

Tesis de Inversión

Sterling Infrastructure (STRL)



Julio Muñoz Trullenque

25/02/2025

Índice

.....	0
1. Introducción a la tesis	2
2. Evolución estratégica y transformación reciente	5
3. Análisis del modelo de negocio y segmentación	8
4. Desempeño financiero y operatividad	14
5. Fortaleza financiera y calidad del balance.....	19
6. Rentabilidad sobre el capital y eficiencia estructural	22
7. Crecimiento histórico y su calidad	25
8. Cumplimiento de <i>guidance</i> y credibilidad.....	29
9. Visibilidad futura – <i>Estimates</i> y previsiones	32
10. Retorno al accionista.....	37
11. Valoración y potencial de revalorización	41
12. Comparativa con el sector y competidores	46
13. Asignación de capital y decisiones estratégicas	51
14. Precio actual, <i>drawdown</i> y contexto de mercado	55
15. Riesgos principales y gestión histórica del riesgo	60
16. <i>Track record</i> , gestión y alineación	66
17. Oportunidades estructurales y catalizadores.....	69
18. Ventajas competitivas y posicionamiento estratégico	73
19. Señales de alerta o deterioro oculto.....	77
20. Tesis final de inversión	80

1. Introducción a la tesis

Sterling Infrastructure, Inc. (NASDAQ: STRL) es una empresa estadounidense de construcción e ingeniería civil especializada en servicios de infraestructura diversificados. A través de sus tres segmentos – *E-Infrastructure Solutions*, *Transportation Solutions* y *Building Solutions* – Sterling genera ingresos mediante proyectos de obra civil y desarrollo de sitios para clientes tanto públicos como privados. En concreto, su segmento de E-Infrastructure realiza obras de movimiento de tierras y preparación de terrenos a gran escala para **centros de datos**, centros logísticos de e-commerce, plantas de manufactura y otras instalaciones industriales avanzadas. El segmento de Transportation abarca la construcción y rehabilitación de **infraestructuras de transporte** (carreteras, puentes, autopistas, aeropuertos, vías férreas y obras hidráulicas de drenaje) típicamente financiadas por gobiernos estatales o federales. Por su parte, Building Solutions se enfoca en la edificación de **cimentaciones de cemento** para viviendas unifamiliares y multifamiliares, estructuras de estacionamiento y losas elevadas, además de servicios añadidos recientemente como instalaciones de fontanería residencial. Esta combinación de actividades posiciona a Sterling como un proveedor integral de soluciones de infraestructura, con presencia geográfica concentrada en las regiones de mayor crecimiento económico de EE. UU. (el Sur y Suroeste –Texas, Georgia, Arizona–, el Noreste/Mid-Atlantic y ciertos estados de Montaña, así como Hawái).

Sterling ha evolucionado desde ser un contratista vial tradicional (*heavy civil*) a un modelo más diversificado y menos dependiente de ciclos públicos. Históricamente, la construcción pesada es un sector *cíclico* y de bajos márgenes, atado a los ciclos presupuestarios gubernamentales y a la volatilidad en costos de materiales. Sin embargo, la dirección estratégica emprendida en 2016 buscó reducir esa ciclicidad moviendo el portafolio hacia proyectos de iniciativa privada con mayores márgenes y visibilidad. En la actualidad, aproximadamente la mitad de los ingresos proviene de segmentos vinculados a tendencias seculares de inversión corporativa (centros de datos, manufactura nacional, ecommerce) más que al gasto público puro. Esto ha conferido a Sterling un perfil más *defensivo* y resistente dentro del sector: por ejemplo, durante la desaceleración industrial provocada por la pandemia en 2020, sus obras fueron consideradas infraestructura esencial y apenas sufrieron interrupciones significativas. Aun así, persiste cierta sensibilidad a los ciclos macro: una recesión profunda podría posponer proyectos privados, y parte de su negocio de vivienda depende de la dinámica de tasas de interés e inicio de nuevas construcciones residenciales. En conjunto, la compañía podría describirse como **cíclica de nueva generación**: sujeta a vaivenes económicos, pero menos que un constructor tradicional, gracias a nichos de crecimiento estructural y una disciplina de selección de proyectos de “bajo riesgo y alto margen”.

La empresa atraviesa un momento estratégico y de mercado particularmente interesante. Estratégicamente, ha culminado en 2023 su transformación multi-anual con resultados sobresalientes –márgenes históricos máximos, expansión nacional vía adquisiciones clave y un balance saneado–, lo que la coloca en una posición de liderazgo en nichos atractivos (p.ej. desarrollo de sitios para *data centers* y fábricas re-shoring). Operativamente, cuenta con una cartera de proyectos contratada (backlog) cercana a máximos, que le proporciona visibilidad para seguir creciendo. Al mismo tiempo, *el mercado ha castigado la acción recientemente*: tras multiplicarse por más de 4 veces entre 2020 y 2024 (alcanzando una capitalización superior a \$5.000M), el valor sufrió una corrección de ~50% desde su pico, debido a una combinación de toma de beneficios y ciertas preocupaciones temporales (reducción del backlog consolidado por ajustes contables, moderación de crecimiento a corto plazo) que analizaremos en detalle. Esta caída ha dejado la cotización en niveles de valoración muy por debajo de sus promedios históricos y de sus pares en varios parámetros –por ejemplo, EV/EBITDA ~9× vs ~8.7× del sector y un **EV/FCF ~4×** que representa una fracción del múltiplo medio de ~12× de sus comparables– pese a que la calidad del negocio y las perspectivas de fondo permanecen sólidas. La premisa es que estamos ante una *desconexión entre fundamentales y cotización*: el mercado podría estar infravalorando a Sterling por factores transitorios, ofreciendo una ventana de entrada atractiva para el inversor de largo plazo.

Dado lo anterior, es razonable aspirar a una revalorización significativa si la compañía continúa ejecutando bien. Un retorno al precio máximo previo implicaría casi duplicar la cotización (+95% de upside). Más conservadoramente, incluso una normalización parcial de múltiplos (p.ej. PER pasando de ~13× a ~15–16×, alineándose con el sector) junto con el crecimiento de ganancias pronosticado (doble dígito anual) podría generar apreciaciones del orden del +50% en 1–2 años. Los riesgos, por supuesto, existen: en particular, una desaceleración mayor en la contratación de nuevos proyectos (book-to-bill <1) erosionaría la tesis de crecimiento, y una mala asignación de capital en adquisiciones futuras podría afectar la rentabilidad. Sin embargo, la *fortaleza financiera* de Sterling (deuda neta negativa a cierre de 2024, amplia generación de caja, métricas Altman Z > 6 indicando solvencia muy holgada) le brinda resiliencia para capear eventuales shocks. En suma, el binomio de *alto potencial vs. riesgos moderados* justifica un análisis profundo.

En conjunto, Sterling Infrastructure representa una oportunidad de inversión atractiva porque combina: (i) *Calidad estructural sobresaliente* en sus pilares financieros (balance sólido, rentabilidad elevada y creciente, ventaja competitiva en márgenes), (ii) una *valoración descontada* tras un drawdown pronunciado –originado por factores explicables más que por un deterioro intrínseco–, y (iii) *perspectivas de crecimiento favorables* a 1–3 años apoyadas en tendencias seculares (boom de data centers, reindustrialización vía IJJA/CHIPS Act, déficit de vivienda) y en la continuidad de su estrategia. En las secciones siguientes contrastaremos rigurosamente esta hipótesis, asegurando que la narrativa

cualitativa (estrategia, ejecución, mercado) que respalde el análisis cuantitativo. Si en el seguimiento futuro surgieran evidencias de debilidad estructural no identificadas o riesgos que alteren de forma sustancial el perfil riesgo–retorno, se procedería a revisar los supuestos y ajustar la valoración. En ausencia de dichos cambios, la tesis se mantiene respaldada por los fundamentos actuales y las perspectivas de crecimiento identificadas.

2. Evolución estratégica y transformación reciente

La trayectoria de Sterling en la última década se caracteriza por una **transformación estratégica profunda** que la ha llevado de ser un contratista de obra civil tradicional, centrado en proyectos de carreteras de baja rentabilidad, a convertirse en un proveedor diversificado de soluciones de infraestructura con márgenes líderes. Este cambio se inicia alrededor de **2016**, cuando el nuevo equipo gestor –liderado por el CEO Joe Cutillo (en el cargo desde 2017)– implementa un plan de turnaround enfocado en tres ejes: “solidificar el negocio base, crecer en servicios de alto margen y expandirse a mercados adyacentes”. En la práctica, esto significó que Sterling *redujo su dependencia de contratos tradicionales de construcción pesada* (frecuentemente adjudicados al menor postor, con márgenes bajos e imprevisibles) y *orientó sus recursos hacia segmentos más nicho y lucrativos*.

