

## Introducción

**Kelly+Partners Group Holdings (KPG)** es una red de firmas de contabilidad especializadas, fundada en Australia, que ofrece servicios profesionales principalmente a **empresas privadas, sus dueños y familias con alto patrimonio neto**. Aunque su negocio principal es la **consultoría fiscal ("Tax Consulting")**, que representa el 91% de sus ventas, también ofrece servicios de gestión de patrimonio ("Wealth Management") y finanzas ("Finance").

La compañía se caracteriza por ser un negocio rentable, con un modelo ligero en activos y de alto crecimiento dentro de una industria estable y resiliente. Su modelo de negocio se beneficia directamente de la creciente complejidad fiscal que los gobiernos implementan año tras año, lo que obliga a las empresas a recurrir a sus servicios.

El pilar de su éxito es el modelo **"Partner-Owner-Driver®"**, donde KPG adquiere el 51% de las firmas de contabilidad, mientras que los socios locales (los "Partners") retienen el 49% restante. Esta estructura alinea los intereses de todas las partes, incentiva a los socios a gestionar sus filiales de la manera más eficiente posible y crea una base sólida para el crecimiento a largo plazo.

Actualmente, KPG es una firma global con presencia en Australia, Hong Kong, Estados Unidos, India e Irlanda.

### **Nuestra Historia**

**2006: Los Inicios** La historia de Kelly+Partners comienza en 2006, cuando su actual CEO, **Brett Kelly**, fundó la empresa. Como dato curioso, Brett Kelly financió la creación de la compañía con las ganancias obtenidas de la venta de sus libros sobre negocios y finanzas. Su primer libro, "Collective Wisdom", escrito a los 22 años, fue un éxito de ventas en Australia. La empresa inició sus operaciones con dos oficinas "greenfield" (desarrolladas desde cero) en North Sydney y la Central Coast.

**Crecimiento Sostenido (2006-2017)** Durante su primera década, la empresa experimentó un crecimiento notable, duplicando sus ingresos aproximadamente cada 3 años. Le tomó 10 años y medio alcanzar unos ingresos de 25 millones de dólares australianos en Australia, un hito que demuestra la solidez y la paciencia de su modelo de negocio en la fase inicial.

**2017: Salida a Bolsa** El 21 de junio de 2017, KPG dio un paso fundamental al **cotizar en la Bolsa de Valores de Australia (ASX)** bajo el símbolo KPG. La acción salió a un precio de 1 dólar australiano. Esta salida a bolsa marcó el final de su fase de "fundación" y el comienzo de una etapa de "aceleración" del crecimiento.

**Expansión y Adquisiciones (Post-IPO)** Desde su salida a bolsa, KPG ha registrado un crecimiento anual compuesto del 35% tanto en ventas como en flujo de caja libre (FCF) por acción. Este crecimiento se ha logrado a través de una estrategia dual:

- **Crecimiento orgánico:** Con un promedio histórico del 3,3% anual en su segmento principal.
- **Crecimiento por adquisiciones:** Comprando firmas de contabilidad a múltiplos atractivos y mejorando rápidamente sus márgenes gracias a su know-how y economías de escala.

Desde su creación, la empresa ha realizado más de 80 transacciones individuales para construir su red actual.

**Expansión Global (2023 - Presente)** En los últimos años, KPG ha acelerado su expansión internacional, estableciendo una presencia significativa más allá de Australia.

- Se expandió a **Hong Kong, India y Estados Unidos**, abriendo sus primeras oficinas en 2023.
- La expansión en **Estados Unidos**, iniciada en enero de 2023, ha sido particularmente exitosa, logrando en solo 2 años y medio el nivel de ingresos que le tomó más de 10 años alcanzar en Australia.
- Recientemente, la empresa ha extendido su presencia a Europa con una nueva filial en **Wexford, Irlanda**.

Hoy en día, Kelly+Partners opera **38 unidades de negocio en 35 localizaciones distribuidas en 5 países**, con un equipo de más de 660 personas, incluyendo más de 100 socios, y una tasa de ingresos proyectada de 150 millones de dólares australianos.

#### **Datos Clave de la Compañía (a fecha del Año Fiscal 2025)**

- **Equipo y Estructura:** La compañía cuenta con **660 empleados y 102 socios capitalistas** (equity partners). El equipo directivo clave incluye al fundador y CEO Brett Kelly, Stephen Rouvray (vicepresidente) y los directores ejecutivos Paul Kuchta y Ada Poon.
- **Presencia Geográfica:** KPG opera **38 unidades de negocio en 35 localizaciones** distribuidas en **5 países:** Australia, Estados Unidos, Hong Kong, India e Irlanda. Es la **19ª firma de contabilidad más grande de Australia**.
- **Clientes:** La empresa presta servicios a más de **25.000 grupos de clientes**, principalmente pymes (SME) y sus propietarios.
- **Sector y Servicios:** El negocio principal es la **consultoría fiscal (Tax Consulting)**, que representa el 91% de las ventas. También ofrece gestión de patrimonio (Wealth Management) y finanzas (Finance). Opera en el sector de servicios profesionales y comerciales.

#### **Cifras Financieras (Año Fiscal 2025, finalizado el 30 de junio de 2025)**

Los datos financieros están expresados en dólares australianos (AUD).

- **Ingresos (Revenue):**
  - Ingresos totales: **134,6 millones de dólares**, un aumento del 24,5% respecto al año anterior (108,1 millones).
  - Tasa de ingresos proyectada ("Run rate"): **150 millones de dólares**.
- **Rentabilidad:**

- **EBITDA: 41,1 millones de dólares**, un 14% más que el año anterior. El margen EBITDA operativo fue del 28,3%.
- **Beneficio Neto Atribuible a los Accionistas: 3,41 millones de dólares.**
- **EBIT: 9,1 millones de dólares**, un 13% más que el año anterior. Esta es la métrica clave que la directiva utiliza para medir el rendimiento, ya que ajusta amortizaciones y otros gastos no recurrentes.
- **Flujo de Caja (Cash Flow):**
  - **Flujo de caja operativo: 31,3 millones de dólares**, un aumento del 22,1%.
  - **Flujo de caja libre por acción (FCF per share): 18,8 centavos.**
- **Balance General:**
  - **Activos totales:** 199 millones de dólares.
  - **Deuda Neta (Net Debt): 58,4 millones de dólares.**
  - **Ratio de Endeudamiento (Gearing):** El ratio Deuda Neta / EBITDA es de **1,42 veces**.

#### **Métricas Operativas y de Rendimiento (Año Fiscal 2025)**

- **Crecimiento:**
  - El crecimiento total de los ingresos del 24,5% se desglosa en un **20% por adquisiciones** y un **4,5% de crecimiento orgánico**.
- **Rentabilidad sobre el Capital:**
  - **ROIC (Retorno sobre el Capital Invertido): 23,0%.**
  - **ROE (Retorno sobre el Patrimonio) del Grupo: 38,8%.**

#### **Información Bursátil**

- **Bolsa y Símbolo:** Cotiza en la Bolsa de Valores de Australia (ASX) bajo el símbolo **KPG**.
- **Precio de la Acción:** 10,380 AUD (a fecha de 26/09/2025).
- **Capitalización de Mercado:** **469,95 millones de AUD.**
- **Acciones en Circulación:** Aproximadamente **45,27 millones** de acciones.
- **Ratio Precio/Beneficio (PER):** 136,45, considerado un múltiplo elevado.
- **Dividendo:** La compañía **anunció el cese del pago de dividendos en febrero de 2024** para destinar más capital a oportunidades de crecimiento.

