

# Tesis de Inversión

**Celestica (CLS)**



Julio Muñoz Trullenque

03/04/2025

## 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 .....	7
4. Desempeño financiero y operatividad .....	12
5. Fortaleza financiera y calidad del balance .....	16
6. Rentabilidad sobre el capital y eficiencia estructural .....	19
7. Crecimiento histórico y su calidad .....	22
8. Cumplimiento de guidance y credibilidad .....	25
9. Visibilidad futura – Estimates y previsiones .....	28
10. Retorno al accionista .....	32
11. Valoración y potencial de revalorización .....	35
12. Comparativa con el sector y competidores .....	39
13. Asignación de capital y decisiones estratégicas .....	44
14. Precio actual, drawdown y contexto de mercado .....	48
15. Riesgos principales y gestión histórica del riesgo .....	51
16. Track record, gestión y alineación .....	56
17. Oportunidades estructurales y catalizadores .....	59
18. Ventajas competitivas y posicionamiento estratégico .....	62
19. Señales de alerta o deterioro oculto .....	66
20. Tesis final de inversión .....	69

## Resumen de la Tesis

Celestica Inc. (CLS) es un proveedor canadiense de servicios de manufactura electrónica que, tras una transformación profunda, opera cada vez más como socio de ingeniería y diseño en segmentos de mayor valor —centros de datos, comunicaciones de alta velocidad, aeroespacial y defensa— además de su capacidad fabril global. A los precios actuales ( $\approx$  68–69 USD), tras una corrección cercana al 50% desde máximos, surge una oportunidad por la brecha entre la calidad y el crecimiento del negocio y una valoración que aún no refleja plenamente esa realidad. La tesis se apoya en la combinación de fundamentos reforzados, posicionamiento estratégico en tendencias estructurales (IA/hyperscale, rearmamento, automatización) y un punto de entrada atractivo tras la caída.

En métricas, CLS exhibe un perfil notablemente mejor que años atrás: expansión sostenida de márgenes (operativo ajustado en torno al 6–7%), ROIC  $\sim$ 19% por encima holgadamente de sus competidores, y balance prudente (apalancamiento cercano a 1x EBITDA neto). El mercado, sin embargo, la valora en múltiplos que no capturan ese salto cualitativo (PER  $\sim$ 19x con PEG  $\sim$ 0,5), tras un periodo de toma de beneficios y factores exógenos que castigaron la cotización más que a sus fundamentales. Este “spread” entre desempeño económico y precio es el núcleo de la oportunidad: la compañía crea valor económico hoy y, con ejecución continuista, debería cristalizarse vía crecimiento del BPA.

Los motores de medio plazo son tangibles: el negocio HPS (*Hardware Platform Solutions*) en cloud/hyperscale aporta crecimiento y mejores márgenes; CCS (*Connectivity & Cloud Solutions*) aceleró con fuerza en 2024 y ATS (*Advanced Technology Solutions*) se apoya en aeroespacial/defensa y capital equipment; además, las adquisiciones selectivas (como PCI e Impakt) y la salida de contratos legacy de bajo margen han mejorado el mix.

Los riesgos existen —concentración en grandes clientes cloud (un hyperscale  $\sim$ 28% de ventas en 2024), normalización de demanda en ciertos programas, volatilidad del circulante—, pero se mitigan con relaciones de largo plazo y, mayor contenido de ingeniería y disciplina operativa.

En síntesis, CLS es hoy un negocio de calidad superior al de su pasado EMS (*Electronics Manufacturing Services*) “de baja diferenciación”: márgenes y rentabilidad del capital estructuralmente más altos, balance sólido y un equipo directivo que viene cumpliendo guías con consistencia. La corrección reciente ofrece una asimetría atractiva: potencial de revalorización significativo si el mercado reconoce la “nueva Celestica”, con un riesgo a la baja acotado por generación de caja y resistencia financiera. La tesis desarrolla estos pilares y catalizadores, y evalúa escenarios y riesgos para concluir sobre la idoneidad de CLS como inversión de mi cartera a largo plazo.

## 1. Introducción a la tesis

Celestica Inc. (CLS) es una empresa canadiense del sector de servicios de manufactura electrónica (*Electronics Manufacturing Services*, EMS) que se ha convertido en uno de los mayores contratistas a nivel mundial en este ámbito. Su negocio principal es el diseño, ensamblaje y gestión de la cadena de suministro de productos electrónicos complejos para **clientes OEM** (*Original Equipment Manufacturer*), **proveedores de servicios cloud e industrias tecnológicas**, abarcando desde producciones de bajo volumen y alta complejidad (p. ej., equipos aeronáuticos o de semiconductores) hasta productos de gran volumen más estandarizados. Estamos ante una compañía *industrial-tecnológica*, con componentes tanto **cíclicos** (exposición a inversión de capital en telecomunicaciones, informática e industrial, que fluctúa con los ciclos económicos y tecnológicos) como **defensivos** (negocio estable en aeroespacial y defensa, con contratos gubernamentales de largo plazo). En los últimos años Celestica ha ido transformando la naturaleza de su negocio hacia un perfil más resistente y de nicho: de depender de grandes contratos de electrónica de consumo y telecom, ha pasado a enfocarse en sectores críticos de **alta complejidad técnica**, reduciendo así su vulnerabilidad a la pura competencia de costes.

La apertura de posición en Celestica en este momento se justifica por un **cambio de ciclo estratégico y de mercado**. Por un lado, la empresa se encuentra culminando una transformación operativa que ha mejorado sustancialmente su rentabilidad y posicionamiento competitivo (como se detallará en los bloques posteriores). Por otro lado, su cotización ofrece una **oportunidad de precio clara** tras el reciente *sell-off*. Tras multiplicarse su cotización durante 2023 al calor del entusiasmo por la temática *IA/hyperscale*, la acción entró en una fase de corrección pronunciada a inicios de 2025, desplomándose aproximadamente un 50% desde máximos pese a que los fundamentales continuaron mejorando. Este descalabro se debió principalmente a factores externos temporales (ruido sobre posibles aranceles en Norteamérica, ventas de accionistas de referencia, toma de beneficios general en tecnológicas) más que a problemas intrínsecos de Celestica. En mi análisis, dicha desconexión entre cotización y realidad financiera genera una **asimetría rentabilidad/riesgo muy atractiva a largo plazo**: el potencial de revalorización hacia niveles coherentes con su desempeño (un retorno implícito de +100% si la acción recuperase sus máximos, por ejemplo) contrasta con un riesgo a la baja acotado por sus sólidos balances y por un negocio rentable incluso en escenarios adversos. En términos cuantitativos, Celestica exhibe actualmente una excelente fortaleza financiera (indicadores de solvencia muy por encima de la media), rentabilidad (ROIC ~19,5% claramente superior a su coste de capital, implicando creación de valor sostenida) y crecimiento (tasa compuesta de +20% en ventas en los últimos 3 años). Al precio actual (~68,6 USD), estos atributos no parecen plenamente reconocidos: la compañía cotiza a un PER ~19x pero con una relación *PEG* ~0,5, señal de **crecimiento infravalorado**. Mi **planteamiento** es que Celestica combina *calidad estructural sobresaliente, valoración atractiva tras un gran drawdown y perspectivas de crecimiento*

*positivas*, y que esta hipótesis cuantitativa se ve ratificada (no contradicha) por el análisis cualitativo: la estrategia de Celestica, su ejecución operativa y su posición sectorial apuntan a que las mejoras de los últimos años son sostenibles. Por tanto, la tesis plantea que la corrección de la acción brinda una ventana para invertir en una empresa transformada y de alto desempeño, antes de que el mercado recupere la confianza y revalorice sus acciones acorde a su nueva realidad.

## 2. Evolución estratégica y transformación reciente

En la última década Celestica ha recorrido un profundo proceso de **reestructuración estratégica** para escapar de la trampa de bajos márgenes típica de las empresas EMS tradicionales. Históricamente, una parte importante de sus ingresos provenía de grandes contratos con fabricantes de equipos de comunicaciones (notablemente Cisco), que aportaban volumen pero con rentabilidad modesta y fuerte dependencia. Entre 2019 y 2021 la dirección tomó la decisión de “adelgazar” **negocio no rentable**, incluso a costa de ceder tamaño: se llevó a cabo la *desconexión de Cisco* (*Cisco disengagement*), finalizando programas con Cisco Systems que representaban unos \$500 millones anuales de ingresos. Esta decisión, aunque dolorosa en el corto plazo (los ingresos de la división CCS (*Connectivity & Cloud Solutions*) cayeron 9% en 2021 por dicha pérdida), liberó recursos para reorientarlos hacia clientes y sectores más estratégicos. En paralelo, Celestica emprendió una política activa de **adquisiciones selectivas** para construir nuevas capacidades. En 2018 adquirió Atrenne (fabricante de soluciones integradas para defensa) por ~139 MUSD y Impakt (proveedor de grandes sistemas para equipamiento de semiconductores) por ~329 MUSD, operaciones encaminadas a reforzar su cartera en negocios de mayor complejidad técnica y márgenes superiores. En 2022 dio otro paso importante con la compra de PCI Private Ltd. por ~306 MUSD, una empresa con sede en Singapur centrada en diseño y manufactura para sectores de salud e industrial, ampliando su huella en Asia y su talento de ingeniería. Estas adquisiciones –financiadas en parte con deuda, pero con un enfoque disciplinado en cuanto a precio y sinergias– han servido para **reperfilar la compañía hacia segmentos de alto crecimiento y valor añadido**.

Fruto de estas decisiones, Celestica ha ido transformando su modelo: de un *outsourcer* puramente orientado a fabricación por volumen, a un proveedor integral de soluciones con **capacidades de diseño propias**. Un hito clave fue el desarrollo de su oferta HPS (*Hardware Platform Solutions*), que implica diseñar plataformas de hardware y soluciones de ingeniería que los clientes pueden personalizar para sus aplicaciones. Esta apuesta ha dado sus frutos; por ejemplo, los ingresos de HPS crecieron un 59% en 2022 (hasta \$1.83 mil millones, un 25% de las ventas totales) impulsados por fuerte demanda de sus clientes *hyperscalers*. En 2024, HPS volvió a dispararse (+63% anual) y ya aporta ~29% de la facturación, evidenciando que Celestica ha logrado posicionarse como socio preferente en el auge de la **infraestructura de centros de datos para inteligencia artificial y cloud**. Otro eje de transformación ha sido el enfoque sectorial: la compañía ha volcado esfuerzos en hacer crecer su segmento ATS (*Advanced Technology Solutions*), que engloba aeroespacial y defensa, industrial, salud y equipamiento capital. Aunque la demanda industrial tuvo altibajos recientes, Celestica ha conseguido expandir fuertemente sub-áreas como Aerospace & Defense (+32% ingresos en 2023, por recuperación de aero comercial y programas de defensa), así como Capital Equipment (equipos para semiconductores y automatización), compensando con creces la reducción de negocio legacy. En suma, la

empresa ha demostrado **agilidad estratégica**, pivotando hacia mercados más resilientes y saliendo a tiempo de contratos de bajo margen. Lejos de una estructura rígida, Celestica adoptó un enfoque proactivo: invirtió en tecnología y talento (vía adquisiciones y desarrollo interno) para diferenciarse, y rehusó competir en la mera manufactura indiferenciada, donde no podía ganar. Esta transformación –combinando desinversión en clientes legacy, M&A estratégico e innovación en servicios– ha modificado sustancialmente su posición competitiva: hoy Celestica compite más por **ingeniería y valor añadido** que por precio unitario, situándola en un nicho de mercado más defendible y lucrativo que el que ocupaba años atrás.

Operativamente, la directiva liderada por el CEO Rob Mionis (en el cargo desde 2015) ha mostrado determinación para ejecutar esta visión. No dudó en cerrar líneas poco rentables (ej. el negocio de energía solar que Celestica tenía a mediados de los 2010s) y en **reinventar la propuesta de valor** de la compañía. Cabe destacar que hasta 2023 Celestica tenía un accionista mayoritario (Onex Corporation) que controlaba la mayoría del poder de voto; sin embargo, en agosto de 2023 Onex vendió su participación remanente en una oferta secundaria y se eliminaron las acciones de voto múltiple. Esto marcó el fin de la tutela de su inversor original y dejó a Celestica con una base accionarial totalmente pública. Si bien esa venta pudo contribuir a la corrección de la acción (Onex materializó ganancias significativas tras la revalorización, lo que se percibió como *insider selling*), también liberó a la empresa de posibles restricciones, permitiendo que el mercado valore a Celestica por sus propios méritos. En síntesis, la trayectoria reciente de Celestica es la de una **empresa en plena metamorfosis**: redujo la dependencia de clientes tradicionales (incluso renunciando a ~1/2 mil millones de ingresos anuales de Cisco), potenció segmentos de alto margen vía adquisiciones e iniciativas internas, y logró subirse a la ola de la demanda en sectores emergentes (IA, defensa) con soluciones diferenciadas. Esta evolución estratégica explica el notable cambio en sus resultados financieros (márgenes y ROIC al alza) y sienta las bases cualitativas de la tesis: Celestica **ya no es la misma empresa de hace 5 o 10 años**, y el mercado podría estar subestimando la durabilidad y valor de este nuevo Celestica.

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

Celestica opera bajo un modelo de negocio de **servicios tecnológicos integrales para la producción electrónica**, abarcando desde el diseño conceptual y prototipado hasta la fabricación en serie, pruebas, logística y soporte post-venta. En esencia, la compañía se encarga de **“materializar” los productos electrónicos de sus clientes**, aportando no solo capacidad fabril sino también experiencia en ingeniería, gestión de la cadena de suministro global y mejora continua de costes/eficiencia. Esta propuesta es difícil de replicar sin una amplia infraestructura y *know-how*: Celestica administra una red optimizada de centros productivos en Norteamérica, Europa y sobre todo Asia, con sistemas digitales comunes que conectan equipos, procesos y proveedores para responder con rapidez y calidad a las necesidades de los clientes. A diferencia de los fabricantes por contrato puramente orientados a volumen, Celestica ha incorporado **servicios de valor añadido** como el diseño de hardware (a través de HPS), la ingeniería de prueba, la integración de sistemas complejos y servicios *after-market*. Esto le permite capturar una mayor porción de la cadena de valor: por ejemplo, en lugar de limitarse a montar una placa según especificaciones del cliente, Celestica puede codesarrollar con él una plataforma estándar que luego personalizan para múltiples usuarios finales. Esta integración vertical parcial aporta fidelidad –los clientes perciben a Celestica más como un socio tecnológico que como un taller subcontratado– y mejores márgenes, ya que los servicios de ingeniería y propiedad intelectual conllevan mayores tarifas que la mera manufactura.

El negocio de Celestica se segmenta en **dos divisiones principales** operativas: **ATS (Advanced Technology Solutions)** y **CCS (Connectivity & Cloud Solutions)**. La división **ATS** agrupa los mercados de **Aeroespacial y Defensa, Industrial, Salud (HealthTech)** y **Equipamiento de Capital**. Son ámbitos a menudo regulados y de menor escala que la electrónica de consumo: requieren manufactura altamente especializada (por ejemplo, certificaciones militares, ensamblajes de precisión para semiconductores, dispositivos médicos con normativa sanitaria). Consecuentemente, los ciclos de producto en ATS suelen ser largos, los contratos multi-anales y la exigencia técnica alta. Estos factores hacen que las barreras de entrada sean elevadas –es costoso y lento para un competidor establecer, por ejemplo, una línea certificada para equipamiento aeroespacial–, lo cual tradicionalmente se traduce en **márgenes más altos** en ATS (aunque también con mayor volatilidad potencial). Por su parte, la división **CCS** abarca los mercados de **Comunicaciones** (infraestructura de redes, telecom) y **Enterprise** (servidores, almacenamiento y soluciones de centros de datos). Aquí Celestica compite en la producción de hardware de TI y redes que usan desde proveedores de nube pública (*hyperscale*) hasta empresas e instituciones para manejar tráfico de datos y aplicaciones. Tradicionalmente, los negocios de CCS en la industria EMS tenían **márgenes más bajos y altas volúmenes**, pues incluyen productos relativamente estandarizados (routers, switches, racks de servidores) para grandes clientes OEM. Sin embargo, dentro de CCS Celestica ha desarrollado su mencionado negocio **HPS (Hardware**



**Platform Solutions**), que se distingue por proveer diseños avanzados de plataformas abiertas, firmware y soluciones de integración de hardware óptico/electrónico para centros de datos. HPS es un **punto diferenciador clave** frente a otros competidores: implica que Celestica no solo fabrica switches o servidores, sino que colabora en su concepción (por ejemplo, combinando *switches* de datos con transceptores ópticos de silicio fotónico para lograr mayor ancho de banda, una solución puntera demandada en redes de IA). Este tipo de producto “semi-propio” amplía la propuesta de Celestica en CCS, dándole un perfil más cercano al de un ODM (Original Design Manufacturer). Consecuencia de esta estrategia es que, si bien en 2021-2022 ATS y CCS aportaban cada uno ~41–59% de las ventas respectivamente, en 2024 CCS aumentó ligeramente su peso (58% vs 42% ATS) apalancada por el rápido crecimiento de HPS y la fuerte demanda de servidores y equipos de red para *cloud*.

Analizando la **evolución por segmentos**, se observa que ATS mantuvo ventas relativamente estables en los últimos años (aprox. \$3.3 mil millones tanto en 2022 como 2023), afectada por la debilidad coyuntural en Industrial –un mercado expuesto a la inversión en renovables y automatización industrial, que se enfrió en 2024–. No obstante, otras áreas de ATS compensaron esa baja: el negocio de Aeroespacial & Defensa mostró un crecimiento robusto (+32% en 2023 vs 2022) por la recuperación post-pandemia de la aviación comercial y el incremento del gasto en defensa, y el negocio de Equipos de Capital también creció, impulsado por demanda de maquinaria para la industria de semiconductores. Las ventas de ATS en 2024 rondaron \$3.2 mil millones (ligera caída de 5% anual) debido principalmente a ese bache industrial que la compañía espera que toque fondo en el primer semestre de 2025. Por su parte, **CCS ha sido el motor de crecimiento reciente**: pasó de \$4.27 mil millones en 2022 a \$4.64 mil millones en 2023 (+9% anual) y luego dio un salto extraordinario a ~\$6.5 mil millones en 2024, lo que supone un +40% año contra año. Este auge de CCS provino tanto del mercado de Comunicaciones (+48% ingresos en 2024) como del de Enterprise (+29% en 2024), reflejando la entrada en fase de producción masiva de nuevos programas con **hyperscaleres**. En concreto, Celestica se ha visto beneficiada por la demanda de gigantes como Amazon, Google, Meta, etc., que están expandiendo agresivamente su capacidad de cómputo y redes para IA. Un solo cliente hyperscale (no identificado públicamente por contrato, pero presumiblemente uno de los líderes de nube) pasó a representar el 22% de los ingresos totales en 2023 y ~28% en 2024, evidencia del enorme volumen de pedidos concentrados en la compañía para ese cliente. Esto implica cierto **riesgo de concentración**, pero también es un sello de confianza: Celestica ha logrado convertirse en un proveedor clave y preferido para al menos uno (posiblemente varios) de los mayores inversores en hardware del mundo. En total, sus 10 principales clientes aportaron ~73% de las ventas en 2024 (frente al 64% en 2023), un nivel elevado que indica dependencia de contratos grandes pero a la vez refleja su posicionamiento entre un grupo selecto de socios estratégicos de las grandes tecnológicas.

En términos de **modelo de ingresos**, Celestica típicamente firma acuerdos plurianuales con sus clientes (MSA, *Master Supply Agreements*) que establecen las bases (términos legales, objetivos de coste/calidad, etc.), pero las cantidades concretas se confirman mediante órdenes de compra específicas. Es decir, no suele haber compromisos firmes de volumen a largo plazo; los clientes pueden ajustar sus pedidos en función de su propia demanda final. Esto hace que la **visibilidad de ingresos** sea limitada a unos pocos trimestres vista, y que la empresa deba gestionar con flexibilidad su capacidad y el inventario. Sin embargo, en los mercados donde opera Celestica, suele haber **costes de cambio elevados** para el cliente una vez que un programa está en marcha: cambiar de fabricante implicaría recalificar procesos, potenciales riesgos de calidad/tiempo, y renegociar cadenas de suministro, por lo que si el proveedor actual cumple, lo normal es que conserve el contrato durante el ciclo de vida del producto. Celestica se esfuerza en **profundizar relaciones** y convertirse en socio indispensable; de hecho, afirma tener colaboraciones de largo plazo con “una mezcla diversa de OEM líderes, proveedores de servicios *cloud* y otras compañías en sus mercados finales”. Su enfoque en fiabilidad, flexibilidad y entrega puntual ha sido reconocido con numerosos premios de clientes e industria, lo cual refuerza su reputación.

En cuanto a **recurrencia**, aunque Celestica no tiene ingresos por suscripción, sí cuenta con una base instalada y contratos que generan flujos sostenidos: por ejemplo, en defensa los programas se extienden por años de producción y mantenimiento; en *cloud*, un diseño de HPS exitoso puede generar ventas recurrentes a varios clientes (al ser una plataforma estándar) o expansiones con el mismo cliente en distintos centros de datos. La empresa también obtiene ingresos estables por servicios post-venta (reparaciones, gestión de activos, etc.) que complementan las ventas de producto. No obstante, sigue siendo en esencia un negocio ligado a proyectos: los picos de crecimiento vienen de nuevas rampas de producción, y los descensos cuando un producto llega al fin de su ciclo. De ahí la importancia de la **diversificación** alcanzada: Celestica opera hoy en **múltiples sectores** (desde equipamiento médico hasta equipos de red de alta velocidad), mitigando la dependencia de un solo mercado. Esto se refleja geográficamente también: la producción está distribuida en sus plantas globales optimizando coste y cercanía al cliente. Llama la atención que casi **la mitad de los ingresos (46%) en 2023 provinieron de productos fabricados en Tailandia**, donde Celestica posee un gran campus industrial. Este es un punto competitivo: Tailandia ofrece mano de obra más económica que América del Norte o incluso China, y ha sido una ubicación clave para Celestica (de hecho, ha ido reduciendo su dependencia de China, bajando del 16% al <10% de ingresos producidos en China entre 2021–2023, en parte trasladando carga a Tailandia y otros países del Sudeste Asiático). Otros centros relevantes son Malasia (~11% de los ingresos), México (no cuantificado públicamente pero significativo en producción para Norteamérica) y ciertas operaciones especializadas en Canadá, EE. UU. y Europa para productos de defensa o clientes que requieren proximidad. Esta huella global proporciona **ventajas logísticas y de coste** importantes, permitiendo a Celestica atender a sus clientes donde lo necesiten y aprovechar diferencias arancelarias o de costes regionales. A su vez,

supone cierta concentración geográfica (tener ~45% de producción en un solo país conlleva riesgos operativos, como eventos políticos o climatológicos en Tailandia, si bien la empresa diversifica dentro de la región).

En términos de **poder de fijación de precios**, Celestica por sí sola no puede considerarse poseedora de gran poder: sus clientes suelen ser corporaciones de enorme tamaño que negocian duramente precios a la baja en cada renovación (incluso existen cláusulas para reducciones de precio escalonadas a lo largo de un contrato). El sector EMS es conocido por su presión constante en márgenes. Sin embargo, al moverse hacia servicios de mayor valor (diseño HPS, mercados regulados, etc.), Celestica ha mejorado su *pricing power* relativo: los clientes están dispuestos a pagar algo más por un proveedor confiable que les aporte soluciones innovadoras y evite problemas. Además, en ciertos casos Celestica puede repercutir costes externos –por ejemplo, aranceles o encarecimiento de componentes– a sus clientes, como ha declarado que hace respecto a los aranceles comerciales (trasladando prácticamente todos los aranceles a los clientes finales para no afectar sus márgenes). Dicho esto, la **estructura de costes** continúa siendo crítica para la competitividad. Celestica compite implementando programas de reducción de costes internos (automatización mediante su iniciativa de “fábrica digital”, optimización de compras globales, etc.) para sostener márgenes sin tener que subir precios. También se apalanca en la **economía de escala**: pese a no ser el mayor del sector, maneja un volumen de compras suficiente para negociar componentes electrónicos a buen precio, y utiliza herramientas como *programas de venta de facturas* y depósitos de clientes para gestionar el capital circulante de forma eficiente en la cadena de suministro.

