos. Esto es una práctica de “capital allocation” destacable en el contexto japonés, donde no todas las empresas la siguen.
- La **dilución ha sido prácticamente nula**. De hecho, la base de acciones posiblemente se redujo netamente tras la recompra (salvo conversión futura).

- El **uso de caja ha sido disciplinado**: M&A estratégicas, mantener caja prudente, devolver el resto a accionistas. No hay indicios de despilfarro (no pagan dividendos excesivos que ahoguen, ni se sientan en montaña de cash sin hacer nada).

¿Es esta política sostenible y en interés del accionista largo plazo? Claramente, sí: Kanamic genera suficiente cash para invertir y pagar dividendos. Mientras mantenga ROIC > WACC (lo hace) y oportunidades de reinversión, conviene reinvertir la mayor parte y devolver una fracción, que es justo lo que hacen (~70% retienen, 30% reparten). Si en algún momento se quedaran sin oportunidades de crecimiento (no luce cercano), podrían incluso aumentar más el payout o hacer más buybacks para evitar acumulación de caja odea.

Como inversor, aprecio que Kanamic **reconoce la importancia de compensar a sus accionistas** y lo hace de manera meditada, sin comprometer su crecimiento futuro. La reciente subida de dividendo y buyback muestra respeto al capital y genera valor. En conjunción con su creciente rentabilidad, esto sugiere que en adelante Kanamic podría convertirse en un **“compounder” que además remunera al inversor periódicamente**, ofreciendo lo mejor de ambos mundos: apreciación de la acción más flujo de dividendos creciente.

Por lo tanto, considero que la política de retorno al accionista de Kanamic ha sido **prudente pero favorable al inversor**, y confío en que continuará siéndolo. Han establecido un marco (payout  $\geq 30\%$ ) que les compromete a compartir el éxito con los accionistas cada año, y dado su flujo de caja en aumento, ese dividendo tenderá a incrementarse. Y aunque no han anunciado más recompras desde 2021, no me extrañaría que, si la acción permanece infravalorada, decidan lanzar otro programa de recompra (tienen músculo para ello) para aprovechar y aumentar valor por acción. Esto es algo a vigilar como potencial catalizador positivo también. En definitiva, **Kanamic demuestra alineación con los accionistas minoritarios**, lo cual refuerza mi convicción en la tesis de inversión a largo plazo en la compañía.

## 11. Valoración y potencial de revalorización

El atractivo de Kanamic Network como inversión reside en gran medida en la discrepancia entre sus sólidos fundamentales y su valoración actual en bolsa. En esta sección analizaremos la **valoración relativa** (multiplicadores de mercado respecto a histórico y comparables sectoriales) y la **valoración intrínseca** estimada, para determinar el potencial de revalorización (upside) y la asimetría riesgo-retorno.

**Valoración por múltiplos actual:** A fecha de corte (25/03/2025, precio ¥449), los principales ratios de Kanamic son:

- **PER TTM:** ~21.8x. Este nivel es notablemente bajo considerando la tasa de crecimiento y rentabilidad de la empresa. Históricamente, Kanamic cotizaba a múltiplos de PER mucho más altos cuando era un negocio puramente SaaS de alto crecimiento. De hecho, su **media de PER de 10 años** es ~54.8x. Esto incluye años iniciales de valoración exuberante, pero incluso si tomamos los últimos 5 años pre-corrección, el PER rondaba 40–50. La actual ~22x es menos de la mitad de ese promedio. Implica que el mercado ha revaluado la acción como si su perfil hubiese cambiado a uno más maduro o con menos crecimiento, cuando nuestros análisis sugieren que sigue teniendo elevadas tasas de expansión.

En comparación con el **sector:** Kanamic se clasifica en “software de aplicaciones/servicios TI”. El PER sectorial promedio (JP smallcap tech) es ~30–35x para compañías con crecimientos modestos. Pero hay que tomarlo con pinzas: muchas empresas comparables quizás tienen utilidades deprimidas o volátiles. Globalmente, una empresa con 20%+ crecimiento, 20% ROE, sin deuda, suele merecer un PER bastante superior a 22. Por ejemplo, *small caps* SaaS en occidente con esos fundamentales podrían cotizar a 30–40x.

- **EV/EBITDA TTM:** ~10.0x. Esto es muy barato en el contexto tech: la empresa vale unos 10 veces su EBITDA de los últimos 12 meses. Su histórico de EV/EBITDA a 10 años promedió ~32.3x, o sea que ahora cotiza a menos de un tercio de su media. Incluso aceptando cierta contracción normal al volverse más grande, 10x es bajo. Además, dado que su EBITDA margin es mucho mayor que la mayoría, pagar 10x EBITDA por Kanamic es, a mi juicio, una ganga relativa. En la actualidad, el PEG de Kanamic es ~1.1, indicando **valoración atractiva en relación a crecimiento**.
- **Precio/Ventas (P/S):** ~4.08x. Este ratio bajó sustancialmente respecto a tiempos anteriores (histórico 10yr ~12.36x). Es decir, el mercado hoy paga ¥4 por cada ¥1 de ventas de Kanamic, cuando solía pagar ¥12. Dado que su margen neto es ~19%, un P/S de 4 implica un *P/E implícito* de ~21. En su *peer group* internacional de health-tech, es ilustrativo: empresas SaaS de nicho en USA con margen neto ~20% e ingresos recurrentes suelen cotizar a P/S 6–10 fácilmente. La valoración de Kanamic

en P/S es más parecida a un integrador TI que a un SaaS puro, reflejando quizás que el mercado la ve “híbrida” tras incorporar negocios no SaaS (gimnasios, etc. que tienen menores múltiplos).

- **Precio/Valor en Libros (P/B):** ~5.26x. Dado su ROE ~25%, esto no es descabellado; Históricamente P/B era altísimo (10-40x en primeros años) porque el equity contable era bajo. Ahora con equity ~¥5B, se ha normalizado.
- **EV/FCF:** ~23x. Aunque puede parecer alto respecto a su media histórica se espera un FCF al alza; a futuro, con menor CAPEX.

**Valor intrínseco:** Un análisis DCF conservador de Kanamic sugiere un valor intrínseco significativamente mayor al precio actual. Según los cálculos realizados:

- **DCF caso conservador:** indica un **100% de margen de seguridad**, es decir, el valor intrínseco conservador sería aproximadamente el doble del precio actual (lo que implicaría un precio objetivo en torno a ¥900).
- **DCF caso base:** sugiere un **150% de margen de seguridad**. Esto implicaría un valor intrínseco ~2.5 veces el precio actual (objetivo ~¥1120, coincidentemente cerca del máximo histórico).
- **DCF caso optimista:** da un **250% de margen de seguridad**, insinuando un potencial de revalorización de
- 3.5x (objetivo ~¥1570).

Estos resultados DCF, aunque a priori lucen elevados, no son ilógicos si proyectamos el crecimiento que Kanamic puede tener: por ejemplo, con crecimiento ~15% anual los próximos 5 años y luego 3% decreciente, márgenes estables ~20%, WACC ~5.5%, obtenemos un valor presente muy por encima del actual. La acción está siendo valuada como si su crecimiento fuera a frenarse drásticamente o sus márgenes colapsar, cosa que no se evidencia.

Otro enfoque: Kanamic cotiza a ~¥20B market cap. Si la empresa ejecuta su plan y en 3 años duplica sus ingresos (a ~¥8–9B) con margen neto ~20%, ganaría ~¥1.6–1.8B. Aplicando un PER moderado 25x a eso, valdría ~¥40–45B de market cap. Eso equivale a un precio por acción ~¥900–1000 (asumiendo ~45M acciones). Con PER 30, sería ¥1200. Así que un potencial de +100% a +150% en 3 años está razonablemente sustentado. Y esos son supuestos conservadores (25–30x PER para un negocio con ROE 25% y sin deuda es bastante razonable).

**Expectativas del mercado actualmente descontadas:** La valoración actual tan baja sugiere que el mercado está descontando:

- Un **crecimiento futuro mucho más lento** que el histórico. Quizá el mercado duda que tras alcanzar ~¥5B ventas, pueda mantener altos crecimientos (posiblemente piensa en ~10% CAGR, no 20%). Esto contrasta con el consenso que proyecta 20%. Si el mercado adoptara las estimaciones del consenso, los múltiplos debieran subir.
- Potencialmente, cierto **escepticismo sobre la sostenibilidad de márgenes** por la diversificación. El precio podría implicar que inversores creen que las nuevas líneas (gimnasios, etc.) diluirán permanentemente la rentabilidad y que Kanamic se “comoditizó” algo. Mi análisis sugiere lo contrario: si bien margen bajó, sigue alto y bajo control.
- Quizá un **mayor coste de capital** percibido (riesgo país/tipo de interés). Durante 2022-2023 las tasas en Japón subieron marginalmente, y globalmente aumentó la aversión a tech de pequeña capitalización. Esto contrajo múltiplos por razones macro, no específicas de Kanamic. A medida que los inversores vuelvan a buscar crecimiento de calidad, esa prima de riesgo podría reducirse, re-expandiendo múltiplos.

En mi opinión, el mercado está siendo **demasiado pesimista** o al menos **conservador** con Kanamic. Le asigna múltiplos de empresa en estancamiento modesto, cuando en realidad exhibe altas tasas de expansión y ventajas competitivas. Esto constituye un **“claro descuento” respecto a su calidad**. Al comprar a PER ~22, estamos adquiriendo un crecimiento de EPS ~20% a PEG ~1, lo cual es un indicador de infravaloración. Además, comparado con pares globales, hay margen de reevaluación.

¿Hay **margen de seguridad real**? Sí: con un PER 22 y EV/EBITDA 10, aun si el crecimiento resultase la mitad de lo esperado (digamos ~10%), la valoración actual no es exigente; difícil ver múltiplos contrayéndose mucho más salvo eventos catastróficos. En un escenario pesimista de estancamiento (0% creci.), ¿cuánto podría caer? Quizá al PER 15, EV/EBITDA 7–8, es decir ~30% downside (a ¥300). Ese es un escenario extremo improbable. En cambio, al alza, un escenario optimista (crecim sostenido 20% varios años, margen estable) justifica PER 30–35, lo que con EPS forward ~¥30 implicaría precio ¥900–1050. Eso es +100–130%. Así, la asimetría está alrededor de +100% vs -30%, bastante atractiva. Creo sinceramente que el **upside ofrece más del doble del downside potencial**, configurando una tesis favorable.

**Asimetría de la tesis:** Como mencionado, en mi estimación base Kanamic tiene un potencial de revalorización del orden de +100% en 1–2 años y quizá +150–200% a 3–4 años, frente a un riesgo de -20% a -30% en un escenario adverso. Es una asimetría muy favorable (3:1 o más). Y eso sin contar dividendos: durante el periodo, pagarían ~2-3% yield anual, sumando algo al retorno total.

En particular, la **asimetría riesgo-retorno** mejora si consideramos catalizadores: si la empresa sigue cumpliendo trimestres fuertes, el mercado puede revalorarla rápidamente. También, con el dividendo creciente, incluso si la cotización tardara, el inversor recibe

remuneración. Además, el piso del downside está parcialmente protegido por su balance robusto: con tanta caja e ingresos recurrentes, es difícil que el valor cayera fundamentalmente muy por debajo de donde está, salvo colapso de todo el mercado.

**Conclusión de valoración:** Kanamic, a ¥449/acción, ofrece un “**margen de seguridad**” **convvincente** dado que:

- Cotiza con múltiplos sustancialmente inferiores a su historia y a lo que sugieren sus perspectivas.
- Su valor intrínseco estimado incluso en escenarios prudentes está muy por encima de la cotización actual (doble o más).
- El mercado parece no reconocer plenamente la mejora en su perfil (negocio más diversificado, pero igualmente rentable).
- La relación PEG ~1.1 sugiere que uno paga un precio justo por su crecimiento, quedando todo su moat, calidad y potencial de mejoras "gratis".
- Existe la posibilidad de expansión de múltiplos con solo que el sentimiento mejore (no hace falta ni esperar años de crecimientos, un re-rating de PER 22 a 30 sería +36% inmediato).

Este “descuento” me brinda confianza de que la inversión cuenta con amortiguadores ante eventualidades y un **upside atractivo** si la empresa sigue entregando resultados. En mi valoración sumamente conservadora, Kanamic debería valer al menos ¥800 (unos 16x EBITDA, 30x PER normalizado 2025), lo que supone casi duplicar. Y en un caso más optimista pero plausible, un precio de ¥1000+ es defendible. Dado todo ello, la **relación riesgo/beneficio es altamente favorable** para tomar posición en estos niveles.

## 12. Comparativa con el sector y competidores

Para comprender mejor la posición competitiva de Kanamic Network, conviene situarla frente a otras empresas que operan en ámbitos similares (ya sea en Japón o globalmente) y comparar sus modelos de negocio, escala, rentabilidad y valoración. Kanamic es una compañía bastante singular, sin competidores directos obvios que abarquen exactamente su misma oferta integrada, pero podemos analizarla en dos vertientes: compararla con otras empresas de **tecnología sanitaria (healthtech) en Japón**, y con empresas de **software SaaS de nicho** en mercados comparables.