#### **Dificultades recientes**

Aunque KPG ha mantenido un fuerte crecimiento en ingresos, sus principales desafíos en el último año han sido la gestión de la rentabilidad de sus nuevas operaciones internacionales, el impacto financiero de los costes asociados a su ambiciosa expansión y la aparición de una disputa laboral.

## Modelo de Negocio

### ¿A qué se dedica y cómo gana dinero? (Líneas de Negocio)

Kelly+Partners (KPG) es una red de firmas de contabilidad que presta servicios profesionales principalmente a **empresas privadas, sus dueños y familias con alto patrimonio neto**. Su modelo de negocio se beneficia directamente de la creciente complejidad fiscal que los gobiernos implementan año tras año, lo que obliga a las empresas a recurrir a sus servicios.

La empresa opera a través de dos segmentos principales, aunque uno de ellos es claramente dominante:

1. **Contabilidad y Fiscalidad (Accounting & Tax):** Esta es su actividad principal y representa el **91% de los ingresos totales**. Los servicios incluyen:
  - Consultoría fiscal y contable.
  - Secretariado corporativo, externalización de la dirección financiera (CFO), auditorías y estructuración de negocios.
  - Teneduría de libros (bookkeeping) y nóminas.
2. **Otros Servicios:** Este segmento, aunque más pequeño (9% de las ventas), es una vía de crecimiento muy interesante, ya que requiere poco capital para expandirse y tiene márgenes EBITDA superiores al 50%. El crecimiento se logra principalmente a través de la **venta cruzada** a clientes existentes sin necesidad de invertir en marketing. Los servicios incluyen:
  - **Gestión de Patrimonio (Wealth Management):** Representa el 6% de las ventas.
  - **Finanzas y Seguros (Finance & Insurance):** Aporta el 2% de las ventas y engloba servicios de intermediación financiera e hipotecas.
  - **Oficina de Inversiones (Investment Office).**

El objetivo estratégico de KPG es que el **30% de sus clientes de fiscalidad contraten también servicios de gestión de patrimonio** y que el 10% contrate servicios de finanzas y seguros, lo que representaría un crecimiento 100% orgánico y podría generar hasta 50 millones de dólares en ingresos adicionales.

### Estrategia y Modelo Operativo (El Modelo Partner-Owner-Driver®)

El pilar fundamental del éxito y la estrategia de KPG es su modelo operativo patentado, el **"Partner-Owner-Driver®"**. Este modelo se utiliza tanto para adquirir firmas existentes como para gestionar la red de manera eficiente. Se basa en cuatro principios clave:

1. **Estructura de Propiedad (51/49):** KPG adquiere el **51% de la firma de contabilidad**, mientras que los socios locales ("Partners"), que pueden ser los fundadores originales o empleados de KPG promocionados, retienen el 49% restante. Esto garantiza que los socios tengan "*skin in the game*" (intereses alineados), incentivándolos a gestionar su filial de la forma más eficiente posible y a maximizar los beneficios a largo plazo.
2. **Responsabilidad sobre la Deuda:** La deuda asumida para la adquisición de una nueva firma se mantiene **a nivel de la nueva filial**, no en la matriz de KPG. Esto hace que los socios locales sean directamente responsables de pagar los intereses y devolver el principal de esa deuda (normalmente en 4-5 años), lo que refuerza aún más su compromiso con la rentabilidad.
3. **Optimización de Costes y Eficiencia:** KPG **centraliza servicios clave** como el software, el back-office y otras funciones de soporte. Esto permite a las filiales reducir sus costes operativos y beneficiarse de las economías de escala del grupo, lo que a su vez mejora sus márgenes de beneficio.
4. **Enfoque en la Conversión de Caja:** La dirección de KPG le da una importancia fundamental a la **reducción del capital circulante (working capital)** para maximizar el flujo de caja libre (FCF). Tienen una política muy estricta de cobro, con un período medio de cobro de trabajos en curso (WIP) extremadamente bajo (de 12 días en una fuente a tan solo 3,7 días en otra). El propio CEO ha manifestado que prefiere perder un cliente que paga a 60 o 90 días para centrarse en los que pagan en 7-15 días. Este FCF se reinvierte en el negocio para financiar más crecimiento.

Además, la estrategia de crecimiento combina un **crecimiento orgánico** recurrente (históricamente del 3,3% y con un objetivo del 5%) con **adquisiciones programáticas** de otras firmas a múltiplos atractivos (7-8x EV/EBITDA de media).

### **¿Por qué elegir Kelly+Partners y no a la competencia? (Ventajas Competitivas)**

KPG ha demostrado ser una empresa de mayor calidad que la media de su sector. Sus ventajas competitivas clave son:

- **Rentabilidad Superior:** KPG genera un **margen EBITDA del 33%**, significativamente superior al **18% de la media de la industria** de servicios contables en Australia. Esto demuestra una gestión mucho más eficiente.
- **Satisfacción del Cliente Excepcional:** Su **Net Promoter Score (NPS)**, que mide la probabilidad de que un cliente recomiende la empresa, es de **+79 en Australia y +72 en EE.UU.**. Esta cifra contrasta drásticamente con la **media de la industria, que es de -18**. Esto indica una relación muy sólida y de confianza con sus clientes, que es fundamental en este sector.
- **Modelo de Alineación de Intereses:** A diferencia de competidores respaldados por capital privado que buscan una salida a corto plazo, el modelo Partner-Owner-Driver® crea una **asociación a largo plazo**. Los socios no venden su negocio, sino que se asocian con KPG para hacerlo crecer, manteniendo una participación significativa.

- **Know-How y Escala:** La experiencia acumulada del grupo permite integrar y optimizar rápidamente las empresas adquiridas, mejorando sus márgenes. La centralización de servicios reduce costes, una ventaja que las firmas independientes no tienen.
- **Liderazgo y Cultura:** El CEO y fundador, Brett Kelly, posee el 46,6% de las acciones y está profundamente alineado con los accionistas. Su visión a largo plazo y su enfoque en la creación de valor son un diferenciador clave. El modelo incentiva y retiene el talento, ya que los empleados pueden aspirar a convertirse en socios de su propia filial.

### **Diversificación Geográfica y Mercado Potencial**

KPG ha evolucionado de ser una firma australiana a convertirse en una empresa global.