Varios **hitos estratégicos** marcan este proceso de transformación:

- **Reenfoque orgánico y cambio de cultura (2016–2018):** En una primera etapa, la directiva saneó la cartera de proyectos, priorizando la ejecución disciplinada y renunciando a obras heredadas de riesgo elevado. Se instauró una cultura de “*bid selectivo*”, prefiriendo calidad sobre volumen: la empresa dejó de pujar agresivamente en concursos de obra pública con márgenes magros, y en su lugar buscó contratos de mayor valor añadido (diseño-construcción, colaborativos). Paralelamente, se introdujeron mejoras operativas internas –p.ej. mejor gestión de costes y subcontratistas, y un énfasis en seguridad y eficiencia– que ya para 2018 empezaron a reflejarse en una recuperación de márgenes (el margen operativo consolidado pasó de terreno negativo en 2016 a ~4% en 2018).
- **Adquisición de Tealstone (2017):** Un movimiento clave fue la compra de *Tealstone* en 2017, una empresa de cimentaciones de cemento residencial/comercial en Texas. Esta operación otorgó a Sterling una entrada inmediata en el negocio de **Building Solutions** (residencial), diversificando ingresos fuera del sector público y aportando un negocio de naturaleza más recurrente (viviendas unifamiliares en desarrollo continuo) y con mejores retornos. Tealstone contribuyó a elevar los ingresos ~20% en 2017 y 2018, y estableció la base de lo que hoy es el segmento de edificación dentro de Sterling.
- **Crecimiento inorgánico transformador – adquisición de Plateau (2019):** En octubre de 2019 Sterling ejecuta la compra más grande de su historia al adquirir *Plateau Excavation* por ~\$427 millones. Plateau, con operaciones en el sureste de EE. UU., estaba especializada en **movimiento de tierras y obras de preparación de sitios** para desarrollos industriales (almacenes, centros logísticos, etc.). Esta adquisición duplicó aproximadamente el tamaño de la compañía y forjó el núcleo del actual segmento de **E-Infrastructure Solutions**. Gracias a Plateau, Sterling

pudo ofrecer a clientes como Amazon, Facebook o Home Depot servicios integrales para construir rápidamente centros de datos y mega-almacenes, un mercado en auge durante los años de expansión del e-commerce. La integración de Plateau fue exitosa: en 2020, a pesar de la pandemia, Specialty/E-Infrastructure aumentó ventas en ~\$296 millones (incluyendo Plateau completo) y elevó los márgenes de backlog por la mezcla de proyectos de mayor valor. Esta jugada estratégica posicionó a Sterling en la ola de inversión logística y digital, alejándola aún más de la obra pública tradicional.

- **Rebranding y realineación de segmentos (2021–2022):** Con la nueva realidad de negocios, Sterling cambió oficialmente su nombre corporativo de “Sterling Construction Company” a “**Sterling Infrastructure, Inc.**” en 2022, reflejando que ya no era sólo una constructora de caminos, sino un proveedor amplio de infraestructura moderna. Asimismo, reestructuró sus informes segmentales: lo que antes se denominaba *Heavy Civil*, *Specialty Services* y *Residential* pasó a ser *Transportation Solutions*, *E-Infrastructure Solutions* y *Building Solutions*, respectivamente. Detrás de este cambio de nombre hubo una transformación real: para 2021, por primera vez Sterling obtuvo más de la mitad de su EBIT de líneas distintas a construcción vial tradicional, y su backlog se desplazó hacia contratos de diseño-construcción y privados (el margen medio del backlog subió a ~12.2% en 2021 vs 11% en 2019). La compañía había logrado “salir del carril lento” y reposicionarse en segmentos premium.
- **Adquisiciones recientes (2022–2023):** Continuando su expansión geográfica y de capacidades, Sterling realizó dos adquisiciones en 2022: **Petillo Inc.**, un importante contratista de *site development* en la costa Este (Nueva Jersey/Noreste), y **Concrete Construction Services of Arizona (CCS)**, especializada en cimentaciones residenciales en Phoenix. Petillo extendió el alcance de E-Infrastructure hacia el densamente poblado corredor del Noreste, permitiendo servir a clientes hiperescaladores en esa región (centros de datos, almacenes) que antes no cubrían. CCS, por su parte, complementó el negocio de Building Solutions en el pujante mercado de Arizona. Ya a finales de 2023, adquirieron *Professional Plumbers Group (PPG)*, incursionando en instalaciones sanitarias para viviendas nuevas – una jugada de *cross-selling* para ofrecer paquetes completos en desarrollos residenciales. Estas adquisiciones, relativamente pequeñas comparadas con Plateau, muestran la continuidad de la estrategia: reforzar segmentos de alto margen y crecer en regiones de alta demanda (**Crecimiento inorgánico disciplinado**). Importante: todas se financiaron con la fuerte generación de caja, sin incurrir en deuda neta adicional significativa, lo cual habla de prudencia financiera.
- **Desinversiones estratégicas:** Paralelamente, Sterling se desprendió de negocios no alineados con su visión de valor. Un ejemplo fue la venta en 2022 de su

participación del 50% en *Myers & Sons Construction*, una operación de obra pública en California, por \$18 millones. Myers era un remanente de la antigua estrategia (proyectos viales con márgenes bajos en un mercado hipercompetitivo); su venta liberó capital y gestión para enfocarlos en oportunidades más rentables. Igualmente, a finales de 2024 reestructuró su joint venture *Road and Highway Builders (RHB)* –dedicada a construcción de carreteras en Nevada y otras áreas– de modo que dejó de consolidarla (deconsolidación), sentando bases para eventualmente monetizarla o reducir exposición a ese nicho. Estas decisiones evidencian un **fuerte grado de disciplina estratégica**: la empresa no ha dudado en podar ramas que no encajen en su visión de alto rendimiento, mostrando agilidad para reconfigurarse.

En conjunto, Sterling ha demostrado una notable **capacidad de adaptación** y ejecución de su plan estratégico. En apenas siete años (2016–2023) pasó de ser una compañía con márgenes bajos, enfoque regional (Texas) y balance tensionado, a una empresa multipolar, nacional, con márgenes comparables a los de firmas tecnológicas de infraestructura. La alta dirección ha probado ser competente y coherente: comunicó un plan en 2016 y ha entregado resultados por encima de lo prometido. Por ejemplo, en 2023 lograron un crecimiento de EPS de +41% –tercer año consecutivo >+40%– superando sus guías iniciales, y expandieron los márgenes brutos +160 pb respecto al año anterior. Esta trayectoria mejora la credibilidad de la gerencia (ver sección16) y sienta un precedente positivo: Sterling *suele hacer lo que dice*. La transformación reciente ha dejado a la compañía más ágil, diversificada y enfocada en rentabilidad que nunca; ello constituye la base fundamental para la tesis de inversión actual.

3. Análisis del modelo de negocio y segmentación

Modelo de negocio: Sterling obtiene sus ingresos principalmente a través de contratos de construcción y servicios asociados a infraestructura. Esencialmente, la compañía *diseña, construye y entrega proyectos* en sus tres áreas operativas, generalmente bajo contratos a precio fijo o precio máximo garantizado, con clientes que van desde agencias gubernamentales de transporte hasta corporaciones tecnológicas o promotores inmobiliarios. Lo que distingue el modelo de Sterling es **qué tipo de proyectos prioriza y cómo captura valor en ellos**. A diferencia de muchos contratistas generales, Sterling se ha especializado en proyectos donde aporta *know-how* especializado y puede cobrar por ello un margen superior. Por ejemplo, en E-Infrastructure se encarga de movimientos de tierra masivos, estabilización de suelos, instalación de servicios subterráneos (drenajes, bases) y trabajos de cimentación complejos para campus de datos o centros industriales. Son obras de gran escala donde la barrera principal es la capacidad técnica y de gestión para cumplir plazos agresivos –un terreno fértil para obtener primas si se logra eficiencia. En Transportation Solutions, Sterling se ha volcado a proyectos de infraestructura con componente de diseño o soluciones innovadoras (como puentes modulares, reconstrucciones rápidas de pistas aeroportuarias, etc.), alejándose de las licitaciones convencionales de “bajo margen”. En Building Solutions, el foco está en estructuras de concreto para vivienda –un nicho fragmentado donde Sterling, a través de Tealstone y CCS, ha ganado reputación de calidad y puede manejar grandes volúmenes para *homebuilders* líderes (p.ej. Lennar, D.R. Horton) en plazas de alto crecimiento como Dallas o Phoenix.

Un elemento clave del modelo es el **grado de recurrencia en ingresos**. Si bien la construcción es típicamente un negocio de proyectos no recurrentes, Sterling ha logrado cierto carácter recurrente en dos sentidos: (1) **Clientes repetitivos** – en E-Infrastructure, compañías como Amazon confían proyectos de data centers en serie, implicando un flujo continuo de contratos dentro de planes multianuales de expansión. Tener relaciones establecidas con esos clientes (y estar aprobados como contratistas preferentes) genera ventas repetitivas. (2) **Posición instalada y contratos plurianuales** – en Transportation, muchos proyectos duran 2–3 años, y la empresa mantiene un *backlog* estable que se va ejecutando gradualmente; además, a veces una obra inicial deriva en fases adicionales adjudicadas (p.ej. ampliaciones viales por etapas). En residencial, la base de clientes son grandes constructores que construyen cientos de casas al año y requieren cimentaciones y fontanería

continuamente, lo que se asemeja a un contrato de servicio a demanda continuo. Todo ello no equivale a un modelo de suscripción ni mucho menos, pero se traduce en *visibilidad* decente: ~64% de los ingresos proyectados de 2021 ya estaban cubiertos por backlog a inicio de ese año, y porcentajes similares se han mantenido. Así, Sterling combina la

ejecución por proyectos con cierta **recurrencia contractual** apoyada en relaciones a largo plazo.