**Competidores directos en Japón:** En el nicho de **sistemas cloud para coordinación sanitaria y asistencial**, Kanamic ha sido pionera y líder. Realmente no hay otra empresa cotizada en Japón que ofrezca una plataforma equivalente de alcance nacional. Los competidores han sido más bien:

- **Grandes integradores/IT tradicionales:** por ejemplo, Fujitsu, NEC, etc., que proveen sistemas a administraciones públicas. Sin embargo, estos generalmente suministran softwares aislados (historias clínicas electrónicas, sistemas de gestión municipal, etc.), no una plataforma colaborativa integral especializada en cuidados. Kanamic se posicionó en un nicho que esos gigantes no atendieron con foco, y además Kanamic colabora con ellos cuando hace falta interoperabilidad. No es vista como una amenaza por ellos, sino como socio en ciertos proyectos (de hecho, Kanamic fue invitada a comités ministeriales de digitalización del cuidado, lo que sugiere que no hay un “Fujitsu Cloud Care” compitiendo, sino que la industria la reconoce).
- **Startups o empresas privadas más pequeñas:** han existido algunas propuestas parciales, como aplicaciones para cuidadores, plataformas de e-learning para personal de enfermería, etc., pero ninguna con la escala y penetración de Kanamic. Una posible competidora parcial es **SMS Co., Ltd (TYO:2175)**, que es una empresa mediana enfocada en servicios online para el sector salud (portales de empleo de cuidadores, información de residencias, etc.). SMS es más grande (capitaliza ~¥200B) y su modelo es distinto (marketplaces y media), con márgenes más bajos (net ~10%). No compite directamente con el sistema Kanamic, sino que opera portales complementarios. Incluso **podrían ser clientes o partners:** SMS maneja portales de coordinación de pacientes en algunas regiones, podría integrar con Kanamic Cloud.
- **Otros healthtech nipones:** Podríamos mencionar por ejemplo **WingArc1st (TSE:4432)** que hace software de análisis de datos sanitarios, o **Infocom (TSE:4348)** con soluciones hospitalarias, pero de nuevo, no compiten en la parte de red de cuidados.

- **Operadores de residencias:** Nichiigakkan (la gran cadena de residencias) podría internamente desarrollar sistemas, pero en vez de eso optó por comprar Kanamic Cloud para sus centros, lo que sugiere que Kanamic es la mejor solución disponible.
- **Empresas de telemedicina/gerontecnología:** Por ejemplo, **M3, Inc.** (TSE:2413) que ofrece plataformas para médicos, o startups de teleasistencia. Estas cubren segmentos tangenciales (M3 es enorme en marketing médico online, nada que ver en funcionalidad con Kanamic; startups de teleasistencia ofrecen dispositivos IoT, etc., que de hecho Kanamic puede integrar como proveedor de plataforma).

En síntesis, **Kanamic domina su nicho con cuota muy alta.** Tiene implementaciones en 1.384 regiones de unas ~1.700 municipalidades totales en Japón, es decir ~81% penetración. Y con 191k usuarios pro, es posible que tenga la mayoría de personal de cuidados conectados. Cualquier competidor nuevo la tendría muy difícil para desbancarla: los usuarios ya usan Kanamic, los municipios confían en su solución, y Kanamic mejora continuamente.

**Comparativa de modelos, escala y márgenes:** Kanamic es relativamente pequeña en ingresos (~¥5B) comparada con titanes tech japoneses, pero en su nicho eso la hace la #1. Si la comparamos con **SMS Co., Ltd.**, SMS facturó ~¥30B en 2024, con margen operativo ~15%. Kanamic (2024 ¥5B, margen op ~29%). Kanamic es más rentable porcentualmente, pero SMS ha escalado más diversificándose (SMS tiene negocios en varios países asiáticos). En valoraciones, SMS cotiza a PER ~25-30 actualmente, EV/EBITDA ~15, es decir un poco más caro que Kanamic, lo cual sugiere que el mercado valora su mayor tamaño pero similar growth (SMS crece ~10%). Esto refuerza que Kanamic a PER 22 es barata en comparativa de pares: SMS con menor crecimiento y menos rentabilidad vale más en múltiplos.

**Cuota de mercado estimada:** En el submercado de **sistemas de gestión de cuidados de larga duración**, Kanamic es con mucho, el líder. Antes, cada municipio podía usar sistemas propios (Excel, etc.). Kanamic se convirtió en estándar en la mayoría. Podríamos decir que su cuota sobre nuevas implementaciones es dominante (pocas licitaciones se le escapan, casi monopolio natural). En **plataforma de información compartida para cuidados** (que Kanamic llama 2nd floor), cubren todo Tokio y varias prefecturas. No hay datos precisos, pero su near-omnipresencia en 80% de regiones indica liderazgo absoluto. En cambio, en áreas como **telemedicina** (comunicación médico-paciente), hay otros jugadores (Line Healthcare etc.), pero Kanamic no compite directamente ahí; se centra en B2B2G.

**Liderazgo vs rezago:** Kanamic está **entre los líderes** del sector healthtech en Japón, sin duda. Otras notables: M3 (gigante en soluciones para médicos, mucho mayor, pero diferente foco), Medley (startup de plataformas de personal médico), etc. Kanamic se ha mantenido por delante en su segmento y más bien los demás sectores no se solapan mucho. No la consideraría rezagada en nada relevante; por el contrario, integró IA, IoT, etc. temprano para su nicho, mostrando innovación.



**Ventaja competitiva clara frente a similares:** Respecto a cualquier potencial competidor, Kanamic tiene claras ventajas:

- **Efecto red y base de usuarios amplia:** su plataforma es valiosa porque muchos la usan; un competidor partiendo de cero no ofrecería esa interconexión.
- **Know-how y datos:** 20 años de experiencia, big data de casos de cuidado, colaboraciones con U. Tokio. Esto es intangible valioso que no se recrea fácil.
- **Relaciones institucionales:** Kanamic es el socio de confianza de gobiernos locales y MHLW en proyectos piloto. Un competidor sin ese pedigrí lo tendría crudo para convencer a administraciones de alto perfil.
- **Integración de productos:** Kanamic abarca child-care, elder-care, etc. Un competidor podría atacar una vertical específica, pero la amplitud de Kanamic da comodidad a clientes (una sola plataforma para varias necesidades).
- **Economías de escala:** Kanamic ya amortizó su costo de desarrollo en gran parte. Un nuevo entrant tendría que invertir mucho para alcanzar similares funcionalidades, y Kanamic puede bajarle el precio si quisiera para competir (aunque no hizo dumping, no le fue necesario).
- **Fuerza financiera:** Aunque es mediana, su fortaleza de balance le permitiría resistir embates competitivos (podría incluso adquirir competidores emergentes).

**Riesgos competitivos:** Pese a su posición, existen algunos riesgos latentes:

- **Consolidación en el sector:** Podría suceder que grandes corporaciones tech decidan entrar mediante adquisiciones. Por ejemplo, un Fujitsu o IBM Japan podrían intentar comprar a Kanamic (lo cual no sería malo para el accionista, probablemente prima). O podrían consolidar startups para ofrecer una suite. Sin embargo, Kanamic ya abarca mucho, es más probable que consolidación signifique Kanamic comprando a otros (como Ruby).
- **Disrupción tecnológica:** Si surgiera un nuevo paradigma (por ejemplo, una plataforma basada en blockchain descentralizada para compartir datos) que Kanamic no adoptara, podría ser un disruptor. Pero Kanamic vigila nuevas tech (ya experimenta con cloud, IoT, AI). El riesgo es bajo que se queden atrás, dado su enfoque en innovación (y su plan de IFRS indica mentalidad global).
- **Nuevos entrantes externos:** Quizá empresas extranjeras como Epic Systems o Cerner (grandes de software médico) podrían intentar penetrar Japón. Pero Japón tiene barreras idiomáticas, regulatorias y de confianza; Kanamic, local, tiene ventaja. Además, esas compañías se enfocan en hospitales, no en cuidado comunitario.

- **Alternativas in-house:** Un riesgo era que el gobierno desarrollara su propio sistema estándar y lo regalara a municipios. Esto se discutió hace años pero en lugar de ello certificaron a proveedores (y Kanamic lideró). Parece improbable que el gobierno construya de cero uno (lo habría hecho antes).
- **Amenaza competitiva en nuevas áreas:** Urban Fit compite con otras cadenas de gimnasio (Konami Sports, Anytime Fitness, etc.). En esa área, Kanamic no es dominante (22 gimnasios vs miles de gimnasios en Japón). Pero Urban Fit se distingue por su orientación sanitaria; su competidor directo son gimnasios de fisioterapia (pocos) y clínicas de rehabilitación (otro sector). Podría haber saturación en gimnasios 24h en general, pero Kanamic busca nicho (en Tokyo, hay saturación de gimnasios, pero Urban Fit apuesta a calidad). - Ruby Dev compite con innumerables empresas de desarrollo software. La ventaja es su especialidad en Ruby + sinergia con Kanamic; aún así, su mercado es competido (lo integran vendiendo con la reputación Kanamic para sector salud, supongo).

**Disrupción sectorial:** Vale la pena considerar que el sector de atención a ancianos en Japón puede experimentar **cambios** (p.ej. robots de asistencia, etc.). Kanamic puede integrarlos, pero si la dinámica del cuidado cambiara, su plataforma igual se adaptaría, ya que es agnóstica al método de cuidado, es un sistema de información.

En general, comparada con peers globales de healthtech:

- Kanamic tiene **rentabilidad superior** a la mayoría (muchas healthtechs globales aún no son rentables o tienen marg. bajo).
- Su **crecimiento** es bueno, quizá menor que startups disparadas pero mayor que empresas maduras de TI salud.
- Su **endeudamiento es menor** que casi todos (muchas healthtechs americanas se apalancan).
- En **valoración:** Kanamic PER ~22 vs peers no rentables o a PER altísimo (ej: Veeva ~40 PER con crecimiento 15%). P/S ~4 vs median P/S healthtech ~6-8. Esto la hace **parecer barata** en comparativa global también.

**Conclusión comparativa:** Kanamic se posiciona muy bien: es el **líder indiscutido en su nicho en Japón**, con poca o nula competencia directa. Frente a empresas similares en sector tech-salud, exhibe **mejores márgenes** y alta rentabilidad, con un **perfil de crecimiento competitivo**. No se ve amenazada seriamente por competidores, y tiene barreras de entrada sólidas. Su valoración en bolsa, sin embargo, es **muy inferior** a la de muchas compañías tecnológicas comparables, lo cual sugiere oportunidad.

El principal riesgo competitivo sería que un jugador grande intente replicar su modelo, pero dada su penetración y referencias, eso parece tardío. Es más factible que, si alguien quisiera su mercado, opte por asociarse o adquirir Kanamic que por competirle frontalmente. Esto incluso introduce la posibilidad de un eventual take-over, lo cual podría cristalizar valor (no baso mi tesis en eso, pero es un as bajo la manga: una empresa tan líder y barata podría ser objetivo de adquisición estratégica en el sector, tal vez por un integrador global o un fondo).

En suma, Kanamic destaca respecto a competidores por su **modelo de negocio difícil de emular**, su **escala de red única** y **márgenes top-tier**. No está rezagada, más bien va a la vanguardia en su campo. Esto mitiga muchos riesgos competitivos tradicionales y refuerza la convicción de que la empresa puede mantener su ventaja en los próximos años, traduciendo eso en sostenibilidad de crecimiento y margen. Para nosotros como inversores, implica que Kanamic probablemente conservará su posición de dominio y el mercado eventualmente lo reconocerá con valoraciones más acordes a un líder sectorial, cerrando así el gap actual.

### 13. Asignación de capital y decisiones estratégicas

La forma en que Kanamic Network asigna su capital –ya sea invirtiendo en proyectos internos, adquiriendo otras empresas, retornando efectivo a accionistas o gastándolo en otras iniciativas– nos proporciona pistas sobre la calidad de su gestión y su visión estratégica. Evaluemos las principales **decisiones de asignación de capital** de los últimos años:

- **Inversiones orgánicas (CAPEX e I+D):** Kanamic, siendo una empresa de software, tiene necesidades de CAPEX bajas en su negocio principal (principalmente servidores y desarrollos activados). Su mayor inversión orgánica reciente ha sido la apertura de nuevos gimnasios Urban Fit (lo que conlleva CAPEX en equipos, adecuación de locales, etc.). En F2023 invirtieron en abrir 4 gimnasios, aumentando la capacidad de Urban Fit a 18 locales. Aunque esto supuso gastos, es una asignación de capital orientada a crecimiento, con lógica estratégica: expandir la presencia geográfica de Urban Fit para lograr masa crítica y marca, sabiendo que se dirige a un nicho (ejercicio para salud) en auge por el envejecimiento poblacional. Los resultados avalan esa inversión: pasaron de pérdidas operativas en Urban Fit a ganancias en un año, evidenciando que los nuevos gimnasios van camino a ser rentables. Esto indica que el capital invertido en Urban Fit **está generando retorno**. Además, integraron la app Kenkatsu Coach para sinergias con la plataforma, extrayendo más valor de la inversión.
- **Adquisiciones (M&A):** Kanamic ha realizado hasta ahora dos compras estratégicas importantes:
  - **Urban Fit Co., Ltd. (2022):** Kanamic compró una participación mayoritaria (posiblemente 51% o más) en esta cadena de gimnasios, convirtiéndola en subsidiaria. El racional fue estratégico: entrar en el campo de la “extensión de la vida saludable” con un activo ya operativo, en lugar de construir desde cero. Esta adquisición **crea valor** en varios sentidos: (i) le permite a Kanamic diversificar su oferta hacia el *wellness*, complementario al cuidado (un municipio que usa Kanamic Cloud podría también promover Urban Fit entre sus ancianos, etc.), (ii) aprovecha la tendencia de medicina preventiva, (iii) brinda un nuevo flujo de ingresos recurrentes (membresías). Los riesgos eran la distinta naturaleza del negocio y la menor rentabilidad, pero Kanamic parece estar gestionándolo bien (lo expandieron con 4 nuevos locales sin desbordar costos). Además, integraron la operación: el presidente de Kanamic asumió como Chairman de Urban Fit, asegurando alineación. **¿Creó valor?** A corto plazo, financieramente, diluyó margen, pero a mediano plazo se ve prometedor: Urban Fit incrementó ventas 33% y pasó a rentabilidad en FY2024, lo que sugiere que la tesis de inversión (expandirlo para hacerlo rentable) está funcionando. Si la base de gimnasios sigue creciendo y saturan su capacidad, podría producir flujos estables. Importante:

Kanamic no sobrepagó esta adquisición (no se divulgó monto, pero su goodwill total tras ambas compras era ~¥840M, así que intuyo pagaron <¥1B por Urban Fit, modesto).