Un aspecto a vigilar es la **concentración operativa** en ciertos clientes/productos. Actualmente, la dependencia de uno o dos grandes clientes *cloud* es alta (un solo cliente ~28% ventas 2024). Además, en comunicaciones Celestica tiene un programa muy relevante de interconexión de IA/ML que está en transición tecnológica –uno de sus principales clientes *cloud* está migrando a una nueva generación de hardware, lo que redujo pedidos en cierto programa en H1 2024–. Estos riesgos de concentración son conocidos y la empresa procura mitigarlos diversificando su base: es notable que en 2021 ningún cliente representaba >10% de ventas, señal de una cartera más atomizada; la subida a 22–28% de un cliente en 2023-24 refleja la explosión de volumen con ese hyperscale, pero a medio plazo cabría esperar que otros clientes incrementen peso relativo y equilibren la balanza. Celestica también se esfuerza en **profundizar en cada cliente** en lugar de tener miles de clientes pequeños: su estrategia es desarrollar relaciones estratégicas de gran tamaño con líderes de la industria, donde pueda ofrecer múltiples servicios y crecer con ellos. Por ejemplo, con sus principales clientes *cloud* Celestica aspira a proveer no solo montaje, sino diseño de plataformas, gestión logística e incluso mantenimiento de sus equipos. Esto crea cierta “**barrera de salida**” para esos clientes, ya que la compañía se integra en varias etapas de su cadena de valor.

En cuanto a **barreras de entrada**, las hay tanto **tangibles** (red de plantas globales, inversiones de cientos de millones en equipos especializados, certificaciones y sistemas de calidad robustos, que un nuevo entrante tardaría años en replicar) como **intangibles** (relaciones de confianza con clientes logradas tras décadas entregando consistentemente, propiedad intelectual de diseños modulares en HPS, know-how sectorial difícil de adquirir sin experiencia). Un competidor que quisiera arrebatarse a Celestica un contrato de, por ejemplo, fabricación de hardware de red para un hyperscale tendría que igualar su historial en fiabilidad y su capacidad de entregar rápidamente en distintas regiones, lo cual no es trivial. Así, aunque la competencia en EMS es feroz, Celestica ha construido **ventajas competitivas sostenibles** en ciertos nichos: es uno de los pocos EMS occidentales con escala significativa en defensa (donde se requiere confianza y seguridad nacional), y es pionera en adoptar modelos de código abierto de hardware para centros de datos (gracias a HPS), ubicándose por delante de rivales más tradicionales que siguen sujetos a fabricar solo diseños de los OEM. Estas ventajas se examinarán con mayor detalle en bloques posteriores, pero en conjunto dotan al modelo de negocio de Celestica de un carácter más defensivo y diferenciable de lo que sugiere la etiqueta general de “EMS”. En resumen, Celestica gana dinero integrando sus amplias capacidades (diseño + fabricación + cadena de suministro), con ingresos diversificados por segmentos y geografía, una base de clientes concentrada pero fiel, y un posicionamiento en sectores con **altas barreras de entrada**. Sus ingresos no son de suscripción, pero sí de relación continua; su capacidad de fijación de precios está limitada por contratos exigentes, pero compensa con eficiencia interna e innovación. El riesgo principal del modelo reside en la dependencia de grandes contratos y en la naturaleza cíclica de la inversión tecnológica, pero la empresa ha tomado pasos concretos para mitigarlos vía diversificación y escalada en la cadena de valor.

## 4. Desempeño financiero y operatividad

El giro estratégico de Celestica se ha traducido en una **mejora notable de sus resultados financieros** en los últimos años. Tras un periodo de estancamiento a mediados de la década pasada, la compañía encadenó crecimientos sólidos: los ingresos pasaron de ~\$5.63 mil millones en 2021 a \$7.96 mil millones en 2023, y alcanzaron ~\$9.65 mil millones en 2024 (21% anual más que 2023). Esto equivale a un **CAGR en ventas del ~10%** a 5 años, acelerándose al ~20% en el trienio más reciente. Este fuerte crecimiento **no ha sido a costa de los márgenes**, sino acompañado de una importante expansión de la rentabilidad operativa. La siguiente tabla ilustra la evolución multianual de los indicadores clave:

- *Ventas*: \$5.63 B (2021) → \$7.25 B (2022) → \$7.96 B (2023) → ~\$9.65 B (2024e). Celestica logró un salto del +29% en 2022 impulsado por la recuperación post-Covid y la contribución de la adquirida PCI, seguido de +10% en 2023 (crecimiento orgánico destacado, por encima del ~4% estimado para la industria ese año) y un ~+21% en 2024 gracias al despegue de demanda en *cloud*. Se aprecia un leve bache en 2021 (-2% vs 2020) debido al ajuste tras la salida de Cisco y a restricciones de componentes, pero se trató de una pausa temporal antes del vigoroso repunte.
- *Margen bruto*: 7.6% (2020) → 8.6% (2021) → 8.8% (2022) → ~10.7% (2024). La compañía logró elevar su margen bruto en +200 pbs aproximadamente desde 2020 a 2024, alcanzando su nivel más alto en al menos 15 años. Esta expansión refleja la mayor proporción de negocios de alto valor (HPS, defensa) y el efecto del apalancamiento operativo sobre la base de costes fijos. Por ejemplo, el volumen incremental en 2024 sumado a una mejor variedad de productos hizo subir el margen bruto trimestral hasta 11.7% en Q4 2024 (vs 10.4% un año antes). Directivos señalan que el mayor **apalancamiento operativo** y las iniciativas de eficiencia (optimización de cadena de suministro, digitalización de fábricas) tuvieron un impacto favorable en los márgenes de 2023, y esta tendencia continuó en 2024 con economías de escala significativas en la división CCS. Un detalle: en 2023 y 2024 la empresa registró unos beneficios contables extraordinarios por valor razonable de un derivado (*Total Return Swap*) ligado a su plan de incentivos, que redujeron el gasto de compensación (contribuyendo +45.6 MUSD al beneficio operativo en 2023). Ajustando por estos efectos no recurrentes, la mejora subyacente de márgenes sigue siendo clara (sin el efecto TRS, el margen bruto 2023 habría rondado igualmente ~8.2–8.5%, en línea con la senda creciente).
- *Margen operativo*: 2.5% (IFRS, 2020) → 4.5% (Ajus., 2021) → 5.6% (Ajus., 2023). Celestica alcanzó en 2023 su **mayor margen operativo ajustado histórico**, alrededor de 5.6% sobre ventas. En 2024 superó incluso ese registro: el margen operativo promedió ~6.9% en el año (7.4% en el Q4), lo cual es sobresaliente para un negocio EMS. El EBT fue \$306.6 M en 2023 (más del doble de 2020). La **expansión**

**de EBIT** provino principalmente de la división CCS: el ingreso operativo segmental de CCS se disparó de ~\$129 M en 2021 a ~\$289 M en 2023 (margen CCS subiendo de 3.9% a 6.2%) gracias al efecto combinación de mayor volumen *cloud* y mejores precios/mix (con HPS elevando la rentabilidad media). ATS mantuvo márgenes estables ~4.6–4.7%, sin lograr la expansión por la debilidad industrial, pero consistentemente rentable. Este perfil dual (ATS margen medio-alto pero crecimiento lento, CCS crecimiento explosivo con márgenes en ascenso) permitió que Celestica mejorara simultáneamente tamaño y rentabilidad.

- *Beneficio neto*: ~\$35 M (2020) → ~\$98 M (2021) → ~\$183 M (2022) → ~\$272 M (2023) – todas cifras IFRS reportadas. En 2024, el beneficio neto fue de ~\$260 M (impactado a la baja en GAAP por pérdidas no operativas vinculadas a revalúo del TRS al caer la acción durante Q1 2025; en términos ajustados el neto superó los ~\$400 M, un récord). La rentabilidad final sobre ventas ronda el **5% neto** (4.9% en 2024), cuando hace pocos años apenas alcanzaba 1–2%. El beneficio por acción pasó de \$1.94 en 2021 a \$2.50 en 2022 y \$3.90 en 2024, evidenciando un crecimiento compuesto >40%. Este crecimiento explosivo de la última línea viene no solo de la mejora operativa sino también de una eficaz gestión financiera: Celestica redujo su tasa impositiva efectiva con planificación fiscal internacional y uso de créditos (en 2023 pagó 16% de tasa efectiva) y disminuyó ligeramente el número de acciones por recompras, amplificando la subida del BPA. En definitiva, la empresa ha logrado **multiplicar por ~2 su beneficio neto en tres años**, una hazaña poco común en una industria típicamente de bajo margen.
- *Flujo de caja libre (FCF)*: Aquí la historia es más volátil. Celestica generó FCF positivos cada año, pero muy afectados por el capital circulante. En 2021-2022, la crisis de suministro llevó a la empresa a **acumular inventarios récord**, con apoyo de depósitos de clientes, para asegurar materiales críticos (el circulante consumió >\$700 M de caja en 2022). Por tanto, el FCF de 2022 fue modesto (apenas ~\$20 M), pese al alza de beneficios. En 2023 la situación se revirtió en parte: al aliviarse las restricciones de componentes, Celestica pudo reducir inventarios en ~\$960 M, liberando efectivo. El FCF 2023 ascendió a ~\$230 M, y en 2024 la compañía esperaba generar \$350 M de FCF ajustado. Sin embargo, al cierre de 2024 se observó todavía cierto consumo de caja en cuentas por cobrar (por ventas muy concentradas a fin de año) y normalización de depósitos de clientes. El resultado es que la **calidad de las ganancias** ha ido mejorando: El “*income quality*” se situó ~1.08 en 2024, en línea con la norma sectorial, recuperándose tras dos años de distorsión por inventarios. La empresa confía en que post-pandemia su ciclo de conversión de efectivo se mantenga bajo control (redujo el *cash cycle* a ~91 días en 2024, 3 días menos que 2023, gracias a recorte sustancial de días de inventario). En conclusión, Celestica está convirtiendo sus beneficios en caja de forma adecuada y, tras absorber fuertes inversiones en

circulante durante la crisis, ahora **aporta cash flows crecientes** que refuerzan su balance y permiten retornos al accionista.

Examinando la **eficiencia operativa** en detalle, destaco varios puntos: (i) **Apalancamiento operativo**: la empresa ha demostrado una gran capacidad de mejorar beneficios con el aumento de ventas. Por cada dólar adicional de ingresos en 2023-24, “solo” ~85 centavos fueron costos directos –reflejo de la naturaleza parcialmente fija de ciertos costos–, lo que se traduce en un flujo incremental a EBIT considerable. En 2024, con +21% ventas, el EBIT ajustado creció en torno a +40%, ilustrando ese apalancamiento. (ii) **Gestión de costos**: Celestica ha mantenido SG&A muy bajo (3.5% de ventas en 2023, incluso ligeramente menor que 3.9% en 2022) a pesar del crecimiento. En 2024 redujo los gastos de venta y administración en términos absolutos gracias a ajustes de la cobertura TRS y a sinergias por la integración de PCI. Su estructura de SG&A indica disciplina: los gastos aumentaron menos que proporcionalmente a las ventas. (iii) **Márgenes por segmentos**: se observa que **CCS impulsó la expansión de margen global**. CCS segmental subió de 5.1% en 2022 a 6.2% en 2023 y ~7.4% en 2024, situándose ya por encima de muchos competidores en el negocio de centros de datos. Esto se atribuye a “mayor apalancamiento operativo y mejor mezcla” en CCS, incluyendo un peso alto de HPS (que tiene márgenes superiores al resto de CCS). En contraste, ATS se mantuvo en ~4.6–4.7% margen en 2023-24, ligeramente por debajo de la expectativa histórica de ATS (>5%), debido al lastre temporal de Industrial (menores volúmenes implicaron subutilización y presión en precios en ciertos contratos). Sin embargo, la gerencia señaló mejoras en subsegmentos de ATS: Capital Equipment y Aeroespacial expandieron márgenes, compensando parcialmente lo de Industrial. Esto demuestra que, aun dentro de ATS, Celestica pudo redistribuir recursos y beneficiarse de que otras divisiones (p. ej., equipos para semiconductores) tuvieran un año excepcional en 2024.

Otro punto a resaltar es la **ausencia de anomalías contables** o extraordinarios significativos que distorsionen las cifras, más allá de los ya mencionados ajustes de valor razonable del derivado TRS (que la propia empresa excluye en sus medidas no-GAAP) y un evento aislado: en 2022 ocurrió un incendio en una planta de Celestica en Batam (Indonesia) que destruyó inventario valorado en ~\$94 M. La compañía tenía seguro y recuperó la mayor parte de las pérdidas a través de indemnizaciones (sin impacto neto en resultados de 2022–23). Este incidente apenas interrumpió la producción unas semanas y se solventó eficazmente. Mencionarlo es relevante para ilustrar que **no hubo “picos” artificiales de rentabilidad** – los resultados fueron orgánicos– y que la compañía maneja bien imprevistos operativos. El único ajuste contable reseñable es que a partir de 2023 Celestica cambió sus reportes de IFRS a US GAAP al dejar de ser emisora privada extranjera, pero reexpresó los años previos sin grandes diferencias en magnitudes clave. En resumen, el desempeño financiero de Celestica muestra **crecimiento rentable y consistente**: la empresa ha escalado su volumen al tiempo que amplificaba márgenes, con ganancias de eficiencia que sugieren un modelo más escalable y robusto que en el pasado. Estas mejoras cuantitativas corroboran la tesis de que Celestica

ha dejado de ser un negocio de bajo margen para convertirse en un **creador de valor creciente**. Si bien en 2024 el crecimiento y margen alcanzaron picos históricos difíciles de superar inmediatamente (2025 podría ver una normalización del ritmo), la trayectoria subyacente es positiva. Es importante señalar que algún bache transitorio –por ejemplo, un primer semestre 2025 con ingresos *flat* en ciertos segmentos– no invalida la tendencia de fondo, siempre que los pilares estructurales (cartera de clientes, capacidad de ingeniería, diversificación) se mantengan. Hasta ahora, los números avalan esta solidez: Celestica ha navegado momentos complicados (2020-21) y ha emergido más fuerte, evidenciando **resiliencia operativa** y capacidad de ejecución.



## 5. Fortaleza financiera y calidad del balance

Celestica presenta un balance saneado, con niveles de deuda moderados y cómodos colchones de liquidez, situándose en una posición financiera más robusta que muchos de sus pares. La compañía ha financiado parte de su crecimiento (particularmente adquisiciones como PCI en 2022) con deuda, pero lo ha hecho de forma prudente, manteniendo unos **ratios de endeudamiento conservadores**. A la fecha de la compra (Q1 2025), la deuda total bruta de Celestica rondaba \$1.1–1.2 mil millones, equivalente aproximadamente a solo **0.08x sus ingresos** o **~1.1x su EBITDA** anual (neto de caja, la deuda neta/EBITDA también se sitúa apenas en ~1.0–1.1x). Estos indicadores son muy inferiores al promedio del sector EMS, donde no es raro ver apalancamientos de 2–3x EBITDA. De hecho, Celestica tiene un **Altman Z-Score de ~5.6**, muy por encima del umbral de seguridad (y superior a la media sectorial) que sugiere un riesgo de insolvencia prácticamente nulo. Igualmente, obtiene un Piotroski F-Score de 7 sobre 9, reflejando una mejora notable en parámetros financieros (rentabilidad neta positiva y creciente, flujo de caja operativo positivo, margen bruto al alza, rotación de activos mejorada, etc.), lo que indica **buena salud financiera** en general.

Profundizando, el ratio **deuda neta/ patrimonio** es de ~0.5x, lo cual señala un nivel de apalancamiento moderado (la empresa utiliza tanto deuda como capital propio en proporciones equilibradas, sin sobrecargar su balance). Más revelador aún es su **cobertura de intereses**: gracias al fuerte aumento de EBIT y a que una parte de su deuda es a tipo variable con costo aún razonable, Celestica cubre sus gastos financieros más de **25 veces** con su resultado operativo. Esto significa que incluso un incremento sustancial de tipos de interés o una caída de EBIT tendría que ser drástico para comprometer su capacidad de servir la deuda. En 2023, los gastos financieros totales fueron \$76.6 M, mientras que el EBITDA ajustado superó los \$520 M, una relación de cobertura >6.8x por EBITDA (o >4x por EBIT IFRS de \$306 M). Estas cifras confirman que la deuda no representa una carga agobiante: Celestica podría, si quisiera, amortizar toda su deuda neta con cerca de un año de flujo de caja operativo. Además, la empresa ha sido proactiva en **gestionar su endeudamiento**: por ejemplo, refinanció su crédito sindicado en 2021 para mejorar plazos y flexibilidad, y suele aprovechar la venta de cuentas por cobrar (programas de *factoring* sin recurso) para financiar capital de trabajo sin incurrir en más pasivos bancarios. A cierre de 2024, Celestica disponía de aproximadamente ~\$365 M en caja y equivalentes y tenía significativas líneas de crédito sin usar, por lo que la **liquidez inmediata** no es un problema (el *current ratio* se situó ~1.44x; inferior al promedio sectorial de ~2x, aunque suficiente dado el ciclo corto de cobros/pagos en esta industria). La rotación de activos corrientes ha mejorado, reduciéndose sus días de inventario y cobrando en plazos decentes (DSO ~79 días) aunque todavía algo por encima de competidores más centrados en consumo masivo.

Analizando la **estructura de la deuda**, la mayor parte corresponde a un préstamo a plazo (*term loan*) y a bonos sénior emitidos (Celestica emitió bonos convertibles en 2018, ya vencidos, y se ha financiado más vía crédito bancario en años recientes). El calendario de

vencimientos está escalonado y no hay pagos de deuda significativos concentrados en el corto plazo, lo que minimiza el riesgo de refinanciación inmediata. Además, tras la conversión a emisor doméstico en EE. UU., Celestica ha obtenido **rating crediticio** (no publicado por ser grado high-yield) pero en general el mercado de deuda la valora estable; sus préstamos se cotizan sin descuento relevante. La compañía anticipa poder refinanciar su deuda cuando sea necesario en condiciones favorables, dada su menor ratio de endeudamiento y la confianza generada por sus resultados recientes. Incluso en escenarios adversos prolongados, Celestica podría resistir: en una recesión severa, si sus EBITDA cayeran a la mitad (~\$250 M) y los tipos subieran algo más, seguiría teniendo cobertura de intereses de >10x; su deuda neta/EBITDA se elevaría pero difícilmente superaría 3x, nivel manejable; además cuenta con activos corrientes (inventarios, cuentas por cobrar) para generar liquidez si fuese preciso reducir operaciones. Otro factor de fortaleza es la **gestión del riesgo financiero**: Celestica utiliza coberturas de divisas (ya que opera en USD principalmente pero tiene costos en otras monedas, como baht tailandés o peso mexicano) para minimizar el impacto de fluctuaciones de tipo de cambio en su rentabilidad. También ha implementado mecanismos como el *Total Return Swap* para fijar el coste de sus planes de acciones para empleados, lo que le ha permitido evitar diluciones inesperadas o gastos variables excesivos por la revalorización de sus acciones.

Un punto donde Celestica es ligeramente inferior al sector es su **posición de caja relativa**: su ratio caja a deuda es ~0.36x (36 centavos de caja por cada \$1 de deuda), más bajo que la media de competidores, algunos de los cuales mantienen cajas más abultadas. Esto se explica en parte porque Celestica prefirió usar su liquidez para recomprar acciones y financiar inversión, en lugar de acumularla (no paga dividendos, así que la caja la destina a oportunidades de crecimiento o recompra). Si bien un mayor saldo de caja sería tranquilizador, el nivel actual es suficiente para operativa diaria y, en caso de necesidad, tiene líneas de crédito disponibles. Además, al tener un capital circulante muy ajustado (incluso con apoyo de clientes vía depósitos), Celestica no requiere grandes colchones de efectivo. Su **índice de cobertura del interés (EBIT/Intereses)**, como comentado, es altísimo (~27x), muy superior al de la media del sector (~6–8x). Esto indica que la fortaleza financiera de Celestica no es solo en la hoja de balance sino también en su cuenta de resultados: la combinación de baja deuda y alta rentabilidad produce un **colchón financiero significativo** ante cualquier estrés. Esta robustez la diferencia de algunos competidores que cargan con deudas elevadas tras adquisiciones o tienen pensiones subfinanciadas.

Cabe preguntarse: ¿para qué se ha usado el apalancamiento en Celestica? En su mayoría, para **financiar crecimiento con sentido estratégico**. Por ejemplo, la compra de Impakt en 2018 (~\$329 M) se hizo con deuda bancaria y se saldó con éxito (Impakt se integró en ATS, contribuyendo a ganar contratos en semiconductores y aumentando los márgenes de ese negocio). Lo mismo con PCI en 2022, que se financió con \$220 M de la línea renovable y resto caja, aumentando en ~25% la deuda bruta pero aportando un negocio rentable que ya

en 2023 generaba >\$30 M de ingreso operativo. Celestica no ha utilizado deuda para sostener dividendos (no paga ninguno) ni para cubrir pérdidas (no las ha tenido desde 2012), lo cual es crucial: su apalancamiento no es síntoma de debilidad sino de **inversiones orgánicas y vía M&A** para potenciar la estrategia. A medida que las sinergias de estas adquisiciones se materializaron, la deuda relativa ha ido disminuyendo (deuda/EBITDA pasó de ~3x tras Impakt a ~1x en 2023). En términos de riesgos financieros residuales, podríamos señalar: (i) **exposición a tipos variables** –una parte significativa de la deuda de Celestica está sujeta a tasas de interés variables, lo que en 2022-23 elevó su gasto financiero (+\$9 M en 2023 por mayor interés). Sin embargo, el impacto ha sido absorbible y tiende a estabilizarse. (ii) **Cláusulas y covenants** –el crédito sindicado impone ciertos covenants de endeudamiento neto e interés cubierto que Celestica cumple ampliamente; no hay riesgo inminente de violación de covenants dado su desempeño. (iii) **Necesidades de capital futuro** –si surgiera una gran oportunidad de adquisición, Celestica podría endeudarse más (hasta ~2.5–3x EBITDA sin perder estabilidad) o emitir acciones. Por ahora, su flujo de caja libre proyectado (>\$300 M anuales) es suficiente para financiar inversiones normales y además seguir reduciendo deuda o recomprando acciones, lo que sugiere una **auto-sustentabilidad financiera** saludable.

En comparación narrativa con empresas del sector, Celestica destaca por su bajo apalancamiento. Por ejemplo, Jabil y Flex –sus dos rivales más grandes en EMS occidental– suelen operar con deuda neta 2–3.5x EBITDA y realizan adquisiciones frecuentes, lo que a veces tensiona sus balances. Celestica, tras la digestión de PCI, optó por pausar M&A y priorizar desapalancamiento y recompra. Esta actitud conservadora le confiere mayor **resiliencia en escenarios adversos**. Si la economía entra en recesión, Celestica no tendría urgencias financieras y podría incluso aprovechar para ganar cuota (clientes tienden a agruparse con proveedores financieramente estables en tiempos difíciles). En suma, la fortaleza financiera de Celestica es un pilar de la tesis: su balance ofrece **tranquilidad** en cuanto a solvencia y flexibilidad para capear temporales o invertir en oportunidades. No se identifican “agujeros ocultos” en forma de pasivos contingentes relevantes ni desequilibrios de capital circulante: la empresa tiene un fondo de maniobra positivo, activos corrientes que cubren sobradamente la deuda de corto plazo, y reservas suficientes para acometer sus planes sin necesitar acudir al mercado en condiciones desfavorables. Este aspecto –a menudo pasado por alto– añade margen de seguridad al inversionista: **Celestica no está forzada por su balance a tomar medidas desesperadas** (vender activos, diluir capital) incluso si el entorno se torna difícil. Al contrario, está posicionada para aguantar y seguir generando efectivo, lo que en un escenario base soporta la sostenibilidad de la tesis a largo plazo.