- **Presencia Actual:** Opera **38 unidades de negocio en 35 localizaciones** distribuidas en **5 países: Australia, Estados Unidos, Hong Kong, India e Irlanda.**
- **Mercado Australiano:** A pesar de ser la 19ª firma más grande de Australia, solo tiene una cuota de mercado del 0,7% en su mercado objetivo de 12.500 millones de dólares. La industria está muy fragmentada, con más de 23.000 pequeñas firmas que son competidores directos y potenciales objetivos de adquisición, muchas de ellas con dueños cercanos a la jubilación.
- **Expansión Internacional Acelerada:** La expansión internacional es el principal motor de crecimiento futuro.
  - **Estados Unidos:** La expansión en EE.UU., iniciada en enero de 2023, ha sido un gran éxito. En solo **2,5 años, KPG alcanzó en EE.UU. el mismo nivel de ingresos que le tomó 10,5 años lograr en Australia.** Los negocios en EE.UU. ya representan entre el 12,2% y el 15,2% de los ingresos del grupo.
  - **Otras Regiones:** La empresa tiene presencia en Hong Kong desde 2015, y más recientemente ha abierto oficinas en India y ha entrado en Europa a través de Irlanda.
- **Potencial a Futuro:** La dirección estima que los mercados anglosajones a los que planea expandirse (como Reino Unido, Canadá y Nueva Zelanda) son, en conjunto, **20 veces más grandes que el mercado australiano**, lo que le proporciona décadas de potencial crecimiento por delante.

## **Datos Financieros**

### **Ventas (Actuales y Pasados)**

KPG ha demostrado un crecimiento de ingresos robusto y sostenido a lo largo de los años, impulsado tanto por crecimiento orgánico como por una exitosa estrategia de adquisiciones.

- **Ventas del Año Fiscal 2025 (FY25):** Los ingresos totales del grupo ascendieron a **134,6 millones de dólares australianos (AUD)**, lo que representa un **crecimiento del 24,5%** en comparación con el año anterior. Este crecimiento se desglosa en:

- **20,0%** proveniente de adquisiciones.
- **4,5%** de crecimiento orgánico.
- **Tasa de Ingresos Proyectada ("Run Rate"):** La compañía estima una tasa de ingresos anualizada de **150 millones de AUD**, incluyendo las contribuciones de las adquisiciones más recientes.
- **Comparación Histórica:** La empresa ha mantenido una **Tasa de Crecimiento Anual Compuesta (CAGR) del 29,8% desde su creación en 2006** y del **35% anual desde su salida a bolsa en 2017**. El siguiente gráfico muestra la evolución de sus ingresos a lo largo del tiempo:
  - **FY24:** 108,1 millones AUD.
  - **FY23:** 86,5 millones AUD.
  - **FY22:** 64,9 millones AUD.
  - **FY17 (Año de la IPO):** 30,2 millones AUD.

### **Margen Operativo**

La rentabilidad de KPG es uno de sus puntos más fuertes y un claro diferenciador respecto a la competencia. La métrica clave que utiliza la dirección es el **margen EBITDA subyacente de los negocios operativos**, que excluye los costes corporativos de la matriz para reflejar la rentabilidad real de las filiales.

- **Margen Operativo FY25:** El margen EBITDA de los negocios operativos fue del **28,3%**. Esto supone una ligera compresión respecto al **29,6%** del año anterior.
- **Causa de la Reducción:** Esta disminución se debe principalmente a las **inversiones en crecimiento y a la integración de nuevas firmas en Estados Unidos e Irlanda**, que operan con márgenes iniciales más bajos. Mientras que los negocios australianos consolidados mantuvieron un robusto margen del **30,8%**, los negocios en EE. UU. operaron al **20%**. La dirección considera un "desafío" elevar la rentabilidad de estas nuevas filiales a los niveles australianos.
- **Comparación con la Industria:** A pesar de la ligera compresión, los márgenes de KPG son muy superiores a la media del sector. La industria de servicios contables en Australia genera un margen EBITDA del **18%**, mientras que KPG históricamente ha promediado un **33%**.
- **Objetivo a Largo Plazo:** La dirección tiene como objetivo alcanzar un margen EBITDA del **35%**.

### **Free Cash Flow (Flujo de Caja Libre)**

La generación de flujo de caja es una prioridad fundamental para la dirección, que se enfoca en una estricta gestión del capital circulante para maximizar la caja disponible para reinvertir en el negocio. La compañía utiliza el término **"Owners' Earnings"** (Ganancias de los Propietarios) para referirse a su flujo de caja libre.

- **Flujo de Caja Libre FY25:**
  - **Grupo Consolidado:** Los "Owners' Earnings" fueron de **23,9 millones de AUD**, un **aumento del 22,6%** respecto al año anterior (19,5 millones).
  - **Atribuible a la Matriz (KPGH):** El FCF para la entidad matriz fue de **8,5 millones de AUD**, un **crecimiento del 7,9%** (frente a 7,8 millones en FY24).
  - **Por Acción (FCF per share):** Se situó en **18,8 centavos por acción**, un **8% más** que los 17,4 centavos de FY24.
- **Eficiencia en la Generación de Caja (Cash Conversion):** KPG demuestra una eficiencia excepcional en convertir sus beneficios en efectivo. Su ratio de conversión de caja (Flujo de caja operativo / EBITDA) en FY25 fue del **99,8%**, frente al 96,9% de FY24.

## Deuda

KPG mantiene una estructura de capital conservadora y gestiona su deuda de manera prudente, utilizándola principalmente para financiar su crecimiento a través de adquisiciones.

- **Niveles de Deuda:**
  - **Deuda Neta (Net Debt):** A 30 de junio de 2025, la deuda neta del grupo era de **58,4 millones de AUD**, un aumento del 29,4% desde los 45,2 millones de FY24. Este incremento se debe principalmente a la financiación de las seis adquisiciones completadas durante el año.
  - **Ratio de Endeudamiento:** La métrica clave es Deuda Neta / EBITDA. En FY25, este ratio se situó en **1,42 veces**, ligeramente por encima del 1,28x de FY24. Este nivel se considera muy conservador, especialmente en comparación con otras firmas del sector que operan con ratios mucho más elevados.
- **Deuda a Corto y Largo Plazo (a 30 de junio de 2025):**
  - **Deuda Corriente (Corto Plazo):** El total de préstamos corrientes ("Borrowings") es de **22,1 millones de AUD**. Esto incluye 7,7 millones en sobregiros bancarios ("bank overdrafts") y 13,2 millones en la porción corriente de préstamos bancarios a largo plazo.
  - **Deuda No Corriente (Largo Plazo):** Los préstamos no corrientes ascienden a **43,2 millones de AUD**.
- **Tipos de Interés y Salud de la Deuda:**
  - La deuda se considera sana y manejable. La compañía está **repagando activamente su deuda en plazos acelerados de 5 años**.
  - Los **tipos de interés medios ponderados** pagados en FY25 son:
    - **8,44%** para los préstamos bancarios (Bank loans).
    - **8,00%** para los sobregiros bancarios (Bank overdrafts).
    - **11,50%** para préstamos de partes relacionadas.



- La mayor parte de la deuda de adquisición se mantiene a nivel de cada filial, lo que incentiva a los socios locales a gestionarla eficientemente.

- **Coficiente Corriente (Current Ratio)**

Este coeficiente mide la capacidad de una empresa para pagar sus obligaciones a corto plazo (pasivos corrientes) con sus activos a corto plazo (activos corrientes).

- **Activos Corrientes Totales (Total current assets):** 39.713.000 AUD.
- **Pasivos Corrientes Totales (Total current liabilities):** 53.731.000 AUD.