- **Ruby Development Inc. (2023):** Kanamic adquirió el 100% de esta empresa de desarrollo de software especializada en Ruby. El precio no se reveló, pero su goodwill neto subió ~¥600M, quizás el precio rondó ¥700M. Aquí el encaje estratégico es claro: dotar al grupo de **capacidad de desarrollo ágil**, acelerar la innovación de producto (pues Ruby es un lenguaje flexible muy usado en startups), y abrir un nuevo negocio de *solution development* con clientes externos. Kanamic identificó que en la era de DX, sus clientes y ella misma necesitaban iterar rápido, y Ruby Dev tenía el know-how y personal para ello. Hasta ahora, esta compra ha aportado ¥511M de ventas en FY2024 con ¥46M EBIT (9% margin). Es modesta, pero hay sinergias:
  - Ruby Dev ganó acceso a la base de clientes de Kanamic (podrán ofrecerles desarrollos a medida sobre Kanamic Cloud, integraciones, etc.).
  - Kanamic ganó un equipo de ingenieros que puede asignar a mejorar su plataforma núcleo de forma más rápida (reduciendo tiempo de desarrollo). En la presentación mencionan que Ruby Dev "responde a las necesidades actuales de desarrollo ágil y tiene muchos contratos con grandes clientes", lo cual Kanamic anticipa será un "poderoso motor" para añadir servicios IT de mayor valor añadido. **¿Creó valor esta compra?** Es temprano, pero la señal es positiva: Ruby Dev no arrastró pérdidas (entró con margen 12% en su mes en 2023, y ~9% en 2024), y complementa la oferta principal. Además, su compra fue pequeña en tamaño, por lo que cualquier sinergia generada (por ejemplo, reducir gastos de subcontratación externa de Kanamic o ganar proyectos que incrementen su propio ROI) será ganancia pura. Y se integró sin contratiempos conocidos; de hecho la nota la muestran como un punto de orgullo (unirse con éxito).
- **Encaje estratégico de M&A y visión a largo plazo:** Ambos M&A reflejan **consistencia con la estrategia comunicada**: Kanamic dijo que quería abordar no solo el cuidado asistencial, sino todo el espectro de "super-aging society DX". Urban Fit encaja en *extending healthy lifespan*, Ruby Dev en *creation of new business (startups)* – precisamente las áreas 2 y 3 de su plan. No fueron adquisiciones oportunistas sin relación; siguieron un plan conceptual muy claro: potenciar su core (Ruby) y expandir su alcance (Urban Fit). Esto demuestra **disciplina estratégica** en M&A: no compraron algo por moda o por diversificar sin sentido, sino que cada compra complementa su modelo. Tampoco sobrepagaron al punto de arriesgar su balance (siguieron con caja neta tras las compras).

- **Resultados de las adquisiciones - Creación vs destrucción de valor:** Hasta ahora, señales de creación de valor:
  - Urban Fit: de 6 a 22 tiendas, retoma profit. Posible valor subió tras Kanamic invertir.
  - Ruby Dev: se integró, retuvo su equipo (no hubo fuga de talentos conocida), y Kanamic anota en su visión que es motor de crecimiento. Por ejemplo, Ruby Dev trajo skill de *embedded Ruby hardware* que puede servir para IoT en cuidados, nueva área para Kanamic. Claramente, no hay indicios de destrucción de valor; al contrario, sin Ruby Dev, Kanamic tendría que subcontratar esas implementaciones, ahora puede generarlas in-house con mejores márgenes.
  - Ambos M&A generaron amortización de goodwill (~¥100M anual) que afectó resultados contables, pero Kanamic ya planea moverse a IFRS para eliminar esa fricción, lo cual sugiere que cree que el valor real intangible es mayor que su amortización (no eran malas compras).
- **Balance entre inversión y retorno al accionista:** Kanamic ha mantenido un **equilibrio sensato**: como vimos en la sección 10, continuó aumentando dividendos mientras hacía M&A. A su vez, financió M&A en parte con deuda convertible en vez de emitir acciones (evitando dilución), e hizo *buyback* para contrarrestar los CB. Esto denota una **asignación de capital inteligente**: aprovechó la ventana de mercado 2021 para levantar fondos a 0% costo y con posible conversión a precio muy alto, invirtió ese capital en activos estratégicos, y a la vez protegió la participación de los accionistas existentes con recompra. Pocos equipos directivos de smallcaps piensan de forma tan integradora. Esto me da confianza en su criterio para futuras asignaciones.
- **Decisiones de capital reveladoras (visión vs errores):** Lo actuado revela una **visión de largo plazo** de la directiva. Hubiera sido fácil para Kanamic, tras listarse en TSE1 y con negocio SaaS rentable, quedarse en su nicho cosechando. En cambio, eligieron reinvertir fuertemente, anticipando tendencias: se percataron de que su crecimiento SaaS se moderaría si no ampliaban horizontes (por saturación de municipios) y actuaron para abrir nuevos vectores (salud preventiva, externalización de tech). Esto demuestra proactividad y no complacencia – cualidad valiosa. Por otro lado, hasta ahora **no se evidencian grandes errores** en asignación de capital: no hicieron adquisiciones megalománicas ni diversificaciones absurdas. Todo fue medido y con encaje. Un punto a vigilar es *no dispersarse*: al integrar gimnasios, dev software, overseas consulting (TWM), hay riesgo de perder foco. Pero su comunicación sugiere que ven todo como piezas de una misión unificada (cuidado de la salud integral).

Mientras mantengan cohesión (como la estructura segmentada sugiere), no parece un error, sino un **ecosistema complementario**.

- **M&A e impacto en márgenes:** Como dijimos, los M&A redujeron márgenes a corto plazo (Urban Fit pasó de +6% op margin en 2022 pre-Kanamic a -6% en 2023 al invertir en locales). Sin embargo, Kanamic aceptó ese impacto a corto plazo por un objetivo mayor. Es un **trade-off deliberado**: sacrificar margen inmediato para sembrar crecimiento futuro. A juzgar por FY2024 (márgen volviendo a ~29% desde 29.3% prev, con Urban Fit ya en negro), parece justificado. No se ve erosión continua de márgenes; fue coyuntural.
- **Perspectiva: visión largo plazo vs objetivos cortoplacistas:** Kanamic claramente prioriza **visión largo plazo**. Por ejemplo, decidieron no recortar inversión en 2023 a pesar de que no cumplirían al 100% el EBIT guide, porque consideraron más importante invertir en Urban Fit (lo explicitaron: "no ajustamos meta de EBIT pese a alza de ventas por invertir en crecimiento Urban Fit"). Esto muestra que no se obsesionan con la cifra trimestral, sino con sentar bases. Al mismo tiempo, no ignoran a accionistas: elevaron payout cuando vieron base robusta. Balancean bien. Diría que no hay signos de **objetivos cortoplacistas destructivos** (no hicieron nada como endeudarse para un pump ephemeral, o sobre-distribuir dividendos para lucir bien). Tampoco veo nepotismo financiero (aunque es familiar, no han dado indicios de mal uso de fondos; el hijo dirige con profesionalismo, y las adquisiciones fueron lógicas, no para beneficio personal).

En resumen, la **asignación de capital de Kanamic ha sido disciplinada, estratégica y orientada a creación de valor**. Han usado el capital para: - Expandir su negocio principal y adyacentes de forma coherente (via M&A bien pensadas). - Fortalecer su posición tecnológica (adquisición de talento y capacidades – Ruby). - Entrar en nuevos mercados con potencial de sinergia (Urban Fit). - Mantener un balance fuerte (no se endeudaron excesivamente). - Recompensar accionistas sin comprometer crecimiento (dividendos en alza, buybacks cuando correspondía). - Evitar malas inversiones: no hay rastro de despilfarro en proyectos sin sentido. Incluso su idea de expandir globalmente la hacen prudentemente vía una consultora (TWM) en lugar de quemar dinero construyendo estructura fuera sin conocimiento local.

La **eficiencia** de esta asignación se refleja en sus indicadores compuestos altos (Piotroski F-score 8, ROIC > WACC). Y sus decisiones de capital, hasta la fecha, han **añadido valor a largo plazo**: integraciones exitosas, mayor diversificación de flujos, etc.

Vigilaremos en el futuro que sigan así. Un potencial M&A grande podría venir si ven alguna oportunidad (tal vez comprar otra empresa de software en salud o una startup de IA). Si la financian con caja o convertible, bien; si diluyeran muchas acciones, habría que analizarlo.

Hasta ahora su historial sugiere que **no hacen locuras**. Por tanto, estoy cómodo con su capacidad de asignar capital – lo considero un management con buen *capital allocation*, lo cual es un intangible valioso que refuerza la tesis (empresas compounders suelen tener equipos que asignan capital sabiamente, y Kanamic muestra rasgos de eso).



## 14. Precio actual, drawdown y contexto de mercado

El **precio actual de Kanamic** (¥449) refleja, como hemos analizado, un castigo severo respecto a sus máximos históricos. Conviene ahora entender las causas de este **drawdown ~60%** y evaluar si dicha caída ofrece una oportunidad o si obedece a factores estructurales negativos.

**Situación de la cotización:** Kanamic alcanzó un pico alrededor de ¥1120 (ajustado por splits) en la primera mitad de 2021, en medio de una fuerte apetencia de mercado por valores tecnológicos y tras reportar resultados excelentes en 2020–2021. Desde entonces, la acción entró en una trayectoria descendente, acentuada en 2022 y 2023, hasta estabilizarse en la franja ¥400–¥500 en 2024. Lleva, por tanto, más de 2 años en un **bear market individual**, con una capitalización bursátil ~¥20B hoy versus ~¥50B en el pico.

**Magnitud y características del drawdown:** Un retroceso del 60% es muy significativo. A modo comparativo, el índice *Tokyo Mothers (growth stocks)* cayó ~30% desde sus máximos a inicios de 2021 hasta fines de 2022, arrastrado por el aumento global de tasas y la rotación de crecimiento a valor. Kanamic, al caer 60%, **sobre-correlacionó** con ese fenómeno (posiblemente por su liquidez modesta y la huida de capital extranjero de smallcaps japonesas tech durante la subida de yields de EEUU). Parte de la caída fue con alto volumen en 2022, sugere de fondos saliendo.

### Causas justificativas de la caída:

- A nivel **macro/sectorial**: El principal factor fue la **contracción de múltiplos general en acciones de crecimiento**. Entre 2021 y 2022, los mercados revaluaron a la baja las empresas tech ante expectativas de inflación y fin de políticas monetarias ultra laxas. Kanamic, con PER >50 en su pico, estaba expuesta a esa corrección de valoraciones. Esta es una causa *temporal* y *externa* a sus fundamentales: muchos valores de software vieron caídas similares del 50–70%, incluso sin deterioro de negocio.
- Hubo también un **sentimiento de rotación en Japón**: A partir de finales de 2021, la atención del mercado local se movió hacia acciones de reapertura (industriales, etc.) tras la vacunación y convaluación del yen. Las smallcap growth perdieron interés; Kanamic en 2020 se percibía beneficiaria de digitalización por COVID, en 2022 el mercado miró más a sectores cíclicos. Esto influyó en su demanda bursátil.
- A nivel **específico de Kanamic**: Varias razones se han mencionado en informes: - **Dilución de márgenes y crecimiento más bajo en 2021 vs 2020**: Tras el hype inicial, en 2021 Kanamic creció "solo" +10% ventas vs +24% en 2020. Algunos inversores quizás interpretaron que su negocio core estaba ralentizando. Encima, en

2022 su margen operativo bajó un poco (40% a 38%), lo que pudo asustar a quienes la valoraban como "SaaS impecable".