## 6. Rentabilidad sobre el capital y eficiencia estructural

Uno de los indicadores más reveladores de la transformación de Celestica es el marcado aumento de sus **ratios de rentabilidad sobre el capital**. Tradicionalmente, muchas empresas EMS obtenían ROIC (retorno sobre el capital invertido) apenas cercanos a su WACC, indicando creación de valor limitada. Celestica ha roto ese molde: en 2024 logró un **ROIC de ~19.5%**, muy superior a un coste de capital estimado en torno al 8–10% – es decir, está generando rendimientos económicos positivos y **creando valor sustancial para los accionistas**. Este ROIC se ha más que duplicado respecto a niveles de inicios de la década (en 2018-2019 su ROIC estaba en un dígito bajo) gracias a la mejora en márgenes operativos y al uso más eficiente de los activos. Igualmente, el **ROE** (retorno sobre el capital propio) alcanzó ~30% en 2024, un nivel muy alto que refleja la fuerte rentabilidad neta combinada con un apalancamiento moderado favorable (Debt/Equity 0.5x). Este ROE está muy por encima de la media sectorial (empresas comparables suelen estar en 10–15% ROE) y denota que Celestica está sacando buen partido tanto de los fondos de sus accionistas como de la deuda barata que ha tomado.

Para apreciar la sostenibilidad de esta rentabilidad, veamos la **composición del ROIC**: se puede desagregar en margen operativo y rotación de capital. Celestica ha mejorado ambos. Su margen EBIT ajustado ~5.5–6% (2023-24) fue el principal impulsor, pero además incrementó su rotación de activos netos –es decir, genera más ventas por cada dólar invertido en activos fijos y circulantes. Esto último se notó especialmente tras 2022: a medida que normalizó inventarios en 2023, su capital invertido se redujo, aumentando la rotación. Además, no necesitó grandes CAPEX para crecer (el ratio Capex/Ventas ronda solo 1.5–2%, ya que Celestica utiliza instalaciones existentes y expande mediante M&A más que con inversión orgánica intensiva). Así, la **tasa de reinversión** de beneficios es relativamente baja: la mayor parte de las ganancias se destina a recompra de acciones o reducir deuda, no a proyectos de dudosa rentabilidad. En otras palabras, la rentabilidad generada no se erosiona con un crecimiento “caro”; al contrario, se está reinvertiendo de forma selectiva. Un ejemplo: en 2022 Celestica gastó \$314 M en la compra de PCI que incrementó significativamente sus ingresos y beneficios, resultando en un ROI sobre esa inversión muy atractivo en <3 años. Otro ejemplo: invierte unos \$60–70 M al año en I+D (gasto incluido en SG&A o COGS para HPS), lo que representa ~1% de ventas – con ese modesto gasto de innovación logra diferenciarse y sustentar márgenes, mostrando un **ROI en I+D elevado**.

Cabe analizar si su rentabilidad se apoya indebidamente en **apalancamiento financiero** o en **márgenes operativos genuinos**. La evidencia apunta a lo segundo: la deuda de Celestica no es excesiva y su costo promedio es bajo (~5%); de hecho, si calculamos el ROA (retorno sobre activos totales) da ~9.3%, cifra respetable que indica que incluso sin multiplicar por deuda la empresa rentabiliza bien sus activos. El ROE del 30% se alcanza con una palanca modesta, por lo que no es un ROE inflado artificialmente por deuda desmesurada sino reflejo de una **buena rentabilidad intrínseca del negocio**. En comparación con pares, Celestica

hoy está en la **cabecera del sector en ROIC**. Jabil, por ejemplo, reportó ROIC del ~12% en 2023 (tras años de mejora, pero aún inferior) y Flex en torno al 12–13%. Sólo EMS asiáticas como Foxconn (que integran segmentos de mayor margen en componentes) podrían superar el 20%, pero con volatilidad. Celestica ha logrado casi equiparar su rentabilidad de capital a la de empresas de producto con propiedad intelectual, lo cual es notable para un actor de EMS. Esto indica que su estrategia de moverse hacia servicios de diseño y mercados de nicho ha elevado su **“moat” económico**: obtiene más beneficio por dólar invertido que sus rivales de fabricación masiva, que sufren erosión de márgenes por competencia de precios. También hay que destacar que Celestica viene **sosteniendo ROIC por encima de WACC desde hace varios años**, señal de que la creación de valor no es algo puntual. Incluso en 2020-21, con márgenes más bajos, su ROIC se mantuvo ligeramente >10% (frente a WACC ~8%), y a partir de 2022 se amplió la brecha. No solo eso, sino que el spread ROIC-WACC probablemente seguirá positivo: la empresa ha guiado márgenes estables o crecientes y no planea endeudarse mucho más, y los inversores exigen retornos similares (su coste de capital no ha subido mucho, de hecho, con la bajada de beta tras su buen desempeño podría situarse ~8%). Así que Celestica está en un régimen de **crecimiento con rentabilidad incremental elevada**: cada dólar de capital adicional que invierte (en equipamiento o adquisiciones) se espera rinda >15%, creando valor adicional para el accionista.

Dado que la rentabilidad proviene principalmente de **márgenes mejorados** (en vez de un uso extraordinario de apalancamiento), cabe evaluar si esos márgenes fuertes son sostenibles. Como vimos, el margen operativo actual viene en parte de la extraordinaria demanda de HPS en 2024. Si esa demanda se normaliza, tal vez el margen ceda algo; pero Celestica confía en mantener un nuevo rango elevado. Sus negocios ATS (más estables) aportan un *floor* de rentabilidad, aunque sin gran expansión, mientras que CCS ha escalado a un nivel estructuralmente más rentable gracias a la experiencia acumulada en HPS, economías de escala y posiblemente cierta **ventaja de costo** (fabricando gran parte de esos equipos en Tailandia con costos inferiores). Incluso en un escenario moderado, Celestica debería poder sostener márgenes operativos medios-altos (5–6%) que, combinados con su rotación de capital (~2x ventas/capital), seguirían dando ROIC del 12–15%. Eso cubriría con creces su WACC, de modo que la **creación de valor** persistiría. Por supuesto, la empresa debe seguir vigilando su base de activos: un riesgo en EMS es acumular activos o inventarios que no roten, reduciendo el ROIC. Aquí el management ha sido agresivo vendiendo inventario excedente o negociando recuperos con clientes para no cargar con capital ocioso. La rotación de inventario mejoró de 3.2x a 4.8x en un año (2023 vs 2022) y la rotación de activos fijos es alta (sus plantas operan cercanas a plena capacidad tras consolidar footprint en años anteriores). Este control sugiere que Celestica no está sacrificando rentabilidad futura por crecimiento: mantiene **eficiencia estructural** en cómo usa su capital.

Comparativamente, Celestica parece **avanzar posiciones en rentabilidad sectorial**. Hace una década era vista como rezagada (márgenes exigüos y ROIC ~5%, menor que Jabil, Flex).

Ahora los papeles se han invertido en parte: Celestica obtiene mayor margen operativo que Jabil (este tuvo ~5.4% ajustado), y su ROIC ~12% supera al de ambas. Esto la ubica en el **top del sector EMS** en creación de valor reciente. La pregunta es si podrá mantener esa ventaja frente a pares que quizá busquen replicar su movimiento hacia servicios de diseño. Es probable que sí en el corto plazo, dado que Celestica lleva varios años construyendo su oferta HPS y afinando su base de costes, mientras que los competidores se centran más en su nicho tradicional. En todo caso, la evidencia actual muestra un claro **momento de fortaleza**: Celestica se ha convertido en una máquina eficiente de generación de rentabilidad, situando ROE y ROIC en niveles históricamente altos y sólidos en términos absolutos. Esto aporta confianza a la tesis, pues implica que aun si el mercado tardase en reconocerlo, la propia compañía está generando valor intrínseco que eventualmente debería reflejarse (ya sea vía aumento de cotización o vía mayor patrimonio por recompras/retención de beneficios). En síntesis, Celestica exhibe una **rentabilidad creciente y de calidad** sobre su base de capital, respaldada por márgenes fuertes más que por endeudamiento. Esta rentabilidad supera consistentemente el coste de capital, demostrando que la estrategia actual es económicamente exitosa y que la empresa está en senda de creación de valor sostenida para sus accionistas.

## 7. Crecimiento histórico y su calidad

Celestica ha transitado de un periodo de crecimientos modestos a un ciclo de expansión acelerada en años recientes, logrando tasas de crecimiento extraordinarias **con calidad y solidez**. Analizando sus tasas compuestas (CAGR), a 5 años (2019-2024) la compañía registra aproximadamente un +10% anual en ventas y un asombroso +42% anual en beneficio neto. A 3 años (2021-2024), tras la pandemia, el crecimiento se intensificó: ingresos +19.6% CAGR y beneficio neto +50–51% CAGR. Estas cifras de crecimiento de doble y hasta triple dígito reflejan tanto la exitosa ejecución comercial como ciertos efectos de base baja (en 2020 los beneficios fueron muy reducidos, lo que magnifica el CAGR posterior).

Lo crucial es entender **qué ha impulsado este crecimiento** y si es un crecimiento de “calidad” o logrado a costa de concesiones. Los motores principales han sido:

- **Volumen de negocio incrementado por nuevos programas y clientes:** Celestica ganó participación en mercados clave, especialmente en comunicaciones y *cloud*. Por ejemplo, en 2022-2023 se adjudicó múltiples programas de infraestructura de red para *data centers* que han escalado su volumen rápidamente en 2024. También en industrial, ganó proyectos en energías renovables (sistemas de gestión de baterías, cargadores de vehículos eléctricos) que impulsaron 29% de aumento en ingresos de su negocio Industrial en 2023. La empresa indica que el crecimiento de 2022 (29% ventas) provino aproximadamente mitad por adquisiciones (PCI aportó ~10 puntos) y mitad por **crecimiento orgánico** (unos 19% orgánico, en un contexto de fuerte demanda post-Covid). En 2023 y 2024 el crecimiento fue mayormente orgánico, liderado por pedidos incrementales de clientes existentes *hyperscale* (expansión *wallet share*) y rampas de nuevos proyectos (en Enterprise: plataformas de almacenamiento de datos, donde Celestica vio un repunte de 33% en 2023). Así, la mayor parte del crecimiento ha sido por **más unidades producidas y vendidas**, es decir, Celestica fabricó muchísimo más hardware que antes, lo que habla de un posicionamiento competitivo fuerte para capturar la demanda del ciclo de inversión en IA y digitalización.
- **Mejora de precios/promedio de venta:** Si bien es difícil aislarlo, hay indicios de que parte del crecimiento también refleja mayor valor por unidad. Por ejemplo, su segmento Enterprise (servidores y almacenamiento) creció +33% en 2023 en buena medida por “mayor demanda de productos de cómputo de IA/ML de nuestros clientes hyperscale”; estos productos suelen tener contenido de valor (y precio) más alto que los servidores tradicionales, por lo que la mezcla se inclinó hacia ventas de mayor ASP. Igualmente, en Comunicaciones, los *switches* de nueva generación integrados con óptica (HPS) tienen precios sustancialmente superiores a equipos previos, por lo que cada unidad vendida aporta más ingresos. Celestica probablemente no haya subido precios unilateralmente (en EMS se trabaja con *open books* y contratos), pero

el **conjunto de producto con mayor valor agregado** ha elevado su ingreso medio por proyecto. Esto sugiere que el crecimiento no es simplemente “vender más barato para vender más”, sino “vender productos más completos y complejos” –lo cual es un signo de calidad.

- **Expansión geográfica y de capacidad:** La empresa supo aprovechar la reconfiguración de la cadena global post-pandemia. Muchos clientes buscaron diversificar producción fuera de China (por tensiones comerciales) y Celestica, con su presencia fuerte en Sudeste Asiático, captó parte de esa migración. El aumento de actividad en su planta de Tailandia (+46% de los ingresos en 2023 vs 36% en 2021) es indicativo: Celestica absorbió producción que antes quizá hacían competidores en otras geografías. Asimismo, invirtió en automatización y ampliación de algunas instalaciones para manejar la demanda –por ejemplo, aumentó su personal manufacturero–, sin grandes sobresaltos, evidenciando **capacidad de escalado** exitosa. En suma, la compañía supo estar en el lugar correcto, con la capacidad disponible, cuando sus clientes necesitaron más producción, ganando cuota en el proceso.

En cuanto a la **calidad del crecimiento**, se observa que **no ha erosionado márgenes sino al contrario los ha potenciado**. Un dilema típico es “crecer sacrificando margen vs mantener margen sin crecer”; Celestica logró crecer y expandir margen simultáneamente. Esto sugiere que el crecimiento fue **rentable**, enfocado en negocios con buen retorno. Por ejemplo, su margen bruto mejoró +80 pb en 2022 a pesar de un entorno de costes complicados, gracias a que el crecimiento vino de volúmenes que repartieron mejor los fijos. En 2023-24 la rentabilidad aumentó incluso más rápido que las ventas, indicio de **economías de escala y operativas** en su modelo. Así, no fue un crecimiento “vacío” que solo engordó la cifra de ventas sin aportar valor; fue un crecimiento con apalancamiento operativo positivo y en sectores de alto margen, lo que la vuelve sostenible. Además, este crecimiento se logró sin comprometer la estructura financiera (no se disparó deuda neta, como vimos) y manteniendo control de capital circulante –salvo la distorsión coyuntural de 2021-22 por inventarios forzosos–. La **calidad del crecimiento** también se refleja en el ratio *beneficios por acción*: dado que Celestica redujo acciones en los últimos años, el crecimiento de beneficios por acción es aún mayor que el de ingresos totales, beneficiando al accionista.

Comparado con la industria, Celestica superó claramente la media. Según datos de IPC, el sector EMS global creció ~5-7% anual en 2021-2023 (excluyendo efectos de tipo de cambio), mientras Celestica creció >10% orgánico. Parte de la diferencia se explica porque Celestica está en nichos de alto crecimiento (hyperscalers invirtiendo a tasas de 20%+). Por ejemplo, sus ventas de comunicaciones aumentaron 40% en 2023, frente a un mercado de equipos de telecom que creció ~2%. Esto implica **ganancia de mercado**: Celestica tomó proyectos que antes quizá estaban en manos de OEM o de otros EMS. Esto subraya que Celestica no solo acompaña la tendencia sectorial sino que la está **superando** al haberse posicionado en las



áreas de mayor expansión (centros de datos para IA, defensa, etc.). La clave es que esos motores de crecimiento (IA, reindustrialización de defensa, electrificación industrial) son en gran medida **estructurales** a 3–5 años: se espera que la inversión en infraestructura digital y militar siga elevada, lo que beneficia a Celestica. Por tanto, su crecimiento histórico reciente no parece un espejismo puntual, sino que se apoya en **mega-tendencias con recorrido**.

No obstante, cabe hacer matices: el ritmo de +20% anual probablemente se normalice a mediano plazo, ya que es difícil mantener tasas tan altas continuamente en un negocio manufacturero. La propia compañía proyecta crecimientos algo más moderados tras 2025 (consenso ~15% 2026, ~10% 2027). Además, parte del salto de 2024 se explica por la sincronización de varios ciclos (p. ej., los hyperscalers y los proyectos de defensa creciendo a la vez). Puede haber años donde un segmento compense la ralentización de otro (de hecho, Celestica pronostica 2025: ATS *flat*, pero CCS +~20%, lo que en conjunto da ~12–15% total). Lo importante es que tiene **múltiples fuentes de crecimiento**: no depende de un único cliente o mercado para expandirse. Esto diversifica la “apuesta” de crecimiento: si la demanda de servidores se enfría un año, quizá la de equipos aeroespaciales o industriales repunte y equilibre. Es exactamente lo que ocurrió en 2023-24: mientras su segmento Industrial caía -5%, Comunicaciones subía +48% y sostenía el agregado. Desde la perspectiva cualitativa, diríamos que Celestica ha mostrado un **crecimiento de alta calidad**: diversificado, rentable, apoyado en ventajas competitivas (no por rebajas de precios), y por encima de la media sectorial. Su track record de CAGR de ventas/EBIT/Net Income en 3–5 años es de los mejores entre empresas industriales medianas, lo cual añade credibilidad a las estimaciones optimistas para el futuro cercano. En conclusión, el crecimiento histórico de Celestica ha sido **muy alto y “bueno”**, es decir, no fruto de casualidades sino de ejecutar una estrategia correcta en el contexto adecuado. Esto refuerza la convicción de que la hipótesis de crecimiento de la tesis (continuar con tasas elevadas a 1–3 años) no es arbitraria sino basada en tendencias ya materializadas en su desempeño reciente.

## 8. Cumplimiento de guidance y credibilidad

Un aspecto fundamental al evaluar la dirección de Celestica es su **capacidad para fijar objetivos y cumplirlos**, lo cual impacta directamente en la credibilidad ante inversores. En este sentido, el equipo gestor tiene un historial reciente **muy positivo**: la compañía no solo ha alcanzado consistentemente las guías financieras que comunica, sino que en múltiples ocasiones ha terminado **superando sus propios pronósticos**, lo que ha fortalecido la confianza del mercado en la directiva.

Desde 2020 Celestica emite *guidance* trimestral y anual en términos de rango de ingresos y EPS ajustado. Revisando los últimos años, se observa que en todos los trimestres de 2022 y 2023, los resultados estuvieron **en línea o por encima de las guías** previstas. Por ejemplo, para el cuarto trimestre de 2024 la empresa había orientado ingresos IFRS en un rango (emitido antes de la transición a GAAP) y un EPS ajustado; el resultado final fue que **las ventas quedaron cerca del techo del rango guía y el EPS ajustado superó incluso el extremo superior** de la estimación, impulsado por mayor apalancamiento operativo del esperado en CCS. En ese mismo Q4 2024, Celestica logró un margen operativo ajustado ligeramente mayor al guiado (7.2% real vs ~7.0% esperado), reflejando la tendencia habitual de “sobrecumplimiento”. Asimismo, en Q1 2025 (resultados reportados en abril 24, justo fuera de nuestra fecha de corte), la compañía volvió a sorprender positivamente: ingresos de \$2.65 B superando el techo del rango \$2.475–2.625 B guiado, y un EPS ajustado \$1.20 vs \$1.17–1.27 guiado (es decir, tocando el extremo alto). Estas consistentes sorpresas alcistas indican que la administración de Celestica tiende a ser **conservadora en sus previsiones públicas**, prefiriendo guiar a objetivos que sabe que puede cumplir y, si es posible, exceder. Para un inversor esto se traduce en menor riesgo de decepciones y una gradual construcción de credibilidad.

Es relevante señalar que no siempre fue así: a mediados de la década de 2010 Celestica incumplió algunas metas de margen y tuvo que revisar a la baja planificaciones plurianuales debido a contratiempos (como la caída abrupta del negocio solar y la pérdida de programas de Cisco). Aquello minó temporalmente la confianza, pero desde 2018 en adelante, con la “nueva Celestica” orientada a ATS/CCS, la comunicación de objetivos ha sido más realista y los logros han ido **reforzando la reputación** del equipo directivo. Rob Mionis (CEO) comentaba a inicios de 2022 que la meta era lograr “el margen operativo más alto de la historia de Celestica”, y en 2023 efectivamente lo entregó. Otro ejemplo: para 2022 la empresa proyectó crecimiento ~27% y margen operativo ~4.0%; terminó con +29% y 4.7% margin (no-GAAP), superando lo prometido. Este **cumplimiento reiterado** ha llevado a que las estimaciones de consenso (analistas) sobre Celestica sean cada vez más cercanas a las guías de la compañía y se ajusten al alza tras cada resultado.

Un elemento a evaluar es si ha habido casos de “**overpromising**” (prometer demasiado) o de ajustes inesperados de guidance. En general, Celestica ha sido cautelosa y ha **evitado**

**tener que recortar previsiones.** Ni siquiera durante las dificultades de suministro en 2021-22 emitió advertencias negativas; en su lugar, proveyó actualizaciones honestas de los impactos (indicó cuantitativamente cuánto se dejaron de ingresar por escasez de componentes) pero mantuvo metas asequibles. La única salvedad fue en Q2 2023: se redujo ligeramente la perspectiva de ingresos anuales, pero fue por efecto de divisas y esos cambios no afectaron el cumplimiento final (los resultados 2023 igual fueron récord). También conviene destacar la **transparencia** de la directiva: en sus informes, Celestica detalla comparativas de *guidance* vs. resultados para explicar desviaciones. Por ejemplo, si SG&A salió un poco por encima de lo guiado en un trimestre, lo explican (en Q4 2024 dijeron que el gasto operativo superó marginalmente guía debido a mayores compensaciones variables por rendimiento). Esta cultura de comunicación abierta suma a la credibilidad: los inversionistas sienten que la gerencia no oculta sino que reconoce y gestiona variaciones con franqueza.

En cuanto a la **evolución de la credibilidad** en función de ejecución, se puede afirmar que Celestica ha pasado de ser vista con escepticismo hace unos años (cuando sus márgenes estaban estancados) a ser considerada una empresa con **equipo directivo confiable**. Esto se refleja en varias señales: analistas de RBC y BofA subieron recomendaciones en 2023 citando confianza en el *management* para seguir impulsando crecimiento con disciplina. Podemos comprobar que tras la fuerte subida de 2023, no hubo revisiones masivas a la baja de expectativas en 2024 incluso cuando la acción corrigió –lo que indica que el mercado entendió que la caída obedecía a factores externos, no a pérdida de confianza en la empresa. Al contrario, los resultados de Q4 2024 y Q1 2025 confirmaron la resiliencia del negocio, y la dirección aprovechó para **revisar al alza la guía anual 2025** en abril (subiendo meta de ingresos de \$10.7 B a \$10.85 B, y EPS de \$4.75 a \$5.00), reafirmando su convicción en el momentum.

Todo lo anterior sugiere que Celestica cuenta ahora con una **alta credibilidad** ante el mercado, fruto de una comunicación prudente y de entregar consistentemente lo prometido. Es una situación valiosa, pues en mercados volátiles la confianza en el equipo gestor puede marcar la diferencia entre una empresa cuya acción resiste turbulencias y otra que se ve duramente castigada por dudas. En el caso de Celestica, esa credibilidad es un activo intangible que añade sustento a la tesis: se puede creer que las proyecciones presentadas (tanto de la empresa como del consenso) tienen alta probabilidad de lograrse. Por supuesto, ningún equipo directivo es infalible; habrá retos (ej. asegurar rampas sin tropiezos, mantener costes controlados en entornos inflacionarios, etc.), pero por ahora su historial inspira confianza. La narrativa “dice lo que hará y hace lo que dijo” se cumple. También es reseñable el **tono conservador** que mantienen incluso tras éxitos: el CEO suele enfatizar riesgos y no se deja llevar por euforias a la hora de guiar, lo cual es saludable. En resumen, Celestica ha construido en los últimos años una **credibilidad notable** ante inversores al cumplir o superar sistemáticamente sus objetivos financieros. Esta consistencia reduce el riesgo de la tesis

(menor probabilidad de sorpresas negativas) y sugiere que el equipo gestor tiene buen control de su negocio y realismo en su planificación. Para un inversor de largo plazo, esta confianza en el *management* es un factor crucial, pues permite sustentar las proyecciones futuras con un grado razonable de certeza de ejecución.

## 9. Visibilidad futura – Estimates y previsiones

Las perspectivas de Celestica para los próximos años son **muy alentadoras** según las estimaciones de consenso, aunque incorporan cierto grado de incertidumbre a medida que el horizonte se extiende. Los analistas proyectan que la compañía mantendrá un crecimiento destacado en el corto y medio plazo: en concreto, se espera para 2025 un aumento de ingresos en torno al **+20%**, seguido de +16% en 2026 y +15% en 2027, lo que implicaría llegar a alrededor de \$15 mil millones de ventas en tres años (vs \$9.65 B en 2024). En cuanto al beneficio neto, el consenso apunta a una subida todavía mayor en 2025, de alrededor del **+53%**, moderándose a +20% en 2026 y +10% en 2027. Estas tasas sugieren que el mercado anticipa **expansión continua, pero desacelerándose gradualmente**, coherente con la curva típica tras un pico de demanda. En términos absolutos, los analistas pronostican para 2025 ingresos cercanos a \$11.5–11.6 B (lo que coincide con el nuevo objetivo orientativo de la propia empresa, \$10.85 B pero posiblemente subestimado), y un BPA ajustado del orden de \$5.50 (frente a \$3.90 en 2024).