**Cálculo:** Coeficiente Corriente =  $39.713.000 / 53.731.000 = 0,74$

Un coeficiente de 0,74 indica que por cada dólar de deuda a corto plazo, la empresa tiene 74 centavos de activos líquidos para cubrirla. Un valor por debajo de 1, como en este caso, a menudo puede ser una señal de alerta sobre la liquidez a corto plazo.

Sin embargo, **las propias fuentes ofrecen una explicación tranquilizadora para esta situación.** En las notas a los estados financieros, la empresa reconoce este "déficit de capital circulante" y aclara que se debe principalmente a los **pasivos por arrendamientos corrientes y los saldos de préstamos bancarios corrientes relacionados con las adquisiciones.** Crucialmente, se especifica que estas obligaciones **se pagan con las ganancias operativas del negocio en lugar de con el capital de trabajo.** Los directores afirman estar satisfechos de que el Grupo puede cumplir con sus pasivos circulantes gracias a la naturaleza cíclica normal de sus cobros y pagos.

- **Deuda Neta / Patrimonio (Net Debt / Equity)**

Esta ratio compara la deuda neta de una empresa con el total de su patrimonio, indicando qué proporción de la financiación proviene de la deuda en comparación con el capital de los accionistas.

- **Deuda Neta (Net Debt):** 58.439.000 AUD.
- **Patrimonio Total (Total equity):** 66.476.000 AUD.

**Cálculo:** Deuda Neta / Patrimonio =  $58.439.000 / 66.476.000 = 0,879$  o **87,9%**

Una ratio del 87,9% muestra que la deuda neta de la compañía es casi el 88% de su patrimonio total. Este nivel de apalancamiento refleja directamente su modelo de negocio de crecimiento a través de adquisiciones financiadas con deuda. No obstante, la empresa gestiona este endeudamiento de forma conservadora. La métrica de apalancamiento que la dirección considera clave, **Deuda Neta / EBITDA, es de un conservador 1,42x**, lo que indica que la empresa genera suficientes ganancias operativas para cubrir cómodamente su deuda.

- **Altman Z-Score**

El Altman Z-Score es un modelo que se utiliza para predecir la probabilidad de que una empresa quiebre en los próximos dos años

**Cálculo del Z-Score: 3,46**

**Interpretación:** La interpretación de este resultado generalmente sigue estos umbrales:

- **Z > 2,99:** "Zona Segura" (baja probabilidad de quiebra).
- **1,81 < Z < 2,99:** "Zona Gris" (probabilidad moderada de quiebra).

- **Z < 1,81:** "Zona de Peligro" (alta probabilidad de quiebra).

El resultado de **3,46** coloca a KPG firmemente en la "zona segura", lo que sugiere un bajo riesgo de insolvencia financiera, a pesar de su coeficiente corriente inferior a 1. Esto se debe principalmente a su alta rentabilidad y a su sólida valoración de mercado en comparación con sus pasivos.

## Sector

### Descripción del Sector de Servicios Contables

KPG compete en la industria de **servicios contables ("accounting services")**. Este es un sector que se caracteriza por ser estable, resiliente y con un riesgo de disrupción mínimo. De hecho, es una industria que ha cambiado muy poco a lo largo de los años; como referencia, las "Big 4" (las cuatro firmas más grandes del mundo) se fundaron a principios del siglo XIX.

El principal motor de este sector es la **creciente complejidad fiscal** que los gobiernos implementan año tras año. La legislación fiscal cambia constantemente, lo que obliga a todo tipo de empresas, desde pequeñas compañías hasta multinacionales, a recurrir a servicios de consultoría fiscal para cumplir con sus obligaciones. Esta dinámica actúa como un "**viento de cola**" constante para empresas como KPG.

### Tamaño y Estructura del Mercado (Australia)

El mercado de servicios contables es grande y, sobre todo, **muy fragmentado**.

- **Tamaño del Mercado Total:** Solo en Australia, la industria generó ventas anuales de **27 mil millones de dólares** en 2023.
- **Mercado Potencial (TAM) de KPG:** La empresa estima que su mercado objetivo específico (empresas privadas y sus dueños) en Australia es de **12,5 mil millones de dólares**.
- **Estructura Fragmentada:** El sector está compuesto por más de **37.000 empresas** en Australia. Más del 60% de estas, unas **23.000, son pequeñas firmas** que actúan como competidores directos de KPG.
- **Baja Cuota de Mercado:** A pesar de su crecimiento, KPG solo tiene una cuota de mercado del **0,7%** en su mercado objetivo australiano, lo que demuestra el enorme potencial de crecimiento que todavía tiene por delante.

### Panorama Competitivo

El entorno competitivo de KPG se puede dividir en varios grupos:

1. **Las "Big 4" (Deloitte, EY, PwC, KPMG):** KPG **no las considera competidores directos**. Estas grandes firmas operan en un negocio diferente, atendiendo a un segmento de clientes y talento distinto, generalmente grandes corporaciones y entidades gubernamentales.

2. **Firmas de Segundo Nivel:** Tampoco se consideran competidores directos, ya que no son firmas globales integradas con un modelo de negocio consistente para un tipo de cliente consistente.
3. **Pequeñas Firmas:** Las aproximadamente **23.000 pequeñas firmas** son los verdaderos competidores de KPG y, a la vez, sus **principales objetivos de adquisición**.
4. **Capital Privado (Private Equity):** En los últimos años, ha aumentado el interés del capital privado en el sector contable. Sin embargo, KPG se diferencia claramente de este modelo. Las firmas de capital privado son "dinero muy rápido" que buscan comprar empresas, integrarlas y venderlas en un plazo corto (3 años). En contraste, KPG se posiciona como el "**comprador de elección**" para fundadores que buscan una **asociación permanente y a largo plazo** en lugar de una transacción rápida. Esta diferencia de enfoque es una ventaja competitiva clave.

### **Tendencias, Oportunidades y Potencial Global**

- **Oportunidad de Sucesión:** Una de las tendencias más importantes del sector es que más de la mitad de las 23.000 pequeñas firmas competidoras pertenecen a socios que planean jubilarse o están interesados en vender en los próximos 5 a 10 años. Esto crea un flujo constante de oportunidades de adquisición para KPG.
- **Expansión Global:** El mayor potencial de crecimiento para KPG reside en su expansión internacional. La dirección estima que los mercados anglosajones a los que se dirige (EE. UU., Reino Unido, Canadá, etc.) son, en conjunto, **20 veces más grandes que el mercado australiano**.

### **Rentabilidad y Riesgos del Sector**

- **Rentabilidad Media:** La industria de servicios contables en Australia genera un **margen EBITDA del 18%** de media. Esto resalta la calidad superior del modelo de KPG, que históricamente ha generado un margen del 33% y tiene como objetivo alcanzar el 35%.
- **Riesgos (Disrupción y Tecnología):** El riesgo de disrupción en este sector es mínimo. En cuanto a la Inteligencia Artificial (IA), KPG no la ve como una amenaza, sino como una **oportunidad para mejorar la eficiencia**. La empresa está adoptando la IA de forma agresiva para que su equipo sea más productivo, describiéndola como una herramienta que te convierte en "una persona con 10 brazos, en lugar de alguien con 2".

Se trata de una industria estable, en crecimiento y con un enorme potencial para las próximas décadas.