- **M&A e incursiones en negocios no puros tech:** El anuncio de la adquisición de Urban Fit (mayo 2022) pudo generar dudas. Algunos inversores puristas de tech podrían haber visto con recelo que la empresa se metiera en gimnasios, un sector tradicional, con márgenes bajos. Pudieron temer que Kanamic estuviera "diluyendo" su perfil de negocio high-tech escalable por uno más intensivo en activos físicos. Este tipo de movimiento a veces penaliza la acción a corto plazo porque confunde la tesis original. De igual modo, la adquisición de Ruby Dev, aunque complementaria, implicó más gasto y intangible en balance – algunos inversores son adversos a adquisiciones porque conllevan ejecución riesgo.
- **Decepción por guía 2023 no cumplida en beneficios:** Aunque leve, la falta de alcanzar el target EBIT 2023 (quedaron 4.7% abajo) y la reducción de beneficio neto yoy en 2023 pudo ser interpretada negativamente. Quizá se vendió la idea de "triplicaremos ventas 2021-24" y al ver la necesidad de M&A para lograrlo, algunos se inquietaron sobre la organicidad del growth.
- **Mayor free float:** Si los bonos convertibles (reset en Jan 2023 con min price ~615) fueron parcialmente convertidos en 2022 cuando la acción rondaba 700-800, eso aumentaría acciones en circulación, metiendo presión vendedora. Además, la recompra de 2021 era para absorber conversión, si no la han cancelado, aún retienen acciones en autocartera – no un factor bajista en sí, pero su eventual uso podría pesar.
- **Volatilidad del sector tech:** Kanamic es de baja liquidez; en mercados nerviosos, sus acciones sufren amplios vaivenes. No hay cobertura de analistas extensa, así que la narrativa la arrastra con su sector. Y su sector fue muy volátil en ese período.

**Relevancia de las causas: temporales vs estructurales:** La mayoría parecen coyunturales/sectoriales:

- La *contracción de múltiplos por tasas altas* es revertible (si inflación se controla, los inversores vuelven a growth, de hecho en 2023 muchos smallcap growth recobraron tono).
- La *rotación de estilo* también es cíclica: ahora en 2025, con BoJ aún laxo, hay apetito de nuevo por midcap tech en Japón (se ha visto un rally en Mothers index a fines 2024).
- Las inquietudes por M&A han ido disipándose a medida que Kanamic muestra resultados (Urban Fit resultó no un pozo sin fondo sino rentable en 1 año; Ruby no fue fiasco). Esto es más *percepción* que fundamental: si en su momento penalizó, puede revertir a bonus ahora que se ve su éxito.

- No hay signos de *deterioro estructural del negocio core*; al contrario, sumaron mega clientes como Nichii. El leve drop de núm. De regiones en 2023 fue coyuntural (fusión de pueblos, etc.), no una fuga a competidores.
- Kanamic sigue innovando (SOC1, IFRS plan), ergo no se durmió. No hay fiascos de producto ni brechas de seguridad conocidas que justifiquen 60% abajo.

**Disociación entre fundamentales y cotización:** Diría que hay bastantes. Del pico 2021 a hoy:

- Ventas han crecido ~140% (de ¥2.08B a ¥5.0B).
- Beneficio operativo +71% (de ¥841M a ¥1.439M).
- Beneficio neto +59% (de ¥579M a ¥919M).
- Y sus activos totales +160% (por M&A y retención).
- Entretanto, la acción -60%.

Eso significa que el *ratio precio/ventas* pasó de ~12x a ~4x, *PER* de ~90x a ~22x, *EV/EBITDA* ~25x a ~10x. Claramente, los fundamentales han mejorado mientras la valoración se hundió. Este divorcio sugiere **oportunidad**: la empresa es mucho más grande y rentable que en 2021, pero se valora a mucho menos. No vemos "fundamental meltdown" que justifique la caída.

**Recuperación o mayor debilidad futura:** A la luz de lo cualitativo, me inclino a que la acción esté en fase de **recuperación incipiente** más que en riesgo de nueva debilidad severa. Los riesgos a la baja residirían en: Un shock macro (p.ej. recesión global que cause liquidaciones generalizadas de smallcaps). Siempre posible, pero su efecto sería transitorio dado los fundamentales. Algún revés no anticipado (p.ej. Kanamic no logra ganar nuevos contratos en 2025 y su crecimiento se reduce – improbable dado backlog). Si BoJ sube tipos de interés abruptamente, eso podría ejercer presión sobre valuations de growth niponas, pero con la inflación moderada, BoJ planea gradualismo. Pérdida de credibilidad directiva (no se vislumbra, han sido consistentes).

Por otro lado, hay catalizadores al alza:

- Estabilización/inicio de recortes de tasas en occidente en 2025, devolviendo dinero a growth stocks.
- Los resultados seguirán mostrando crecimiento, lo que en algún momento es innegable.
- Si deciden comunicar un plan 2025-2027 ambicioso (lo que yo usaría para impulsar la acción, quizás share buyback), eso cambiaría narrativa.

- La adopción IFRS (posible en 2025) eliminará ~¥150M de amortización, incrementando de golpe su EBIT y neto en informes – puede hacer ver a inversionistas que su rentabilidad es más alta de lo que pensaban, provocando rerating.
- Potenciales new business wins (p.ej. un primer contrato significativo fuera de Japón via TWM) sorprenderían al alza.
- Y la simple revaluación por undervaluation: en mercados tranquilos, cazadores de ganga pueden rotar a Kanamic dado su PER bajo y yield emergente.

**Drawdown como oportunidad:** Dado todo lo anterior, interpreto este drawdown como una **desconexión temporaria entre precio y valor** más que como reflejo de un problema fundamental. La caída se explica más por factores exógenos (macro, rotación) y de corto plazo (inquietudes M&A) que por deterioros intrínsecos. Por tanto, representa una **oportunidad de entrada**. Compraría una empresa de alta calidad con fuerte posición de mercado a una valoración deprimida, básicamente porque el mercado general la dejó de lado momentáneamente.

**Catalizadores de recuperación identificables:**

- Confirmación de la mejora de márgenes en los próximos trimestres (mostrará que la “fase de inversión” ya rindió y ahora los beneficios crecen de nuevo más rápido).
- El nuevo plan a mediano plazo con metas 2027 (que de ser ambicioso y creíble, animará a valorarla de nuevo en base a ese crecimiento).
- Continuación del programa de dividendos crecientes (que atraerá a perfil de inversor de ingresos).
- Posibilidad de cobertura de analistas (con los cambios IFRS y payout, quizá más casas se interesen en cubrir Kanamic para su clientela, generando visibilidad).

En conclusión, la disociación actual entre la marcha próspera de Kanamic y su castigada cotización sugiere un **valor no reconocido**. Las razones del drawdown parecen circunstanciales y **revertibles**, lo cual es precisamente el tipo de situación que busco: una compañía robusta penalizada injustamente. Las perspectivas fundamentalmente positivas me llevan a pensar que lo peor de la debilidad en la acción ya quedó atrás, y que nos encontramos en un punto de **inflexión atractivo para entrar**, con considerable potencial de revalorización a medida que los fundamentales vuelvan a ser el motor principal del precio en lugar del sentimiento macro. Por tanto, veo este drawdown del ~60% como una ventana que me permite comprar Kanamic con un “descuento” sustancial respecto a su valor intrínseco, con la convicción de que dicha brecha se irá cerrando a mediano plazo.

## 15. Riesgos principales y gestión histórica del riesgo

Ninguna tesis de inversión estaría completa sin un análisis riguroso de los **riesgos**. En el caso de Kanamic Network, identifiqué varios riesgos clave –tanto inherentes a su modelo de negocio como externos– que podrían afectar negativamente la tesis. También es importante evaluar cómo la empresa ha manejado riesgos similares en el pasado, pues eso nos da pistas de su capacidad de resiliencia.

**1. Riesgo operativo (ejecución):** Kanamic enfrenta el reto de ejecutar simultáneamente en varias áreas: continuar desplegando su SaaS a nuevos clientes, integrar eficientemente sus adquisiciones (Urban Fit, Ruby Dev, TWM), desarrollar nuevos productos (AI en salud, etc.) y mantener la calidad del servicio existente para no perder usuarios. Hay riesgo de **sobrecarga organizativa**: que gestionando negocios distintos se distraigan o pierdan foco en el core. Hasta ahora, sin embargo, Kanamic ha mostrado ser capaz de integrar bien (Ruby Dev y Urban Fit se han incorporado sin interrupciones notables). La empresa parece estructurada en segmentos con líderes dedicados (p.ej., Urban Fit tiene su propio CEO con presidente de Kanamic como chairman). Históricamente, Kanamic ha respondido bien al crecimiento: amplió plantilla, abrió sucursales (Tokio, Osaka, etc.), manteniendo calidad. Un indicador: no se han reportado caídas de servicio graves ni quejas significativas de clientes por mala ejecución (lo sabríamos si hubiese pérdida de contratos). Eso sugiere que **gestionan adecuadamente** la implementación de su software – un riesgo clave cuando se integran tantos usuarios.

**2. Riesgo tecnológico/disrupción:** Como empresa tech, Kanamic debe mantenerse al día. Existe riesgo de **quedarse atrás** en tecnología emergente (por ej., si surge una plataforma con inteligencia artificial avanzada que supere a Kanamic Cloud). También riesgos de **ciberseguridad**: manejan datos sensibles de pacientes y coordinadores, podrían ser blanco de ataques. Un incidente de seguridad severo (brecha de datos, hackeo) dañaría la confianza de clientes y reputación. ¿Cómo lo han gestionado? Kanamic ha invertido en certificaciones de seguridad (SOC1 Type 2), y su pronta adecuación a la Ley de Libros Electrónicos indica proactividad legal-tecnológica. No se conocen brechas significativas – lo cual es un buen signo en ~20 años de operación. En cuanto a disrupción, Kanamic ha sido pionero (integró IoT, trabaja en IA). Al unirse con Ruby Dev, mostró adaptabilidad para acelerar su capacidad de desarrollo. Además, su integración con IoT y telemedicina (Hokkaido model) implica que busca vanguardia. El riesgo tecnológico siempre existe (por ejemplo, que la IA se vuelva capaz de planificar cuidados y se ofrezca como servicio disruptivo), pero Kanamic tiene la base de datos y la red para adoptar esas mismas tecnologías primero. Yo percibo que la compañía es **consciente de este riesgo** y actúa para mitigarlo (colaboraciones con institutos de investigación, etc.).

**3. Riesgo macroeconómico:** Aunque el negocio base es defensivo, Kanamic no es inmune al entorno macro. Posibles impactos: - **Recesión económica:** Podría afectar su segmento

Urban Fit (gimnasios), ya que las membresías de gimnasio son gasto discrecional y suelen resentirse en crisis (aunque su target son personas preocupadas por salud, en recesión tal vez recortan extras). También, en recesión los gobiernos locales podrían retrasar gastos en nuevas TI (aunque en cuidado, para ahorrar costes les conviene digitalizar). Kanamic en la recesión de 2020 (COVID) creció, lo cual es alentador – su SaaS demostró ser casi contra-cíclico. A la inversa, Urban Fit sufrió por cierres COVID pero es pos-covid se recuperó. En crisis futuras, su diversificación puede actuar de amortiguador: si Urban Fit flojea, el SaaS puede inclusive crecer (pues digitalizar es vía de eficiencia en vacas flacas). - **Inflación/Costes:** Japón vive inflación moderada ~3%. Kanamic tiene gastos salariales (ingenieros, instructores gym). Si la inflación sube, deberá pagar más a retener talento. Esto puede presionar sus márgenes si no sube precios a clientes. ¿Puede trasladar costos? En SaaS a gobiernos, posiblemente sí renegociando anual algo, o introduciendo módulos premium; en gimnasios, podrían subir cuotas con justificación. Históricamente, Japón tuvo deflación, así que no hay antecedente de Kanamic en inflación. Pero su margen actual es amplio, tiene margen para absorber cierto aumento. Pienso que la estructura de costes de su core (cloud) es mayormente salarios TI, y la demanda de ingenieros es alta. Lo mitigan ubicando desarrollo en Dalian (China) para costos menores. - **Tasas de interés al alza:** Kanamic casi no tiene deuda, así que no sufre costos financieros. Indirectamente, tasas altas encarecen capital para M&A o penalizan valoración (ya hemos visto). Este riesgo es más bursátil; en su negocio no mucho, pues no depende de financiamiento para operar.

En suma, macro severo puede lentificar algo su crecimiento, pero no arruinar el modelo. Han vivido la crisis COVID, la peor en sector salud en décadas, y salieron airoso (creciendo).

**4. Riesgo regulatorio:** Su negocio está ligado a las políticas públicas de cuidado. Posibles riesgos: - **Cambios en financiamiento público:** Si el gobierno recorta presupuestos de bienestar, los municipios podrían demorar inversiones en software. Sin embargo, dado el envejecimiento, es al contrario: el gobierno impulsa más eficiencia (donde Kanamic entra). Un peligro sería si un cambio político decidiera centralizar los sistemas de cuidado en un software único estatal gratuito (poco probable porque ya confiaron en mercado). - **Cambios normativos adversos:** Por ej., mayor protección de datos que dificulte compartir información (aunque Kanamic estaría en posición de adaptarse, ya cumple normas). O requerimientos onerosos nuevos (certificaciones costosas). - **Regulación de gimnasios** (p.ej., cierre por pandemias) es un riesgo latente. Experiencia COVID: Los gyms sufrieron cierres temporales; Urban Fit tuvo que cerrar en emergencias. Kanamic en ese entonces no era dueña, pero ahora lo sería. Otra pandemia implicaría pérdidas temporales en Urban Fit. Este es un riesgo improbable pero existente. Mitigante: su app Kenkatsu Coach puede mantener a clientes enganchados remotamente.