La **visibilidad de estas previsiones** ha ido mejorando con cada trimestre. Por ejemplo, inicialmente el consenso 2025 era más cauto, pero tras resultados de Q4 y la guía de Celestica, las estimaciones se revisaron al alza hasta ~\$11.6 B. Esto indica que los analistas han tenido que “ponerse al día” con la realidad de la demanda, y su sesgo podría seguir siendo algo conservador dado el historial de beats de la empresa. No obstante, cabe reconocer que la **estabilidad de las previsiones** no es absoluta: el sector EMS depende de ciclos de inversión capex de los clientes, que pueden cambiar de ritmo. Por ejemplo, la propia Celestica ha advertido que en la primera mitad de 2025 espera cierta debilidad relativa en su mercado Enterprise (servidores) debido a la transición tecnológica de un programa de IA con un hyperscale. Esto implica que el crecimiento no vendrá de forma lineal en cada trimestre, sino que posiblemente veamos un 1S 2025 más plano y un 2S 2025 muy fuerte conforme nuevos programas de IA/ML rampen. Los analistas parecen contemplar esto: se prevé que la mayor parte del +20% de ingresos de 2025 ocurra en H2.

En cuanto a si el consenso es **optimista o conservador**, diríamos que está moderadamente optimista en el corto plazo (2025) y más prudente a partir de 2026. Un crecimiento de +20% en 2025 es ambicioso dado que 2024 ya fue un año excepcional, pero está respaldado por los pedidos en cartera y la propia guía inicial de la empresa (que tras Q1 subió su meta a +12% yoy, y es conocido su sesgo conservador, lo que deja margen a que realmente alcancen ~20% si las condiciones mejoran). Por otro lado, el pronóstico de +9.7% neto en 2027 implica que los analistas esperan una normalización a un crecimiento más cercano a tendencial (alto de un dígito), lo cual es razonable ante la idea de que no todos los años habrá un boom de 50% en ganancias. En general, hay un **cierto margen de prudencia**: por ejemplo, las estimaciones suponen que el margen EBIT ajustado baje ligeramente en 2025 (posiblemente por comparativa con 2024 que tuvo beneficios contables no recurrentes) para luego volver a expandirse. En conclusión, es evidente que el **consenso es alcista**: espera aumentos de dos

dígitos en todas las métricas (ingresos, EBITDA, neto) y no proyecta ningún retroceso relevante.

La pregunta crucial es: **¿qué supuestos sostienen estas expectativas?** Principalmente, que la demanda de hardware de infraestructura digital permanecerá robusta. En concreto, se asume que Celestica continuará beneficiándose de grandes despliegues de redes de alta velocidad y servidores para IA durante al menos 1–3 años más (los analistas prevén comunic. +15% CAGR y enterprise +10% en esos años). También se espera que la división ATS retome el crecimiento (el consenso confía en una recuperación de Industrial en H2 2025 y posteriores, dado que la propia Celestica anticipa que lo peor quedó atrás). Asimismo, las estimaciones suponen que Celestica **mantendrá o incluso ampliará sus cuotas con clientes clave**: es decir, no se está modelando una pérdida de ningún gran programa. Por el contrario, hay indicios de que podría ganar alguno: la empresa menciona “customer wins and program ramps” en A&D e Industrial que soportan ese crecimiento futuro. Además, se asume cierta mejora en márgenes: el consenso de BPA creciendo 53% vs ingresos 20% en 2025 implica una expansión de margen neto de ~5% a ~7% – eso solo es posible con mejores márgenes operativos (y un poco de palanca financiera como menos interés al reducir deuda). Probablemente los analistas cuentan con que la normalización de costos logísticos y la mayor absorción de gastos fijos en plantas genere unos 20–30 pb extra en margen bruto, sumado a menos gastos de reestructuración, etc. En resumen, las estimaciones parecen **coherentes** con la historia reciente: no pronostican nada radicalmente distinto (no están descontando, por ejemplo, una recesión fuerte).

Dado esto, hay que evaluar la **sensibilidad y riesgos**. Una variable crítica es el **ciclo de inversión de los hyperscaleres**: si por cualquier motivo (sobreinversión previa, saturación de demanda o restricción de presupuesto) las grandes tecnológicas reducen su capex en centros de datos antes de lo esperado, Celestica podría sufrir un frenazo. Este riesgo existe; de hecho, a finales de 2024 hubo cierta preocupación en el mercado de semiconductores sobre un eventual ajuste de capex en cloud. Sin embargo, el feeling predominante es que la ola de IA (entrenamiento de modelos, despliegue de GPUs, etc.) seguirá impulsando gasto al menos hasta 2027. Celestica, gracias a HPS, está bien posicionada en ese nicho, pero debe seguir innovando para no quedar fuera si la tecnología evoluciona (ej., nuevas arquitecturas podrían requerir adaptaciones). Otra variable es la **situación macro y comercial**: las previsiones asumen status quo en aranceles y comercio global. Si hubiera nuevos choques (p.ej., EE. UU. imponiendo restricciones adicionales a exportar a ciertos países o encareciendo componentes chinos), podría causar demoras o costes inesperados. En Q1 2025, por ejemplo, la incertidumbre arancelaria impactó momentáneamente la confianza, pero Celestica aclaró que no espera cambios materiales en tarifas. La **sensibilidad** de las estimaciones a variables macro es moderada: el negocio de Celestica es algo defensivo (defensa y salud no bajan en recesión, *cloud* puede ajustarse pero es secular). Un escenario

de *slowdown* global fuerte podría recortar sus crecimientos a un dígito, pero es improbable ver crecimiento negativo severo dada su cartera diversificada.

El consenso, en todo caso, no parece estar **descontando perfección absoluta**: hay cierto escepticismo implícito en los múltiplos. Como se verá en la sección de valoración, Celestica cotiza a ~13–14x beneficios, lo que sugiere que el mercado cree en su crecimiento pero quizá con cautela (de lo contrario tendría una valuación más exuberante). Esto implica que si la empresa ejecuta incluso un poco por encima (como ha venido haciendo), podría haber **revisiones al alza** sucesivas. Esto sugiere que el riesgo actual está sesgado a estimaciones **quedándose cortas** más que pasándose de optimistas. Por supuesto, la visibilidad disminuye para 2026-27: es razonable que el consenso modere crecimiento a ~15% en 2026, pero ello podría resultar bajo si Celestica cierra nuevos contratos o realiza alguna adquisición menor.

Un posible **gap entre expectativas y ejecución** podría darse si algún gran cliente pospone un proyecto. Celestica en su MD&A de 2024 reconoció que un cliente hyperscale había reducido temporalmente pedidos por transición de tecnología; si esa transición tomase más tiempo de lo previsto, 2025 podría ver ingresos un poco por debajo del +20%. Pero la empresa confía (y yo coincido) en que es un retraso de timing más que una pérdida de contenido – de hecho, esperan que en Q2 2025 retome fuerte. Aparte de eso, **no se perciben grandes divergencias**: el equipo directivo comparte una visión optimista similar al consenso (prueba de ello es que al ver mejoría, subieron su guía, no se quedaron callados).

En suma, la **visibilidad futura de Celestica es razonablemente buena** para un negocio industrial. Tiene un backlog robusto y una comunicación transparente de los drivers. El consenso proyecta continuidad de tendencias positivas pero con un atenuante en la pendiente, lo cual parece sensato. Diría que hay **cierto margen de sorpresa positiva** latente: por ejemplo, las estimaciones podrían no incorporar aún potenciales contratos en energía u otros ámbitos que Celestica viene explorando. También, si las restricciones en semiconductores terminan cediendo totalmente, Celestica podría facturar más rápido (recordemos que en 2022 se dejaron de facturar ~\$54 M por falta de componentes; ya solventado, eso añade un tailwind). Por el contrario, **riesgos bajistas** a las estimaciones serían: una recesión global que lleve a clientes a ajustar inventarios (diferiendo entregas, lo que haría que Celestica creciera más lento unos trimestres), o la pérdida inesperada de un cliente grande (no prevista pero siempre posible si cambia alguna estrategia del cliente). Dado el historial, el **riesgo de recortes significativos en las previsiones** se percibe bajo a corto plazo, y para mediano plazo las proyecciones ya incorporan una normalización.

En conclusión, las estimaciones pintan un escenario de **crecimiento robusto continuo**, con Celestica consolidando su salto de escala. El consenso parece moderadamente optimista, en sintonía con la confianza generada por la empresa. En mi opinión, estas previsiones son alcanzables e incluso superables si las condiciones macro se mantienen estables. La principal tarea de Celestica será ejecutar los ramp-ups planeados a tiempo y sin contratiempos – algo

en lo que han demostrado competencia. La visibilidad, aunque no perfecta (nunca lo es en EMS), es mucho mejor que en años pasados, porque ahora Celestica cuenta con contratos a largo plazo en defensa, con una base diversificada de *design wins* en *cloud* y con un pipeline de proyectos en industrial que se reactivarán con la recuperación. Todo ello da cierta confianza en que Celestica **seguirá entregando crecimiento de doble dígito en el par de años venideros**. Y lo que es igual de importante, ese crecimiento vendrá con rentabilidades saludables, como refuerza la tendencia actual de estimaciones de EPS subiendo más que las de ventas. Esto último sugiere que el mercado espera **márgenes sostenidos** – una validación más de que la narrativa de su mejora estructural ha calado en las expectativas futuras.



## 10. Retorno al accionista

La política de retorno al accionista de Celestica en los últimos años se ha centrado en la **recompra de acciones** propias, ya que la compañía no paga dividendos desde su salida a bolsa y no tiene planes inmediatos de instaurarlos. En efecto, Celestica **nunca ha distribuido dividendos en efectivo** a sus accionistas, prefiriendo reinvertir los beneficios en el negocio o usarlos para fortalecer el balance y recomprar acciones cuando se presenta la oportunidad. Esta ausencia de dividendo es común en el sector EMS (muchas empresas reinvierten en crecimiento o M&A), y en el caso de Celestica se justifica por las oportunidades de expansión que tenía y por su prioridad de consolidar la transformación antes de asumir compromisos de payout.

En cambio, la empresa ha sido bastante activa en **programas de recompra (buyback)**. Desde 2021, Celestica ha implementado varios NCIB (Normal Course Issuer Bid) autorizados por la bolsa de Toronto para recomprar hasta ~10% de sus acciones públicas al año. En 2022 las recompras fueron modestas (enfocadas más en contrarrestar la dilución de acciones otorgadas a empleados), pero en 2023 y 2024 se incrementaron significativamente. Durante 2024, la compañía **recompró y canceló 3.2 millones de acciones** (aprox 2.7% de las acciones en circulación a inicio de año) por un desembolso total de ~\$150 M (precio medio ~\$47.15 por acción). Esto demuestra que Celestica aprovechó el momento en que sus acciones cotizaban por debajo de su valor intrínseco para retornar capital a los accionistas de forma eficiente. Además, en noviembre de 2024 renovó el NCIB para continuar recomprando hasta ~8.6 M de acciones adicionales hasta finales de 2025. De hecho, tras terminada la oferta secundaria de Onex (que vendió su participación a terceros), Celestica pudo recomprar parte de ese papel en el mercado. Desde el lanzamiento del nuevo NCIB a noviembre de 2024 hasta febrero 2025, compró ~0.5 M de acciones para cancelación a un precio medio de \$105.18 (canadienses) y otras 1.9 M de acciones a ~\$126.10 para cumplir obligaciones de planes de compensación (éstas últimas no canceladas sino mantenidas para cubrir entregas a empleados). Este detalle indica una práctica interesante: Celestica usa recompra de acciones no solo para cancelarlas, sino también para neutralizar la dilución que producirían los planes de incentivos (stock options, PSUs) entregados a empleados. En 2024 dedicó ~\$120 M a recompras destinadas a cubrir planes de acciones (evitando así que crezca el número de acciones por compensaciones), y ~\$152 M a recompras canceladas. En Q1 2025 continuó esta tendencia: invirtió \$75 M en recomprar ~0.6 M de acciones para cancelar, reduciendo el *share count* incluso mientras la acción subía. Esto evidencia el compromiso del management con el retorno al accionista: destinan una porción significativa de su *free cash flow* a recompras cuando consideran que el precio ofrece valor.

En cuanto a **emisión de acciones**, Celestica ha sido **muy cauta en evitar dilución**. La única emisión significativa reciente fue la conversión de las acciones MVS de Onex a SVS en 2023, pero no supuso dilución económica (eran acciones ya existentes con súper-voto). No ha habido ampliaciones de capital para financiar operaciones –todas las adquisiciones fueron

con deuda/caja—. La única fuente de nuevas acciones han sido los planes de incentivos a empleados (PSUs, RSUs), que suman del orden de <1% del capital por año. Como señalamos, la empresa las viene contrarrestando con recompra equivalente, con lo cual el **conteo de acciones ha disminuido**. Esta reducción de ~7% en el número de acciones en cuatro años ha contribuido modestamente al crecimiento del BPA, pero sobre todo refleja una filosofía de “**no diluir a los accionistas salvo que sea absolutamente necesario**”. Incluso en 2020, cuando el mercado estuvo volátil por la pandemia, Celestica no emitió capital ni suspendió recompra (solo la pausó momentáneamente por prudencia). Esto contrasta con algunas empresas que ante cualquier crisis emiten acciones baratas; Celestica confió en su liquidez y aguardó.

Por el lado de la **utilización de caja**, la empresa ha mantenido un balance entre inversión interna y retornos. Ha priorizado usar caja para M&A cuando ha visto encaje estratégico (Impakt, PCI) y cuando no, la devolvió vía recompra. Sus **capex** han sido estables (en torno a \$60–80 M anuales, ~0.8% de ventas, financiados de sobra por la depreciación), lo que ha dejado un excedente de caja que es el que se utiliza para recompras. Celestica no paga dividendos, pero **no descarta hacerlo en el futuro**: su consejo revisa periódicamente la política, indicando que si en algún momento la generación de caja excede las oportunidades de reinversión y recompra, podrían considerar un dividendo. Dado que la empresa aún percibe muchas oportunidades de crecimiento orgánico e inorgánico, es comprensible que vea más valor en recomprar (que mejora métricas y flexibilidad) que en fijar un dividendo. Desde la perspectiva del accionista, esto ha sido positivo: la acción se ha revalorizado mucho más de lo que un dividendo hubiera rendido, y la recompra ha incrementado su participación proporcional.

¿Ha habido algún retorno de capital cuestionable? No realmente. Las recompras no han sido “dilutivas” (no han tomado deuda para recomprar de forma irresponsable –lo hicieron con cash flows reales). Tampoco ha habido ampliaciones. Un posible reparo: en Q1 2025 gastaron \$239.6 M en recomprar 1.9 M acciones a precio elevado para planes de compensación – uno podría pensar que fue caro. Sin embargo, esto se hizo para honrar compromisos con empleados sin diluir a accionistas; se puede debatir si tal vez debieron entregar las acciones ya existentes en tesorería en vez de recomprar en mercado a \$126, pero la realidad es que esas acciones para empleados ya estaban probablemente cubiertas por el TRS (que generó ganancias para compensar ese coste). Además, tras la caída de la acción en Q1 2025 a ~\$68, se podría esperar que la empresa incrementemente recompras otra vez (comprando barato), aunque sujetas a ventanas regulatorias.

En términos de **política global de retorno**, se observa consistencia: Celestica devuelve al accionista aproximadamente el exceso de caja que genera por encima de sus necesidades de crecimiento. Cuando la deuda estuvo un poco alta en 2018-2020, frenó recompra para priorizar desapalancamiento; una vez su ratio deuda/EBITDA bajó de 2x, reanudó recompras con fuerza. Esto es señal de **disciplina financiera**. Tampoco se ha endeudado

irracionalmente para *buybacks*. En síntesis, Celestica ha seguido una política de **retorno al accionista prudente pero accionista-céntrica**: nada de dividendos por ahora, pero sí recompras relevantes cuando su cotización lo justifica, con la meta de evitar dilución y mejorar la estructura de capital.

Mirando hacia adelante, es probable que Celestica continúe recompensando a sus accionistas vía recompra, sobre todo si la acción permanece por debajo de su valor intrínseco. Dado que la empresa aún cotiza a múltiplos moderados (y tiene autorización para recomprar ~8% de las acciones anuales), es de esperar que en 2025 complete su NCIB casi en su totalidad si el precio sigue siendo atractivo. En paralelo, con la deuda ya baja, podría en un futuro no muy lejano considerar un **dividendo inaugural** para atraer a otro perfil de inversor; pero eso quizá ocurra una vez consolidado el salto de escala (tal vez a partir de 2026, con flujos más estables). En cualquier caso, el **accionista de Celestica se ha beneficiado sustancialmente** en los últimos años: por la apreciación del título (de ~\$6 pre-pandemia a \$68 hoy), y por el aumento de valor por acción gracias a la reducción de acciones en circulación. No ha habido dilución neta significativa (más bien lo opuesto). Asimismo, la empresa no ha incurrido en prácticas dilutivas como fusiones pagadas con acciones baratas o *stock splits* indiscriminados.

Finalmente, cabe mencionar la **filosofía de asignación de capital** que subyace: Celestica parece priorizar primero inversiones productivas (capex, I+D), luego adquisiciones estratégicas, después mantener un balance sólido (deuda controlada) y, con el excedente, remunerar a accionistas. Esto es exactamente lo que uno quiere ver en una empresa bien gestionada: no paga dividendos sin antes asegurar que puede financiar su crecimiento, pero tampoco acumula caja inútilmente; la devuelve en recompra cuando es oportuno. Dado que su negocio es intensivo en capital circulante pero no en capex, es prudente no comprometerse a dividendos altos fijos que en un año de construcción de inventarios podrían tensionar la tesorería. Por ello, la **flexibilidad de la recompra** le viene muy bien. En conclusión, la política de retorno al accionista de Celestica ha sido **favorable y alineada con los intereses de largo plazo**. No he visto decisiones destructivas (como sobre-endeudarse para recomprar a precios inflados, o emitir acciones dilutivas a bajo precio). Por el contrario, la empresa ha mostrado *timing* inteligente en sus acciones de mercado y una evolución consistente de su capital social en beneficio de los *shareholders*. Esto genera confianza de que, a medida que siga generando liquidez, esos fondos redundarán de algún modo en el accionista, ya sea vía mayor EPS (por menos acciones) o eventualmente dividendos futuros.

## 11. Valoración y potencial de revalorización

A fecha de compra, las métricas de valoración de Celestica presentan una aparente dualidad: **por un lado**, en base a múltiplos históricos y en comparación con pares tradicionales de EMS, la acción no luce particularmente barata; **por otro lado**, considerando su aceleración de crecimiento y mejora estructural, la valoración relativa a su potencial de beneficios futuros es muy atractiva. Veamos los principales múltiplos:

- **PER (Precio/Beneficio) TTM:** ~19x sobre el beneficio neto de 2024. Esto es bastante más alto que la media histórica de Celestica, que en la última década rondó ~13x, y también supera al promedio del sector EMS (~13.7x para compañías comparables). A simple vista, sugeriría que la acción está *premiada* respecto a su pasado y a sus pares típicos. Sin embargo, hay que matizar: el PER basado en 2024 incluye en el denominador un beneficio neto IFRS que es inferior al beneficio ajustado (por efectos contables), y además no refleja las ganancias proyectadas. Si usamos la guía 2025 de EPS ajustado (~\$5.00), el **PER forward** de Celestica sería de apenas ~13.7x, alineado con el sector pero para una empresa que crecería mucho más rápido. Esto sugiere que **en términos PEG (P/E to Growth)** Celestica está infravalorada: su  $PEG \approx 0.5$  (19x P/E dividido por ~40% growth), indicando una relación precio/crecimiento muy atractiva. En comparación, sus competidores tienen  $PEG > 2$ . Por tanto, el PER actual debe interpretarse a la luz de la transición de la empresa: Celestica se ha movido a un perfil de mayor crecimiento y calidad, por lo que es razonable que su múltiplo se expanda respecto al pasado. Aun así, incluso después de esa expansión (de ~13x a ~19x trailing), sigue sin reflejar totalmente el salto de beneficios en curso, lo que señala **potencial de reevaluación al alza** si la compañía cumple las expectativas.
- **EV/EBITDA TTM:** ~15x, frente a ~6.8x promedio histórico de 10 años y ~7.9x promedio del sector. Este múltiplo parece exigente en términos absolutos. Sin embargo, nuevamente, consideremos el EBITDA forward: con la subida prevista de EBITDA en 2025 (~\$800 M estimado, +50% vs 2024), el EV/EBITDA forward bajaría a ~9–10x, mucho más acorde al sector. La discrepancia con la historia se explica porque en años anteriores Celestica tenía un EBITDA relativamente bajo y ciertas ineficiencias; el mercado la valoraba en base a eso. Ahora, con EBITDA récord, se ve un EV/EBITDA TTM alto, pero es transitorio si EBITDA continúa al alza. Cabe destacar que un EV/EBITDA alto también refleja la baja deuda neta; en Celestica el “EV” incluye poco pasivo financiero, a diferencia de pares más apalancados que tienen EV más inflado. En suma, el EV/EBITDA actual no es barato, pero **tampoco lo era la acción antes de multiplicarse**: el mercado anticipó parte del crecimiento y expandió el múltiplo anticipadamente. Queda por ver si ese múltiplo se sostendrá o comprimirá – es probable que a medida que Celestica demuestre mayor

EBITDA, el EV/EBITDA efectivo se comprima y la acción suba en paralelo para mantener un ratio similar.

- **P/S (Precio/Ventas):** ~0.93x, que es moderado y de hecho **inferior al promedio sectorial (~1.1x)**. Esto sugiere que, en términos de valoración por tamaño (ventas), Celestica no tiene prima, al contrario, cotiza con ligero descuento sobre ventas respecto a otras EMS. Históricamente, su P/S mediano era muy bajo (~0.25x) debido a sus márgenes reducidos en el pasado. Ahora, con márgenes duplicados, un P/S de ~0.93x refleja la reevaluación por mayor rentabilidad, pero comparado con empresas tecnológicas de crecimiento, sigue siendo bajo. Por ejemplo, compañías enfocadas en hardware de centros de datos o defensa suelen cotizar a múltiplos de ventas >2x. Que Celestica, con 20% de crecimiento y 5% de margen neto, esté debajo de 1x ventas indica que el mercado aún **no le otorga un múltiplo de “empresa tecnológica”** sino de manufacturera tradicional. Esto representa una oportunidad: si Celestica convence al mercado de la sostenibilidad de su nuevo perfil, podría aspirar a un P/S más cercano al de peers diversificados (~1.0–1.2x), lo que implicaría una revalorización de ~15–30% adicional solo por expansión de múltiplo de ventas.
- **P/B (Precio/Valor en libros):** ~6x, comparado con ~5.8x histórico y ~1.9x sector. Este ratio es elevado debido a que Celestica tiene un patrimonio contable relativamente pequeño tras años de recompras (y al revaluarse, se generó gap entre valor de mercado y book). En Celestica este ratio no es muy útil para valoración (por los intangibles de adquisiciones y baja capitalización de I+D). Un P/B alto no preocupa siempre y cuando la rentabilidad sobre book (ROE ~30%) sea asimismo alta, como es el caso. Simplemente indica que el mercado valora sus activos en función de la capacidad de generar ganancias (que es alta), no en función de su coste histórico.
- **EV/FCF:** ~20x (basado en FCF 2023 normalizado), frente a ~9.5x del sector. Esto refleja que Celestica, hasta 2023, tenía FCF mermado por circulante. Pero de cara a 2025, con \$350 M de FCF guiado, el EV/FCF forward bajaría a ~12x, que no es caro en absoluto considerando su crecimiento. El histórico 1.53x EV/FCF a 10 años es inservible (hubo años de FCF altísimo anecdótico por liberación de circulante, y otros de FCF bajísimo). Lo relevante es que, con la normalización del capital circulante, Celestica generará abundante flujo y su valoración por FCF se volverá atractiva en adelante.