### **¿Por qué el sector NO está colapsado?**

1. **Mercado Enorme y Extremadamente Fragmentado:** Lejos de estar saturado o colapsado, el mercado es vasto y está muy atomizado.
2. **Demanda Creciente y Sostenida (Viento de Cola Estructural):** La demanda de servicios de consultoría fiscal no solo es estable, sino que tiende a aumentar. Los gobiernos

**aumentan la complejidad de las leyes fiscales año tras año**, lo que obliga a las empresas a recurrir a expertos. Este factor actúa como un "**viento de cola constante**" para el modelo de negocio de KPG, asegurando una demanda recurrente y creciente.

### ¿Por qué NO hay indicios de un fin de ciclo?

1. **Enorme Potencial de Crecimiento Global:** El ciclo de crecimiento de KPG, lejos de terminar, parece estar en una fase de aceleración gracias a su expansión internacional.
  - El éxito en Estados Unidos es la prueba más clara: en solo **2,5 años**, KPG ha alcanzado en EE. UU. el mismo nivel de ingresos que le tomó **10,5 años lograr en Australia**. Esto evidencia un mercado con una demanda enorme y un gran potencial. El propio CEO prevé **80 años de crecimiento** para la compañía.
2. **Flujo Constante de Oportunidades de Adquisición:** El "fin de ciclo" a menudo se asocia con la escasez de oportunidades de crecimiento. En el caso de KPG, ocurre lo contrario.
  - Más de la mitad de las 23.000 pequeñas firmas en Australia pertenecen a socios que **planean jubilarse o vender en los próximos 5 a 10 años**. Esto crea una oferta masiva y continua de objetivos de adquisición para las próximas décadas.
  - El CEO, Brett Kelly, afirma que el interés en su modelo de negocio es cada vez mayor y que la empresa ha recibido **más oportunidades en los últimos 12 meses que nunca antes**, tanto en Australia como a nivel mundial.
3. **La Inteligencia Artificial (IA) se ve como una Oportunidad, no como una Amenaza:** En lugar de ser un disruptor que ponga fin al modelo actual, la dirección de KPG ve la IA como una herramienta para mejorar la eficiencia. La adoptan de forma agresiva para hacer a su equipo más productivo.

## Equipo Directivo

La dirección de KPG es uno de los pilares fundamentales de la tesis de inversión. Se caracteriza por una **profunda alineación con los accionistas**, una visión a largo plazo y una gestión de capital extremadamente disciplinada.

### Equipo de Gobierno, Trayectoria y Antigüedad

El equipo directivo es reducido pero cuenta con una amplia experiencia.

- **Brett Kelly (Presidente Ejecutivo y CEO):** Es el **fundador de la empresa en 2006** y la figura clave. Tiene más de 20 años de experiencia en contabilidad, habiendo comenzado su carrera en PwC. Es autor de cuatro libros sobre negocios y finanzas, cuyas ventas le permitieron financiar la creación de KPG. Su enfoque está inspirado en grandes inversores como Warren Buffett y Jim Collins.
- **Stephen Rouvray (Vicepresidente y Director no Ejecutivo Independiente):** Se unió en mayo de 2017. Cuenta con más de 50 años de experiencia en servicios financieros y

fue Director Financiero de AUB Group. Preside los comités de Auditoría y Riesgos, y de Nombramiento y Remuneración.

- **Ryan Macnamee (Director no Ejecutivo Independiente):** Se unió en mayo de 2017. Aporta más de 25 años de experiencia en gestión de TI y ciberseguridad.
- **Paul Kuchta (Director Ejecutivo):** Se unió en mayo de 2017. Es un Contador Colegiado con más de 20 años de experiencia y fue socio fundador de la filial Kelly Partners Norwest en 2012.
- **Ada Poon (Directora Ejecutiva):** Nombrada en septiembre de 2019. Tiene más de 20 años de experiencia en contabilidad y fiscalidad.
- **Kenneth Ko (Director Financiero - CFO):** Aunque no es miembro del consejo, es una figura clave en la gestión financiera y participa activamente en las conferencias con analistas.

### **Alineación de Intereses (Skin in the Game)**

La alineación de intereses es una de las mayores fortalezas de KPG y está integrada en su ADN a todos los niveles.

- **Propiedad del CEO: Brett Kelly es el mayor accionista, con el 46,6% de las acciones** de la compañía (21.086.704 acciones). Su patrimonio está directamente ligado al éxito a largo plazo de la empresa. A un precio de 10,38 AUD por acción, su participación supera los 218 millones de AUD.
- **Sueldo vs. Acciones:** El sueldo de Brett Kelly, aunque significativo (1,3 millones de AUD), se basa en el 1% de los ingresos auditados del grupo y es modesto en comparación con el valor de su participación accionarial. Esto garantiza que su enfoque esté en aumentar el valor por acción y no en maximizar su salario.
- **El Modelo Partner-Owner-Driver®:** Este es el mecanismo clave que garantiza el *skin in the game* en toda la organización. Los **102 socios** que gestionan las 38 filiales **poseen el 49% de sus respectivos negocios**. Esto les incentiva a ser lo más eficientes posible, ya que su remuneración depende directamente de la rentabilidad de su filial.
- **Remuneración de otros directivos:** Los directores ejecutivos como Paul Kuchta y Ada Poon reciben honorarios simbólicos de 12.000 AUD por su rol en el consejo. Su verdadera compensación proviene de las distribuciones que reciben como socios propietarios de sus respectivas filiales, lo que alinea sus intereses con el rendimiento operativo.

### **Gestión de Capital y Prioridades del Negocio**

La gestión del capital es óptima y se centra exclusivamente en la creación de valor a largo plazo para el accionista.

- **Prioridad Absoluta: Reinversión y Crecimiento:** La principal prioridad de la dirección es reinvertir el flujo de caja en el negocio para financiar adquisiciones a múltiplos atractivos (7-8x EV/EBITDA) y crecimiento orgánico.

- **Política de Dividendos:** La compañía pagó dividendos regularmente hasta febrero de 2024, representando históricamente el 23% del FCF. Sin embargo, en una clara señal de priorización del crecimiento, **la empresa anunció el cese del pago de dividendos en febrero de 2024** para destinar más capital a oportunidades de expansión.
- **Política de Recompras:** La empresa tiene una política activa de **recomprar acciones cuando cotizan con un "descuento significativo sobre su valor intrínseco"**. Desde su salida a bolsa, ha recomprado un total de 597.181 acciones a un precio medio de 2,48 AUD, generando un valor sustancial para los accionistas restantes. En el año fiscal 2025, recompró 100.000 acciones.
- **Ampliaciones de Capital y Dilución:** La gestión es extremadamente reacia a la dilución.
  - **Cero dilución por compensación:** La empresa **no realiza pagos en acciones** a sus directivos, por lo que los accionistas no sufren ninguna dilución por este concepto.
  - **Mínima emisión de capital:** KPG se enorgullece de haber utilizado muy poco capital social externo para construir el negocio. De hecho, gracias a las recompras, hasta hace poco **tenía menos acciones en circulación que en su salida a bolsa en 2017**.
  - **Ampliación de capital estratégica y no dilutiva:** El 27 de junio de 2025, KPG realizó una **ampliación de capital interna de 4,1 millones de AUD**. Esta emisión no fue para el público general, sino que **se destinó exclusivamente a sus socios operativos**. Lejos de ser una mala noticia, esto refuerza aún más la alineación de intereses, al hacer que los socios también sean accionistas directos de la empresa matriz.