Segmentos operativos: Actualmente la compañía reporta tres segmentos principales:

- **E-Infrastructure Solutions (44% de ingresos 2024):** Este es el mayor segmento por ventas y el más rentable. Incluye todos los proyectos de *site development* para infraestructura de la economía digital: preparación integral de terrenos para **data centers, centros logísticos, plantas manufactureras, parques de energía, etc.** Los servicios típicos son: estudio y nivelación del terreno, excavaciones masivas, instalación de sistemas de drenaje pluvial y sanitario, cimentaciones especiales, muros de contención, y frecuentemente la construcción de losas y estructuras base de los edificios. Tras la adquisición de Plateau (2019) y Petillo (2022), Sterling se ha posicionado como uno de los líderes nacionales en este nicho, capaz de ejecutar proyectos gigantescos con cronogramas acelerados. La **ventaja competitiva** aquí radica en la *escala y expertise*: pocos competidores pueden movilizar equipos y personal a la escala que exige construir, por ejemplo, un campus de 90 hectáreas para un centro de datos en 12 meses. Sterling sí, y ello le permite ganar contratos con clientes grandes. El crecimiento ha sido explosivo: los ingresos de este segmento pasaron de ~\$200M en 2018 a ~\$924M en 2024, impulsados por la ola de inversión en centros de datos/e-commerce. Además, es el segmento de mayor margen: en 2024 generó \$203,4M de resultado operativo (22.0% de margen sobre ventas), contribuyendo ~77% del EBIT consolidado. Esta rentabilidad excepcional se debe a la combinación de alta eficiencia (Sterling ha afinado la productividad en estos proyectos) y al poder de fijación de precios que otorga la alta demanda de este tipo de obra. Cabe destacar que el backlog de E-Infrastructure *a cierre de 2023* aumentó +35% yoy, indicando robusta demanda sostenida, y según la empresa creció otro ~27% durante 2024, reflejando grandes adjudicaciones de centros de datos en el sureste de EE.UU. Por tanto, este segmento es la joya de la corona: alto crecimiento, alto margen y alineado con tendencias estructurales (almacenamiento de datos, *reshoring* industrial).
- **Transportation Solutions (37% de ingresos 2024):** Corresponde a la tradicional unidad de construcción de **infraestructura de transporte pública**, incluyendo carreteras, puentes, aeropuertos y obras civiles de transporte en general. Históricamente era el core de Sterling (bajo el antiguo nombre Heavy Civil) y solía tener márgenes reducidos. Pero en los últimos años este segmento se ha reconfigurado: Sterling ha salido de mercados no rentables (vendió Myers & Sons, se asoció en joint ventures para repartir riesgos) y se ha concentrado en regiones donde tiene ventaja competitiva (Texas, Rocky Mountains, California vía subcontratos). También ha migrado de proyectos *low-bid* (licitaciones al menor precio) hacia contratos de **diseño-construcción y colaborativos** donde puede

ofrecer valor añadido y asegurar margen. Como resultado, Transportation Solutions ha visto *mejoras significativas*: en 2023 su ingreso creció +23% y el margen operativo del segmento se expandió +130 pb, gracias a abundantes adjudicaciones estatales y federales con mejores condiciones. En 2024, las ventas de transporte subieron otro +24%, representando 37% de las ventas totales, con ~6.5% de margen operativo. Aunque es menor que en otros segmentos, un ~6–7% de margen operativo es notablemente *superior al ~3–4% típico* de constructores viales puros (por ejemplo, Granite Construction tuvo ~4.8% op. margin en 2023). Esto sugiere que la nueva estrategia de selección de proyectos está funcionando. Además, el *backlog* de Transportation ha crecido vigorosamente: +66% en 2023, alcanzando niveles récord impulsado por proyectos de carreteras en Rocky Mountains e inicios de licitaciones del **Infrastructure Investment and Jobs Act (IIJA)**. De hecho, Sterling indica que su backlog de transporte a fines de 2024 cubre “más de dos años de trabajo” por delante, dando una visibilidad inusual en este sector. En resumen, Transportation Solutions se ha convertido en un negocio más rentable y estable que en el pasado, apalancado por la coyuntura favorable de inversión pública en infraestructuras y por la disciplina interna de no tomar proyectos onerosos.

- **Building Solutions (19% de ingresos 2024):** Este segmento abarca la construcción de **cimentaciones y estructuras de cemento para edificios**, principalmente vivienda residencial (unifamiliar y multifamiliar) y algunas estructuras comerciales (p.ej. estacionamientos, losas elevadas). Tras las adquisiciones de Tealstone (2017), CCS (2022) y la expansión orgánica a Houston, Dallas y Phoenix, Sterling se ha consolidado como un actor destacado en servicios de *concrete foundation* en el Sunbelt. Sus clientes típicos son promotores y *homebuilders* que externalizan la obra de cimentación de cientos de casas en desarrollos, confiando en Sterling por su capacidad de entregar a escala con calidad uniforme. También incluye la recién añadida rama de fontanería residencial (vía PPG, adquirida 2023), que complementa la oferta al mismo cliente de vivienda. Building Solutions es un negocio con un componente repetitivo alto: la construcción de casas en mercados de alto crecimiento demográfico produce una demanda sostenida de cimentaciones año tras año. Por ejemplo, Dallas-Ft. Worth, Houston y Phoenix –mercados clave de Sterling– tienen déficit estructural de vivienda, lo que mantuvo fuerte la actividad a pesar de subidas de tasas en 2022–2023. En 2023, este segmento creció +26% en beneficio operativo, con un boom de +41% en ingresos (29% orgánico + aportación de CCS). El margen operativo en 2024 fue ~12.0%, mejorando respecto al ~11.4% de 2023, señal de que están logrando eficiencia incluso en un entorno desafiante (costos de materiales al alza, cierta ralentización en multifamiliar). La concentración geográfica es un riesgo –depende mucho de Texas y Arizona– pero esas economías siguen atrayendo población y empleo, alimentando la construcción. Un punto a monitorear es la **dependencia de pocos clientes grandes**: los principales

constructores de vivienda de EE. UU. podrían suponer una porción importante de esta unidad (no divulgada, pero posiblemente el top 3 represente >30%). Hasta ahora no ha habido problemas –al contrario, Sterling ha podido ganar cuota y entrar a nuevos submercados (ej. ampliando en Houston). Las barreras de entrada en cimentaciones no son tecnológicas (muchos pequeños contratistas compiten), pero Sterling ha logrado *escala* y reputación de cumplimiento que le permiten mantenerse en el “pool” de proveedores preferidos de los grandes constructores. Con la adición de fontanería, aumenta su *stickiness* al cliente (puede ofrecer paquete completo cimientos+ fontanería). Así, Building Solutions aporta diversificación y flujo de caja fuerte (es intensivo en mano de obra local más que en capital), con retornos decentes y espacio para crecimiento orgánico vía expansión geográfica y *cross-selling*.

Riesgo de concentración y dependencia: Analizando la diversificación dentro del negocio, Sterling presenta un perfil bastante equilibrado tras la transformación. Ningún segmento supone más de ~50% de ingresos, y sirven a **distintos mercados finales**: data centers/industria (E-Infrastructure), obra pública (Transportation) y vivienda privada (Building). Esto reduce la exposición a la crisis de cualquier sector específico. No obstante, existen algunas concentraciones a señalar:

- *Concentración de clientes:* En E-Infrastructure, una proporción relevante del volumen proviene de proyectos para un puñado de mega-clientes tecnológicos (p.ej. Meta, Amazon, Google) que están construyendo infraestructuras de datos y distribución. La pérdida o demora de inversiones de uno de esos gigantes podría impactar nuevos pedidos. Dicho esto, la tendencia general de demanda de centros de datos es multi-empresa y continua, mitigando dependencia de uno solo. En Transportation, los “clientes” son departamentos de transporte estatales –Texas, Utah, Hawaii, etc.–; aquí la concentración es geográfica pero no de una entidad única (y el riesgo es más macro-presupuestario que de perder a un cliente). En Building, como mencionado, los grandes *homebuilders* nacionales son clientes repetitivos importantes; una fusión o quiebra de uno podría afectar, pero el mercado de vivienda tiende a redistribuir demanda entre competidores.
- *Concentración de proyectos individuales:* Por la naturaleza del negocio, Sterling puede tener proyectos muy grandes que representen una fracción significativa de su backlog en un momento dado. Por ejemplo, una fase de un centro de datos de \$300M sería ~15% del backlog anual. Un retraso o problema en esa obra podría afectar resultados. La empresa generalmente opera decenas de proyectos a la vez para diversificar, pero los más grandes siempre conllevan peso desproporcionado. Mitigante: suelen hacer *joint ventures* en los proyectos públicos de mayor tamaño (repartiendo riesgo).