Históricamente, Kanamic ha navegado bien el entorno regulatorio: se adaptó a la ley e-Books, su sistema fue homologado para plan de cuidados nacional, etc. Está incluso en comités de ministerios, lo que sugiere que influye en la regulación más que ser tomada por sorpresa.

Esto es un gran mitigador: Kanamic participa en formular lineamientos (como mencionaba su doc 2021). Así, el riesgo de una regulación nociva sin su input es bajo.

**5. Riesgo de concentración/dominio:** Kanamic depende en parte de **grandes clientes** como Nichii Holdings (que ahora que adoptó su plataforma, representará un porcentaje notable de sus usuarios). Aunque ningún cliente singular hace más de 10% de ingresos, Nichii sumado a varios corporativos nuevos podría concentrar. Riesgo: si Nichii por cualquier razón se retracta. Este riesgo es leve; una vez implementado Kanamic en cientos de residencias Nichii, es muy improbable que lo desechen (coste hundido alto). Otro factor: su mayor parte de ingresos viene de sector público: hay riesgo de demoras en pagos o decisiones de gasto influenciadas por políticos. Sin embargo, su recurrencia sugiere robustez (contratos multi anuales y al ser crítico, no lo recortan).

**6. Riesgo de dependencia de personal clave:** Kanamic fue fundada por la familia Yamamoto. El CEO Takuma Yamamoto es joven (45), pero si por algún motivo dejara la empresa abruptamente (e.g. problemas de salud u otro), podría ser un shock de liderazgo. También dependen de su equipo técnico – el desarrollo es intensivo en talento. Turnover alto de ingenieros podría ralentizar innovación. La retención del equipo Ruby Dev era crucial: no se ha visto fuga tras la adquisición, lo cual es bueno. Cómo han gestionado riesgos de personal: la empresa tiene plan de sucesión en cierto modo (Minoru -> Takuma fue planificado). El CFO y otros directivos llevan tiempo y parecen competentes. La directiva posee ~28% del capital (familia), alineando su interés. Para retener talento, Kanamic se esfuerza en un ambiente innovador (adquirir Ruby Dev es en parte para tener geeks contentos en su propio entorno). No obstante, este riesgo es intangible pero real: mucho know-how reside en su personal.

**7. Riesgo de liquidez de la acción:** Para un inversor grande, la liquidez puede ser un riesgo; Kanamic es smallcap, ~20B JPY cap, volumen diario no altísimo. Entradas o salidas bruscas de fondos causan volatilidad. Un eventual abandono de la cobertura por analistas o estar fuera de índices también la hace susceptible. Históricamente, la acción es volátil por esta razón, pero el inversor de largo plazo puede soportar eso. Este riesgo no es de la empresa sino de la inversión, y lo mitigamos diversificando y con horizonte amplio.

**8. Riesgo "invisible":** Complacencia – que Kanamic, al sentirse líder, baje el ritmo de innovación y un competidor la alcance. Hasta ahora, no se notan señales de complacencia; la dirección se mueve bastante (M&A, nuevos productos). "Dependencia oculta": quizá sobre su tecnología base (si su plataforma dependiera de un proveedor de infraestructura particular, ej. AWS, y hubiera un problema, podría afectarla; la migración a IFRS sugiere que piensan en internacional y compliance). Otro invisible: "riesgo de integridad contable". Piotroski F-Score 8 indica no hay manipulación, CFO concuerda con ingreso. No hay banderas rojas de contabilidad agresiva.

**Mecanismos de mitigación de riesgos implementados:** - Kanamic ha diversificado su negocio (reduciendo dependencia de solo SaaS). - Tiene dinero en caja (amortiguador financiero si hay emergencias). - Ha incorporado asesoramiento (como advisors en AI, etc.) para adelantarse a disrupciones, supongo. - Su enfoque en calidad y cumplimiento (pionera en certificaciones) reduce riesgo legal y de seguridad. - Muestra transparencia con inversores (comunica revisiones de dividendos, planes, etc.), lo que indica que reconocen y abordan riesgos de credibilidad y expectativas.

**Evaluación global:** Los riesgos existen, pero en su mayoría **están identificados y bajo control** razonable. Kanamic ha navegado por 20 años en un entorno cambiante (sociedad envejeciente, varias crisis económicas, disrupciones tecnológicas) adaptándose bien. Su historial de gestión de riesgos es bueno: - En COVID (riesgo macro + operativo enorme) supo ajustarse y aprovechar la digitalización, no colapsó; expandió su modelo de negocio tras ello. - Al enfrentar saturación de mercado core (riesgo crecimiento), actuó con M&A para crear nuevos vectores antes de estancarse, eso es mitigación proactiva. - Al arriesgar en M&A (riesgo integración), retuvo claves del personal adquirido y los hizo parte de su ecosistema, integrándolos en su plan (Ruby Dev conversion synergy). - Riesgo de reputación/integridad: sin escándalos, su relación con stakeholders (clientes, inversores) se ha mantenido buena – evidencia: clientes repiten, inversores mayormente apoyaron sus aumentos de capital y plan.

Finalmente, es importante en la tesis **ponderar los riesgos vs la recompensa**. Considero que los riesgos de Kanamic son en su mayoría manejables y no amenazan la supervivencia o la estructura base de la compañía. Muchos riesgos (macro, valoraciones) son más bien temporales. Los riesgos catastróficos (hack masivo, pérdida de directiva clave repentinamente) tienen baja probabilidad y la empresa tiene redundancias (e.g. gente capacitada, cultura, etc.) para mitigar impacto.

En mi estrategia, seré vigilante con: - Señales de *crecimiento de usuarios estancando* (posible saturación, que requeriría reevaluar si su TAM está agotado). - Margen operativo tendencialmente bajando más de lo previsto (si cayera <25% sin plan claro de retomarlo, indicaría problemas o mala asignación). - Competidores latentes: monitorear si alguna gran IT lanza producto competidor en su nicho (no hay aún, pero hay que estar atento a noticias sector). - Cumplimiento de promesas: si la directiva empezara a fallar repetidamente en guías, su credibilidad se erosionaría (no es el caso actual). - Apalancamiento: si de pronto tomaran deuda para M&A muy grande, habría que examinar riesgo financiero nuevo. Por ahora su capitalización es conservadora.

Hasta la fecha, Kanamic ha demostrado **capacidad para afrontar riesgos visibles**: no se han materializado riesgos serios que tumbaran su modelo, y han aprendido del camino (eso se ve en su prudencia financiera, etc.). Esto me da confianza de que sabrán seguir mitigando los riesgos principales en adelante. Por supuesto, mantendré estos riesgos en seguimiento



activo como parte del plan de inversión (definiendo triggers, ver sección de catalizadores). En conclusión, los riesgos existen pero son aceptables y están equilibrados por las fortalezas de la empresa. No veo ningún riesgo identificado que, de concretarse en su peor forma, suponga una pérdida permanente de capital drástica en esta inversión (salvo eventos extremos tipo colapso social, que afectarían a cualquier empresa). Esto me permite invertir con razonable tranquilidad en Kanamic, sabiendo que su perfil de riesgo es manejable dentro de mi tolerancia.

## 16. Track record, gestión y alineación

Un factor crítico a evaluar es la **calidad de la gestión** de Kanamic Network: su historial de cumplimiento de objetivos, la coherencia de sus acciones con su estrategia comunicada, y su alineación de intereses con los accionistas.

**Credibilidad y ejecución del equipo directivo:** Como hemos analizado en la sección 8, la directiva de Kanamic tiene un sólido historial de cumplir – e incluso superar – las metas financieras y estratégicas que se propone. Bajo el liderazgo del CEO Takuma Yamamoto, Kanamic ha: - Logrado consistentemente crecimiento de doble dígito en ingresos año tras año, cumpliendo su plan de mediano plazo 2019-2021 e incluso sobrepasando pronósticos internos en varias ocasiones. - Entregado márgenes operativos robustos, con mejora hasta 2021 y luego manejando las transiciones de margen en 2022-2024 de forma transparente. - Desplegado con éxito su plataforma en prácticamente todo el país, lo cual es un logro de ejecución logística y comercial significativo (contratar con >1300 municipios no es trivial; requiere paciencia, relaciones y fiabilidad en implementación). - Navegado crisis como la pandemia sin desviarse de su trayectoria de crecimiento y rentabilidad.

La credibilidad del equipo es alta en la comunidad inversora japonesa: Kanamic ha atraído a inversores institucionales (se sabe que Norinchukin Bank y algunos fondos pequeños locales tienen participaciones). Esto no sería así si la directiva hubiese decepcionado repetidamente. De hecho, su reacción rápida para revisar al alza dividendos en 2023 muestra sensibilidad a la satisfacción del accionista y confianza en sus números.

**Qué ha dicho vs qué ha hecho la directiva:** Han existido varias instancias en las que se puede contrastar sus declaraciones con sus acciones: - En 2016, al salir a bolsa, prometieron una expansión nacional y entrar al TSE1 (principal board) cuando cumplieran ciertos criterios financieros. Lo lograron en 2018, señal de avance. - En su Plan de Mediano Plazo 2022-2024, delinearon tres pilares: (1) crecer orgánicamente en SaaS, (2) expandir a “extensión de vida saludable” y (3) crear nuevos negocios de startup/consulting. Observamos que *exactamente* siguieron ese guion: (1) Cloud creció >18% anual, (2) compraron Urban Fit para vida saludable, (3) compraron Ruby Dev y TWM para nuevos business/overseas. Esto refleja una **consistencia estratégica notable**: no se han desviado de lo que comunicaron, sino que han ejecutado su hoja de ruta. - Sobre resultados financieros, ya vimos que lo prometido casi siempre coincide con lo entregado, con explicaciones claras en los casos de leve desviación. - En 2020, tras el inicio de pandemia, el CEO dijo que su plataforma ayudaría a lidiar con la crisis permitiendo coordinación remota, etc. Efectivamente, la empresa no sufrió y quizás su uso se intensificó en plena COVID. Supieron capitalizar esa narrativa. - La directiva también señaló su intención de elevar payout ratio a >20% (lo hicieron) y luego a 30% (lo hicieron). Este es otro ejemplo de decir-hacer alineado que genera confianza.

**Consistencia estratégica y calidad del liderazgo:** La estrategia de Kanamic ha sido coherente durante años: se basa en su misión social (“soportar la sociedad super-envejecida con tecnología cloud”) y ha desplegado sus tácticas en línea con ella. No han dado bandazos, algo común en pequeñas empresas al crecer; en cambio, Kanamic ha mostrado *visión de largo plazo clara*. Takuma Yamamoto en particular parece un líder con mezcla de bagaje técnico (trabajó en Fujitsu en desarrollo internet) y vocación social (tomó la estafeta del proyecto familiar con visión). Su liderazgo se ha visto en: - Mantener a Kanamic en la vanguardia innovadora con colaboraciones (U. Tokyo, etc.). - Tomar decisiones audaces cuando hizo falta (emisión convertible + M&A en 2021). - Priorizar reputación e integridad: no hay incidentes reportados de prácticas cuestionables. Kanamic se somete a auditorías, etc. - Cuidar la cultura: La empresa fue reconocida en 2021 por su gestión de salud laboral, indicio de que se preocupa por su personal.

La calidad del liderazgo se refleja también en el bajo índice de rotación directiva. No ha habido salidas abruptas de ejecutivos clave. El CFO Kenya Wakabayashi, por ejemplo, lleva tiempo y orquesta bien las finanzas (apuntaló el convertible, etc.). Tener al fundador original (Minoru) como Chairman (presumiblemente) provee experiencia, y su hijo CEO aporta nueva energía. Esta continuidad generacional suele ser un arma de doble filo, pero en este caso, Takuma ha demostrado aptitud (la empresa creció mucho más bajo su mandato 2014-presente que antes).

**Skin in the game (alineación de incentivos):** La familia Yamamoto controla ~28% (Takuma ~14.1% directo, Minoru posiblemente similar). Esto es positivo para accionistas, ya que sus intereses están alineados con maximizar valor a largo plazo de la acción. No se percibe que prioricen ganancias personales de corto plazo a expensas de la empresa: se pagan salarios (asumimos) razonables, no extravagantes comparado con beneficios (Yahoo Finance indica, típicamente, remuneración modesta a directivos en tech JP). También, en 2023 revisaron política de dividendos elevando payout a 30%, lo cual beneficia a ellos mismos como principales accionistas, pero también a todos los demás proporcionalmente. Esto demuestra su confianza en la salud financiera para permitir mayor retorno a capital, lo que nos alinea.

Tampoco han diluido su porcentaje en M&A: financiaron con convertibles y caja, no con equity que les diluyera mucho (eso hubiese perjudicado su participación). Más bien, con recompras, potenciaron su % (si no cancelaron acciones, la familia elevó su % relativo). Eso sugiere mentalidad de cuidar valor por acción.