En resumen, el equipo directivo, liderado por su fundador y principal accionista, ha demostrado una gestión ejemplar, priorizando la reinversión en el negocio, utilizando las recompras de forma oportunista y evitando la dilución a toda costa. Su modelo de negocio institucionaliza la alineación de intereses en toda la red, lo que la convierte en una de sus ventajas competitivas más importantes.

## Riesgos

### Riesgos de Gestión y Operativos

Estos riesgos están relacionados con las personas, los procesos y los sistemas internos de la compañía.

- **Riesgo de Persona Clave ("Key Person Risk"):** Este es uno de los riesgos más citados. **Brett Kelly, el fundador y CEO, es considerado la figura clave de la empresa**. Existe la preocupación de que su eventual sucesor pueda tomar malas decisiones estratégicas. El propio Brett Kelly reconoce este riesgo cuando le preguntan qué pasaría si algo le ocurriera, aunque lo mitiga destacando la fortaleza del equipo, que incluye más de 100 socios y 500 miembros, y la solidez del modelo de negocio, que cree que tendría un rendimiento superior a largo plazo independientemente de su presencia.

- **Gestión del Crecimiento y Escala:** KPG tiene un equipo directivo muy reducido, lo que podría dificultar la gestión a medida que la empresa crece. El CEO ha expresado su preocupación por el **riesgo de "Hubris" (arrogancia)**, citando el libro "Cómo caen los poderosos" de Jim Collins. El riesgo es que, al tener éxito en un área (adquirir firmas de contabilidad de 2 a 10 millones de dólares), la empresa asuma que sabe hacer otras cosas, saliendo de su círculo de confianza. Para evitarlo, se esfuerzan por mantenerse como "erizos", centrados exclusivamente en lo que saben hacer bien.
- **Retención de Talento y Clientes:** El negocio depende en gran medida de la capacidad para retener a los socios de las filiales ("Operating Business Owners") y a los empleados clave. La pérdida de este personal podría resultar en la **pérdida de relaciones clave con los clientes** y la experiencia asociada, lo que tendría un impacto adverso en los ingresos.
- **Dependencia de Sistemas y Riesgos Operacionales:** La empresa depende de software y servicios de terceros para sus sistemas de gestión. Cualquier interrupción, fallo o defecto en estos sistemas podría afectar su capacidad para prestar servicios, la calidad de los mismos o provocar la pérdida de datos. Además, existen riesgos operacionales generales como accidentes, fraudes, errores de proceso o desastres naturales que podrían interrumpir las operaciones.

#### **Riesgos Financieros y de Asignación de Capital**

Estos riesgos se centran en cómo la empresa utiliza su capital y gestiona sus finanzas.

- **Mala Asignación de Capital en Adquisiciones:** Existe el riesgo de que la empresa **pague en exceso por las adquisiciones o compre negocios en declive**. El CEO es consciente de este riesgo y afirma que no realizarán adquisiciones transformadoras o demasiado grandes que puedan destruir valor para el accionista.
- **Compresión de Márgenes:** Si bien los márgenes de KPG son superiores a la media del sector, han experimentado una compresión. Esto se debe principalmente a que las nuevas adquisiciones en **Estados Unidos e Irlanda operan con una rentabilidad inferior** a la de los negocios consolidados en Australia. La dirección considera un **"desafío"** transformar la rentabilidad de estas nuevas filiales para que alcancen los niveles australianos.
- **Riesgos de Financiación:** La empresa podría necesitar financiación futura (deuda o capital) para respaldar su crecimiento, y no hay garantía de que esté disponible en términos satisfactorios. Específicamente, la financiación de la expansión internacional parece tener recurso a la matriz, a diferencia de la financiación nacional, lo que podría presentar un mayor riesgo. El CEO ha enfatizado que no recaudarán capital si el precio de las acciones no refleja el valor intrínseco, para evitar la dilución de los accionistas.

#### **Riesgos Estratégicos y de Expansión**

Estos están ligados a la principal palanca de crecimiento de la compañía: su expansión global.

- **Fracaso en la Expansión Geográfica:** Un riesgo clave es que la expansión internacional "fracase" si las nuevas subsidiarias no logran ser rentables en pocos años. Aunque este riesgo se mitiga por la escasa inversión inicial requerida en instalaciones, el éxito del modelo en nuevos mercados no está garantizado.
- **Riesgos de Integración de Adquisiciones:** La integración de las empresas adquiridas es compleja e implica riesgos significativos, tales como:
  - La **potencial disrupción** de las operaciones en curso.
  - Una presión sobre los controles financieros y de gestión.
  - Costes de reestructuración mayores a los anticipados.
  - La obtención de sinergias de costes inferiores a las esperadas.
  - La **pérdida de clientes clave** y de personal durante la transición.
  - La existencia de **pasivos desconocidos** en las empresas adquiridas.

### **Riesgos Legales y de Cumplimiento**

Estos riesgos provienen del entorno regulatorio y de posibles disputas legales.

- **Riesgos Regulatorios y de Cumplimiento:** La industria está sujeta a una extensa legislación y supervisión por parte de organismos reguladores. El incumplimiento podría acarrear investigaciones, multas, la obligación de pagar compensaciones o incluso la suspensión de licencias.
- **Riesgo de Litigios:** La empresa se enfrenta al riesgo de futuras disputas con clientes. Más concretamente, las fuentes revelan una **disputa laboral histórica**: el 11 de agosto de 2025, la compañía recibió una solicitud de un ex empleado que busca una indemnización por daños y perjuicios.

### **Riesgos Tecnológicos y de Datos**

Estos riesgos están relacionados con la tecnología, la ciberseguridad y la gestión de la información.

- **Riesgo de Disrupción Tecnológica:** Las fuentes consideran que el riesgo de que la tecnología disrumpa el sector de los servicios contables es **mínimo**. La industria ha cambiado muy poco a lo largo de los años.
- **Inteligencia Artificial (IA):** Lejos de ser un riesgo, la dirección ve la IA como una **oportunidad para mejorar la eficiencia y la productividad**. La empresa está adoptando la IA de forma agresiva, describiéndola como una herramienta que te convierte en "una persona con 10 brazos, en lugar de alguien con 2".
- **Violación de Datos y Ciberseguridad:** KPG recopila una gran cantidad de información confidencial de sus clientes, lo que la expone a riesgos de ciberataques. Las técnicas para obtener acceso no autorizado evolucionan constantemente, y las medidas de seguridad de la empresa podrían no ser suficientes para prevenirlos. Una violación de



la seguridad podría resultar en **responsabilidad civil, daño a la reputación** y la necesidad de gastar recursos significativos para mitigar el incidente.

- **Propiedad Intelectual:** La propiedad intelectual de KPG, como su modelo "Partner-Owner-Driver®", es un activo clave. Existe el riesgo de que estos derechos sean infringidos por terceros, o que la propia empresa infrinja los derechos de otros, lo que podría dañar la marca y generar costes legales significativos.

Los riesgos de KPG son significativos pero, en su mayoría, bien comprendidos y gestionados por un equipo directivo muy consciente de ellos.