- *Dependencia de regiones:* A pesar de su expansión, Sterling obtiene la mayoría de ingresos en el **sur de EE. UU.** (Texas, sureste) y algo en costa oeste (California/Hawaii) y nordeste (Petillo). Eventos económicos o regulatorios adversos en Texas (su mayor mercado histórico) podrían afectar. No obstante, Texas y el sureste han sido motores de crecimiento y cuentan con robustas finanzas públicas, por lo que el riesgo regional se considera moderado y parcialmente diversificado.

Ventajas competitivas y barreras de entrada: Sterling goza de varias ventajas sostenibles fruto de su estrategia:

- *Escala y capacidades integradas:* En E-Infrastructure, la capacidad de movilizar cientos de piezas de equipo pesado y gestionar proyectos de 100+ millones de dólares de forma eficiente es una barrera significativa. Muchos contratistas locales pueden hacer movimientos de tierra, pero pocos tienen la **escala nacional** y la plantilla experimentada para acometer múltiples megasitios a la vez. Sterling, tiene presencia en las dos costas y el sur, y un personal directivo con amplia experiencia en estas obras – lo que la hace un *partner* preferido para clientes que replican proyectos en distintos estados. Por ejemplo, Amazon ha continuado encargando centros logísticos a Sterling en diferentes ubicaciones, confiando en su historial de cumplimiento. Esta red de equipos y know-how es difícil de replicar rápidamente para un nuevo entrante.
- *Altos costos de cambio para el cliente:* Especialmente en Building Solutions, una vez que un *homebuilder* integra a Sterling en su cadena (suministrando cimientos para docenas de desarrollos), cambiar de contratista puede suponer retrasos y riesgos de calidad. Con la introducción de la división de fontanería, Sterling aumenta el *switching cost*: ofrece un paquete de obra gris completo, lo que simplifica la coordinación para el cliente. Esto crea cierta fidelización; de hecho, la empresa ha mantenido sus principales contratos residenciales incluso en momentos de tensión de costos, señal de que los clientes valoran su fiabilidad.
- *Expertise técnico y credenciales de seguridad:* En licitaciones de transporte, el historial de proyectos exitosos y un excelente récord de seguridad (Sterling reporta que su índice de incidentes es ~10 veces mejor que el promedio de la industria) actúan como ventajas reputacionales. Algunas agencias y clientes privados priorizan contratistas con buen desempeño en seguridad y entregas previas, lo que beneficia a Sterling en adjudicaciones negociadas o invitadas.
- *Diversificación y resistencia:* La diversificación en sí misma se vuelve una ventaja competitiva en ciclos largos. Sterling puede reasignar recursos entre segmentos según las condiciones (por ejemplo, durante la pandemia 2020 la construcción

residencial repuntó incluso si algún proyecto comercial se pausó; la empresa pudo amortiguar impacto enfocando cuadrillas donde había trabajo). Competidores más monolíticos (solo obra pública o solo residencial) no tienen esa flexibilidad.

Además, la capacidad de aprovechar oportunidades de **cross-selling** –como vender servicios de fontanería adicionales en obras de cimientos, o sumar fases de urbanización en proyectos residenciales que inicialmente eran solo cimientos– le permite incrementar el *wallet share* con clientes existentes sin que un rival externo entre.

En conclusión, el modelo de negocio de Sterling ha pasado de ser *comoditizado* a uno con **elementos diferenciadores claros**: concentración en nichos de crecimiento (data/logística, Sunbelt housing), enfoque en tipos de contrato ventajosos (diseño-build, relaciones de largo plazo) y presencia de barreras de entrada operativas (escala, reputación y coste de cambio). Aunque ninguna ventaja es infranqueable en construcción, la suma de ellas sostiene los márgenes superiores de Sterling frente a su sector, y dificulta que un competidor nuevo le arrebatase posición sin una inversión sustancial de tiempo y capital.

4. Desempeño financiero y operatividad

Pasamos a analizar la evolución financiera de Sterling, con énfasis en crecimiento de ingresos, rentabilidad de márgenes y generación de resultados operativos. Se examinarán tanto tendencias a largo plazo (últimos 5 años) como la situación reciente, contextualizando cualquier discontinuidad significativa (adquisiciones, pandemia, etc.).

Crecimiento de ingresos: Sterling ha mostrado una trayectoria de **crecimiento elevado** en el último quinquenio, impulsado por las adquisiciones estratégicas y el buen momento de sus mercados finales. Los ingresos consolidados pasaron de \$1.04 mil millones en 2018 a \$2.12 mil millones en 2024, lo que equivale a un CAGR ~13–14%. Este crecimiento no ha sido lineal: hubo un salto destacado en 2020 (+26.7% YoY) debido a la incorporación de Plateau a tiempo completo, seguido de crecimientos orgánicos saludables (ej. +10.8% en 2021, +25% en 2022), moderándose a +11% en 2023 y +7% en 2024. La moderación reciente se debe en parte a comparativas más exigentes y a la exclusión de ingresos de RHB (deconsolidado a fines de 2024). Ajustado por esa salida, el crecimiento subyacente 2024 habría sido algo mayor (el backlog *book-to-burn* fue ~1.0, señalando estabilidad). En cualquier caso, Sterling ha superado ampliamente la media de crecimiento de la industria de construcción (que rondaba 2–5% anual en ese periodo). Esto revela una estrategia exitosa de ganar cuota y expandirse más rápido que el mercado.

- **Por segmentos:** E-Infrastructure y Building han liderado la expansión. E-Infrastructure creció ~5 veces desde 2018 hasta 2024 (de ~\$180M a ~\$924M en ventas) gracias a la fuerte demanda de centros de datos/almacenes y la capacidad de la empresa para capturar proyectos grandes. Tan solo de 2021 a 2022 este segmento aumentó +32% en ingresos. Building Solutions también subió significativamente tras 2017, con hitos como +41% en 3T23 yoy por la combinación de orgánico y adquisiciones. Transportation fue más volátil: estancado en 2018–2019 por la salida de algunos mercados, cayó ligeramente en 2020 (pandemia), pero repuntó con fuerza en 2022–2023 (ej. +24% en 2024) al concretarse nuevos proyectos del IIA. Esto demuestra la diversificación de motores: cuando un segmento frenó, otro aceleró, permitiendo un crecimiento compuesto robusto.

Márgenes brutos y operativos: Uno de los logros más notables de Sterling es la **expansión de márgenes** lograda durante su transformación.

- El **margen bruto** (gross margin) consolidado subió de niveles ~9–10% en 2018–2019 a ~13–14% en 2020–2021, y continuó mejorando a ~17.1% en 2023 y ~20.1% en 2024. Esto refleja un cambio cualitativo en la mezcla de proyectos: más obras de alto valor añadido y mejores eficiencias operativas. En 2023 específicamente, el margen bruto aumentó +160 pb respecto a 2022, atribuido a **mix favorable** (mayor peso de E-Infrastructure) y al alivio de ciertas presiones de cadena de suministro

que habían comprimido costos. Para dimensionar la mejora: en 2015, antes de la transformación, Sterling apenas alcanzaba ~7–8% de margen bruto; en 2024 superó el 20% –triplicando la rentabilidad bruta de cada dólar de venta en una década, un logro impresionante en construcción.

- El **margen operativo (EBIT)** también se ha ampliado drásticamente. En 2018 era ~4.0%, subió a ~6.7% en 2020, ~6.8% en 2021, luego saltó a 9.0% en 2022 y ~12.5% en 2023. En 2024, el margen operativo ajustado ronda ~8.5–9%. Aun así, en términos ajustados la tendencia es al alza. **Causas del aumento de margen:** (1) *Reducción de costos fijos relativos:* con el incremento de volumen, los gastos generales han crecido menos que las ventas. Por ejemplo, la SG&A fue 5.0% de ventas en 2021, bajó a 4.5% en 2022. (2) *Menos sobrecostos y provisiones:* antes de 2016, Sterling sufría frecuentes desviaciones en proyectos problemáticos; tras la mejora en gestión de riesgos, ha evitado grandes pérdidas en contratos, estabilizando la rentabilidad. (3) *Shift a trabajos más rentables:* como se discutió, E-Infrastructure y Building aportan márgenes de dos dígitos que diluyen el peso de Transporte de un dígito. Con E-Infrastructure representando ya ~77% del EBIT de 2024, es lógico ver un margen consolidado acercándose a los teens altos.

En definitiva, la empresa ha pasado de márgenes operativos modestos a **márgenes líderes en la industria**. Para ponerlo en contexto, la rentabilidad neta 2024 (~13.3% net margin ajustado) es muy superior a la mediana del sector construcción (~5–6%). Sterling está operando más como una compañía de servicios de ingeniería especializada que como un contratista commodity.

Eficiencia operativa y apalancamiento: La mejora de márgenes indica un fuerte **apalancamiento operativo**: los costos fijos y semi-fijos se diluyen con mayor volumen, y cada dólar adicional de ingreso contribuye más al beneficio. Asimismo, se observa *escalabilidad* en ciertas líneas: por ejemplo, la misma maquinaria comprada para un proyecto puede reutilizarse en varios, disminuyendo costos de alquiler; o la inversión en tecnología (Sterling ha implementado software de gestión de obra, BIM, etc.) ha reducido reprocesos y horas hombre. Un indicador, el **income quality** (CFO/Net income), se situó en ~1.67 en 2024 (muy saludable) señalando que las ganancias se convierten en caja eficazmente, reflejo de buena gestión de capital de trabajo y ausencia de capitalizaciones excesivas. Adicionalmente, métricas de eficiencia como el **cash conversion cycle ~35 días** muestran que la compañía cobra rápidamente y no inmoviliza capital en inventarios. De hecho, las obras de construcción suelen financiarse con anticipos y hitos; Sterling ha logrado que su ciclo de cobro sea corto (DSO ~70 días, en línea al sector) y prácticamente no mantiene inventario (inventario días ~0), por lo que no tiene grandes cantidades de cash atadas.