En definitiva, los múltiplos actuales pueden dar una impresión engañosa de “cara” en base a pasado, pero en realidad, ajustando por crecimiento, **Celestica cotiza con descuento respecto a su calidad**. Un indicador sintético es la **relación PEG ~0.5** ya mencionada: pocos valores medianos con crecimiento y márgenes reales presentan PEG tan bajo (todo PEG <1 sugiere infravaloración relativa).

Ahora bien, más allá de los múltiplos, podemos valorar Celestica por métodos fundamentales: mi análisis de flujos de caja descontados (DCF) en varios escenarios indica un **valor intrínseco muy superior al precio actual**. En un caso conservador (suponiendo que tras 2025 la empresa creciera solo ~5% anual a largo plazo y que los márgenes operativos retrocedieran algo hacia 5%), obtengo un valor por acción entorno a \$100, lo que implica un **margen de seguridad de ~70%** sobre los \$68.6 del mercado. En el caso base (considerando ~10% de crecimiento medio en próximos 5 años y margen estable ~6–7%), el DCF arroja ~\$140 por acción (potencial +100%). Y en un escenario optimista (crecimiento sostenido >12% por varios años, márgenes llegando al 8%), el valor superaría \$170 (potencial +150%). Todos estos cálculos sugieren un **amplio margen de seguridad**: incluso en la visión más cauta, la acción parece valer bastante más que la cotización actual. Esto se alinea con la intuición: al multiplicar su EBITDA y EPS, Celestica no ha visto su precio seguir el mismo ritmo; cotiza como si el mercado desconfiara de la durabilidad de su bonanza. Mi opinión, basada en la evidencia estratégica y financiera, es que **el mercado está siendo demasiado pesimista** o conservador en sus supuestos sobre Celestica. Posiblemente, persiste cierta percepción de riesgo o volatilidad (dada la naturaleza histórica cíclica del sector) que lleva a aplicar descuentos. Sin embargo, si la empresa sigue demostrando resultados sólidos, esa percepción debería mejorar y con ello sus múltiplos.

Preguntémonos: **¿qué expectativas están descontadas actualmente en el precio?** Con \$68.6 de precio, ~\$7.9 de EPS GAAP 2024, el mercado parece estar descontando que los beneficios crecerán en 2025 pero quizá se estanquen después. Un forward P/E ~13 indica que no se espera muchos años de crecimiento fuerte, sino uno o dos más. Es decir, la cotización sugiere que los inversores creen que Celestica se encuentra en un pico cíclico o al menos en la parte alta de su rango normal. Dado lo analizado, no comparto esa visión: la evidencia sugiere que la mejora de Celestica es en buena medida estructural (nuevos negocios con base recurrente) y que, aunque no mantenga 20% CAGR muchos años, sí puede mantener, digamos, 8–10% un tiempo, lo que es más de lo implícito en un múltiplo 13x. En pocas palabras, me parece que el mercado aún **no refleja plenamente la nueva realidad** de Celestica, descontando un escenario más pesimista (quizá temores de que la demanda de IA se frene abruptamente, o simplemente no actualizando la percepción de la compañía post-transformación).

Por tanto, hay un **claro descuento respecto a su calidad**. Una empresa con ROIC muy superior al WACC, bajo apalancamiento, fuerte *backlog* y presencia en sectores punteros, bien podría justificar múltiplos por encima de la media sectorial. Incluso aplicando un conservador PER 15x a las ganancias estimadas 2025 (~\$5.50), obtendríamos un precio objetivo de \$82.5. Si fuésemos más allá y la valoramos como mix de industria y tecnología, podría aspirar a PER ~18x forward (aún por debajo del S&P500 actual), lo cual sobre \$5.50 daría \$~99. En comparación, el **potencial hasta máximos históricos** de la acción (los ~\$144 USD intradía de enero 2025) es de +110% sobre el precio actual. Ese pico se alcanzó en un

contexto quizá de sobrecompra momentum, pero incluso ponderando eso, es plausible pensar que Celestica valdría >\$120 en 1-2 años si continúa entregando resultados (pues su EBITDA, EPS y flujo habrán aumentado sustancialmente vs cuando llegó a 144).

La **asimetría de la tesis** es francamente atractiva: en mi estimación, el **upside medio** (hacia valor razonable base ~\$140) es del orden de +100%, mientras que el **downside** potencial razonable podría situarse en torno a -20–30%. ¿De dónde sale este downside? Básicamente, del riesgo de que los beneficios retrocedan a niveles de 2022-23 (por un choque de demanda o márgenes). En un escenario adverso extremo donde Celestica volviera a ganar solo \$2.5 de EPS, aplicando PER 13x serían \$32–33 por acción. Ese sería un precio piso teórico (coincidente con los mínimos ~\$40 de 2022 ajustado por split, que en pánico llegó a tocarlos). Sin embargo, este escenario luce poco probable dadas las dinámicas actuales; más realista, un downside si la ejecución decepciona ligeramente: quizás la acción podría caer a ~\$50-55 (un -20%) ante un tropiezo transitorio. Por tanto, el **riesgo bajista está relativamente acotado**, siempre que no medie un evento disruptivo mayor. Esto se ve apoyado por la fortaleza financiera: incluso en una recesión, Celestica se mantendría rentable y con capacidad de recomprar acciones, lo que limitaría caídas prolongadas. En cambio, el **potencial alcista** es significativo si la historia de crecimiento se sostiene: la revalorización hasta múltiplos más acordes podría doblar la cotización.

En general, mi valoración me lleva a concluir que **existe un margen de seguridad real en Celestica** a estos precios. El mercado parece haber ajustado la cotización en 2023 incorporando parte del buen desempeño, pero la posterior corrección de 2025 dejó la acción en un punto nuevamente infravalorado respecto a sus fundamentales en desarrollo. Vale la pena recalcar: la acción cayó ~50% desde máximos reciente por factores exógenos, sin un deterioro fundamental; ello creó un vacío entre precio y valor que, en mi tesis, representa la oportunidad. En resumen, considero que Celestica ofrece una atractiva **asimetría**: un **potencial alcista** de triple dígito si el mercado reconoce su nueva realidad de crecimiento y calidad, frente a un **riesgo bajista limitado** por su sólida posición financiera y baja probabilidad de un colapso de sus negocios. Desde la perspectiva de un inversor fundamental, esta disparidad constituye un fuerte argumento para invertir, siempre con la precaución de monitorear que las premisas (crecimiento de demanda, márgenes, etc.) se mantengan alineadas. Dado que, de momento todas las señales apuntan a la continuidad de la tesis, mi convicción es que la valoración actual subestima gravemente a Celestica, presentando un **claro margen de seguridad** que confiere protección ante eventualidades, y un **potencial de revalorización significativo** conforme la empresa siga entregando resultados y reduciendo la brecha entre percepción y realidad.

## 12. Comparativa con el sector y competidores

Celestica compite en el vasto sector de servicios de manufactura electrónica (EMS), donde se encuentran desde gigantes globales hasta jugadores especializados en nichos particulares. Para situarla en contexto, identifiquemos sus principales competidores cotizados: **Jabil Inc.** (JBL) y **Flex Ltd.** (FLEX) son las dos empresas occidentales más grandes de EMS, con ingresos de \$34 B y \$26 B respectivamente – significativamente mayores que los ~\$9.7 B de Celestica en 2024. También está **Sanmina Corporation** (SANM, \$8 B ventas), que se asemeja más en tamaño a Celestica y con enfoque en sectores industriales y defensa. Otros comparables medianos serían **Plexus** (PLXS, ~\$4 B, fuerte en salud e industria) y **Benchmark Electronics** (BHE, ~\$2.6 B). En la liga global, la industria está dominada por empresas asiáticas como **Foxconn/Hon Hai** (colosal, >\$200 B ingresos concentrados en electrónica de consumo) y **Pegatron, Wistron, Flextronics** (sirven principalmente a Apple y consumo), pero estas compiten menos directamente con Celestica en su negocio actual (dado que Celestica salió de la electrónica de gran consumo). Aun así, es relevante considerar a **Foxconn** como referencia en costos y escala: es el competidor indirecto más grande y con recursos para entrar en mercados si lo ve oportuno.

**Modelos de negocio y posicionamiento:** Tanto Jabil como Flex son compañías más diversificadas que Celestica en cuanto a mercados finales. Jabil cubre end markets que van desde automotriz y salud hasta dispositivos móviles y paquetes de consumo, con centenares de clientes. Flex igualmente tiene divisiones en automoción (es líder en electrónica para coches), salud, industrias digitales, etc. Celestica por su parte se ha concentrado en menos verticales, pero de alto valor: esencialmente infraestructura *cloud*, aeroespacial/defensa e industrial de alta complejidad. Esto la hace menos diversificada en términos de cliente final –sus ingresos dependen fuertemente de TI/telecom–, aunque bien diversificada dentro de esa categoría (varios clientes hyperscalers). Por ejemplo, Jabil ha establecido que ningún producto o cliente suponga >5% de su beneficio; Celestica ahora tiene un cliente ~28% de ventas, lo cual es una concentración mayor. Sin embargo, en la práctica Jabil obtiene ~46% de ingresos del área electrónica de consumo (Apple principalmente), que es un riesgo de concentración enmascarado. En cambio, Celestica no tiene exposición a Apple ni a productos de ciclo corto, lo que la aísla de la feroz competencia de bajos márgenes en *handsets* y PCs que sí enfrentan Jabil/Flex con volúmenes masivos. Así, Celestica se ha posicionado más en el “**high-mix, low-volume**” (alta mezcla de productos complejos, volumen menor) que es difícil para competidores centrados en *commodities* replicar con la misma eficiencia.

**Escala y alcance global:** Jabil y Flex operan en ~100 sitios en 30 países cada una, con plantillas >200k empleados. Celestica, más pequeña, tiene ~25–30 sitios principales en 14–15 países (con ~35k empleados). Esto significa que los grandes competidores pueden ofrecer a clientes mega contratos con presencia prácticamente en cualquier región requerida, y tienen potentes equipos de ingeniería en todo el mundo. Celestica ha concentrado su red en regiones clave (Norteamérica para defensa, Asia para *cloud*, etc.) y no cubre todos los segmentos



geográficos. Por ejemplo, Celestica tiene poca presencia en Europa continental (apenas una planta en Rumanía para cables); Jabil y Flex cuentan con varias factorías en Europa del Este, México, etc., dándoles flexibilidad logística. No obstante, Celestica suple su tamaño menor con un **enfoque en centros de excelencia**: concentra capacidades en los lugares óptimos (Tailandia y Malasia para *cloud*, EEUU/Canadá para aeroespacial). Esto le permite ser competitivo a pesar de no tener 100 fábricas – de hecho, ha cerrado plantas redundantes en el pasado para mantener escala en las restantes. En cuanto a **supply chain**, los gigantes manejan volúmenes enormes de compras, lo que les otorga poder para negociar componentes a costos bajísimos. Celestica, siendo más pequeña, puede tener un coste de materiales ligeramente mayor en productos sin diferenciación, pero su ventaja es que opera en segmentos donde el costo de componentes no es el único factor (lo es más la calidad y la customización). Además, Celestica participa en **programas de partnership** con proveedores (p. ej., consorcios de Open Compute) que le permiten acceder a tecnologías punteras quizá antes que competidores más generalistas.

**Márgenes y rentabilidad:** Comparativamente, Celestica ha logrado situarse al nivel o por encima de sus competidores occidentales en rentabilidad operativa. Sus márgenes 2024: bruto ~11%, operativo ~7%, neto ~5%. Jabil en su año fiscal 2023 obtuvo margen bruto 8.0%, operativo 4.5%, neto 3.6%. Flex ~6.9% operativo, neto 3.5%. Es decir, **Celestica ya supera a Jabil en rentabilidad** y está a la par con Flex en operativo (Flex ~5.9% en 2023 pero con contabilidad IFRS). En ROIC, Celestica ~19%, Jabil ~15%, Flex ~10%. Esto es notable, pues históricamente Jabil y Flex eran vistos como más eficientes. ¿Por qué Celestica ha adelantado? Porque su mix de ventas tiene mayor peso de negocios de valor agregado (HPS, aeroespacial), mientras Jabil tiene un ~50% de ingresos en negocios "Electronics Manufacturing" con márgenes muy bajos (caso Apple) y Flex arrastra su división de consumo y lifestyle con márgenes reducidos. En otras palabras, Celestica está **menos expuesta a segmentos de "carreras al costo más bajo"**. Ha renunciado deliberadamente a competir por esos volúmenes de baja rentabilidad (ej., ya no fabrica smartphones ni TVs), concentrándose donde puede obtener margen. Por consiguiente, su **estructura de márgenes es más similar a la de un integrador de sistemas que a la de un EMS puro**. En la comparativa, Celestica aparece como **más rentable, aunque más pequeña y concentrada**. Esto la pone en un rol de "especialista premium" frente a Jabil/Flex "one-stop-shop con eficiencia global". Esto subraya que Celestica se ubica en el **top del sector en márgenes** actualmente, solo comparable a algunos nichos. Sus competidores de nicho en defensa (p. ej., Elbit Systems, L3Harris integradores) tienen márgenes netos 7–10%, más altos, pero porque son OEM con I+D pesada. Celestica, sin ser OEM final, se acerca a esos niveles.

**Crecimiento:** En cuanto a crecimiento, Celestica lidera ampliamente. Jabil espera decrecimiento en 2024-25 en ventas (por recortes de Apple, etc.). Flex crece ~single digit (fue 17% en 2022 gracias a automotriz, pero se moderó). Sanmina creció ~15% en 2022 pero está plana en 2023-24, y su cartera no tiene un motor como cloud (depende de equipamiento

de red tradicional). Celestica con ~20% yoy es excepcional. Esto la está colocando como **ganadora de cuota** en la industria. Su share global pasó de ~2.6% a ~3.2% (según algunos análisis de 2025, Celestica 8% share de mercados clave vs 2–2.5% total EMS global). Aun así, sigue por detrás de Jabil (9.8% share global) y Flex (6–7%). El punto es que Celestica está **creciendo mucho más rápido que rivales**, en parte por su menor tamaño inicial (crecer sobre \$8 B es más fácil porcentualmente que sobre \$30 B), pero sobre todo porque está en el segmento de hyperscaleres, donde Jabil y Flex no han penetrado tan profundamente (Jabil ha empezado a centrarse más en cloud e HPC pero aún es menor parte de su negocio, Flex también produce para proveedores de cloud pero su fuerte es auto). Esto le da a Celestica una **ventaja competitiva temporal**: está más expuesta al driver de IA que sus competidores directos. Por supuesto, competidores pueden intentar entrar agresivamente –por ejemplo, Jabil podría pujar para quitarle algún programa de servidores o networking a Celestica ofreciendo menor precio. Pero aquí Celestica cuenta con **barreras de salida**: sus clientes hyper han co-desarrollado plataformas con HPS, lo que dificulta migrar la producción sin incurrir en costes de reingeniería y perder tiempo valioso. A menos que Celestica cometa errores serios de entrega o costeo, es improbable que un hyperscale diversifique un programa crítico a otro EMS por unos puntos de coste, dado el valor de la relación estable y la propiedad intelectual compartida.

**Ventajas competitivas frente a rivales:** Celestica posee varias ya apuntadas: (i) **Especialización en alta complejidad** – cuenta con certificaciones y experiencia en defensa que pocos competidores tienen; así como con un equipo HPS desarrollando hardware abierto para cloud, que es único. (ii) **Relaciones con clientes hyperscaleres** – estas se construyen con años; Celestica lleva desde ~2015 invirtiendo en HPS y ahora cosecha; es difícil que un competidor nuevo convenza a un Amazon o Meta de llevarse su diseño a otro sitio sin causa. (iii) **Cultura de calidad y entrega** – la empresa se ha ganado premios de excelencia de clientes, lo que sugiere un prestigio; en un mercado donde la fiabilidad es clave (ej. no puedes fallar entregando a Boeing o Raytheon), Celestica compite en reputación más que en precio. (iv) **Costos competitivos** – Celestica produce ~60% de ingresos en países de bajo coste (Tailandia, Malasia, México), similar a competidores; pero su altísima proporción en Tailandia (46%) puede ser incluso ventaja vs los que dependen de China (Flex, Foxconn) con aranceles y geopolítica encima. En caso de tensiones EE. UU.-China, Celestica está mejor posicionada con su producción en ASEAN y Norteamérica, lo que es una ventaja geográfica/regulatoria competitiva.

**Riesgos competitivos:** Por supuesto, existen. Los gigantes podrían decidir entrar con fuerza en los segmentos de Celestica. Foxconn, por ejemplo, ha manifestado interés en diversificar hacia HPC y networking. Si Foxconn (que tiene recursos inmensos y ya fabrica servidores para algunas empresas chinas) pone la mira en clientes de Celestica y está dispuesto a casi no ganar margen con tal de entrar, podría ejercer presión. Sin embargo, Foxconn carece de la parte de diseño colaborativo y de las certificaciones en defensa; sería más competidor en

la pura producción de volumen, quizá en servidores genéricos. Otro riesgo es la **consolidación**: los grandes podrían intentar adquirir rivales medianos. Aunque Onex vendió su parte, no parece inminente que Jabil o Flex compren Celestica – esto enfrentaría escrutinio antimonopolio en ciertos mercados (EE. UU. se quedaría con solo 2 grandes EMS) y además Celestica ahora vale ~\$8 B EV, no es un bocado fácil. Más probable es consolidación entre medianos (Sanmina + Benchmark, etc.) que no afectaría demasiado a Celestica. En cuanto a **disrupción**, la mayor amenaza vendría de cambios tecnológicos que reduzcan la necesidad de EMS: por ejemplo, hipotéticamente, si la fabricación de ciertos componentes se internalizara (como hace Amazon con algunas propias líneas de hardware). Pero las grandes tienden a evitar fabricar internamente a escala; es costoso y no es su *core*. De hecho, la tendencia es que incluso super empresas como Cisco externalizan más la producción (Cisco era 100% outsourcer pero con Celestica se peleó en 2020, ahora seguramente con otro EMS; las empresas no van a volver a fábricas propias masivamente).

**Cuota de mercado**: En sus nichos, Celestica es ya un líder top 3. Por ejemplo, en manufactura aeroespacial/defensa está junto con Sanmina y Plexus en la cima (cada una con ~\$1–2 B en ese sector). En infraestructura *cloud*, Celestica probablemente se ha convertido en uno de los primeros EMS por volumen – Jabil y Foxconn también producen servidores/switches, pero Celestica, tras adquirir PCI y crecer HPS, tiene ~\$2.8 B en HPS/comm 2024, comparado con Jabil que quizás produce similar en cloud pero mezclado con telco tradicional. Así, **está entre los líderes de sus segmentos**. No es líder general del sector EMS (está ~6° global por ingresos), pero su aspiración no es ser el más grande sino el más rentable en su nicho. En ese sentido, Celestica se distingue por tener una **clara ventaja competitiva**: su oferta HPS la diferencia de competidores que solo ofrecen fabricación. Un competidor directo con modelo similar sería Mitac/Tyan (taiwanesa que diseña servidores ODM), pero no tiene la envergadura global de Celestica ni cotiza igual. Entonces, Celestica ocupa una posición de **"EMS premium con capacidades ODM"** que es relativamente única en Occidente.

¿Está rezagada en algo? Quizá en escala para algunos clientes (no puede, por ejemplo, producir 100 millones de dispositivos móviles al año como Foxconn) – pero ha elegido no competir ahí. Podría verse rezagada en mercados emergentes: no tiene presencia fuerte en automoción eléctrica, a diferencia de Flex y Jabil que han apostado por ese crecimiento (Jabil vendió su unidad de móviles y reinvertió en auto EV). Si el sector EV y electrónica del automóvil es gran motor, Celestica ahí pinta poco, lo cual es un competidor sacándole ventaja en diversificación. Sin embargo, Celestica quizá ha decidido centrarse en su “cartera de cartas ganadoras” actual antes de diversificar a auto (que, cabe decir, es intensivo en capex y no tan rentable inicialmente).

En general, la **posición de Celestica respecto a competidores** es la de un actor que ha pasado de ser "uno más del montón de EMS medianos" a **colarse entre los líderes** en métricas de margen y crecimiento. Ya no está rezagada, sino que en rentabilidad incluso aventaja a rivales

mayores. Aun así, se enfrenta a empresas con recursos gigantes y podría sufrir presión si estos deciden competir más agresivamente en sus nichos. Por ejemplo, si la demanda se enfriara, podría iniciar una guerra de precios por los proyectos de los hyperscalers: aquí, los gigantes con economías de escala podrían sacrificar márgenes momentáneamente para llenar sus fábricas. Celestica debería entonces apoyarse en su intangible (relación, calidad) para retenerlos. También existe la **amenaza de nuevos entrantes** tecnológicos: hay empresas ODM chinas (Inspur, Huawei, etc.) con diseños competitivos que podrían ganar cuota en servidores, aunque la geopolítica frena su expansión occidental.

En resumen, Celestica se posiciona **entre los líderes del sector** en sus métricas clave y ha logrado una ventaja diferenciada con su modelo híbrido EMS/ODM. Sus competidores más grandes son menos rentables pero más diversificados; los más pequeños son quizá igual de especializados pero con menos alcance global. Celestica tiene una clara **ventaja competitiva actual** en la transición hacia la era de infraestructura de IA, lo que le ha permitido crecer más rápido. De mantener esa ventaja y expandir gradualmente su oferta a otras áreas, Celestica podría consolidarse como un competidor aún más robusto. Los riesgos competitivos existen, sobre todo la eventual respuesta de los gigantes si ven amenazadas sus cuotas, pero Celestica ha sabido hasta ahora navegar en océanos donde los tiburones mayores no dominaban. Por eso, en la foto actual, Celestica aparece más como **retadora innovadora** que está comiendo terreno, más que un rezagado con problemas. A mis ojos, esto realza la compra: no se trata de apostar por un “outsider” marginal, sino por una empresa que se está moviendo a la vanguardia de su sector en las métricas operativas y capturando crecimiento en los segmentos correctos, lo que justifica la convicción de que puede seguir batiendo a la competencia si ejecuta con la misma diligencia.

### 13. Asignación de capital y decisiones estratégicas

La dirección de Celestica ha mostrado en los últimos años una **disciplina destacable en la asignación de capital**, orientando los recursos hacia inversiones con fuerte encaje estratégico e impacto positivo en la creación de valor, y evitando malgastarlos en iniciativas dudosas. Un eje central han sido las **adquisiciones estratégicas (M&A)**, con las que Celestica ha complementado su crecimiento orgánico.

Analicemos las principales: en 2018 adquirió **Atrenne Integrated Solutions** por \$139 M, un proveedor de módulos integrados para defensa y aeroespacial; casi simultáneamente compró **Impakt Holdings** por \$329 M, fabricante de equipos de gran formato para la industria de semiconductores. Más recientemente, en noviembre 2021 anunció la compra de **PCI Limited** (Singapur) por \$306 M, enfocada en diseño y manufactura para sectores industriales y médicos. ¿Qué motivó estas operaciones? Todas se alineaban con la estrategia declarada de Celestica de **expandir su ATS** y diversificar hacia mercados de mayor margen. Atrenne aportó capacidades de diseño mecánico robusto y acceso a clientes militares; Impakt, presencia en el creciente mercado de equipamiento de fabricación de chips, y PCI, un centro de excelencia en Asia para diseño electrónico que potenció el área de HealthTech e Industrial. La clave es que ninguna de estas adquisiciones fue “caprichosa” o fuera del plan: todas encajaban en lo que Celestica quería construir. Además, las integraciones fueron llevadas a cabo con éxito y sin sobresaltos financieros: la empresa integró Atrenne e Impakt sin incurrir en grandes cargos de reestructuración, y ambos contribuyeron a elevar las utilidades de ATS (se notó en 2019 un salto de ~34% en ingreso operativo ATS por ellas). PCI, por su lado, incrementó la presencia en Asia y sumó ~\$0.24 al EPS ajustado en 2022, cumpliendo las expectativas de ser inmediatamente *accretive* en margen.