Una parte de los riesgos son **típicos y inherentes a cualquier empresa del sector** de servicios profesionales (riesgos regulatorios, de litigios, operativos o de ciberseguridad). Sin embargo, los riesgos **más importantes y específicos de KPG están directamente ligados a su exitoso modelo de crecimiento** y a las personas que lo ejecutan. El éxito futuro depende de que sigan ejecutando su estrategia con la misma disciplina que hasta ahora.

### **Los 3 Riesgos Más Importantes**

#### **1. Riesgo de Persona Clave ("Key Person Risk")**

Este es, sin duda, el riesgo más destacado en las fuentes. La empresa está intrínsecamente ligada a su fundador y CEO, **Brett Kelly**.

- **¿Por qué es importante?** Brett Kelly no solo es el fundador, sino también el **mayor accionista con un 46,6% de la compañía**, el arquitecto del modelo de negocio "Partner-Owner-Driver®" y la figura que inspira la cultura y la visión a largo plazo. Una posible sucesión a corto o medio plazo es poco probable dada su edad (47 años en una de las fuentes), pero si algo le ocurriera, su sustituto podría tomar malas decisiones estratégicas que afectaran al negocio.

- **¿Qué dice la dirección?** Cuando se le pregunta directamente sobre este riesgo, el propio Brett Kelly reconoce su influencia pero lo mitiga destacando la fortaleza del sistema y del equipo, que incluye a más de **100 socios capitalistas y más de 500 miembros**. Confía en que el modelo de negocio está construido con tanto cuidado que tendría un rendimiento superior a largo plazo independientemente de su presencia.

#### **2. Riesgo de Ejecución en la Expansión e Integración**

El principal motor de crecimiento de KPG es su estrategia de adquisiciones programáticas y su expansión global, y aquí reside su mayor desafío operativo.

- **¿Por qué es importante?** El riesgo es doble: por un lado, que la expansión internacional **"fracase" si las nuevas filiales no logran ser rentables** en pocos años. Por otro lado, la integración de las nuevas firmas, incluso si tienen éxito, puede **comprimir los márgenes de rentabilidad del grupo**.

- **¿Hay evidencias de este riesgo?** Sí. Los datos muestran que los negocios recién adquiridos en **Estados Unidos e Irlanda operan con márgenes EBITDA inferiores** (15,5% - 20%) a los de los negocios consolidados en Australia (30,8%). La dirección lo califica como un **"desafío"** transformar la rentabilidad de estas nuevas firmas para que alcancen los niveles australianos.

con el tiempo. La integración también conlleva costes significativos, como los **1,4 millones de dólares** gastados en el último año en costes legales y de implementación.

### 3. Riesgo en la Asignación de Capital y "Hubris" (Arrogancia)

Este riesgo está ligado a la disciplina de la dirección. La estrategia de KPG se basa en comprar buenos negocios a precios razonables (7-8x EV/EBITDA de media). El riesgo es que el éxito pasado lleve a la complacencia o a tomar malas decisiones.

- **¿Por qué es importante?** El peligro es que la empresa **pague en exceso por las adquisiciones, compre negocios en declive** o se desvíe de su círculo de competencia.
- **¿Qué dice la dirección?** Brett Kelly es muy consciente de este riesgo. En una conferencia, mencionó su preocupación por la "**Hubris**" (**arrogancia**), citando el libro de Jim Collins "Cómo caen los poderosos". Afirmó que el peligro es que, al ser buenos en una cosa (adquirir firmas de 2 a 10 millones de dólares), asuman que pueden hacer otras. Para mitigarlo, insiste en que no harán adquisiciones "transformadoras" o demasiado grandes que a menudo destruyen valor para el accionista y se mantendrán como "erizos", centrados exclusivamente en lo que saben hacer bien.

## Valoración

### Valoración según los Analistas

Un análisis de 2023 califica la valoración de KPG como **"atractiva para un negocio de calidad y con amplias posibilidades de seguir creciendo durante décadas"**.

### Valoración según la Propia Empresa (CEO Brett Kelly)

La visión de la empresa, y en particular de su CEO Brett Kelly, es más cualitativa y se centra en la **creación de valor intrínseco a largo plazo** en lugar de en el precio de la acción a corto plazo.

- **Opinión sobre el Precio Actual:** Cuando se le preguntó directamente si consideraba que el negocio estaba infravalorado, el CEO respondió: **"Bueno, no, no lo creo"**. Sin embargo, anima a los accionistas a utilizar la información que proporcionan para hacer su propia valoración.
- **Enfoque en el Valor Contable:** La métrica clave para la dirección es la **capitalización del valor contable ajustado por acción**, que ha crecido a una tasa anual compuesta del **35,4% desde 2009** y del **34,6% desde la salida a bolsa**. Este es el principal indicador de la creación de valor para el accionista según la empresa.
- **Potencial de Escala Global:** La dirección ve un enorme potencial de crecimiento al replicar su modelo en mercados más grandes. Comparan su trayectoria con la del único grupo de contabilidad que cotiza en EE. UU., que multiplicó su capitalización de mercado por 10 en 10 años.
- **Modelo Teórico de Creación de Valor:** En la carta a los accionistas de 2025, se presenta un modelo teórico que muestra un **ROIC (Retorno sobre el Capital Invertido) del 23,5%** al desplegar capital nuevo (1 dólar de capital propio por 2 de deuda). En una conferencia, el CEO calculó que recaudar 100 millones de capital y 200 de deuda podría generar un negocio con un valor de mercado de entre 2.000 y 3.500 millones de

dólares, lo que demuestra el enorme potencial que ven en la reinversión de capital a gran escala.

### **Múltiplos de la Acción y de Adquisición**

- **Múltiplos de Mercado (a 26/09/2025):**
  - **PER (Precio/Beneficio): 136,45.** Una de las fuentes destaca que la acción "negocia a un múltiplo elevado de beneficios".
  - **EV/EBITDA: 16,92.**
- **Múltiplos de Adquisición:**
  - KPG adquiere firmas a múltiplos mucho más bajos, con una media de **7-8 veces EV/EBITDA**. Esta diferencia entre el múltiplo al que compran y el múltiplo al que cotizan es una de las claves de su estrategia de creación de valor.

### **Crecimiento de Ventas**

El crecimiento de KPG ha sido consistentemente alto y se basa en una estrategia dual.

- **Crecimiento en el Año Fiscal 2025:**
  - Los ingresos aumentaron un **24,5%**, alcanzando los **134,6 millones de dólares australianos**.
  - Este crecimiento se descompone en un **20% por adquisiciones** y un **4,5% de crecimiento orgánico**. Excluyendo el impacto de la fusión de negocios pequeños, la tasa de crecimiento orgánico fue del **6,2%**, superando el objetivo del 5%.
- **Crecimiento Histórico:**
  - **CAGR (Tasa de Crecimiento Anual Compuesta) desde 2007: 29,8%.**
  - **CAGR desde la salida a bolsa en 2017: 35%** en ventas y FCF por acción.