Líneas impulsoras o limitantes de resultados: En el P&L, destacan algunos elementos:

- *Costo de ventas:* Es la partida principal (materiales, mano de obra directa, subcontratos). Su evolución ha mejorado en % sobre ventas gracias a economías de escala y mejores prácticas de compra. Sin embargo, es sensible a inflación de insumos (cemento, acero, combustible). En 2021–2022, la compañía notó presiones de costos por volatilidad en aceite, madera, acero, etc., pero indicó que suele *trasladar parcialmente* esos aumentos en sus ofertas. Aun así, el riesgo de sobrecostos existe en contratos fijos; la mitigación ha sido incorporar cláusulas de ajuste o seleccionar proyectos con colchón de precio.
- *Gastos generales (SG&A):* Incluye costos corporativos y administración de proyectos no directamente imputables. Aumentaron con adquisiciones (más personal), pero la empresa logró mantenerlos controlados. En 2020 SG&A fue ~\$71.4M (5.0% s/ ventas), subiendo a ~\$78.5M en 2021 (4.96%). Tras esto, parece estabilizado cerca de 5% o menos de las ventas –indicando un *overhead* eficiente. La integración de empresas adquiridas no disparó redundancias; por el contrario, en 2023 SG&A bajó como %.
- *Amortización de intangibles:* Ronda \$11–12M por año (derivado de adquisiciones como Plateau, Petillo). Es un gasto contable que reduce EBIT pero no afecta flujo de caja. Representa ~0.5% de ventas y se mantendrá varios años; es bueno observarlo porque el EBITDA ajustado añade de vuelta esta amortización.
- *Otros gastos operativos:* Incluye partidas varias; en 2020–2021 tuvo rubros como costos de adquisiciones (Plateau \$1M en 2020, \$3.9M en 2021) y pérdidas en ventas de equipos, etc. En general, no son muy materiales salvo en 2024 que apareció un “*gain on deconsolidation*” de \$91.3M (ganancia extraordinaria) al desconsolidar RHB. Este ingreso contable infló el EBIT 2024 (por eso bajará comparativamente en 2025, ver sección 9). Excluyendo extraordinarios, no hay anomalías significativas recientes.
- *Intereses netos:* Han disminuido drásticamente. En 2020, el gasto financiero neto fue \$29.2M, mientras que en 2024 hubo **ingreso neto** de intereses de \$2.4M (¡Sterling ganó más intereses por su efectivo que lo que pagó por deudas!). Este giro se debe a reducción de deuda y aumento de caja (comentado en bloque 5). La consecuencia es un aporte positivo al resultado antes de impuestos, afianzando la posición financiera.
- *Impuestos:* La tasa impositiva efectiva ha oscilado entre ~24–25% recientemente, coherente con la tasa federal 21% más impuestos estatales. Hubo variaciones puntuales (en 2019 hubo un beneficio fiscal no recurrente). Para previsiones, usar ~25% es razonable.

- *Intereses minoritarios:* Sterling consolida un par de Joint Ventures donde tiene socios. La porción atribuible a minoritarios fue insignificante (\$2.7M en 2024), tras la salida de RHB.

Discontinuidades y picos: Al revisar la serie histórica, se identifican algunos “picos” particulares:

- 2019–2020: Gran salto en ventas y caída en margen neto en 2019 seguido de alza en 2020. 2019 vio costos de adquisición (Plateau) y ciertos cargos; 2020 consolidó Plateau y mejoró márgenes con sinergias, pese a COVID. De hecho, 2020 resultó muy positivo en utilidades (+6% net margin vs 3.5% en 2019), gracias a la integración efectiva y quizás a proyectos rentables entrando en producción.
- 2022: Aumento de todos los indicadores (ingresos +25%, neto +57% a \$96.7M), reflejando la suma de las adquisiciones y la plena explotación de demanda post-pandemia. Fue un año récord donde cada segmento aportó, con backlog ebitda para 2023 en máximos. Vale notar que en 4T22 se concretó la venta de Myers (50% JV) resultando en una entrada de efectivo pero esa transacción en sí no tuvo gran impacto en P&L más allá de quitarle ventas y ganancias de 2023 (que de todas formas crecieron sin ello).
- 2024: Año de resultados igualmente récord, pero con distorsión contable: el *net income* se disparó a \$257M (+85% YoY), impulsado por la ganancia única de RHB (\$91M pre-tax). El EBITDA ajustado (excluyendo ese one-off) fue ~\$320M, +23% vs 2023, lo cual sigue siendo notable. El drawdown de la acción coincide con la percepción de que 2024 fue un pico “inflado” por el one-off y que 2025 podría mostrar comparativas planas o débiles (como veremos, el EBIT 2025 se espera baje en ausencia de la ganancia, aunque operativamente siga creciendo). Es importante separar esto: *operativamente* Sterling mantuvo tendencia positiva en 2024 (márgenes en alza, backlog con buen mix), y la caída del precio parece sobre-reaccionar a factores contables y temores transitorios.

En resumen, el desempeño financiero de Sterling en los últimos años ha sido **excelente en crecimiento y márgenes**. La empresa ha logrado *expansión rentable*: crece a doble dígito mientras mejora sus márgenes, algo poco común en construcción. Su eficiencia operativa ha aumentado (costes bien contenidos, mejoras de productividad) y no se observan signos de deterioro operativo – al contrario, cada segmento muestra mejoras o estabilidad saludable. Esta coherencia entre estrategia y resultados refuerza la confianza en la calidad del negocio. En los próximos bloques analizaremos si esta fortaleza financiera se acompaña también de solidez en el balance (fortaleza financiera), retornos sobre capital y otras dimensiones clave.

(Nota: A continuación, para facilitar la lectura, presentaremos una tabla resumen con métricas financieras históricas clave de Sterling).

Tabla 4.1 – Indicadores financieros consolidados 2018–2024 (USD millones, %)

Año	Ingresos	Crec. ingresos	EBITDA	EBIT	Margen EBIT	Beneficio neto	Margen neto
2018	1,038	—	63	42.6	4.1%	25.2	2.4%
2019	1,126	+8.6%	45	37.8	3.4%	39.9	3.5%
2020	1,427	+26.7%	125	94.9	6.7%	42.3	3.0%
2021	1,582	+10.8%	127	107.3	6.8%	62.6	4.0%
2022	1,770	+11.9%	210	159.9	9.0%	96.7	5.5%
2023	1,972	+11.4%	259	206.2	10.5%	138.7	7.0%
2024	2,116	+7.3%	411	265.2	12.5%	257.5	12.2%

La tabla anterior resume la evolución. Se aprecia claramente el **salto en rentabilidad** desde 2020 y la sólida tendencia en ingresos. Cabe resaltar que, a pesar de duplicar los ingresos de 2018 a 2024, Sterling multiplicó por **>10x** su beneficio neto (de \$25M a \$257M reportado, ~\$190M ajustado), reflejando la tremenda escalada de eficiencia operativa.

5. Fortaleza financiera y calidad del balance

Un pilar fundamental de la tesis es la sólida posición financiera de Sterling, la cual proporciona resiliencia ante escenarios adversos y capacidad para invertir en crecimiento sin comprometer su estabilidad. Analizaremos los principales indicadores de solvencia, liquidez y salud del balance, comparándolos cuando sea útil con estándares del sector.

Deuda y apalancamiento: Sterling ha transitado en pocos años desde un perfil endeudado a una situación de **bajo apalancamiento neto e incluso caja neta**. Al corte de 2024, la compañía tenía *deuda bruta* de ~\$278 millones (principalmente un Term Loan) contra una posición de *efectivo* de ~\$409 millones, resultando en **deuda neta negativa** (~\$131M de caja neta). Esto contrasta fuertemente con 2019–2020, cuando tras adquirir Plateau la deuda neta alcanzó ~2.5× EBITDA. La rápida reducción de deuda se logró con la abundante generación de caja operativa: en 2023 se destinaron \$93M a amortizar deuda (incluyendo pagos voluntarios anticipados por \$63M), y en 2024 se continuó amortizando (\$20M pagados) a la vez que se financiaron recompras de acciones. A febrero 2025, estimamos que la deuda neta sigue siendo negativa o cercana a cero, lo que otorga una **enorme flexibilidad financiera**.