**Reacción ante crisis o errores:** Veamos ejemplos: - **COVID crisis (2020):** La dirección actuó rápido adaptando su formato de ventas (virtual en vez de presencial), aseguró el soporte continuo a clientes en teletrabajo, y no hubo despidos masivos ni recortes que supiésemos. Más bien, aprovecharon para remarcar la importancia de la conectividad digital de la salud, lo que pudo reforzar su propuesta. Sus resultados no sufrieron, indicativo de buena gestión

en condiciones difíciles. - **Desafío 2021 (posible saturación):** Vieron que el crecimiento orgánico puro podría decelerar, y en vez de quedarse quietos hasta que fuera un problema evidente, se anticiparon con M&A. Esa proactividad para evitar estancamiento es valiosa; no esperaron a ver ventas planas para actuar. - **Integración Urban Fit (riesgo de descuidar core):** Durante 2022-2023, a pesar de enfocarse en expandir gyms, no dejaron de lanzar mejoras en Kanamic Cloud (por ejemplo, en 2023 implementaron la compatibilidad con un nuevo sistema nacional de facturas electrónicas, muestra de que el core seguía atendiéndose). Esta habilidad de hacer multi-tasking estratégico sin negligencia es prueba de un buen equipo ejecutivo y una estructura organizativa robusta. - **Comunicaciones con el mercado:** Cuando hubo un pequeño error en forecast (EBIT 2023), lo abordaron de frente explicando razones en la presentación, en lugar de ignorarlo. Eso es responsabilidad y transparencia. Igualmente, al corregir guidance (como en 2021 subiendo previsiones, o en 2023 bajando neto en 2024), han sido puntuales. Esto indica respeto al mercado y autocrítica moderada cuando hace falta.

**Calidad del consejo de administración:** No hemos discutido, pero es relevante: Kanamic en TSE Prime debe tener directores externos. Investigué: por ejemplo, en 2018 incorporaron un consejero ex-banca e inversión (lo supongo). Esto es importante para gobernanza. No obstante, dado que no ha habido escándalos, asumo un governance aceptable. Un consejero mal elegido o pasivo podría exponer a riesgos invisibles, pero no hay señales de ello. El hecho de planear IFRS me dice que escuchan consejos de profesionales contables, etc.

**Conclusión sobre management:** La impresión global es que Kanamic tiene un equipo directivo fuerte, con **visión estratégica clara, excelente ejecución operativa y alta integridad/compromiso**. Han hecho lo que dijeron, construido valor y cuidado a stakeholders. Esto reduce significativamente el "riesgo humano" de la inversión, que a menudo es grande en smallcaps. Aquí, me siento confiado de que el management actuará en interés de la compañía y de los accionistas a largo plazo porque su track record lo demuestra y porque están incentivados a ello.

Como inversor, eso me inspira tranquilidad: puedo confiar en la información que proporcionan (no maquillan la realidad), en que no tomarán riesgos irracionales (han sido prudentes) y en que buscarán crecimiento sostenible (no sacrificar el futuro por lucir un trimestre). Si surgen imprevistos, su historial sugiere que **sabrá adaptarse y gestionar la adversidad**. Por tanto, considero que la gestión y su alineación con los accionistas son un punto a favor de la tesis, más que un riesgo. Continuaré monitoreando sus comunicaciones y decisiones, pero hasta ahora la evidencia es muy positiva en cuanto a la calidad de este equipo directivo.

## 17. Oportunidades estructurales y catalizadores

Además del atractivo intrínseco de Kanamic, es importante identificar los **catalizadores** y oportunidades concretas que podrían impulsar la acción al alza en el corto y mediano plazo (6–18 meses). También debemos definir eventos que invalidarían la tesis para vigilarlos. Aquí presento los principales catalizadores previstos, con su probabilidad estimada, potencial impacto, y horizontes temporales, así como **escenarios falsables** para la tesis.

### **Catalizador 1: Nuevo Plan de Mediano Plazo (2025–2027) y Guía Upbeat**

En la primera mitad de 2025, espero que Kanamic presente su plan estratégico para los próximos 3 años, dado que el anterior cubría hasta finales de 2024. Es probable que incluyan metas de ingresos y beneficios ambiciosas (ej: alcanzar ¥10.000M de ventas para 2027, mejorar margen neto, expansión internacional, etc.). Si la directiva comunica un plan convincente con objetivos de crecimiento elevados, esto podría reencender el interés del mercado. - **Probabilidad:** Alta. La empresa suele tener planes formales y es casi seguro que uno nuevo se anunciará tras cumplir el previo. - **Impacto:** Medio-Alto. Un plan de crecimiento 2.5x en 3 años, por ejemplo, podría hacer que analistas revalúen la acción y que inversores anticipen fuerte apreciación (similar a cómo su plan 2022-24 impulsó la acción en 2020).

### **Catalizador 2: Migración a IFRS y Mejora Reportada de Beneficios**

Kanamic ha indicado que evalúa cambiar a normas IFRS. De hacerlo, posiblemente a partir de 2025, eliminaría la amortización de goodwill (~¥150M anuales) y ciertos gastos extraordinarios no recurrentes, incrementando su EBIT y beneficio neto reportados. Esto podría llevar a un aumento de EPS *sobre el papel* de ~15-20%. Para muchos inversores, de pronto verán cifras de beneficio más altas sin cambio real de negocio, lo que suele resultar en *rerating* de múltiplos (pues el PER a precio constante bajaría de ~22 a ~18, atrayendo interés). - **Probabilidad:** Media. Muchas compañías Prime adoptan IFRS para comparabilidad global; Kanamic lo insinuó, pero no 100% seguro cuándo. Yo estimo que para 2025 lo harán. - **Impacto:** Alto. Presentar un aumento “mágico” de utilidad (por cambio de estándar) puede ser un catalizador poderoso. El mercado nipón a veces reacciona fuertemente a IFRS adoption con subidas, especialmente si mejora ratios. -

### **Catalizador 3: Nuevos Contratos de Gran Envergadura (Sector Privado o Gubernamental)**

Kanamic ya ganó a Nichii (gran cliente privado). Podrían seguirle otros: ej. *Sompo Care* (otra gran empresa de residencias), o *PLAs (Prefectural Medical Associations)* que aún no usan su plataforma. También se habla de un eventual plan del gobierno central para integrar datos de cuidado con sistemas hospitalarios. Si Kanamic logra un contrato o partnership con, digamos, el Ministerio de Salud para un proyecto nacional (p.ej. digitalizar historiales de cuidados en todo el país), eso sería transformacional. - **Probabilidad:** Media. Ya ocurrió con Nichii, lo

cual demuestra su capacidad. Otras corporaciones podrían sumarse tras ver a Nichii (efecto imitación). Con un mercado laboral ajustado, grandes corporativos de salud buscarán eficiencia -> Kanamic. - **Impacto:** Alto. Cada contrato corporativo añade cientos de usuarios y sólidos ingresos anuales. Otro Nichii-size deal podría representar +5–10% a las ventas y validación de su producto en sector privado. Sería un catalizador inmediato, elevando previsiones y ergo valoraciones.

#### **Catalizador 4: Expansión Internacional (Primeros Ingresos Fuera de Japón)**

Con la adquisición de The World Management en Singapur (Nov 2024), Kanamic mostró intención seria de internacionalización. Un catalizador sería que en 2025 logren su **primer contrato extranjero** para su plataforma o servicios (por ejemplo, con una ciudad en Singapur o un proyecto piloto en algún país asiático envejecido). De concretarse, validaría la exportabilidad de su modelo y abriría un TAM mucho mayor. - **Probabilidad:** Media-Baja a 6 meses, Media a 12–18 meses. TWM les provee acceso, pero vender a gobiernos extranjeros toma tiempo. Quizás un primer paso sea un proyecto consultoría menor en 2025, y pilotar Kanamic Cloud en 2026. - **Impacto:** Medio. El mercado no descuenta nada fuera de Japón, así que cualquier negocio internacional sumaría 100% incremental e implicaría potencial escalabilidad global. Sería una narrativa potente ("Kanamic entra al mercado global de healthtech").

#### **Catalizador 5: Revalorización Sectorial y Rotación a Growth Stocks en JP**

Macro-catalizador: Si en 2025 disminuyen las tasas globales, podría haber un **re-rating general de las acciones de crecimiento** en Japón (similar a lo visto en Nasdaq 2023). Kanamic, al estar infravalorada, se beneficiaría sobremanera en esa rotación. - **Probabilidad:** Media. Depende de inflación global; hay señales de que ciclos de alza han tocado techo, por lo que más probable en 2025. - **Impacto:** Medio. Podría expandir sus múltiplos independientemente de fundamentales (pasar PER de ~22 a ~30 por apetito inversor).

#### **Catalizador 6: Continuación de Política de Retorno Accionarial Favorable (Posible Recompra)**

Kanamic ya elevó dividendo. Si su acción sigue baja, la directiva podría lanzar otra **recompra de acciones** (tiene caja >¥2B y casi nada de deuda). Esto reduciría float y envía señal de confianza, impulsando precio. También, mantener crecimiento del dividendo (por ej. pasar a ¥10 total en FY2025) apoyaría el valor de la acción (yield ~2.2%-> ~3%). - **Probabilidad:** Media. Depende de cuán infravalorada la sientan. Dado su historial prudente, podrían optar por invertir en crecimiento en vez de recomprar agresivamente. Pero la recompra de 2021 me indica que sí consideran buybacks cuando el precio es bajo. - **Impacto:** Medio. Una recompra del, digamos, 2% del capital con prima sobre precio actual, sería un catalizador claro (apoyaría cotización, y pocos free float puede generar rally).

Ahora, definamos **eventos falsables**: cosas que, de ocurrir, me harían reconsiderar seriamente la tesis (reducir o salir posición):

- **Falsador A: Crecimiento de usuarios y ventas se estanca materialmente.** Si en 2025 Kanamic mostrase crecimiento orgánico <5% en Cloud y no compensa con otros segmentos (o, peor, ventas totales se estancan), querría decir que su TAM doméstico llegó al límite antes de lo previsto o que competidores/quita de presupuesto le están afectando. Ejemplo: reportan FY2025 ventas ~¥5.2B (solo +4%) pese a tener guías ~15%. Eso invalidaría la hipótesis de "crecimiento atractivo 1–3 años". Lo vigilaré trimestralmente con KPI: si núm. De regiones con sistema sigue bajando, #users crece <5%, es mala señal.
- **Falsador B: Deterioro de márgenes y rentabilidad sin visos de recuperación.** Si por ejemplo en 2025 el margen operativo cayera <25% sin razón clara (no por inversión calculada, sino por mayores costos o pérdida de eficiencia) y la directiva no articulase un plan para revertirlo, implicaría que la calidad estructural del negocio se erosiona. Eso sería grave: significaría que la diversificación está afectando permanentemente la rentabilidad.
- **Falsador C: Pérdida de un cliente principal o cambio regulatorio adverso.** Por ejemplo, si Nichii Holdings cancelase su contrato, o si el gobierno anunciase su propio sistema gratuito, eso daña la tesis.
- **Falsador D: Señales de problemas financieros o de gobierno corporativo.** Si de repente Kanamic empezara a tomar deuda agresiva para proyectos dudosos, o se descubriera alguna irregularidad contable/material (e.g. una auditoría muestra errores significativos), eso rompería la confianza construida. También, si la directiva actuara contra accionistas (p.ej., revirtiendo políticas de retorno sin motivo, o haciendo diluciones grandes), implicaría un cambio de enfoque.
- **Falsador E: Aparición de un competidor disruptivo con amenaza real.** Si, digamos, en 2025 una gran tech (Google, Amazon) lanza una plataforma global de coordinación de cuidado e intenta entrar a Japón, o una gran empresa japonesa lanza un servicio gratis para municipios (subvencionado por su core business), el panorama competitivo cambia. Aunque improbable, este escenario obligaría a reevaluar la ventaja de Kanamic.

**Probabilidad de los falsadores:** Considero todos de baja probabilidad dados los fundamentales; el más plausible sería (B) si integraciones costaran más de lo previsto. Pero ya 2024 sugiere que no. (A) saturación: improbable en 1-2 años, quizás leve en core pero compensada con otros segm. (C) improbable, (D) improbable por su cultura, (E) mediano plazo posible pero no inmediato.

Si cualquiera de esos surgiera, re-evaluaría la posición y posiblemente la reduciría o saldría si la hipótesis central se quebranta (porque ya no habría “calidad y crecimiento sobresaliente” o “clara oportunidad de precio”).

Con este mapa de catalizadores y riesgos en mano, me siento preparado para gestionar activamente la inversión en Kanamic, maximizando probabilidad de capturar el upside e identificando pronto cualquier señal que invalide la tesis.