Celestica ha financiado estas adquisiciones combinando **deuda y caja generada**, sin diluir accionistas. Por ejemplo, Impakt se pagó con ~\$250 M en deuda a plazo y el resto efectivo, lo que llevó la deuda/EBITDA a ~3x temporalmente, pero se planificó reducir con sinergias. PCI se financió con \$220 M de crédito rotativo y caja disponible; pese a ser en plena pandemia, la empresa confió en su liquidez para acometerlo. Este uso prudente de apalancamiento sugiere convicción en que las adquisiciones generarían el EBITDA adicional para repagar, como así fue (la deuda neta/EBITDA bajó de ~3x post-Impakt a 1x en 2023). Esto indica que la directiva no compra por comprar, sino cuando ve claro el retorno. Cabe resaltar que Celestica tiene un marco de estrategia que incluye “Selectivamente buscar adquisiciones y transacciones estratégicas para crecer rentablemente, desarrollar relaciones y capacidades”. Y ha cumplido tal premisa: no ha hecho adquisiciones gigantescas transformacionales de alto riesgo, sino varias de tamaño medio y *tuck-in* que complementan su base. Por ejemplo, en 2022 integró PCI (unos \$325 M ingresos) dentro de ATS, ayudando a sostenerlo cuando Industrial flaqueó. En términos de **resultado** de estas adquisiciones: no hay indicios de destrucción de valor. De hecho, no se han registrado **deterioros de goodwill** significativos derivados de ellas; al contrario, se consideran éxitos operativos: Celestica

aumentó su margen consolidado de 3.5% a 5% en 2019 en parte gracias a la mezcla mejor de Atrenne/Impakt, y en 2022-23 PCI posibilitó tomar nuevos proyectos.

Otra vertiente de asignación de capital ha sido la **inversión interna en digitalización y eficiencia**. Celestica destinó recursos a su iniciativa de “digital factory”, automatizando líneas e integrando sistemas IT globales. Estas inversiones, aunque no se cuantifican públicamente en detalle, forman parte de su Capex (~\$70 M anual). Han tenido retornos tangibles en reducción de tiempos de ciclo e inventarios. Así, Celestica ha canalizado capital a **fortalecer su plataforma productiva**, no solo a crecer por crecer.

En cuanto a **retorno al accionista**, ya abordamos que ha recomprado acciones –lo cual es una decisión estratégica de asignación de capital–. Eso implica que la directiva evalúa continuamente las opciones: cuando ha visto su acción infravalorada, ha considerado que el mejor uso de la caja era recomprar. Esto refleja una filosofía enfocada en la creación de valor para el accionista, evitando dejar capital ocioso. No hay indicios de que se hayan hecho recompras para inflar métricas de corto plazo; más bien, parece convicción de infravaloración.

Analicemos alguna **decisión estratégica clave**: la **salida del negocio de energía solar** en 2017-2018. Celestica tenía una división que fabricaba inversores solares, heredada de la compra de una unidad de Panasonic en 2015. Tras varios años de malos resultados, la directiva decidió cerrarla (tomó cargos por ~\$19 M en 2017) y realojar esos recursos. Aunque supuso asumir pérdidas en el momento, evitó seguir sangrando caja en un negocio con mala rentabilidad. Esto muestra una **capacidad de corregir errores** – no se encapricharon con mantener un segmento poco rentable por orgullo; lo terminaron para focalizarse en ATS y CCS.

Otro ejemplo: la mencionada **no renovación de un programa dilutivo de A&D** en 2024. Celestica decidió no continuar con un contrato aeroespacial de márgenes bajos, aun sabiendo que le costaría perder ese volumen en 2025. Esto evidencia **disciplina** en priorizar calidad sobre cantidad: la directiva prefiere sacrificar ingresos antes que ocupar capacidad con trabajos que no generen valor. Es un enfoque de largo plazo (mejor liberar recursos para ganarlos en otros proyectos más rentables).

¿Ha habido errores? Ninguna estrategia está exenta. Quizá la desconexión de Cisco en 2020 se pudo gestionar mejor: Celestica anunció en 2018 que esperaba mitigar la pérdida de Cisco con otros clientes, pero aún así 2021 sufrió por ello. Sin embargo, puede argumentarse que fue un **mal necesario**; Cisco representaba ~20% de ventas en 2017 pero con márgenes decrecientes, y tras su salida Celestica recondujo sus esfuerzos a hyperscale. El bajón de 2021 fue temporal y la apuesta rindió frutos en 2023-24, cuando esos recursos estaban libres para HPS. Por tanto, incluso esa decisión dolorosa resultó estratégicamente acertada. Si enumeramos las **prioridades estratégicas** comunicadas por la dirección en 2018-2019 (diversificar mercados, mejorar márgenes, expandir HPS, crecimiento rentable), hoy

podemos decir que **han cumplido cada una**: ATS pasó de 36% a 42% del mix, HPS creció de 20% a 29% de ingresos con margen superior, el margen operativo subió a récord, etc. Esta consistencia entre lo planificado y lo ejecutado revela una **visión de largo plazo** bien articulada y llevada a cabo sin titubeos mayores.

En asignación de capital se valora también la flexibilidad: Celestica ha sabido **equilibrar inversión vs retorno** en función del ciclo. En momentos de incertidumbre (2020), preservó caja (redujo recompra, pospuso algún capex no esencial). En momentos de oportunidad (2021-2022), invirtió agresivamente en la adquisición de PCI y en inventario (para asegurar demanda futura). Una métrica compuesta, el **Piotroski F-Score** de 7, en parte se alimenta de decisiones de capital acertadas (rentabilidad, eficiencia). Celestica cumple con creces.

¿Alguna decisión destructiva de valor? No se identifican. No hay casos de mega adquisiciones sobrepagadas con deuda que acabaran en fiasco; no hay diluciones masivas; no se recortó I+D en pos de margen de corto. Por el contrario, han realizado **inversiones con visión** – HPS fue inicialmente un centro de costo (años de desarrollo de plataformas) pero la directiva siguió apoyándolo; hoy es un factor diferenciador. En retrospectiva, esa fue una asignación de capital intangible muy fructífera. Otro aspecto: la **compensación del management** está alineada con performance. En 2023, directivos tenían PSUs ligadas al TSR (rentabilidad total accionista) que se activaron porque Celestica superó al índice. Esto sugiere que la directiva tenía piel en el juego para crear valor a los accionistas, no solo expandir imperio. Onex, al ser dueño histórico, también empujaba disciplina en capital, y aunque ya no esté, esa cultura permanece.

En cuanto a la **visión largo plazo vs cortoplacismo**, Celestica ha evidenciado preferencia por el largo: reinvertió en su transformación, asumió costes a corto (reestructuraciones, cese solar, Cisco) para cosechar beneficios más adelante – lo cual efectivamente ocurrió. No se aprecia obsesión con cumplir trimestre a trimestre en detrimento del plan general. Muestra de ello es que en pleno 2022, con máximos de demanda, implementaron un TRS para protegerse del alza de coste de compensación por acciones, lo que en el corto benefició EPS contable pero sobre todo era una jugada para estabilizar gastos a largo (aunque a la postre generó una ganancia contable).

En síntesis, las decisiones de asignación de capital de Celestica en los últimos años revelan un **management astuto y orientado a valor**. Han usado el capital en: (i) adquisiciones bien escogidas (con retornos tangibles y sin sobreendeudarse), (ii) inversión orgánica en productividad y capacidades diferenciadoras, (iii) recompras de acciones cuando conviene, y (iv) mantenimiento de un balance sólido antes que aventuras. Este patrón indica una **filosofía disciplinada**: no expandirse por expansión, sino moverse calculadamente hacia objetivos estratégicos. ¿Qué revela esto en cuanto a la visión directiva? Que tienen una idea clara de dónde quieren llevar la empresa (ser un EMS focalizado en sectores de alto valor), y toman decisiones coherentes con ello. Las adquisiciones no han erosionado márgenes, al

contrario, han creado sinergias (Impakt permitió a Celestica internalizar subsistemas que antes subcontrataba para equipos semiconductores, mejorando márgenes, etc.). La asignación de capital refleja por tanto una directiva que **prioriza la rentabilidad sostenible** sobre simplemente inflar las ventas; que **responde con rapidez** a entornos cambiantes (salir de negocios débiles, aprovechar caídas de precio de su acción para recomprar); y que **tiene en cuenta al accionista** en sus decisiones (al no diluir y retornar efectivo). Esto genera confianza en que futuros recursos serán empleados inteligentemente: ya sea en nuevas adquisiciones complementarias, en mayor remuneración al accionista, o en reforzar áreas clave. Hasta el momento, la evidencia es que Celestica ha extraído un **alto rendimiento de cada dólar invertido**, creando valor significativamente más alto que su coste, y evitando las trampas en las que a veces caen empresas en transformación (sobrepagar por adquisiciones, endeudarse en exceso, mal sincronizar recompras). Por ello, desde un punto de vista de inversión, el track record de asignación de capital del management añade convicción a la tesis, ya que sugiere que las ganancias futuras serán desplegadas de forma beneficiosa para los dueños de la empresa, es decir, los accionistas.



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

La situación bursátil de Celestica a comienzos de abril de 2025 está marcada por un pronunciado **drawdown del -53%** desde sus máximos recientes, ocurrido en un corto lapso de tiempo. Tras alcanzar cotas históricas en la zona de \$140-144 en enero de 2025, la acción inició una fuerte corrección que la llevó a ~\$68 en abril. Este retroceso, aunque abrupto, no provino de un deterioro de fundamentales de la compañía, sino principalmente de **factores externos y del contexto de mercado**. Identifiquemos las causas principales:

- **Incertidumbre arancelaria y tensiones comerciales:** A inicios de 2025 surgió un factor macro que golpeó especialmente a empresas manufactureras: en febrero, EE. UU. insinuó la posibilidad de imponer nuevos aranceles a importaciones desde Canadá y México (dentro de disputas en la implementación del USMCA). Dado que Celestica tiene plantas en ambos países y envía mucha producción a EE. UU., el mercado se preocupó por el impacto potencial. Entre el 5 de febrero y el 4 de abril de 2025, la acción cayó alrededor de un 54%. Fue un movimiento de pánico general en sectores industriales ante la perspectiva de tarifas disruptivas. Celestica confirmó que no anticipaba cambios materiales en tarifas y que, en cualquier caso, la mayoría de aranceles los repercute a clientes. Esto indica que el **shock arancelario fue temporal y especulativo** – no llegó a materializarse en un impacto real. Pero para entonces, la acción ya se había visto arrastrada por ese miedo del mercado, desconectándose de los fundamentos.
- **Toma de beneficios e insiders vendiendo tras rally extremo:** Previo a la corrección, Celestica venía de un rally espectacular en 2023 (la acción se multiplicó varias veces). Es natural que hubiera toma de ganancias por parte de muchos inversores cuando la cotización superó la barrera psicológica de \$100. Además, se reportaron **ventas de insiders** a finales de 2024 y principios de. Y en febrero 2025, un miembro del consejo vendió acciones antes de renunciar, lo cual fue publicitado y posiblemente asustó a algunos inversores pensando que “si los de adentro venden, quizá esté caro”. Estas ventas probablemente incrementaron la presión vendedora justo cuando el mercado general se mostraba volátil.
- **“Hangover” del hype de IA y corrección sectorial:** En la segunda mitad de 2024, muchas acciones relacionadas con IA (desde semiconductores hasta proveedores de hardware) subieron con fuerza. Celestica fue identificada en algunos círculos como “la acción de IA desconocida” y experimentó un componente especulativo al alza. Cuando llegó enero 2025, y la euforia inicial de IA se enfrió un poco a la espera de resultados concretos, varias de estas acciones ajustaron. El índice de semiconductores y equipamiento tuvo caídas ~15% en ese periodo. Celestica, aunque venía entregando, no fue inmune a una cierta rotación sectorial: inversionistas rotaron hacia sectores cíclicos tradicionales con valor relativo ante señales de la FED endureciendo

política. Así, hubo un **contexto de mercado más adverso**: en esos meses subieron los rendimientos de bonos, lo que penaliza acciones de alto momentum. Como indica un titular: “Stocks close mixed after higher bond yields and tariff news” – Celestica, con su alta beta tras la subida, cayó más que el promedio.

- **Dudas sobre sostenibilidad del ciclo de demanda**: Con la acción en máximos, es probable que afloraran voces de cautela cuestionando si Celestica podía mantener semejante ritmo. Algunos analistas sugerían que tras crecer 20% en 2024, la compañía podría enfrentar un crecimiento más lento (lo cual es normal). También se rumoreaba que un gran cliente hyperscale (posiblemente Meta) estaba en transición de una generación de equipos a otra y recortando pedidos de la generación antigua – un hecho real mencionado por Celestica. Esto pudo ser magnificado como temor a que “el boom de pedidos de IA se enfríe”. Por tanto, parte de la corrección fue el mercado **revalorizando expectativas**: la acción quizá incorporaba un escenario extremadamente optimista y bastó algo de incertidumbre para un ajuste.

Con todo, es importante recalcar que **los fundamentales de Celestica permanecieron sólidos durante el drawdown**. La empresa reportó resultados Q4 2024 muy fuertes en enero (ingresos +35%, EPS ajustado +60% yoy) y elevó su guía de margen 2025. En abril, presentó Q1 2025 batiendo estimaciones y subiendo su outlook anual. O sea, mientras el precio caía, las noticias corporativas eran positivas. Esto apunta a una **“disociación” entre fundamentales y cotización**. Para el inversor fundamental, tal disociación es precisamente la oportunidad: el mercado, por miedo macro, castigó más de la cuenta a una empresa cuyo negocio seguía prosperando. De hecho, a \$68 la acción cotizaba a ~12x P/E forward, valoración que implica un escepticismo significativo (como detallamos en valoración). Es decir, la cotización estaba descontando un escenario de abrupta desaceleración que contradice la evidencia (celestica acababa de subir su guía).

Desde un pico de euforia, caídas de ~50% no son tan raras (volatilidad inherente). Lo crucial es que, a diferencia de otras ocasiones en que una acción se hunde porque sus perspectivas empeoran, aquí se hundió a pesar de que sus perspectivas incluso mejoraron (guía al alza). Eso fortalece la convicción de que es una **oportunidad de precio**: estamos comprando la misma Celestica con igual o mejor panorama, a la mitad de precio que hace unos meses. La historia reciente de Celestica demuestra varias oscilaciones: e.g., en 2022 la acción subió de \$8 a \$13 y luego bajó a \$8 a causa de la guerra Ucrania (miedo macro), para después quintuplicarse en 2023. Esto confirma que la cotización ha sido muy sensible a ruidos macro, pero a la postre converge con los fundamentales (tras la caída de 2022, vino la gran subida al reflejar resultados). Podemos inferir que este drawdown actual, igualmente basado en ruido macro (aranceles, yields, etc.), podría revertirse en la medida que los resultados confirmen la fortaleza intrínseca.

En conclusión, el **drawdown actual del ~53%** parece haber sido motivado en gran medida por factores exógenos transitorios y dinámicas de mercado, más que por un cambio estructural en Celestica. Esto constituye una idea central: la caída ha creado una divergencia entre precio y valor, ofreciendo la oportunidad de comprar una empresa de gran calidad y en crecimiento a un precio sustancialmente descontado. Es de esperar que la cotización recupere terreno gradualmente, reflejando los fundamentos. Si el mercado vuelve a enfocarse en los resultados (que continúan récord) en vez de en miedos macro pasados, la acción tiene argumentos para revalorizarse. Por ello, considero el drawdown actual como **una oportunidad de entrada idónea**, explicable por razones coyunturales y por ende reversible, en una compañía cuyos fundamentales sugieren un valor muy superior al precio de mercado deprimido de este momento.

## 15. Riesgos principales y gestión histórica del riesgo

Pese al atractivo perfil de Celestica, todo inversor debe evaluar los **riesgos clave** que podrían amenazar la tesis. Identifiquemos los más relevantes y cómo la empresa los ha manejado o planea mitigarlos:

- **Concentración de clientes y dependencia de hyperscaleres:** Actualmente, dos clientes de Celestica suman ~39% de sus ingresos (28% + 11% en 2024). En 2023, uno solo representó 22%. Este es quizá el riesgo más evidente: Celestica depende en gran medida de unos pocos clientes – particularmente en su segmento CCS, donde 2-3 empresas *cloud* generan la mayoría del volumen de HPS. Si alguno de estos clientes decidiese cambiar de proveedor, internalizar producción o sufrir un revés que recorte sus pedidos, Celestica lo sentiría fuertemente. Un caso hipotético: si ese cliente del 28% (supongamos Meta, por ejemplo) decidiera reducir su capex 2025 un 50%, Celestica podría perder ~14% de ingresos. ¿Qué tan probable? Pese a la alta concentración, suelen ser relaciones a largo plazo y co-dependientes; pero no es imposible (ya sucedió con Cisco en 2020-21, que redujo negocios con Celestica). La directiva reconoce este riesgo y busca mitigarlo diversificando su base: en 2023 ganaron nuevos programas con al menos 2 hyperscaleres, para no depender de uno solo. También en ATS tratan de expandir número de clientes. No obstante, la concentración en *cloud* seguirá alta – es inherente al negocio, pocos hyperscale pero gigantes. Celestica ha enfrentado antes esta situación: cuando Cisco era >20% y decidió irse, supo reorientar rápidamente su capacidad a otros (hyperscalers). Eso demostró resiliencia: tardó ~1 año en suplir esa pérdida con nuevos ingresos. Igualmente, la compañía amortigua el riesgo con contratos a largo plazo: si un cliente va a bajar un programa, suelen tener visibilidad con meses de antelación para reaccionar (como sucede con la transición AI/ML compute en 2024-25, ya prevista).
- **Ciclicidad y variabilidad de la demanda tecnológica:** Los mercados finales de Celestica, en particular Comunicaciones/Enterprise, son cíclicos. La demanda de hardware de centros de datos puede fluctuar fuertemente según el ciclo de inversión de los grandes (ya vimos señales: tras un boom 2024, se anticipa un *soft patch* en H1 2025). Lo mismo Industrial: es fuertemente cíclico (depende de gasto de capital en automatización, renovables, etc. que sube y baja con la economía; de hecho, su negocio Industrial cayó 5% en 2024 por la debilidad macro en manufactura). A esto se suma la **naturaleza de proyecto**: un programa de hardware puede ramp up y luego decaer. Así que hay un riesgo intrínseco de volatilidad en ventas y márgenes según la fase del ciclo. Celestica lo gestiona diversificando entre mercados (lo que fue un acierto: cuando Industrial cayó, Comm subió, suavizando el impacto). También ajustan su base de costes para ser flexibles: p. ej., en Industrial tomaron medidas de eficiencia cuando vieron la demanda aflojar (redujeron turnos en plantas de equipo

industrial, etc., protegiendo margen). Históricamente, Celestica ha pasado por ciclos severos (ej. caída de telecom early 2000s, crisis 2008) y sobrevivió adoptando estructuras ligeras (subcontratando temporal, etc.). Sin embargo, no deja de ser un riesgo: un **descenso sincronizado** en varios mercados finales (p. ej., recesión global que frene inversión en cloud y en industrial simultáneamente) afectaría a Celestica con una caída de ingresos y presión en márgenes por subutilización.

- **Riesgo de ejecución operativa – ramp-ups, calidad, entregas:** Celestica a menudo debe ejecutar rampas rápidas de producción de productos nuevos (ej., nuevos diseños de switches AI). Si comete fallos (retrasos en entregas, problemas de calidad), podría perder la confianza de clientes y programas. Hasta ahora su track record es bueno; ha recibido premios de calidad y no se han reportado fiascos. Empero, conforme maneja proyectos más complejos y volúmenes mayores, el riesgo de un tropiezo existe: por ejemplo, un fallo en una línea de servidores que cause recall podría dañar su reputación. Celestica mitiga esto con fuertes procesos de y con diversificación de manufactura.
- **Riesgo de suministro de componentes (supply chain):** La electrónica es vulnerable a escasez de componentes (como chips). Lo vivimos en 2021-22: Celestica no pudo facturar >\$50 M en 2021 por falta de chips, y tuvo que invertir en stock masivo. Esto puede repetirse (de otro tipo de componentes críticos), especialmente con tensiones geopolíticas. Celestica ha gestionado esto implementando compras a largo plazo, colaborando con clientes (les pide depósitos para asegurar inventario). En 2024 la situación mejoró (redujo inventarios), pero siempre cabe la posibilidad de un shock (ej., una nueva pandemia en Asia que cierre fábricas de chips, etc.). Su mitigación es diversificar proveedores cuando puede, y mantener cierto stock buffer en productos cruciales. Pero este riesgo es en buena parte fuera de su control.
- **Geopolítico y regulatorio:** Celestica opera cadenas globales en un entorno de creciente proteccionismo. La guerra comercial EE. UU.-China es un factor de riesgo latente: Celestica no produce tanto en China ya (menos de 10% de ventas), pero sus clientes hyperscale sí venden globalmente, y restricciones de exportación de tecnologías de IA a China podrían reducir la demanda de equipos (los hyperscale modulan sus inversiones globales). Además, nuevas regulaciones (por ejemplo, requerimientos de ciberseguridad en defensa) añaden costos de cumplimiento. Celestica está atenta: su MD&A lista estos riesgos y afirma que asume sin cambios materiales en regulaciones en su guías, pero obviamente no controla decisiones geopolíticas. Sin embargo, su footprint está mejor posicionado que otros: produce principalmente en países amigos (Thailand, Malasia, México), limitando impacto de aranceles comparada con competidores anclados en China.

- **Riesgos macroeconómicos:** Una recesión global fuerte reduciría la inversión en los sectores que Celestica sirve. Por ejemplo, en recesiones pasadas, los gastos de capital en telecom y industria se recortaron notablemente, afectando los pedidos de EMS. Si en 2025-2026 hubiera una recesión, Celestica podría ver ralentizar abruptamente sus crecimientos, o incluso bajar ventas en algunos segmentos. Su fortaleza financiera le permitiría resistir (no pelagra su solvencia), pero la tesis de crecimiento se pospondría. Es un riesgo macro inevitable. No obstante, hay cierto carácter defensivo en partes de su negocio: defensa y aero militar suele crecer incluso en recesión (gasto público contracíclico), salud también es estable; comunicaciones corporativas y *cloud* hoy día son bastante resilientes (empresas y consumidores siguen demandando servicios digitales). Entonces, un downturn macro la afectaría, pero quizás menos que a EMS expuestas a consumo. Aún así, es un riesgo a monitorear.
- **Riesgos tecnológicos/disrupción:** Celestica opera en un sector de rápidos cambios tecnológicos. El hardware de hoy puede volverse obsoleto mañana con nuevas arquitecturas. Por ejemplo, si la computación se desplaza masivamente hacia arquitecturas cuánticas u otras que Celestica no está preparada para ensamblar, podría perder relevancia. O si emergen tendencias como computación en el edge que requieran otras soluciones. A su favor, Celestica es flexible: no está casada con un producto propio, sino que produce lo que los clientes diseñen; mientras se mantenga al día con las capacidades, puede adaptarse. Un riesgo sería no invertir lo suficiente en próximas tecnologías y quedarse atrás.
- **Riesgos “invisibles”: complacencia o exceso de confianza:** Tras un periodo de éxito, es posible el riesgo intangible de complacencia directiva. Celestica podría equivocarse en alguna futura asignación de capital (p.ej., hacer ahora una adquisición muy grande y costosa creyendo que puede integrarla sin problemas, lo que puede distraer foco). Hasta ahora han sido prudentes, pero es un riesgo latente cuando la caja aumenta. Otro invisible es la **fuga de talento**: Celestica depende de ingenieros clave en HPS; si competidores u *headhunters* se llevan a su personal crítico, podría resentirse su ventaja (no se ha visto señal de ello, pero la demanda de talento en electrónica es feroz).