Para dimensionar: el indicador **Deuda/EBITDA** fue de apenas ~0.7× en 2024, muy por debajo de la media sectorial (~2.0–2.5× para constructores). Y el **debt-to-equity** ~0.39 también refleja moderación. Sterling ha usado prudentemente la deuda para adquisiciones (Plateau en 2019) pero luego la ha reducido consistentemente con el flujo interno. No depende de endeudamiento para capital de trabajo, pues su ciclo de caja es positivo. Además, la compañía **no enfrenta riesgos de refinanciación cercanos**: su Term Loan principal vencía originalmente en 2024, pero a lo largo de 2020–2022 hicieron pagos acelerados (incluyendo uno de \$32.7M por cláusula de *excess cash flow* en 1T21), de modo que la última cuota grande de ~\$172M en octubre 2024 se cubrió sin problema (posiblemente prepagada en parte dada la caja disponible). Adicionalmente, disponen de una línea revolving de \$75M sin usar.

Cobertura de intereses: Con la reducción de deuda y la subida de tasas de interés (beneficiando su caja), Sterling pasó a tener **ingresos financieros netos** en 2024. Aun cuando tenía gastos, su cobertura de intereses por EBIT era holgada – en 2020, EBIT/Intereses ~3.2×; en 2021 subió a ~5.6× (107.3/19.3); en 2022 ya estaba >10×. Para 2024 el ratio *interest coverage* es irrelevante por interés neto positivo, pero usando EBITDA/Intereses sería enorme. Esto implica que aun ante un shock de tipos o un aumento de deuda, la empresa podría cubrir holgadamente sus compromisos financieros.

Liquidez a corto plazo: El *current ratio* (activo circulante/pasivo circulante) se situó alrededor de **1.42×**, ligeramente por debajo del promedio sectorial (~1.5–1.6×). Si bien podría parecer bajo, hay que considerar que en construcción muchas partidas de pasivo

circulante (adelantos de clientes, facturas a pagar) no son indicativas de estrés sino del ciclo de proyectos. Sterling mantiene caja amplia (\$648M a Sep-2024) y casi nada de inventarios, por lo que su liquidez real es fuerte. Una medida más estricta, *cash ratio* (efectivo + inversiones / pasivo circulante) estaría cercana a 1×, lo que es excelente. Además, la empresa tiene disponibilidad inmediata por su revolver no usado. En general, no se perciben tensiones de liquidez; de hecho, la posición de caja creció sustancialmente en 2023–2024 gracias a la gran conversión de flujo (ver más adelante).

Calidad del balance: Un vistazo a índices compuestos sugiere una salud financiera robusta. El **Altman Z-Score** se calcula en ~6.6, lo que coloca a Sterling en la “zona segura” muy por encima del umbral de distress (el sector construcción suele tener Z-scores más bajos por su naturaleza cíclica, pero Sterling destaca). Un Altman >6 significa muy baja probabilidad de bancarrota según ese modelo, reflejando su solvencia y rentabilidad. Por otro lado, el **Piotroski F-Score** de 8 sobre 9 indica excelentes fundamentales: mejora de rentabilidad, generación de caja positiva, apalancamiento decreciente, liquidez adecuada, etc., en prácticamente todos los criterios evaluados. Este puntaje sugiere que la empresa reúne las señales contables-financieras típicas de compañías en buena racha y sin riesgos ocultos. En efecto, Sterling presenta año tras año utilidades crecientes, ROA en alza (18.4% en 2024, muy alto, incremento de márgenes y baja deuda – todo esto alimenta el F-Score alto).

Resistencia en escenarios adversos: Dada su posición de caja neta, Sterling podría soportar un periodo de estrés bastante prolongado. Por ejemplo, podría financiar su gasto operativo aún si la entrada de nuevos negocios se frenara (su backlog actual provee actividad al menos por ~1.5–2 años). Una métrica relevante es **Cash-to-Debt ~2.04×**, indicando que solo con su efectivo podría pagar dos veces todas sus deudas – una señal contundente de solvencia. La compañía también destacó en su comunicación que “*tiene recursos financieros suficientes para sus requerimientos operativos del próximo año*”, dada la generación interna. Y en caso de un shock extremo, podría recortar o aplazar ciertas inversiones de capital (CapEx) que en 2024 fueron \$81M, manejables, o incluso desacelerar recompras de acciones (tiene autorización para \$200M en recompra, pero es opcional según condiciones). No hay indicios de riesgo de **covenants**: tras rebajar deuda, sus métricas cumplen sobradamente (el covenant de Deuda/EBITDA en 2021 era $\leq 3.0\times$, y estaban cerca de 1× en realidad).

Estructura de la deuda: La deuda remanente de Sterling es principalmente a tasa variable. En 2021 tenían un *swap* de tasa fija por parte de la deuda (\$172M) para cubrirse, el cual estaba ligeramente out of money (\$2.2M negativo). Con la subida de tipos, en 2022–2023 la porción sin cubrir sufrió más interés, pero recordemos que ya para 2024 casi no hay deuda neta. Vale la pena mencionar que la empresa llegó a *ingresar* intereses en 2024 gracias a su caja en inversión a corto plazo. Cualquier sensibilidad a tasa es hoy favorable: un alza de 100 pb en tasas le habría sumado ~\$1.7M en interés anual en 2021 cuando tenía

deuda, pero hoy con caja neta esa misma alza podría generarle ingresos adicionales por sus depósitos. Esto ilustra que el **riesgo financiero es mínimo** actualmente.

Uso del apalancamiento: Cuando Sterling tomó deuda fuerte (2019 para Plateau), fue para financiar crecimiento transformador, no para gastos improductivos. Ese endeudamiento multiplicó EBITDA y valor de la empresa, y luego fue rápidamente reducido. La empresa *no ha utilizado deuda para sostener dividendos* (de hecho, no paga dividendo ordinario, ver bloque 10), ni para tapar ineficiencias operativas. Las adquisiciones realizadas se integraron bien y generaron cash flow para repagar la deuda incurrida. Esto apunta a una gestión prudente: el apalancamiento se emplea solo en oportunidades claras de creación de valor, y se prioriza retornar a una estructura más conservadora en cuanto es posible. En el sector construcción, esta prudencia es especialmente importante, pues ciclos negativos pueden volverse peligrosos si se combinan con mucha deuda. Sterling parece haber internalizado esa lección (en 2014 estuvo cerca del default por apalancamiento y proyectos fallidos; hoy es la antítesis de ese escenario).

Comparativa sectorial narrativa: La fortaleza financiera de Sterling contrasta con la situación de muchos competidores de construcción. Empresas comparables como Granite Construction o Tutor Perini suelen tener deudas elevadas y flujos volátiles que estresan sus balances. Sterling, en cambio, exhibe *uno de los balances más saneados del sector*. Su **ratio de Deuda/Capital < 20%** es sustancialmente mejor que la media (Granite ~30%, Primoris ~40%, y algunas como Tutor Perini >100% de deuda/capital). Los analistas han destacado que Sterling “*ha tallado un nicho de alto margen con bajo riesgo financiero*”, lo que la convierte en una apuesta más segura dentro de la industria. La fortaleza de balance no es solo comodidad: le permite también aprovechar oportunidades rápidamente (por ejemplo, podría acometer una nueva adquisición atractiva sin dificultades de financiamiento, o acelerar recompras si ve su acción infravalorada).

En conclusión, el balance de Sterling Infrastructure es **sólido como una roca**. Presenta baja deuda, liquidez abundante y excelentes indicadores de salud financiera (Altman, F-Score). Esta fortaleza le confiere capacidad de resistencia ante contratiempos prolongados (podría capear una recesión sin comprometer su viabilidad) y constituye una base segura sobre la cual perseguir crecimiento futuro. Para el inversor, reduce la cola izquierda de riesgos: es altamente improbable un evento de estrés financiero (quiebra, dilución por capital de emergencia, etc.). Esto cumple a cabalidad la condición de “calidad estructural sobresaliente” en la tesis.

6. Rentabilidad sobre el capital y eficiencia estructural

Evaluaremos ahora la **rentabilidad que Sterling obtiene sobre el capital invertido**, para determinar si está creando valor real más allá de simplemente crecer en tamaño. Los indicadores clave aquí son ROIC (retorno sobre capital invertido), ROE (retorno sobre patrimonio) y ROA (retorno sobre activos), en relación con el costo de capital (WACC). También examinaremos la dinámica de reinversión y si la rentabilidad se mantiene competitiva en su sector.

ROIC y creación de valor: Sterling presenta un **ROIC (Return on Invested Capital)** extraordinariamente alto para su industria. Según nuestras estimaciones con datos 2024, el ROIC se sitúa en torno a **16.5%**. Esto es muy superior al costo de capital promedio de una empresa de construcción. El WACC de Sterling ronda el ~9–10%. Un ROIC del 16.5% implica que Sterling está generando aproximadamente el doble de rentabilidad sobre su capital que lo que cuesta ese capital – es decir, **crea valor económico residual de forma consistente**.

Esta situación no siempre fue así: en años pre-transformación, el ROIC de Sterling era bajo, incluso por debajo del WACC (destruyendo valor). El giro estratégico ha elevado los retornos: por ejemplo, tras la adquisición de Plateau, el ROIC mejoró porque la nueva base de activos generó mucho más EBIT. El ROIC se calcula y NOPAT 2024 (ajustado sin one-off) rondaría \$135M; capital invertido (deuda + equity operativo) ~ \$820M, dando ~16%. Si incluyéramos el efecto de RHB gain, sería mayor pero distorsionado. Lo importante es que la empresa hoy gana muy buen retorno sobre su base de activos operativos.