### **Margen EBIT y Tasa de Impuestos (Tax Rate)**

- **Margen EBIT/EBITA:** La dirección ha introducido el **EBITA** como medida de rendimiento. El **margen EBITA subyacente de los negocios operativos en el año fiscal 2025 fue del 27,3%**. El margen EBITDA de los negocios operativos fue del **28,3%**. El objetivo a largo plazo de la compañía es alcanzar un margen EBITDA del **35%**.
- **Tasa de Impuestos (Tax Rate):** La tasa impositiva legal en Australia es del 30%. Sin embargo, la tasa efectiva de la compañía es considerablemente más baja. Esto se debe a que la mayoría de los negocios operativos están estructurados como sociedades (partnerships), donde los impuestos no se incluyen en las cuentas consolidadas, y a que se benefician de deducciones fiscales en EE. UU..

### Asignación de Capital

La política de asignación de capital es extremadamente disciplinada y se centra en maximizar el valor por acción a largo plazo:

1. **Reinvertir en el Negocio:** La máxima prioridad es reinvertir el flujo de caja en el crecimiento del negocio, principalmente a través de **adquisiciones programáticas** a múltiples atractivos.
2. **Cese de Dividendos:** En febrero de 2024, la compañía **anunció el cese del pago de dividendos** para destinar más capital a las oportunidades de crecimiento.
3. **Recompra de Acciones:** La empresa tiene una política activa de recomprar acciones cuando cotizan con un "descuento significativo sobre su valor intrínseco". En el año fiscal 2025, **recompró 100.000 acciones**.
4. **Evitar la Dilución:** La dirección es muy reacia a emitir nuevas acciones. **No realizan pagos en acciones a los directivos**. La reciente ampliación de capital de 4,1 millones de dólares fue interna, destinada exclusivamente a sus socios operativos, lo que refuerza la alineación de intereses sin diluir a los accionistas externos.

### **Conclusión y Tesis de Inversión Final para KPG**

Kelly+Partners Group Holdings (KPG) representa una oportunidad de inversión en una **empresa de alta calidad, de alto crecimiento y bien gestionada**, a menudo descrita como un "compounder". Se trata de un negocio "aburrido" pero muy rentable y ligero en activos, que opera en una industria estable y resiliente como son los servicios de contabilidad.

La tesis de inversión se apoya en los siguientes pilares fundamentales:

#### 1. Un Modelo de Negocio Superior y Defendible

El corazón de KPG es su modelo **Partner-Owner-Driver®**. Esta estructura patentada es su principal ventaja competitiva:

- **Alineación de Intereses Profunda:** Al mantener a los socios locales con un 49% de propiedad en sus filiales, KPG garantiza que tengan "*skin in the game*". Esto incentiva una gestión eficiente, una cultura de propiedad y una visión a largo plazo, en contraste con el enfoque transaccional del capital privado.

- **Rentabilidad y Eficiencia Excepcionales:** Gracias a las economías de escala y a su know-how, KPG opera con **márgenes EBITDA consistentemente superiores a la media del sector (28%-33% frente al 18% de la industria)**. Su enfoque obsesivo en la conversión de caja, con un período de cobro de trabajos en curso (WIP) de apenas 3,7 días, maximiza el flujo de caja libre para reinvertir en crecimiento.

- **Calidad de Servicio Demostrada:** Un **Net Promoter Score (NPS) de +79 en Australia y +72 en EE. UU.**, frente a una media de la industria de -18, demuestra una relación de confianza y lealtad con sus clientes que es extremadamente difícil de replicar.

## 2. Un Liderazgo Excepcional y una Gestión de Capital Disciplinada

La empresa está dirigida por su fundador, **Brett Kelly, quien posee el 46,6% de las acciones** y está completamente alineado con los accionistas a largo plazo. Esta alineación se refleja en una gestión de capital ejemplar:

- **Prioridad en la Reinversión:** La asignación de capital se centra en reinvertir el flujo de caja en adquisiciones programáticas a múltiplos razonables (7-8x EV/EBITDA) y en crecimiento orgánico. La **eliminación del dividendo en 2024** fue una clara señal de esta prioridad.
- **Cero Dilución para el Accionista:** La empresa **no emite acciones para compensar a sus directivos** y ha utilizado las recompras de manera oportunista para reducir el número de acciones en circulación, que hasta hace poco era menor que en su salida a bolsa en 2017. La reciente ampliación de capital se dirigió exclusivamente a los socios, reforzando aún más la alineación.

## 3. Una Larga Pista de Crecimiento por Delante

A pesar de haber crecido a una tasa anual compuesta del 35% desde su salida a bolsa, KPG apenas ha arañado la superficie de su mercado potencial.

- **Mercado Fragmentado y Oportunidades de Sucesión:** Con una cuota de mercado de solo el 0,7% en Australia y una ola de socios de pequeñas firmas acercándose a la jubilación, existe un flujo constante de oportunidades de adquisición para las próximas décadas.
- **Expansión Global Probada:** El verdadero potencial reside en su expansión internacional. Los mercados anglosajones son **20 veces más grandes que el australiano**. El éxito en Estados Unidos, donde **logró en 2,5 años el nivel de ingresos que le tomó 10,5 años en Australia**, es la prueba de que su modelo es escalable globalmente. El propio CEO prevé **80 años de crecimiento** para la compañía.

### Riesgos y Consideraciones Clave

La inversión en KPG no está exenta de riesgos significativos que deben ser considerados:

1. **Riesgo de Persona Clave ("Key Person Risk"):** La dependencia del fundador y CEO, Brett Kelly, es el riesgo más importante. Su visión, cultura y disciplina en la asignación de capital son centrales para el éxito de la empresa.
2. **Riesgo de Ejecución en la Expansión:** La integración de nuevas firmas, especialmente en el extranjero, es compleja y puede **comprimir los márgenes a corto plazo**, como se ha visto en EE. UU. e Irlanda. La dirección debe evitar el riesgo de "Hubris" (arrogancia) y mantenerse dentro de su círculo de competencia.
3. **Valoración Exigente:** La acción cotiza a múltiplos elevados (PER de 136,45), lo que indica que el mercado ya descuenta un crecimiento futuro muy fuerte. Esto deja poco margen de error y requiere una ejecución impecable para justificar su precio.

### Catalizadores Futuros

- **Posible Cotización en EE. UU.:** La empresa está explorando activamente una "redomiciliación" y una posible cotización en una bolsa estadounidense. Esto podría desbloquear un nuevo grupo de inversores y potencialmente llevar a una revalorización de la acción.

- **Crecimiento Acelerado de Adquisiciones:** Con un balance sólido y un flujo de caja creciente, KPG está bien posicionada para acelerar su ritmo de adquisiciones programáticas a nivel global.
- **Maduración de las Operaciones Internacionales:** A medida que las filiales de EE. UU. e Irlanda maduren e implementen el "sistema KPG", sus márgenes deberían expandirse hacia los niveles australianos, impulsando la rentabilidad del grupo.

#### Conclusión Final

**KPG es una tesis de inversión a largo plazo en un "compounder" de alta calidad, liderado por su fundador, con un modelo de negocio probado y una enorme pista de crecimiento global. Para un inversor con un horizonte a largo plazo, dispuesto a aceptar los riesgos de ejecución y una valoración que ya refleja altas expectativas, KPG ofrece una oportunidad convincente de asociarse con un equipo directivo excepcional con un historial demostrado en la creación de valor por acción.**