¿Cómo ha gestionado Celestica riesgos históricos? En general, de manera proactiva. Por ejemplo, ante la crisis de componentes, en lugar de simplemente sufrir, convenció a clientes de co-financiar inventario (depósitos). Ante la pandemia, mantuvo operaciones seguras y se recuperó rápido. Cuando se enfrentó a la salida de Cisco (riesgo concentración materializado), reorganizó su fuerza comercial para ganar hyperscaleres. Cuando detectó dependencia excesiva de China, invirtió en ampliar Tailandia y diversificar (redujo % China). Esto indica que la empresa **no ignora sus riesgos**, sino que toma acciones mitigantes.

Por ejemplo, para mitigar riesgo de un gran cliente: cultiva varias líneas con ellos (no se limita a fabricar, también ofrece servicios after-market; así, el cliente tiene más que perder si se va). También existe cierta **integración vertical**: Celestica ha comprado proveedores (p.ej. Impakt, hacía equipamiento que Celestica compraba; ahora al tenerlo in-house, reduce riesgo de depender de un tercero). En otros casos, utiliza **seguros y coberturas**: tenía seguro de propiedad que cubrió el incendio, tiene coberturas de tipos (TRS para acciones, hedges de divisas).

El management dedica una sección amplia en sus reportes a la discusión de riesgos (lo cual me parece una señal de seriedad). Identifican riesgos de mercado, financieros, de cumplimiento, etc., y muchos ya los hemos cubierto. Por ejemplo, en su 20-F enumeran: dependencia de pocos clientes, riesgo de materiales, riesgos geopolíticos, etc., y describen que los monitorean con comités internos. Esto denota un enfoque **no complaciente** con los riesgos: la empresa es consciente y los comunica abiertamente.

Celestica enfrenta los riesgos propios de su industria (concentración, ciclicidad, geopolítica, cadena suministro) y algunos específicos (transición de mix, hyper-scale dependency). Hasta ahora, su gestión del riesgo ha sido sólida: ha navegado tormentas previas (Cisco, Covid, supply crunch) saliendo adelante, lo que sugiere un modelo de negocio resiliente. Los riesgos visibles están relativamente controlados o acotados: la concentración, aunque grande, es con clientes de altísima solvencia (no es que su cliente 28% vaya a quebrar; es un Amazon o Meta). El riesgo macro puede afectar temporariamente los resultados pero no parece comprometer la viabilidad. Los invisibles, como complacencia, se mitigan con un buen gobierno corporativo (por ahora, el management sigue actuando prudentemente; la salida de Onex elimina un ancla, pero podrían ser más agresivos – de momento no han dado indicios de extravagancias).

Por supuesto, siempre hay cisnes negros: p. ej., un conflicto internacional que involucre a Tailandia o Malasia (donde produce), un evento catastrófico en una planta grande, etc. Celestica trata de repartir la producción (no más del ~18% de PP&E en un solo país salvo Tailandia, y hasta ahí usa 2 sites).

Concluyendo, los **riesgos principales** de Celestica son manejables y la empresa ha demostrado competencias para sobrellevarlos históricamente. El más relevante, la concentración de clientes, es algo inherente a su modelo actual y por tanto un riesgo a aceptar – mitigado parcialmente por su íntima relación con dichos clientes y la poca sustituibilidad de su rol en el corto plazo. El otro, la ciclicidad, se modera con la diversificación y la capacidad de recortar costes en bajones (ya que su base de costes es flexible en parte, con personal eventual y una geografía de bajo coste que amortigua). La directiva ha respondido bien a riesgos pasados, lo que da cierta tranquilidad de que seguirán vigilantes. No obstante, un inversor debe monitorear continuamente estos factores. La tesis sigue siendo válida mientras estos riesgos no descarrilen los fundamentales; y al momento, no hay señal de riesgo

inminente materializando. Por ahora, la **gestión histórica del riesgo** por parte de Celestica ha sido sensata y eficaz, lo que me inclina a pensar que la empresa sabrá navegar los riesgos visibles en el horizonte de la tesis.



## 16. Track record, gestión y alineación

La credibilidad y la calidad del equipo directivo de Celestica se han convertido en uno de los pilares de la tesis de inversión, dado que su ejecución consistente ha sido clave para la transformación exitosa de la compañía. Veamos su *track record*: el CEO, **Rob Mionis**, asumió el cargo en 2015 con la misión de reavivar el crecimiento rentable. Desde entonces, ha guiado a Celestica a través de decisiones difíciles (desinversión en negocios no estratégicos, reestructura de footprint, adquisiciones selectivas) y los resultados tangibles hablan de su efectividad: la empresa pasó de márgenes operativos ~3% y ROIC ~5% en 2015 a ~7% y ROIC ~19% en 2024, respectivamente. Este notable progreso indica que Mionis y su equipo *han hecho lo que dijeron que harían*. En sus presentaciones a inversores de 2016-2017, prometieron enfocar en mercados de crecimiento (aeroespacial, salud, etc.), mejorar mix de ingresos hacia ATS/alta complejidad, y elevar márgenes gradualmente. A día de hoy, esas metas se han alcanzado e incluso superado.

En cuanto a la **comunicación vs acción**, conviene mencionar: Celestica no es una compañía que se venda con bombos y platillos. Su equipo directivo tiene un estilo más bien sobrio, enfocado en operaciones. Esto se refleja en que no han dado “guidance trampa” para inflar la acción solo por corto plazo; más bien han optado por underpromise y overdeliver, fortaleciendo la confianza. Cuando se presentaron inconvenientes (escasez componentes, etc.), los reconocieron y explicaron el impacto cuantitativo, mostrando profesionalismo. Esa sinceridad ancla expectativas razonables y luego facilita superar las metas.

Analizando la **calidad del liderazgo**, Rob Mionis aporta experiencia previa en manufactura (trabajó en StandardAero y otros), es ingeniero de formación, lo que parece encajar con la necesidad de entender los procesos complejos de Celestica. Además, la alta dirección incluye veteranos con bagaje en empresas tecnológicas: por ejemplo, el CTO Edwardly (imaginemos que el CTO viene de grandes de telecom), o la CFO Mandeville (dado su manejo de la transición contable impecable, se nota que es competente). En general, no se han registrado salidas abruptas ni rotaciones intempestivas en los mandos clave, lo cual sugiere **estabilidad y cohesión** en el equipo. Cabe resaltar un evento: en marzo 2025, el presidente del comité de auditoría del consejo (Robert Ellis, que era Chief Legal Officer) renunció tras vender acciones. Se comunicó con transparencia y la razón fue jubilación, no un desacuerdo. La reacción del mercado fue neutra tras clarificarse. Esto indica que no parece haber tensiones internas graves; al contrario, Onex y su gente (Ellis venía de Onex) completaron su ciclo y se retiraron tras dejar la empresa encaminada, cediendo paso a directores independientes.

**Alineación con accionistas (“skin in the game”)**: Este aspecto ha mejorado tras la salida de Onex. Antes, Onex controlaba la empresa con MVS, y aunque su visión era de largo plazo, su agenda podía no siempre coincidir con minoritarios (por ejemplo, Onex a veces prefería retener ganancias para valor de empresa, etc.). En agosto 2023, al convertir y vender sus MVS, Onex dejó de ser controlador, y ahora Celestica es 100% *one share one vote*. Los

directivos actuales poseen participaciones modestas (el CEO tenía ~300k acciones, ~0.25% del float, y PSUs atadas a TSR), pero están incentivados mediante un plan de compensación fuertemente vinculado a métricas de rendimiento y al precio de la acción. En 2023, por ejemplo, los PSUs de Mionis dependían de lograr ciertos niveles de TSR comparativo en el periodo 2021-2023, que resultaron alcanzados dado el rally de la acción. Esto implica que la directiva comparte el objetivo de elevar valor accionario. Además, la política de recompra de acciones en que la compañía se ha embarcado demuestra una alineación con el interés accionarial, pues es una forma de distribuirles valor. En cuanto a remuneración, no se ha visto controversia: Celestica paga a su CEO unos \$8 M anuales (un nivel razonable dado el tamaño, y con buena parte en stock), y su comité de compensación usa métricas de ROIC y crecimiento, no incentivos perversos de corto plazo. Diría que hay una buena **gobernanza**: por ejemplo, en la transición de IFRS a GAAP no aprovecharon para ocultar nada, re-expresaron todo limpiamente. Han cumplido con auditorías (KPMG, etc.), sin señalamientos. Esto genera confianza en la *integridad* del equipo.

¿Cómo ha reaccionado la directiva en **crisis pasadas**? Dos ejemplos: (i) Durante la pandemia de COVID en 2020, Celestica actuó rápidamente: reconvirtió líneas para producir ventiladores y equipos médicos (ayudando a ganar ingresos de emergencia de gobierno y a mantener plantas operando), aseguró la salud de empleados con protocolos – no hubo brotes grandes. Resistió la caída de demanda en segmentos como aeroespacial con planes de contención de costes sin dañar capacidades a largo plazo. Resultado: mantuvieron la empresa rentable incluso en 2020 (margen neto 1.1%), cuando muchos competidores tuvieron pérdidas. (ii) En 2019, tras un Q1 débil, reorganizaron su segmento CCS, recortando personal en sitios ineficientes y reasignando programas – se tradujo en una mejora de margen en Q2 y restablecimiento de confianza. Estas respuestas demuestran un **liderazgo ágil** ante retos, que no duda en tomar medidas correctivas.

Otra faceta es la **comunicación con el mercado**: Celestica no es la empresa más mediática, pero ha incrementado su presencia: en 2023 participó en más conferencias de inversores, y se notó por la cobertura de medios especializados (por ejemplo, Motley Fool y Nasdaq.com publicaron análisis positivos). Esto sugiere que el management valora atraer inversores, pero lo hace presentando resultados tangibles en lugar de promesas vagas.

Considerando su *track record*, me inspira confianza que el equipo directivo de Celestica **ha dicho lo que iba a hacer y lo ha hecho**, todo mientras navegaba con prudencia riesgos y cuidaba los intereses de la empresa y accionistas. Han ganado credibilidad ante el mercado: hace años, Celestica cotizaba a descuentos grandes como reflejo de dudas sobre su management; hoy, tras varios trimestres de beats y con la reputación de “cumplidores”, ese descuento se ha reducido (aunque todavía creo que no se ha valorado completamente su cambio, de ahí la tesis).

En cuanto a la **reacción ante errores**, Celestica parece aprender: tras la experiencia dolorosa de Cisco, la directiva intensificó la diversificación y la co-creación con clientes para atarlos más; tras la crisis de componentes, adoptó medidas nuevas (p.ej., más visibilidad sobre tier-2 suppliers). Esa capacidad de aprendizaje es valiosa.

Finalmente, un factor de alineación es la **propiedad de insiders**: aunque Onex ya no está, el nuevo top 10 de accionistas son en su mayoría instituciones (Fidelity, Vanguard, etc.). Los ejecutivos no tienen participaciones enormes, pero como se mencionó, su compensación variable los mantiene alineados. Quizá sería deseable que el CEO aumente su tenencia mediante compras directas para señalar confianza – no hay registros recientes de compras de directivos, más bien ventas tras ejercicio de opciones (lo que suele ser por diversificación personal, no necesariamente falta de confianza). Dado que acaban de pasar un periodo de ventana en Q1 y Mionis no vendió tras la subida fuerte, eso sugiere convicción en que la acción vale más.

En conclusión, la **gestión de Celestica** se caracteriza por ser competente, consistente y orientada a valor. Ha ganado credibilidad a pulso, con un historial de desempeño mejor al prometido. La empresa muestra un liderazgo pragmático (tomando decisiones duras cuando toca) pero también visionario (apostando por tendencias correctas como open hardware, etc.). La alineación con accionistas es razonablemente buena, tras la salida del accionista de control que podía tener agendas propias. Actualmente, el management parece enfocado en seguir elevando el valor para todos los accionistas, como lo demuestran las recompras y la mejora continua de métricas de rentabilidad. En mi opinión, la calidad del equipo directivo y su *track record* me dan confianza en la ejecución futura de la estrategia: es improbable que ellos mismos sean la causa de un descarrilamiento de la tesis (por malas decisiones), más bien son un factor a favor. Por supuesto, vigilaré su continuidad en la senda de transparencia y cumplimiento; hasta ahora no hay señales de desviación. Por tanto, en la ecuación riesgo-beneficio, **el riesgo de gestión** en Celestica lo considero bajo, ya que cuentan con un equipo probado y con incentivos alineados para seguir creando valor a largo plazo.

## 17. Oportunidades estructurales y catalizadores

Mirando hacia adelante, Celestica tiene numerosas **palancas de crecimiento y eventos catalizadores** que podrían impulsar su cotización en los próximos 6–18 meses. Estas oportunidades se derivan tanto de tendencias estructurales favorables en sus mercados como de acciones específicas que la empresa emprenderá. Destacaría las siguientes:

- **Continúa la inversión masiva en infraestructura de IA y cloud.** Los grandes proveedores de nube (Amazon, Microsoft, Google, Meta) están destinando miles de millones de dólares a expandir sus capacidades de cómputo y redes para hacer frente a la creciente demanda de servicios de inteligencia artificial, aprendizaje automático y procesamiento de datos. Celestica está directamente posicionada para beneficiarse de esta ola, ya que provee los **switches de red de alta velocidad y plataformas de servidores** que conectan y alimentan los centros de datos de IA. En 2024 ya vimos un salto de +63% en ingresos HPS por este fenómeno, y la tendencia no muestra signos de agotarse: se espera que en 2025-2026 los *hyperscale* sigan aumentando su capacidad (por ejemplo, Meta y Google han anunciado incrementos de capex en IA). Esta oportunidad estructural es **plurianual**; Celestica puede seguir ganando cuota y expandiendo su negocio CCS mientras la demanda de hardware de IA continúe. Es sostenible en el mediano plazo, pues la adopción de IA en industrias apenas inicia (la inversión en datacenters para IA se proyecta crecer >20% CAGR hasta 2027). Para Celestica, esto significa **llenar capacidad existente y justificar nuevas**. Un indicador: su mayor cliente hyper escaló de 21% a 28% de ingresos en 2024, señal de robustez. Esperamos que este cliente y otros mantengan altos volúmenes, impulsando a Celestica a lograr su guía de +20% ingresos en 2025. La ejecución completa de su estrategia en este nicho (HPS) ofrece un *upside* significativo: si Celestica prolonga varios años un crecimiento de doble dígito en este segmento, la acción podría revalorizarse como tecnológica de mayor múltiplo.
- **Recuperación cíclica del mercado Industrial y estabilización de Aeroespacial/Defensa.** El segmento ATS de Celestica experimentó una leve contracción en 2024 (-5%) por la debilidad en Industrial. Sin embargo, la propia empresa anticipa que la demanda industrial se **estabilizará en H1 2025 y se recuperará en H2**, a medida que sus clientes en energías inteligentes, automatización y cargadores de vehículos eléctricos retomen proyectos pospuestos. Esto supone un viento de cola para ATS: tras un año difícil, es probable que en 2025 vuelva al crecimiento. A su vez, Aeroespacial y Defensa mantuvieron un crecimiento decente en 2024 (+3% aprox) y se espera aceleren a low double-digit en 2025 gracias a cartera de nuevos programas y al ciclo militar expansivo. Por ejemplo, Celestica ha ganado contratos en aviones comerciales de nueva generación y en sistemas de defensa donde la demanda sube por conflictos globales. Esta **oportunidad**: que ATS pase de

arrastrar al crecimiento consolidado a contribuir positivamente (quizá sumando +3–5 puntos de crecimiento en 2025).

- **Nuevos contratos y expansión de base de clientes (Crecimiento orgánico de share).** Celestica tiene la capacidad de **capturar nuevos negocios** tanto en CCS como en ATS. En CCS, podría ganar algún programa con un hyperscale que aún no atiende plenamente (por ejemplo, expandirse más con Google o Microsoft, si actualmente está más concentrada en Meta/Amazon). Si uno de estos gigantes lanza un nuevo diseño de servidor o switch, Celestica puede pujar por fabricarlo dado su historial exitoso. En ATS, hay oportunidad de conquistar clientes en mercados cercanos: por ejemplo, con la adquisición de PCI, Celestica tiene mayor presencia en Asia para HealthTech, lo que puede atraer OEM médicos adicionales buscando outsourcing. También podría entrar más en el mercado de vehículos eléctricos o almacenamiento de energía, aplicando su know-how de alta fiabilidad. Celestica ya produce algunos componentes para EV chargers; si obtiene un contrato grande de una automotriz para ensambles electrónicos, sería un catalizador.
- **Optimización de estructura de costes y mejora de márgenes adicional (Oportunidad interna, impacto medio).** Si bien Celestica ya alcanzó márgenes récord, aún hay recorrido para optimizarlos más. Por un lado, completará en 2025 su transición a GAAP con la consiguiente reestructuración de reportes y potencial sinergia en procesos financieros. Por otro lado, la iniciativa de **digital factory** sigue en marcha: implementando más automatización y analítica en fábricas, Celestica espera aumentar productividad y reducir scrap. Por ejemplo, en 2024 aún tenía oportunidades en gestión de inventario (hizo progresos, pero un nuevo sistema de planificación global puede recortar días de inventario extras). Cualquier mejora aquí, expandirá FCF y márgenes. Además, la consolidación de footprint: la empresa cerró en 2023 su antigua planta de Toronto, consolidando capacidad en Norteamérica de forma más eficiente. Quedan algunas instalaciones subutilizadas que podrían vender/arrendar, liberando capital. Este ahorro de costes estructurales (SG&A, overhead) y mejora de eficiencia operativa puede traducirse en ~20-50 pb extra de margen operativo por año.
- **Potenciales movimientos estratégicos/M&A:.** Si bien la empresa ha dicho que se centrará en integrar lo adquirido, no descartemos que busque adquisiciones complementarias. Una posible oportunidad: adquirir alguna firma de diseño de óptica o componentes de red para reforzar HPS (similar a cómo Jabil compró Kwester). Esto podría amplificar su diferenciación. O, en ATS, podría comprar un competidor pequeño en defensa para ganar clientes (por ej, hay empresas privadas de equipamiento militar que Celestica podría absorber). Si se hace bien, sumaría ingresos y capacidades y podría ser visto positivamente. Adicionalmente, la propia Celestica podría convertirse en objetivo de adquisición por un actor mayor o un fondo

private equity, dadas sus excelentes métricas y precio relativamente bajo. Una oferta de compra a prima alta (hipotético \$100 por acción) sería un catalizador obvio al alza para la acción. Si bien no es base de la tesis, no es imposible que un integrador de sistemas o un grande de EMS la encuentre atractiva ahora que no tiene accionista controlador.

- **Retorno incrementado al accionista:** Celestica ya recompra acciones, pero no paga dividendos. A medida que consolide su generación de caja, existe la posibilidad de que introduzca un dividendo inicial o aumente aún más la recompra. La empresa ha indicado que revisará la política periódicamente. Un anuncio de primer dividendo (aunque fuera modesto) podría atraer una base nueva de inversores de ingresos y señalar confianza del management en la estabilidad de flujos. Alternativamente, una recompra acelerada (por ejemplo, utilizar a mitad de año una compra sustancial mediante ASR) reduciría float y podría empujar el EPS al alza.

Junto a estos catalizadores positivos, es esencial fijar **eventos falsables**: ¿qué cosas, de ocurrir, invalidarían la tesis? Enumero algunas: (1) Pérdida abrupta de un cliente principal sin reemplazo (ej., Amazon decide insource masivamente hardware y reduce compras a Celestica un 50%). Si esto sucede, la hipótesis de crecimiento se rompe porque los ingresos caerían. (2) Deterioro de márgenes por competencia de precios (si de pronto Celestica para retener programas debe bajar precios y su op margin regresa a ~4%). Esto señalaría que su ventaja no era sostenible. (3) Algún error grave o escándalo que erosione credibilidad (fraude contable, gran problema de calidad con penalizaciones). (4) Malas decisiones de capital: p.ej., adquieren una empresa grande con endeudamiento excesivo y arriesgan su balance, o emiten muchas acciones para ello – eso contrariaría nuestra premisa de disciplina.

En resumen, Celestica cuenta con **catalizadores claros en su calendario** que pueden materializar los aspectos positivos de la tesis en revalorización de la acción, a la vez que hay hitos que verificarán si la tesis sigue en curso (crecimiento double-digit, márgenes estables, diversificación en ATS). La alineación de eventos pronosticados (crecimiento H2 2025, etc.) con la realidad será crucial. En mi análisis, la probabilidad de que la mayoría se concreten es alta (muchos ya están en pipeline, ej. rampas AI, backlog defense), y su impacto acumulado en la percepción del mercado puede ser considerable, generando un *re-rating* de la acción. Por tanto, considero que Celestica no solo tiene un fundamento cuantitativo atractivo, sino también una **hoja de ruta de catalizadores positiva** en el horizonte próximo, lo que refuerza la convicción de invertir ahora antes de que dichos eventos se reflejen completamente en el precio.

## 18. Ventajas competitivas y posicionamiento estratégico

Celestica ha logrado desarrollar en los últimos años una serie de **ventajas competitivas reales y sostenibles** que la distinguen de la mayoría de sus competidores en el sector EMS. Estas ventajas son el fruto de su enfoque estratégico en segmentos de alto valor, de inversiones en capacidades difíciles de replicar y de una cultura operativa orientada a la excelencia y la flexibilidad. Entre los factores más notables destacaría:

- **Capacidad de fabricar con costes estructuralmente bajos en productos complejos:** Celestica ha optimizado su red de producción situando la mayor parte de su volumen en países de **bajo costo**. Como vimos, ~46% de sus ingresos se manufacturan en Tailandia, un país con mano de obra barata (salarios inferiores a China) y beneficios fiscales para exportación. Adicionalmente, ~11% en Malasia, otro entorno de costos competitivos, y por supuesto en México para atender rápido a EE. UU. Esto le da un coste unitario menor frente a rivales que aún producen mucho en China (sujeto a aranceles del 25% en muchos componentes) o en países de mayor coste. Además, Celestica ha invertido en **automatización** donde tiene sentido (por ejemplo, en Tailandia tiene líneas de ensamblaje automatizadas para placas de red de gran volumen, reduciendo necesidad de mano de obra y errores). Este foco en eficiencia de costos le permite ofrecer precios atractivos sin sacrificar márgenes: su estructura le permite ser rentable con precios en los que competidores de mayor coste no lo serían. Esta ventaja de costes es sostenible mientras mantenga su huella en estas geografías (no se prevén alzas salariales dramáticas allí a corto plazo, y Celestica puede expandir en Vietnam o India si hiciera falta replicar ese modelo).
- **Integración vertical e intangibles de diseño (HPS):** Un diferenciador crucial es la oferta **HPS (Hardware Platform Solutions)**. Celestica no se limita a montar piezas según diseños del cliente; con HPS dispone de plataformas propias de referencia (por ejemplo, chasis de switches de alta densidad, placas base estándar para servidores, etc.) y de propiedad intelectual de firmware/software de gestión complementaria. Esto es un intangible valioso: **conocimiento de diseño e ingeniería** que no es fácil de replicar por un competidor enfocado solo en manufactura. Celestica colabora en organizaciones como Open Compute Project (OCP), que difunden estándares abiertos de hardware; su expertise la ha llevado a desarrollar soluciones OCP líderes que luego los hyperscale adoptan. Esta ventaja se manifiesta en que Celestica puede acercarse a un cliente con una “solución lista para adaptar” en vez de esperar a que el cliente le dé todo el diseño. De este modo reduce el *time-to-market* de los clientes, haciéndola muy atractiva como socio. Pocos EMS tienen esta capacidad: Jabil diseña para clientes pero generalmente a medida; Celestica tiene **plataformas replicables** que agilizan proyectos (ejemplo: su plataforma **ORION** de switches 400GbE para data centers, modulable, con software open source integrable – un competidor sin HPS

tendría que empezar de cero). Esto crea barreras de salida: un cliente que lanza un producto basándose en un diseño HPS de Celestica quedará vinculado, porque cambiar implicaría rediseñar con otro o licenciar el actual (Celestica no cede IP tan fácilmente). En efecto, esta es una **barrera intangible**: la propiedad intelectual de Celestica (patentes, know-how de integración hardware-software) es un activo que la diferencia de EMS puramente orientadas a producción.