ROE y ROA: En cuanto al retorno sobre el patrimonio (**ROE**), gracias a los crecientes beneficios, este ha alcanzado niveles sobresalientes: **~35.5%** en 2024. Esto es impulsado en parte por un aumento del apalancamiento operativo y margen neto, y en parte porque el equity contable no ha crecido al mismo ritmo que las ganancias (por recompras y retención de utilidades, etc.). Un ROE de 35% es más propio de una compañía tecnológica que de una constructora; refleja la capacidad de Sterling de generar valor para los accionistas con los fondos propios empleados. Incluso removiendo el efecto de la ganancia extraordinaria 2024, el ROE ajustado estaría en ~25%+, muy por encima de la media sectorial (los peers suelen tener ROEs de 10–15% en buenos años). Por su parte, el **ROA** (beneficio neto/activos totales) fue ~18.4%, igualmente destacable y superior al cost of capital, indicando eficiencia en el uso de todos los activos. Para comparar, Granite Construction – otro mid-cap del sector– tuvo ROA ~4–5% en 2023; Sterling la cuadruplica, mostrando cuán eficiente es su estructura.

Sostenibilidad de la rentabilidad: Un punto crucial es si estos retornos pueden mantenerse o están en riesgo de erosión. Varias observaciones:

- Sterling ha logrado *márgenes altos sin depender de apalancamiento financiero*, lo cual es bueno: su **ROIC alto proviene de margen EBIT alto y rotación decente del capital**, no de endeudarse mucho (lo que inflaría ROE artificialmente). De hecho, la deuda neta negativa sugiere que el ROE no está “apalancado” por deudas, sino que es genuino de la operativa.
- La rentabilidad se apoya sobre todo en **márgenes fuertes** (EBIT margin ~10–12% los últimos años). La rotación de activos (ingresos/activos) es moderada, alrededor de 1.0x. Esto tiene implicaciones: para crecer, la empresa debe invertir en activos (capex, capital de trabajo) pero mientras mantenga los márgenes, el ROIC seguirá elevado. Hay cierto riesgo de dilución de margen si entra a negocios nuevos con menor rentabilidad, pero la estrategia parece enfocada en mantener mix favorable. Por ejemplo, en 2023 incrementaron margen bruto a 17% y esperan 21–22% en 2025, lo que sugiere que no ven erosión sino mejora al menos en el corto plazo.
- **Márgenes vs apalancamiento operativo:** La rentabilidad de Sterling se apoya más en los buenos márgenes operativos que en palancas financieras. Esto es positivo: un competidor podría intentar recortar márgenes para ganar negocio (erosionando rentabilidad sectorial), pero Sterling ha construido nichos donde mantiene pricing power. Mientras pueda defender esos márgenes (por diferenciación técnica, relaciones, etc.), su ROIC permanecerá alto. Por tanto, la *principal amenaza* al ROIC sería un deterioro de márgenes sostenido (ya sea por competencia, sobrecostos, o mezcla desfavorable). No se observa tal amenaza inminente – al contrario, backlog margin subió de 15.2% a 16.7% en 2024, presagiando buenos márgenes en ejecución futura.

Comparativa sectorial: Pocos competidores en construcción exhiben cifras de rentabilidad similares. Por ejemplo, Granite (GVA) reportó ~10% ROIC ajustado en 2024 tras mejorar, pero aún por debajo de Sterling. Empresas de ingeniería pura (AECOM, Jacobs) pueden tener ROIC más altos pero su modelo es distinto (asset-light, fees). Sterling compite más con empresas de construcción pesada (típicamente ROIC bajos por activos grandes). En efecto, el sector *Engineering & Construction* suele tener ROIC medianos ~5–8%. Sterling con ~16% está en el **top del sector**, indicativo de una *ventaja competitiva tangible*. Inversionistas premian esto porque significa que la empresa puede crecer de forma rentable sin malgastar capital.

Un aspecto a vigilar es si la rentabilidad podría caer al expandirse a nuevos mercados. Cada adquisición conlleva integrar capital y riesgos. Hasta ahora, las compras han **acrecentado** el ROIC (Plateau fue costosa pero elevó EBIT más que proporcional, Petillo y CCS también sumaron en segmentos de margen alto). El caso de RHB es ilustrativo: era un negocio consolidado con márgenes más bajos (heavy civil en NV/CA) – al sacarlo, el ROIC consolidado subió un poco porque se removió capital invertido de baja rentabilidad (RHB

backlog margen ~8–10% vs 16% en global). Esto muestra que la directiva está consciente de enfocar capital donde retorna más (venden/discontinúan lo de bajo ROIC). Mientras mantengan esa disciplina, la eficiencia estructural no se debe erosionar.

En conclusión, Sterling no solo crece, sino que **crece creando valor**. Sus retornos sobre capital superan ampliamente el coste de éste, lo que implica que cada dólar reinvertido genera riqueza adicional para los accionistas. La rentabilidad se fundamenta en su modelo de negocio diferenciado (márgenes altos) y una gestión cuidadosa del capital. De mantenerse esta dinámica –y los indicios apuntan a que sí, dada la robusta cartera de proyectos de alto margen–, Sterling continuará expandiendo su valor intrínseco a un ritmo superior al promedio del mercado. Esto fortalece la tesis: estamos ante una empresa de *calidad excepcional* en términos de rentabilidad intrínseca, lo cual justifica que debiera cotizar con prima, no con descuento (revisaremos en sección 11 que actualmente cotiza con descuento).

7. Crecimiento histórico y su calidad

Examinaremos con más detalle el **crecimiento histórico** de Sterling en las principales métricas (ingresos, EBITDA, flujo de caja, beneficio neto) para entender sus motores y su calidad (es decir, si ha sido crecimiento orgánico vs por adquisiciones, sostenible o logrado a costa de marginar rentabilidad). Nos enfocaremos en los CAGR a 3 y 5 años y en cómo se han conseguido esos crecimientos.

Ingresos: Como ya se mencionó, la tasa compuesta de crecimiento de ingresos de Sterling fue aproximadamente **13.4% anual en 5 años (2019–2024)** y **10.2% anual en 3 años (2021–2024)**. Esto incluye tanto expansiones orgánicas como por M&A. Desglosando:

- *Componente orgánico:* La empresa ha logrado crecimientos orgánicos robustos en sus mercados clave. Por ejemplo, en 2023 (sin grandes adquisiciones ese año) las ventas subieron +11% gracias a mayor volumen en E-Infrastructure y Transportation (demanda endógena). Asimismo, en 2021 (post-Plateau pero pre-Petillo) crecieron +10.8% en ingresos, impulsado casi enteramente por más contratos ganados en todos los segmentos (71M más en E-Infrastructure, 42M en Transporte, 41M en Building). Esto indica que, además de compras, **Sterling está capturando crecimiento de mercado** por sí misma, aumentando su backlog orgánico y ejecutándolo con éxito. Un factor clave ha sido su capacidad de **ganar proyectos grandes**: p.ej., en 2022 obtuvo proyectos de más de \$100M en transporte (design-build highways) que impulsaron ese segmento en 2023. Igualmente, su backlog E-Infrastructure alimentó incrementos orgánicos anuales de dos dígitos cuando esos proyectos arrancaban.
- *Componente inorgánico:* Las adquisiciones estratégicas han contribuido a escalones significativos. Plateau a fines de 2019 aportó casi todo el crecimiento de 2020 (+\$296M en Specialty). Petillo (enero 2022) añadía unos \$80M anuales, CCS (sept 2022) unos ~\$30M; en conjunto ayudaron a que ingresos 2022 crecieran 25%, pero incluso sin ellas el crecimiento orgánico 2022 habría sido ~13-15% (sólo E-Infrastructure orgánico subió +16% ese año, Building orgánico +6%). Así que las adquisiciones *aceleraron* el crecimiento pero no lo son todo. PPG (late 2023) es pequeña, su impacto se verá en 2024+ con quizá +\$20M anual en Building, marginal en el total de \$2B.

La *calidad* de este crecimiento se refleja en que **no se ha diluido la rentabilidad**, más bien lo contrario. Normalmente, en expansiones rápidas de constructoras, a veces se sacrifica margen por ganar volumen (lances agresivos para llenar backlog). En Sterling no ha ocurrido: su backlog ha crecido *con mejores márgenes*. Por ejemplo, su ratio *book-to-bill* promedio fue >1 en los últimos años, logrando incrementar backlog de \$1.3B en 2019 a \$2.37B a fines de 2023, y el margen en backlog subió de ~11% a ~16.7% en ese lapso. Esto

sugiere un crecimiento **saludable y disciplinado**, no perseguido a toda costa. La dirección renunció a ingresos de bajo margen (por ejemplo, disminuyó los proyectos residenciales multi-family en 2020 cuando el mercado se debilitó, en lugar de bajar precios) y priorizó la calidad.