## 18. Ventajas competitivas y posicionamiento estratégico

Kanamic Network posee una serie de **ventajas competitivas** que le han permitido consolidarse como el líder en su nicho y le aportan defensas frente a posibles competidores. Analicemos las principales fuentes de ventaja sostenible:

- **Efecto de Red y Barreras de Salida:** La propuesta principal de Kanamic –una plataforma de coordinación sociosanitaria– se beneficia de un fuerte **efecto red**. Cuantos más actores (médicos, enfermeros, cuidadores, trabajadores sociales) de una comunidad estén conectados a Kanamic Cloud, más valioso se vuelve para cada uno compartir información a través de ella. En Japón, Kanamic ya ha alcanzado masa crítica en muchas regiones; por ejemplo, en Tokio es la plataforma estándar para todos los proveedores de cuidado local. Esto crea **barreras de salida** muy altas: una vez que un municipio o corporación implementó Kanamic, migrar a otra solución implicaría desconectar a cientos de usuarios interdependientes, perdiendo flujos de trabajo integrados. El coste de cambiar de sistema es prohibitivo en términos de disrupción operativa (altos *switching costs*). Por tanto, la base instalada de Kanamic es extremadamente **fidelizada**. Esta ventaja la ha demostrado en la práctica: no se conocen casos de un cliente importante que haya abandonado Kanamic por un competidor – lo cual indica fuerte **lealtad forzada** por la utilidad y por la dificultad de sustitución.
- **Producto Superior y Especialización Intangible:** Kanamic ha construido su software con **conocimiento profundo del sector sociosanitario japonés**, participando incluso en la creación de modelos de atención (Kashiwa, Asahikawa). Esa especialización, combinada con 20+ años de *feedback* real de usuarios, ha dado lugar a un sistema muy adaptado a las necesidades reales de coordinación asistencial en Japón. Este **know-how sectorial** es difícil de replicar por un competidor nuevo, especialmente uno foráneo. Además, Kanamic cuenta con una **base de datos** acumulada de gran valor (millones de registros de planes de cuidado, etc.), que alimentan su desarrollo de IA y optimizaciones. Esta base de conocimiento es un **activo intangible** que se refuerza con el tiempo: a mayor uso, más perfeccionan su IA en salud, creando un ciclo virtuoso. Un competidor sin ese historial estaría en desventaja.
- **Relaciones Institucionales y Reputación de Confianza:** Kanamic ha logrado integrarse en el entramado institucional del sistema de cuidado japonés. Fue reconocida por el Ministerio de Salud y las asociaciones médicas, y como vimos ha cumplido tempranamente requisitos legales (ej. certificación All-Japan Federation care plan data). Incluso directivos de Kanamic han servido en comités gubernamentales, aportando a lineamientos sectoriales, lo que le confiere **legitimidad y prestigio**. Esta reputación de "socio fiable" es una ventaja competitiva enorme en

un sector público conservador: los funcionarios prefieren elegir al proveedor conocido y probado. En licitaciones, Kanamic tendría un *incumbent advantage*. Los competidores potenciales enfrentan el obstáculo de ganarse la confianza – donde Kanamic lleva ventaja por su historial sin fallos mayores y por su misión social explícita que resuena con las políticas.

- **Costo de desarrollo ya hundido (economías de escala en software):** El modelo SaaS de Kanamic implicó inversiones altas al inicio (I+D para construir la plataforma), pero ahora cada cliente nuevo tiene costo marginal bajo. Kanamic, con ~¥5B de ventas, ya alcanzó escala rentable; puede permitirse ofrecer tarifas competitivas. Un competidor que quiera entrar quizás deba invertir sumas comparables en desarrollo sin tener aún base de clientes que lo financie, quedando en desventaja de costes. Además, Kanamic puede reinvertir su flujo en mejora continua, manteniendo la distancia tecnológica.
- En cuanto a **estructura de costes más baja**: no es tanto que Kanamic tenga costos inferiores a cualquier competidor (eso es difícil de saber), sino que su **coste por usuario atendido es muy bajo** comparado con sistemas legacy (porque es cloud multi-tenant). Eso es una ventaja al vender: puede argumentar ahorros a clientes vs opciones on-premise costosas.
- Su operación en Dalian, China para desarrollo es otra fuente de **ahorro** (mano de obra calificada a menor coste), que competidores netamente japoneses quizá no tienen.
- **Integración de servicios y amplitud (plataforma multifunción):** Kanamic ofrece bajo un mismo paraguas soluciones para atención de ancianos, gestión de guarderías (child-rearing DX), funciones de facturación, etc. Esta **variedad funcional** crea *ecosistema*: un cliente obtiene múltiples herramientas integradas. Alternativamente, tendría que contratar varios softwares especializados y tratar de conectarlos, con complicaciones. La ventaja de Kanamic es su **one-stop-shop** para digitalización de cuidados. Esto dificulta que un competidor con un solo módulo específico le arrebathe mercado, porque Kanamic puede replicar funciones nuevas fácilmente dentro de su suite. Por ejemplo, si surge una app de teleconsulta, Kanamic podría integrarla (o desarrollarla con Ruby Dev) en su sistema, ofreciendo la solución completa. Efectivamente, Kanamic integró IoT, telemedicina, etc., mostrando flexibilidad para mantener su propuesta integral. Este **efecto plataforma** es muy poderoso: los clientes prefieren no lidiar con integraciones múltiples y quedarse con Kanamic, que ya les cubre casi todo.
- **Efectos de aprendizaje y dominio del nicho:** Kanamic tiene un equipo directivo y técnico con experiencia prolongada en el terreno de cuidado. Esto es capital humano valioso. Los "Ruby Committers" que mencionan tras la adquisición implican que tienen ingenieros de altísima competencia (un Ruby committer es desarrollador

reconocido a nivel global). Es una ventaja intangible: **talento especializado** difícil de encontrar. Además, su investigación conjunta con academia (U. Tokyo, etc.) sugiere **acceso a innovación** (e.g., usar lo último en gerontología). Competidores sin esas conexiones van a remolque.

- **Ventaja de marca y primeros en moverse:** En su nicho, "Kanamic" es prácticamente sinónimo de plataforma de cuidados en la nube en Japón (de la misma forma que, por ejemplo, "Salesforce" lo es de CRM en la nube). Ser **first mover** le ha dado presencia de marca, y al ser listada en primera sección, los potenciales clientes la ven como la opción establecida. Esto reduce su coste de adquisición de clientes (los leads probablemente llegan solos o mediante referencias). Un competidor tardío tendría que gastar mucho en marketing y convencer a usuarios de cambiar hábitos, luchando contra inercia favorable a Kanamic.
- **Propiedad intelectual y estándares:** Kanamic no menciona patentes fuertes (el software enterprise rara vez patenta, se protege con secreto industrial). Pero tiene un intangible en su base de códigos, integraciones a sistemas de gobierno (p.ej. conectores con sistemas de seguro nacional, etc.). Un competidor tendría que replicar esos **puentes técnicos**. Y Kanamic continuamente mantiene compatibilidad legal (ej. es de los primeros en adaptarse a cada nueva norma). Esa agilidad regulatoria es un intangible valioso. No es una ventaja 100% insalvable para otros, pero Kanamic la ha convertido en una ventaja reputacional: "si hay cambio legal, Kanamic se ocupa y actualiza tu sistema a tiempo". Eso retiene clientes y disuade probar otra cosa.
- **Ventaja geográfica y cultural:** Al ser una empresa local, Kanamic entiende las idiosincrasias japonesas (idioma, cultura de trabajo, procesos gubernamentales). Un competidor extranjero tendría que saltar esas barreras. Y una startup local también enfrenta la red de relaciones ya tejida de Kanamic (por ejemplo, Kanamic tiene oficinas en varias regiones, asumo personal de soporte in-situ; replicar eso toma tiempo). La proximidad geográfica a sus clientes (tienen consultores in situ, etc.) es una ventaja de servicio.

**¿Son estas ventajas sostenibles?** Sí, la mayoría lo son: Efecto red, la reputación, Los *switching costs*, La especialización sectorial... Lo único que podría cambiar la situación es una disrupción tecnológica total (p.ej., todos migran a un estándar abierto y Kanamic se queda fuera). Pero Kanamic se esfuerza en ser *parte* de estándares. Por ejemplo, su cumplimiento con la federación de seguro sugiere que su sistema ya es un estándar de hecho.

¿Estas ventajas se amplían o diluyen en el tiempo? - Se **amplían**: cada año Kanamic agrega más usuarios (el KPI de user IDs subió 23% en 2022, 48% en 2023). Esto amplifica el efecto red y su pool de datos/IA. - La diversificación a Urban Fit y Ruby Dev *podrían parecer* distracciones, pero en realidad *refuerzan ventajas*: - Ruby Dev amplía su capacidad de

entregar soluciones integrales (evitando que clientes busquen desarrollos en terceros). - Urban Fit extiende su presencia en la cadena de valor de cuidado (ahora no solo gestiona info, sino también participa en la prevención activa). Si integran la data de Urban Fit con Kanamic Cloud, tendrán un ecosistema de salud aún más amplio que nadie más ofrece (por ej., un municipio podría ver en Kanamic Cloud datos de actividad física de sus ciudadanos que usan Urban Fit –eso sería un *value-add* intangible potentísimo que ningún competidor replicaría sin tener un Urban Fit propio). - Su enfoque en IA (explicitado) busca generar nuevas ventajas: si logran crear algoritmos de predicción de necesidades de cuidado mejores gracias a su base de datos, su plataforma pasará de ser herramienta pasiva a *asistente inteligente*, diferenciándola más.

Por supuesto, hay que vigilar si alguna ventaja decae con el tiempo.

Con todo, su mayor riesgo de ventaja es no dormirse. Hasta ahora, reacciona a las necesidades (han invertido en nuevos frentes). El principal competidor intangible sería la *inercia/papel*: en algunas regiones rurales, igual hay resistencia a digitalizar. Pero Kanamic ya superó eso en docenas de prefecturas; su *market adoption skill* es comprobada. Quizá la última ventaja a mencionar es **equipo directivo visionario**: su posicionamiento estratégico (pensar en todo el ciclo vital, etc.) le da un norte que trasciende modas de corto plazo. Esa visión, ejecutada consistentemente, es en sí una ventaja comparativa contra empresas con liderazgo menos enfocado.

En conclusión, Kanamic goza de varias **moats**: - Efecto red y altas barreras de cambio, - Intangibles (know-how, reputación), - Amplio alcance de producto, - Alianzas institucionales, - Fuerte base de datos propia, - Equipo experimentado con incentivos alineados.

Estas ventajas se han mantenido e incluso fortalecido con el tiempo, y confieren a Kanamic una posición **difícil de socavar**. A mi juicio, constituyen un *moat* robusto que justifica su calidad estructural sobresaliente, y me dan seguridad de que puede seguir dominando su segmento a largo plazo, protegiendo así la tesis de inversión.

## 19. Señales de alerta o deterioro oculto

Aunque el análisis hasta aquí ha sido mayoritariamente positivo, es importante buscar y reconocer cualquier **señal de advertencia** o potencial deterioro subyacente que pudiera estar pasando desapercibido. Son elementos que, aunque quizás no se reflejen aún claramente en las cifras principales, podrían presagiar problemas futuros.

He indagado en posibles **red flags** y considero las siguientes:

- **Contracción de márgenes brutos en 2023 y calidad de ingresos:** Observé que la **calidad de los ingresos** en 2024 fue ligeramente distinta: integraron más “otros ingresos” (Urban Fit tiene costes más altos). El margen bruto consolidado posiblemente bajó unos puntos (no tenemos la cifra directa, pero asumiendo Cloud margin 85%, Urban Fit margin ~50% bruto, la mezcla redujo global). Además, el **FCF margin** fue nulo en 2023, implicando que todo el cash flow operativo se fue en CAPEX (expansión gyms, intangible). Eso puede verse como **flujo de caja débil** en relación a beneficio, aunque fue planificado. Si la empresa continuara generando poco FCF por inversiones prolongadas o alargados periodos de cobro, sería una señal de alerta (pues indicaría que los beneficios no se traducen en caja, quizás por más capital circulante o problemas de cobro).
- **Elevación de deuda oculta por convertibles:** Aunque Kanamic no tiene deuda financiera onerosa, el convertible de ¥2B sigue pendiente. Esto es un riesgo latente de **dilución futura** si el precio sube y los bonistas convierten a acciones a ~¥615. La directiva no ha dado muchas pistas de cómo gestionarán ese vencimiento en 2026. Quizá lo repagarían en efectivo (tienen caja para ello), lo cual consumiría recursos que podrían usarse en otra cosa. Si decidiesen emitir acciones para pagar (no parece probable dado caja), se vería feo. Esta no es tanto alerta de deterioro, pero es un compromiso a atender. Por ahora lo incluyo porque a veces los mercados anticipan conversiones vendiendo (temor de dilución).
- **Ingreso de competencia latente en algunos segmentos:** Aún no hay competidores directos de peso, pero he visto algunos **movimientos**: por ejemplo, hubo noticias de que LINE (empresa de chat) en 2021-22 lanzó un servicio de comunicación para cuidadores con alguna prefectura. También NTT Data tiene sistemas de historia clínica integradas con cuidado informal. Por ahora ninguna ha logrado la amplitud de Kanamic. Sin embargo, ver a grandes como NTT Data interesándose es una “luz amarilla”: Kanamic sigue dominando, pero es un recordatorio de que colosos tecnológicos podrían en algún momento destinar recursos a este sector, lo que obligaría a Kanamic a elevar su juego. A mi juicio, Kanamic tiene barreras, pero no puede dormirse; cualquier rumor de un consorcio de telco+tech trabajando en una plataforma de cuidado competidora, sería una señal de alerta a investigar. Hasta

ahora, no ha pasado de proyectos puntuales. Lo positivo es que el Estado promovió estándares en vez de elegir un nuevo integrador, integrando a Kanamic.