- **Relaciones cercanas con clientes clave y reputación de confianza:** Celestica ha invertido en construir **relaciones profundas y de largo plazo** con sus principales clientes. En mercados como A&D, donde la certificación y la confianza son vitales, Celestica cuenta con décadas de historial sirviendo a OEMs grandes (Boeing, Raytheon, etc.), y su nombre es sinónimo de calidad robusta. Sus contratos en defensa a menudo implican integrarse en la cadena de suministro de plataformas militares durante muchos años (por ejemplo, produciendo módulos aviónicos que requerirían recertificar si se cambiara de proveedor, lo cual es costoso y arriesgado para el OEM). Esto se traduce en **costes de cambio muy altos para el cliente**: una vez Celestica está homologada en un programa militar, es improbable que el contratista cambie salvo fuerza mayor. En el lado *cloud*, la co-innovación a través de HPS y la dedicación a cumplir plazos ha granjeado a Celestica la reputación de "empresa que entrega lo prometido" (evidente en los premios de proveedor del año recibidos de ciertos clientes). Además, Celestica implementa un modelo de **operar en sitio del cliente** en algunos casos ("operate-in-place"), es decir, gestiona producción dentro de instalaciones del cliente o adquiere sus inventarios, creando barreras de salida: se vuelve parte intrínseca del proceso del cliente. Sus competidores pueden ofrecer precios, pero no la misma proximidad y conocimiento específico del cliente que Celestica ha cultivado.
- **Especialización certificada en sectores regulados:** Celestica posee certificaciones y cumplimiento en normativas que son difíciles de obtener. Por ejemplo, en defensa debe cumplir con ITAR (International Traffic in Arms Regulations) para manejar tecnología militar estadounidense; en aeroespacial tiene certificación AS9100 de calidad; en dispositivos médicos, ISO 13485. Estas certificaciones no se consiguen de la noche a la mañana y su mantenimiento es riguroso. Muchas empresas EMS no se meten en defensa o salud porque no tienen estos avales o no quieren invertir en su compliance. Celestica en cambio las ha logrado, convirtiéndose en uno de los pocos EMS globales con presencia fuerte en estos nichos. Por tanto, goza de una **ventaja geográfica/regulatoria**: es bien conocida por los gobiernos de EEUU/Canadá y contratistas como un proveedor autorizado. Para un competidor entrar en esos campos tendría que invertir años en certificarse, sin garantía de ganar contratos. Celestica, en cambio, ya está en la "lista corta" de proveedores aprobados para programas gubernamentales y sanitarios. Esta es una barrera de entrada robusta: nuevos



jugadores o foráneos (por ej, un EMS chino) no podrían acceder a fabricar para el Pentágono, Celestica sí.

- **Efectos de red y liderazgo en estándares abiertos:** Mencionamos su rol en la iniciativa OCP. Celestica ha sido coautora de especificaciones de hardware abierto adoptadas por varias empresas. Esto le confiere cierto liderazgo intelectual: otros EMS o integradores utilizan sus diseños de referencia. Hay un **efecto de red** incipiente: cuantos más adoptan las plataformas OCP de Celestica, más atractivas se vuelven (por disponibilidad, comunidad de soporte, etc.), lo cual puede llevar a más clientes uniéndose. Celestica se ha posicionado como un participante central en esta comunidad, por lo que su marca resuena en el nicho de "Open Hardware Solutions". Este intangible de reputación en un estándar crea una ventaja: similar a cómo Red Hat se benefició en Linux por ser líder en soporte, Celestica se beneficia en hardware OCP por su expertise reconocido.
- **Equipo directivo y cultura focalizada:** A menudo subestimado, pero la composición de su directiva y su visión actúan como ventaja competitiva. Celestica está liderada por profesionales con mentalidad de mejora continua y largo plazo (no por improvisadores). Como hemos visto, su track record de management ha sido sólido, y la cultura que han inculcado (énfasis en calidad, entrega y disciplina de costos) es un intangible difícil de copiar por competidores en los que quizás la cultura sea más laxa. Por ejemplo, su *Use of Non-GAAP Measures* es clara, su control interno de finanzas es robusto (certificado por KPMG sin salvedades). Esa fiabilidad organizacional se traduce en menos sorpresas para clientes y por ende preferencia por Celestica. En un sector con muchas compañías (sobretudo menores) que a veces no logran mantener consistencia de calidad, la cultura de Celestica de "hacerlo bien a la primera" y "cumplir compromisos" es una **ventaja intangible pero crucial**.

¿Son sostenibles estas ventajas? En buena medida, sí. La huella de fabricación en países low-cost puede persistir, y Celestica la puede ampliar a otras regiones baratas (Vietnam, India) si hiciera falta. Sus intangibles de HPS y relaciones con clientes no se evaporan de la noche a la mañana; al contrario, cuanto más colabora con clientes en nuevos proyectos, más se refuerzan (efecto bola de nieve: un cliente satisfecho le dará más diseño del siguiente, etc.). Las certificaciones y reputación, si Celestica sigue ejecutando bien, se mantienen en el tiempo. Podríamos preguntar: ¿están en riesgo? Solo si la empresa comete errores graves o hay disrupciones drásticas. Por ejemplo, la ventaja de costes podría mitigarse si, hipotéticamente, la inteligencia artificial generativa reduce drásticamente la necesidad de mano de obra en manufactura en todas partes (lo que nivelaría costos globales). Pero aún así, Celestica tiene la flexibilidad de adoptarla también. O la ventaja de HPS: competidores como Jabil podrían intentar replicar una unidad similar. Jabil ha empezado a adquirir algunas empresas de diseño para volverse más ODM, pero Celestica ya tiene años de experiencia en ello, no es fácil alcanzarla si no tienes la cultura. Por ende, diría que sus ventajas al menos

en mediano plazo (próximos 3-5 años) están seguras, e incluso se **amplían**: por ejemplo, la huella tailandesa de Celestica ha crecido en productividad (inventario -31 días yoy gracias a mejora planif), su base de IP se expande con cada nuevo diseño HPS, y su share en OCP la pone a la cabeza de la innovación de hardware abierto. Todo eso incrementa, no reduce, su fortaleza comparativa.

¿Hay áreas donde sus ventajas podrían diluirse? Uno puede pensar en la concentración de clientes: una ventaja de Celestica es su cercanía con hyper, pero si se confía de más en esos pocos, podría volverse vulnerable (no ante competidor, sino ante cliente mismo que negocie más fuerte). No obstante, hasta ahora la relación ha sido win-win (suben volúmenes, Celestica mejora margen). Celestica debe vigilar no volverse complaciente con el costo: los hyperscale siempre buscarán optimizar precio; Celestica debe seguir innovando y optimizando para mantenerlos. Esa es la labor de cada día, pero dado su dedicación a la mejora, creo que continuará.

Hay evidencia objetiva de su dominancia en nichos: Celestica logró que su **HPS representara 29% de las ventas totales en 2024**, eso es ~\$2.8 B, más que muchos competidores enteros de EMS. En el segmento de switches de red OCP, Celestica es reconocida como uno de los top ODMs a nivel global. En defensa canadiense, es de los pocos integradores locales (importante por offset militares). En integridad de cadena de suministro, su programa de *customer deposits* fue innovador – logró que clientes financien su inventario, algo no común, lo cual habla de su poder de negociación.

En resumen, Celestica dispone de **ventajas competitivas genuinas: costes bajos** gracias a localización óptima y eficiencia interna, **intangibles de diseño e IP** (HPS) que la diferencian y añaden valor, **relaciones fuertes y altas barreras de salida** para sus clientes, **certificaciones y especializaciones** que limitan la entrada de otros en sus mercados, y una **cultura de calidad y entrega** que se traduce en reputación. Estas ventajas están en su mayoría en fortalecimiento progresivo, no en declive. Mientras siga invirtiendo en innovación (lo cual hace, con su pequeño pero efectivo gasto en I+D) y en su gente (evitando fuga de cerebros, etc.), no vemos señales de erosión. Al contrario, los competidores más cercanos (Jabil, Flex) han empezado a imitar aspectos del modelo Celestica –lo que es un reconocimiento– pero les llevará tiempo y aún están atareados con sus carteras diversificadas. Celestica domina un **nicho clave** (hardware hyperscale) con altas barreras y ello le ha dado un escalón arriba. La sostenibilidad de sus ventajas, por tanto, parece alta a mediano plazo, y este es un factor central en la robustez de la tesis: si se considera que la empresa ha alcanzado un “moat” en su nicho, el mercado eventualmente debería valorarla con múltiplos más altos y menor prima de riesgo. Hasta entonces, Celestica puede aprovechar su fortaleza para seguir capturando valor y ampliando esa brecha competitiva, beneficiando a sus accionistas.

## 19. Señales de alerta o deterioro oculto

A pesar del panorama mayormente positivo, es esencial buscar con ojo crítico posibles **señales de advertencia o deterioro encubierto** en Celestica que pudieran pasar desapercibidas tras los excelentes titulares. Aunque en la exploración exhaustiva no emergen banderas rojas evidentes, sí hay algunos indicadores que conviene monitorear de cerca:

- **Aumento de concentración en un solo cliente hyper:** Ya discutimos la dependencia de pocos clientes como riesgo; aquí la señal concreta es que la concentración se incrementó notablemente: el top 1 pasó de 10% en 2021 a 22% en 2023, y 28% en 2024. Esto sugiere que Celestica está cabalgando fuertemente la cuenta de ese hyperscale. Si bien eso impulsó el crecimiento, también es una señal de alerta: ¿qué tan diversificados están sus ingresos realmente? En parte se debe al boom de IA - normal, pero la cuestión es si Celestica está logrando balancear captando otros hyper o si se vuelve "dependiente de la generosidad" de uno. En 2024, no solo el 28% era un cliente, sino que los top 10 representaron 73% ventas (vs 64% en 2023). Esta tendencia de mayor concentración es una señal que vigilamos: si sigue aumentando en 2025 (ej. un cliente llega a 35%, top10 a >75%), podría indicar que Celestica no está sumando suficiente negocio nuevo fuera de su base actual, sino profundizando la misma. Esto por sí solo no es deterioro financiero hoy (de hecho vino con más rentabilidad), pero **incrementa el riesgo** de un futuro impacto grande si algo falla. El management probablemente es consciente y trabaja para diversificar, pero por ahora, la concentración va en la dirección contraria.
- **Inventarios aún altos en términos absolutos y riesgo de obsolescencia:** Celestica logró reducir notablemente sus días de inventario de 104 a 73 días en 2024, pero conviene mirar la foto completa. Al final de 2024, Celestica todavía tenía \$2.15 mil millones en inventarios, que equivalen a ~81 días (calculado vs Q4 cost of sales). Aunque bajó respecto al pico de 2022, sigue siendo una cifra elevada comparada con su pasado pre-pandemia (~60 días). Esto sugiere que, si bien las restricciones de componentes amainaron, la empresa aún retiene *stock* extraordinario, quizá en parte precomprado para asegurar rampas de 2025. El riesgo es doble: (i) **riesgo de obsolescencia** – en tecnología, inventarios prolongados pueden volverse obsoletos rápido si los diseños cambian. Celestica ya sufrió write-downs: en 2022 tuvo \$30.5 M en amortización de inventarios viejos (2/3 en ATS). En 2023, al mejorar supply, bajaron write-downs, pero tener >\$2 B en stock es un factor a vigilar en caso de un giro tecnológico. (ii) **consumo de caja** – ese inventario retiene \$, limitando FCF (aunque recuperó depósitos de clientes). La señal de alerta sería si inventarios dejaran de bajar e incluso subieran sin justificación de demanda incremental. A fines de 2024, Celestica aún reporta tener depósitos de clientes de \$341 M (bajaron vs 2023). Si esos depósitos bajan (clientes retiran apoyo) pero inventarios no, implicaría

Celestica asumiendo más riesgo. Hasta ahora, ya integraron “inventario de ciertas edades que se volvió sin uso”.

- **Leve deterioro en capital circulante y calidad del beneficio 2024 vs 2023:** En 2023 el flujo de caja operativo fue altísimo debido a la liberación de \$961 M de inventario, lo que elevó la calidad de ganancias (CFO > neto). Sin embargo, en 2024, con la normalización, la calidad bajó: el "income quality ratio" (CFO/Net) fue ~1.08, es decente pero inferior al 1.8x de 2023. Es normal, pero hay que ver si se mantiene cerca de 1 o se deteriora (por ejemplo, si CFO < net in 2025 sería signo de reconstrucción de inventarios o acumulación de AR). En Q1 2025, Celestica generó -\$42 M FCF. Cosas así pueden indicar tensiones temporales, pero si se ven repetidas, sería indicio de que el crecimiento está consumiendo caja por mayor capital circulante – a vigilar si se vuelve tendencia.
- **Ventas internas de directivos (sentimiento interno):** Un leve signo de alerta fue ver al consejero Ellis vender acciones antes de su retiro (aunque se entiende por su salida), y algún otro ejecutivo aprovechar la subida de la acción a fines de 2024 para liquidar parte de stock options. Si en el futuro próximo se observara ventas significativas de insiders sin razón aparente (no es plan de opciones, no es retirarse), podría interpretarse como falta de convicción en la continuación del rally. Hasta ahora, las ventas vistas fueron contextuales, pero es algo a monitorear en informes SEDI/SEC.

En general, tras revisar, la empresa no presenta **señales de deterioro estructural** – al contrario, la mayoría de indicadores van en la dirección correcta. Las "alertas" son más bien puntos de atención: la alta concentración, la evolución del capital circulante, y la composición de sus. Importante: la directiva no parece "encubrir problemas" con contabilidad creativa: son transparentes con no-GAAP, revelan cargos de reestructuración, etc. No hay red flags como capitalización dudosa de gastos, etc.

¿Exceso de marketing o promesas? No, Celestica ha sido modesta en marketing, casi lo contrario: su desafío fue volverse más conocida. Así que no hay "humo" extravagante – sus presentaciones anuales son sobrias, sin prometer techo, solo se nota tono optimista cuando cumplen (reconocen "highest margin ever", etc., pero es hecho real).

Resumiendo, las **señales de alerta oculto** son pocas y manejables. La más tangible es la **concentración de clientes y backlog**, que no afectó aún pero es un factor de riesgo latente incrementado, lo monitoreamos porque un cambio en ello sería la primera grieta posible. El resto (inventarios, quality ratio, etc.) son más bien efectos residuales de su entorno 2021-22 que van corrigiéndose, pero que hay que vigilar que no vuelvan a empeorar. Hasta ahora, Celestica muestra un cuadro financiero saludable y transparente. Si en el futuro cercano viésemos, por ejemplo, que su backlog se contrae significativamente o que su CFO empieza

a quedar consistentemente por debajo del neto (lo que implicaría absorber circulante, quizá por demanda bajando), lo tomaríamos como **alerta** de que algo no va tan redondo – y eso sería una señal a reevaluar. Igualmente, un incremento inusual de gastos operativos sin crecimiento (señal de deterioro en eficiencia) sería alarmante.

Por el momento, tras análisis detallado, no emergen problemas ocultos significativos: la tesis cuantitativa se sostiene sin evidencias de manipulaciones o engaños. Continuaré observando la evolución de los indicadores mencionados como parte del plan de seguimiento, para detectar a tiempo cualquier **deterioro incipiente**. Hasta ahora, Celestica ha manejado bien sus retos y no presenta señales rojas de encubrimiento o deterioro estructural.

## 20. Tesis final de inversión

Tras este extenso análisis cuantitativo y cualitativo, estoy convencido de que Celestica se trata de una oportunidad de inversión excepcional por la confluencia de calidad estructural, infravaloración de mercado y catalizadores de crecimiento. La tesis se fundamenta en los siguientes puntos clave:

En primer lugar, Celestica ha demostrado ser una empresa **financieramente sólida y de alta calidad operativa**. Ha transformado su perfil en pocos años, pasando de ser un fabricante subcontratado más a un socio tecnológico integral en nichos de gran valor añadido. Los datos objetivos lo ratifican: exhibe **márgenes operativos crecientes** (7% ajustado, récord histórico), **rentabilidades sobresalientes** (ROIC ~19% muy por encima de su coste de capital, lo que implica clara creación de valor) y **fortaleza financiera** (deuda baja con cobertura de intereses >25x, Altman Z-Score en zona segura). Estos indicadores la sitúan en la élite de su sector; Celestica **genera retornos superiores** a la mayoría de competidores, lo cual nos brinda un colchón de seguridad: incluso en entornos adversos, su negocio aguanta y sigue rentable. Además, la gestión del balance es prudente, sin riesgos latentes de liquidez o deuda: puede afrontar escenarios duros sin comprometer su viabilidad. Esta calidad estructural es el primer pilar de la tesis, y es crucial: invertir en Celestica no es una apuesta especulativa en una empresa problemática a la espera de milagros, sino **tomar participación en una compañía robusta y bien dirigida**, que ya está generando valor y es dueña de sus propios destinos.

En segundo lugar, la acción de Celestica ofrece un **precio de entrada muy atractivo** debido al *drawdown* reciente del ~53%. La fuerte corrección de su cotización a inicios de 2025 (de \$144 a ~\$68) estuvo motivada principalmente por factores exógenos temporales (miedos arancelarios, rotación de mercado) y en absoluto por un deterioro de sus fundamentales – que, de hecho, **mejoraron aún más en ese periodo**. Esta dislocación entre precio y realidad nos presenta una oportunidad clara: **podemos comprar Celestica a múltiplos deprimidos** que no reflejan su nueva fortaleza. Ahora mismo cotiza a ~13x beneficios proyectados 2025, un nivel que históricamente corresponde a empresas de crecimiento bajo o incierto, cuando Celestica exhibe todo lo contrario: un crecimiento acelerado y bastante visible a corto plazo. Incluso los análisis de valoración más conservadores indican un valor intrínseco significativamente superior al precio actual. En otras palabras, **hay un margen de seguridad notable**. Mi estimación base sugiere que la acción vale del orden del doble de su cotización actual (zona \$130-140), lo cual implica un potencial alcista de ~100%. Esta asimetría es francamente atractiva: el mercado nos ofrece Celestica a precio de saldo, penalizada por temores macro que ya se disiparon en gran medida, y nosotros podemos aprovechar esa miopía temporal con una visión a largo plazo. Por supuesto, no debemos esperar una recuperación instantánea a máximos – la acción puede fluctuar – pero dado que los fundamentales continúan robustos y la empresa sigue ejecutando, confío en que el **precio acabará convergiendo hacia el valor**. No veo impedimentos estructurales para que ello

ocurra; de hecho, los últimos movimientos (recompras de la propia empresa a precios superiores al actual, revisiones de analistas al alza) apuntan en esa dirección.

En tercer lugar, Celestica enfrenta los próximos años con **vientos de cola favorables y estimaciones de fuerte crecimiento**, reforzando la tesis de revalorización. Los **catalizadores identificados son numerosos**: la creciente inversión global en infraestructura de IA y *cloud* garantiza demanda pujante para su división de Comunicaciones/Enterprise, donde Celestica se ha posicionado como proveedor clave; se anticipa un **crecimiento de ingresos ~20% en 2025** sostenido por las rampas de nuevos programas con hyperscaleres y una recuperación en su segmento Industrial en la segunda mitad del año. A nivel de beneficio, los analistas esperan un **salto del ~53% en la beneficio neto 2025** gracias al apalancamiento operativo y a la normalización de ciertos costes. Por tanto, la tesis no depende de una asunción heroica de “reversión a la media” sin evidencia, sino que se **apoya en hechos tangibles y proyectados**: Celestica ya tiene en cartera pedidos y perspectivas que apuntan a un crecimiento real elevado, y lo más importante, **rentable** (de hecho, se espera que su margen neto suba a ~7% en 2025). A corto-medio plazo (6–18 meses), confío en que varios hitos confirmarán el rumbo: por ejemplo, la entrega de resultados trimestrales mejores de lo previsto y posibles incrementos de guías, la recuperación de su negocio ATS con nuevos contratos, o la consolidación de su reputación como actor esencial en la era de la computación de IA (lo cual podría atraer mayor atención del mercado y una reevaluación alcista de sus múltiplos). La compañía tiene una serie de **palancas de creación de valor** – más eficiencia interna, recompras de acciones continuas, eventuales mejoras en rating o incluso pago de dividendos – que ofrecen seguridad adicional de que el inversor será recompensado.

Habiendo articulado los puntos fuertes, es igualmente fundamental reconocer y aceptar los principales **riesgos**: la dependencia de pocos clientes grandes, la naturaleza cíclica de la inversión tecnológica, y el panorama geopolítico incierto. Soy consciente de que un revés importante en alguno de estos frentes (por ejemplo, una reducción drástica e inesperada del gasto de un hyperscale en particular, o una recesión global profunda) podría retrasar o menguar la tesis. No obstante, valoro que Celestica cuenta con mitigantes y reservas para resistir esos embates: su diversificación parcial en sectores defensivos le da resiliencia si un ciclo flaquea, sus relaciones estrechas con los hyper hacen improbable que pierda contratos sin razón, y su balance sólido le permitiría aguantar un bache sin daño permanente. He delimitado claramente señales de seguimiento (como la evolución de la concentración de ingresos, los indicadores de flujo de caja y backlog) para detectar a tiempo si la tesis se descarrilara. De momento, ninguno de esos factores parpadea en rojo; al contrario, la tendencia va en la dirección correcta, pero los monitorearé de cerca, preparado para reaccionar si alguno se agrava.

En base a todo ello, **he iniciado una posición en Celestica** a precios en torno a \$69 (USD) por acción. La hipótesis central es que el mercado terminará reconociendo la metamorfosis de Celestica en una empresa más rentable y de nicho, corrigiendo la infravaloración actual.

Mi expectativa razonable a 12–24 meses es una revalorización sustancial: estimo un **precio objetivo conservador en torno a \$100** por acción, asumiendo que cotice a ~15x EPS 2025 (que estimo cerca de \$6.5 ajustado) – múltiplo que aún estaría por debajo de su potencial si sigue creciendo con vigor. Ese nivel representaría aproximadamente un +45% sobre el precio actual. En un escenario optimista, donde el mercado le otorgue un múltiplo acorde a su crecimiento (digamos 18x) y Celestica supere previsiones, no descartaría valores en la zona de \$120–\$140 (lo que coincidiría con sus máximos históricos ajustados por split). Frente a este **upside significativo**, el **downside** me parece acotado: incluso valorándola muy prudentemente (por ejemplo, 10x ganancias deprimidas de \$4–\$5, reflejando un revés serio) obtendríamos \$40–\$50 como piso teórico – una caída del 25–30% desde aquí, riesgo que considero asumible dada mi convicción en los fundamentales y la asimetría a favor.

En conclusión, Celestica encarna todo lo que busco en una inversión de valor con sesgo de crecimiento: **fundamentos fuertes, mejora tangible de métricas, cotización deprimida por factores transitorios y un horizonte de crecimiento creíble**. La empresa combina lo mejor de ambos mundos: la seguridad y resiliencia de un balance robusto y flujo de caja, con la emoción de estar bien posicionada en uno de los ámbitos más dinámicos del momento (la infraestructura para IA). Confío en que, con paciencia, esta convicción será recompensada. Mi estrategia será acompañar la historia de Celestica a largo plazo, vigilando los indicadores claves mencionados, y actuar con disciplina ante cualquier cambio material. Pero a día de hoy, tras contrastar la señal cuantitativa con la narrativa cualitativa, la coherencia es sólida: todas las piezas encajan en una tesis de inversión convincente. Por ello, **reitero mi visión positiva**: Celestica representa una oportunidad de invertir en una compañía transformada y de alta calidad, con un significativo margen de seguridad en la valoración actual y múltiples catalizadores para una apreciación sustancial en los próximos años.