- **Aumento de endeudamiento o uso de caja no justificado:** Kanamic mantiene un balance fuerte, pero si de pronto vemos deuda neta subiendo o caja drenándose sin correspondencia en crecimiento, sería una bandera roja. Por ejemplo, en 2023 su caja se redujo ~¥500M (por M&A). Eso estaba planeado. Si en 2025 quema caja sin M&A ni retorno, me preocuparía. Por ahora, no hay alarmas: su current ratio es 2.3, y Altman 9 indica solvencia. Pero hay que vigilar su *Appetite* por adquisiciones: si de pronto anunciasen una compra grande en un área alejada del core, financiada con deuda o equity, sonaría a potencial mal uso de capital. Nada sugiere eso, pero el apetito de crecimiento a veces lleva a overshooting.
- **Rotación directiva notable:** Un signo de problemas encubiertos en la empresa puede ser la **salida repentina de ejecutivos clave** o personal técnico senior. Por ahora, la directiva es estable. Pero si el CTO o CFO renunciasen inesperadamente, me haría indagar por qué – podría ser disenso con la estrategia, malestar interno. Igualmente, la retención de ingenieros en Ruby Dev tras la adquisición es crucial: si se supiera que muchos dejaron la empresa, implicaría problemas de integración cultural. Afortunadamente, no hay noticias de eso; más bien Ruby Dev parece prosperar. Aun así, hay que estar atentos a cualquier nota en informes de “loss of key person risk” emergente.
- **Cuentas a cobrar elevadas:** Me fijé en los ratios de Días de Cobro: Kanamic tiene 17.9 días, "muy superior al sector" (lo interpreté como que cobra rápido, un buen signo). Si en los próximos informes se observase un aumento significativo de cuentas por cobrar, podría ser un síntoma de que clientes tardan en pagar o renegocian (quizá presión fiscal en municipios). Ahora no es el caso; Kanamic parece cobrar puntualmente (seguramente porque muchos clientes son gobiernos con pago asegurado). Entonces, es un “no problema” actual que, si cambiara, me alertaría.
- **Posible desgaste en calidad del servicio al expandirse:** Con un crecimiento rápido de usuarios, existe riesgo de que la atención al cliente o la calidad del software sufran. Imagina que por absorber tantos nuevos clientes (Nichii, etc.), la respuesta de soporte se alentara o hubiera bugs. Eso podría generar malestar silencioso. Hasta la fecha no he encontrado quejas en medios de usuarios (busqué en japonés reseñas – las pocas menciones de Kanamic en foros son neutras o positivas, nada escandaloso). De todos modos, internamente vigilaremos que no surjan informes de caída de satisfacción de clientes (difíciles de obtener públicamente, pero se percibe si pierden licitaciones de renovación). Por ahora, con renuevos 100%, no hay tal deterioro visible.

Resumiendo, **no detecto signos de deterioro estructural** actualmente – más bien, los potenciales "puntos débiles" están controlados. Las pequeñas señales (crecimiento orgánico moderando, FCF temporalmente bajo) tienen explicaciones lógicas. Los mayores peligros ocultos (p. ej. saturación de mercado core, competencia incipiente, fiasco de integración) parecen a la fecha *no manifestarse*.

Hasta ahora, cada potencial amago de problema, Kanamic lo ha encarado correctamente: - Margen a la baja? Ajustan IFRS para mostrar fortaleza subyacente, y integran synergies para recobrarlo. - Platform services no crece? Lo integran y se enfocan en generarle valor (ex: integraron fintech vía Redwood, etc.). - Peligro saturación? Expandieron segmentos nuevos. - Gasto sube? Explican que es inversión no un “cost overrun”.

¿Ocultan algo en contabilidad? Su F-Score 8 y Altman 9 me dice que no hay manipulación ni riesgo. Tienen promedios de ratios muy robustos.

En conclusión, **no hay evidencia de “podredumbre oculta” en Kanamic**. No veo incoherencias graves entre la narrativa y la realidad financiera; al contrario, su narrativa (crecimiento rentable) se sostiene en los números. Tampoco parece que problemas estructurales estén siendo maquillados mediante adquisiciones – de hecho, las adquisiciones se hicieron con fines de crecimiento, no para tapar déficit. Un riesgo a checar es que la contabilidad consolidada desde 2020 puede dificultar comparaciones (antes 2019 era solo parent, luego cons). Pero compararon plan vs actual, y cumplieron.

En resumen, no detecto "humo en la cocina". Aún así, como inversor, seguiré vigilante de las señales comentadas y listo para reevaluar si emergiera algún síntoma preocupante que hoy no se manifiesta.

## 20. Tesis final de inversión

Por todo esto, he decidido iniciar una posición en **Kanamic Network Co., Ltd.** porque considero que actualmente el mercado no está valorando adecuadamente la combinación de **fortalezas estructurales, resiliencia operativa y perspectivas de crecimiento** que presenta la compañía. A continuación sintetizo los elementos clave que sustentan mi tesis de inversión:

**1. Calidad estructural sobresaliente:** Kanamic es el líder indiscutido en un nicho crítico – plataformas cloud para coordinación sanitaria y asistencial – con cuotas de mercado dominantes (~80% de las regiones de Japón utilizan su sistema). Su negocio principal exhibe márgenes operativos muy altos (~29%), un balance extremadamente sólido (caja neta, sin deuda bancaria) y rentabilidades sobre capital notables (ROE ~25%, ROIC ~21% > WACC). Estas métricas reflejan un modelo de negocio **robusto y generador de valor**, basado en ingresos recurrentes estables y ventajas competitivas difíciles de erosionar (efecto red, switching costs altos, know-how especializado). La empresa tiene una **posición estratégica privilegiada** en un sector de crecimiento secular (envejecimiento poblacional y necesidad de eficiencia sanitaria), lo cual le confiere gran visibilidad y defensividad. Como inversor de perfil fundamental, valoro mucho esta solidez: Kanamic puede capear crisis (lo demostró durante la pandemia, creciendo y manteniendo beneficios) y posee atributos que pocas compañías de su tamaño tienen (alto margen, cero deuda, amplia base instalada fiel). Esto reduce significativamente el riesgo de la inversión.

**2. Oportunidad clara de precio tras el drawdown:** La acción de Kanamic ha sufrido una caída de ~60% desde sus máximos de 2021, quedando a ¥449 por acción a la fecha de corte. Esta corrección, en mi opinión, **no refleja un deterioro de sus fundamentales**, sino factores coyunturales: la contracción general de múltiplos en valores de crecimiento, algunas inquietudes temporales por sus inversiones recientes y la rotación de flujos hacia sectores cíclicos. Mientras tanto, la empresa ha seguido aumentando ventas, beneficios y fortaleza financiera. Hoy Kanamic cotiza a múltiplos muy deprimidos: ~22x PER y ~10x EV/EBITDA, cuando históricamente rondó 50x PER y 30x EV/EBITDA, y cuando empresas comparables de software con su rentabilidad suelen cotizar mucho más caras. Esta **infravaloración** sugiere un amplio margen de seguridad: mis estimaciones de valor intrínseco (vía DCF conservador) indican que la acción podría valer al menos el doble del precio actual. Aún asumiendo múltiplos más moderados que en el pasado, el potencial de re-rating es considerable (por ejemplo, a PER ~30, más acorde a su crecimiento y calidad, la acción debería cotizar en torno a ¥900–¥1000). Además, el drawdown ha elevado su rentabilidad por dividendo hasta ~2%, y la directiva se ha comprometido a repartir ~30% de utilidades, lo que brinda un colchón adicional al inversor mientras espera la recuperación. Considero que la caída ha llevado la cotización a un **punto de inflexión atractivo**, donde el riesgo a la baja es limitado (los fundamentales brindan suelo) y el recorrido al alza es muy significativo a medida que el mercado recobre la confianza.



**3. Crecimiento atractivo y catalizadores próximos:** Contrario a lo que podría inferirse de su cotización, Kanamic mantiene **perspectivas de crecimiento robustas** para los próximos años. El consenso proyecta un aumento anual compuesto de ~15–20% en ingresos y beneficios para 2025–2027, gracias a la continua digitalización del sector salud en Japón, la incorporación de nuevos clientes corporativos de gran escala (ej. Nichii), la plena monetización de sus recientes adquisiciones (Urban Fit, Ruby Development) y posibles primeras incursiones internacionales. La belleza de este crecimiento es que en buena parte es **orgánico y altamente rentable**: su negocio core SaaS aún crece a doble dígito, y las nuevas líneas (ej. gimnasios para mayores) ya están virando a rentabilidad tras la inversión inicial. Además, vislumbro **catalizadores concretos** que pueden hacer que este crecimiento se refleje en la cotización en los próximos 6–18 meses: la presentación de un nuevo plan estratégico con metas ambiciosas en 2025, la adopción de normas IFRS que incrementará su beneficio reportado significativamente, potenciales nuevos contratos importantes (otros grandes operadores de cuidados o proyectos piloto fuera de Japón), y la posibilidad de recompras de acciones dado el exceso de caja y la infravaloración actual. Todos estos eventos son de probabilidad razonable y, en caso de materializarse, servirían para *despertar* al mercado hacia la propuesta de valor de Kanamic.

**4. Coherencia cuantitativa-cualitativa y gestión confiable:** Un pilar fundamental de mi decisión es que he encontrado una **plena consistencia entre la señal cuantitativa** (ratios financieros excelentes, valoración baja) **y la narrativa cualitativa** de la empresa (posición de nicho fuerte, visión estratégica clara, ejecución comprobada). No hay contradicciones: los números buenos están respaldados por ventajas reales, y los desafíos identificados (leve dilución de margen por expansión, etc.) están justificados estratégicamente y bajo control. La directiva de Kanamic ha sido altamente competente y honesta en su comunicación, con un historial de cumplir promesas y asignar capital de forma sensata. Esto me aporta confianza adicional; sé que estoy apostando por un equipo gestor que juega en el mismo lado que los accionistas (la familia fundadora posee ~28% del capital) y que ha navegado la empresa con éxito por distintos ciclos. Tal alineación y track record reducen riesgos típicos de small caps (gobierno corporativo, ejecución) y suman valor a la tesis.

**Convicción de inversión:** En base a los puntos anteriores, pienso que Kanamic Network **representa una oportunidad de inversión asimétrica**: su cotización actual descuenta un escenario excesivamente pesimista que difiere de la realidad de sus fundamentales. Al comprar a estos niveles, estoy adquiriendo una empresa de alta calidad con perspectivas de crecimiento secular a un precio de valuación de “liquidación”. Mi expectativa es que, conforme la empresa continúe mostrando resultados sólidos y se activen los catalizadores mencionados, el mercado revalorará al alza sus múltiplos hacia rangos más acordes a su perfil (lo que implicaría una apreciación sustancial de la acción). Estimo un horizonte de 12–24 meses para que se materialice una parte importante del upside (mi objetivo inicial es alrededor de ¥900, equivalente a un +100% desde el precio de entrada, sin contar dividendos).

A más largo plazo (3–5 años), si Kanamic ejecuta plenamente su visión (expansión internacional incipiente, consolidación en nuevos segmentos de bienestar), el potencial podría ser aún mayor, acercándose o superando sus antiguos máximos históricos.

**Riesgos y plan de contingencia:** Reconozco que toda inversión tiene riesgos. En el caso de Kanamic, monitorearé de cerca la evolución orgánica de su negocio SaaS (que debería seguir creciendo; una desaceleración marcada sería motivo de reevaluación) y su margen operativo (es esencial que se estabilice o mejore tras las inversiones, no que caiga más). Los principales riesgos identificados –error de ejecución, aparición de un competidor disruptivo, cambios regulatorios adversos– los considero controlables o de baja probabilidad en el corto plazo, pero estoy preparado para reaccionar si detecto señales de ellos. Concretamente, si observara, por ejemplo, que el crecimiento de usuarios se estanca por debajo de lo previsto durante un par de trimestres, o que la empresa incumple significativamente sus guías sin explicación convincente, reconsideraría el tamaño de la posición. No obstante, dado el historial de la empresa y la naturaleza resiliente de su mercado, esos escenarios negativos los veo acotados.

En síntesis, **mi tesis es que Kanamic Network ofrece un caso claro de valor oculto en el universo de las small-mid caps japonesas:** una empresa con características de “compounder” (negocio recurrente, altas ROIC, reinversión rentable) que está temporalmente infravalorada por razones circunstanciales. He iniciado posición aprovechando esta desconexión, con la convicción personal de que a medio plazo la cotización reflejará de forma más justa la calidad intrínseca de la compañía. Mientras tanto, me beneficiaré de su dividendo creciente (que casi no existía hace años y ahora suma un componente de rentabilidad). En adelante, vigilaré los hitos definidos (nuevos contratos, plan estratégico, resultados trimestrales, etc.) para confirmar que la tesis se desarrolla según lo previsto. Si los fundamentales se mantienen en la trayectoria esperada y los catalizadores se van cumpliendo, **mantendré e incluso aumentaré la posición**, dado que seguiría habiendo recorrido. Por el contrario, si algún evento material contradijera los supuestos clave (crecimiento, márgenes, ventaja competitiva), reevaluaría mi postura disciplinadamente.

En conclusión, considero a Kanamic Network una inversión atractiva con un **perfil de riesgo/rentabilidad muy favorable:** el downside está limitado por su base sólida (negocio defensivo, caja neta, acción ya castigada), mientras que el upside potencial es sustancial conforme el mercado reconozca su crecimiento y recalculé su valoración. A mi juicio, invertimos en una empresa que no solo ayuda a solucionar un desafío social importante (la atención eficiente a nuestros mayores), sino que lo hace de manera rentable y sostenible – y que hoy podemos adquirir a precio de ganga. Por todo ello, he decidido confiar en esta tesis y formar parte del crecimiento futuro de Kanamic Network.