EBITDA y flujo de caja operativo: El EBITDA de Sterling creció a una tasa compuesta aún mayor que los ingresos: **~54.2% CAGR a 5 años**, y ~24% a 3 años. Este número de 5 años es impresionante pero hay que entender la base: en 2017-2018 el EBITDA era muy bajo (~\$40–60M), y con Plateau saltó, etc. Aun así, no hay duda de que la empresa **multiplicó su EBITDA**: fue \$63M en 2018 y alcanzó \$259M en 2023 (más \$411M GAAP en 2024 incluyendo one-off). Esto denota la fuerte *apalancamiento operativo* ya comentado. La *calidad* del crecimiento de EBITDA es alta, ya que viene de mejora real de operación, no de ajustes contables. Se ve reforzado también en la **generación de flujo de caja**: el flujo operativo (CFO) pasó de ~\$82M en 2019 a **\$478.6M en 2023**, un salto enorme. En los últimos 3 años, el CAGR del flujo de operación fue ~23.9%, similar al de EBITDA, lo que indica que las ganancias son *cash-backed* (sin acumulación rara de working capital). De hecho, 2023 destacó por \$331M de CFO en 9 meses gracias a eficientes cobros y tal vez algunos anticipos grandes. Esto permitió reducir deuda y acumular caja simultáneamente.

Beneficio neto: El beneficio neto atribuible a Sterling creció a un ritmo extraordinario: **~35.6% CAGR a 5 años**, **~41.2% CAGR a 3 años**. Esto se debe al efecto combinado de mayor EBIT, menos interés y buen control fiscal. Por ejemplo, el neto subió de \$25M en 2018 a \$62.6M en 2021 y \$138.7M en 2023. Como se señaló, 2024 fue \$257M. Incluso descontando items, la tendencia de neto base es fuertemente ascendente: ~8% de ingresos en 2022, ~10% en 2023, ~9% ajustado en 2024, todos mucho mayores que ~2–4% de hace unos años. *¿Qué impulsó tanto el neto?* Principalmente el flujo operativo descrito: más EBIT con menos pago de intereses; también la recompra de acciones ayudó algo al EPS (+ la base de acciones diluidas subió de ~27M en 2018 a ~30.7M en 2024, pero más recientemente han empezado a recomprar, reduciendo levemente). Lo crucial es que **el crecimiento del beneficio ha sido de alta calidad**: viene de operaciones centrales, no de un solo evento. Excepto 2024 con RHB, los crecimientos previos del 40–50% anual en neto (2021, 2022, 2023) fueron genuinos por mejora de negocio.

Motores del crecimiento – volumen vs precio vs M&A: Podemos atribuir la expansión de Sterling a algunos factores:

- **Volumen (más proyectos):** Claramente la empresa ejecuta muchas más obras que antes. Su plantilla creció (empleados directos pasaron ~2,000 a ~3,500 estimados tras adquisiciones) y tiene más equipos en campo. Esto se refleja en el incremento de backlog y revenue. Por ejemplo, 66% de backlog growth en 2023 en Transporte sugiere un boom de proyectos adjudicados.

- **Precio/mix (márgenes mayores):** Parte del crecimiento de ingresos nominales viene de enfocarse en proyectos de mayor valor por unidad. Al priorizar contratos con mejor pricing, el “precio efectivo” de su trabajo subió. Por ejemplo, la salida de low-bid highways en Texas pudo reducir volumen, pero fue sustituido por menos contratos pero de mayor valor unitario (design-build, etc.). En E-Infrastructure, la demanda alta permitió a Sterling *ser selectivo y cotizar con margen*, lo cual infló su cifra de ingresos pero con mejor mix (pago por trabajo cualificado). En *presentaciones de la empresa*, se menciona que su estrategia de centrarse en trabajos más complejos resultó en que el margen bruto del backlog subiese, lo que es indicio de pricing power.
- **Expansión geográfica (market expansion):** Entrar al Noreste con Petillo o a Phoenix con CCS aportó crecimiento porque abrió nuevos mercados donde antes no competían. Esto es mayormente crecimiento inorgánico, pero esos mercados aportarán crecimiento orgánico continuado ahora que están dentro.
- **Ciclo macro favorable:** No hay que olvidar que 2021–2023 fueron años de fuerte inversión en construcción en EE. UU., tanto pública (IIJA desde 2022) como privada (boom de logística, data centers, recuperación post-COVID). Sterling se benefició de *vientos de cola sectoriales*. Por ejemplo, los gastos federales en autopistas aumentaron con el FAST Act e IIJA, y en Texas el presupuesto DOT creció, alimentando su Transportation segment. En privado, las empresas tech invirtieron masivamente en data centers por la demanda de nube y luego AI, justo en las áreas donde Sterling opera. Este entorno expansivo facilitó crecer sin pelear por migajas.

Comparativa vs industria: En cuanto al sector, la industria de construcción en EE. UU. probablemente creció mucho menos en este lapso –contratistas medianos tal vez 5–7% anual–. Por lo tanto, Sterling *ganó cuota de mercado*. En heavy civil, a costa de competidores más débiles que tuvieron problemas (ej. Tutor Perini redujo ingresos en ese período). En segmento e-infra, es una nueva categoría donde Sterling entró y agarró trozo importante del pastel (que de todas formas se expandió mucho). Sus crecimientos de EBITDA y netos claramente *sobrepasaron al sector*, evidenciando una **ejecución superior**.

¿Crecimiento rentable o erosivo?: Fundamental, la **calidad** del crecimiento es alta porque no erosiona márgenes sino que los mejora (crecimiento *rentable*). Al contrario, a veces se critica a empresas que crecen comprando ventas pero con baja rentabilidad; no es el caso: Sterling compró negocios que elevaron su rentabilidad global. La integración ha sido efectiva (sin sobrecostos recurrentes). Un buen indicador es el *FCF margin*: ~20.3% en 2024, bastante por encima de net margin, mostrando que su crecimiento no consume desproporcionadamente capital de trabajo o CapEx – *el crecimiento viene con liquidez*.

Muchas empresas de construcción crecen en ingresos pero ven drenaje de caja, en Sterling la caja aumenta junto al crecimiento, lo cual es señal de calidad.

En resumen, Sterling ha experimentado un **crecimiento elevado, diversificado y de calidad** en los últimos años. Ha sido impulsado tanto por tendencias estructurales favorables como por acciones internas (adquisiciones estratégicas, mejor oferta competitiva). Crucialmente, ese crecimiento ha sido rentable: los márgenes han mejorado simultáneamente y la conversión a efectivo ha sido excelente. Todo esto refuerza la idea de que no se trata de un simple boom pasajero, sino de una expansión bien gestionada. La pregunta para la tesis es si ese crecimiento puede continuar (veremos expectativas en bloque 9), pero mirando atrás, la trayectoria da confianza en las capacidades de la empresa para seguir escalando sin sacrificar rentabilidad.

8. Cumplimiento de *guidance* y credibilidad

La consistencia entre lo que Sterling promete y lo que finalmente entrega es un aspecto importante para evaluar la confianza en sus proyecciones futuras y en su equipo directivo. Analizaremos cómo la empresa ha manejado sus objetivos públicos (*guidance*) en años recientes y si ha cumplido, excedido o incumplido lo esperado, así como la evolución de la credibilidad que el mercado otorga a su gestión.

Política de *guidance*: Sterling Infrastructure, al ser una mid-cap, típicamente proporciona orientación financiera anual durante sus conferencias de resultados. En años anteriores, la empresa daba rangos de *guidance* para métricas como ingresos, beneficio neto/EPS y EBITDA. Esta guía se actualizaba posiblemente trimestralmente si había cambios materiales. La claridad y precisión de estos rangos es un primer indicador de la transparencia de la gestión.

Historial de cumplimiento (últimos años):

- **2020:** Año anómalo por COVID. Sterling inició 2020 sin un *guidance* formal publicado (muchas empresas retiraron guías dado la incertidumbre). Aun así, los resultados de 2020 fueron mucho mejores de lo que cualquier previsión pre-pandemia hubiera anticipado (ingresos +27%, EPS \$1.50 vs \$1.47 en 2019). Esto más bien reflejó la resiliencia del negocio. No hay datos de promesas directivas específicas, pero es destacable que pese a la pandemia la compañía cumplió con proyectos esenciales y logró crecimiento.
- **2021:** En 2021 se reanudó la costumbre de dar guías. Aunque no tengo las cifras exactas orientativas, sí sabemos los resultados: ingresos \$1.58B, EPS \$2.15. Se podría inferir que la directiva probablemente proyectaba a inicios de año algo como “medio dígito de crecimiento de ingresos” tras el salto de 2020, y se logró ~11%. Lo notable fue que 2021 superó en un ~5% la estimación de EPS de los analistas (consenso ~\$2.05, resultó \$2.15). Esto sugiere un leve beat, reforzando credibilidad. No hay indicios de que no cumplieran sus propios objetivos.
- **2022:** La empresa cambió nombre a Sterling Infrastructure y continuó con buen momentum. Los resultados 2022 presentaron ingresos \$1.77B y EPS \$3.16 (ajustado), +47% vs 2021 EPS. Durante 2022, la gerencia no solo cumplió sino que *excedió* significativamente las expectativas iniciales. De hecho, *no hay registro de profit warnings negativos* en 2022; por el contrario, las comunicaciones hablaron de resultados “por encima de nuestras expectativas”. Es probable que la guía inicial de 2022 fuera más conservadora (quizá EPS ~ \$2.60–2.80) y la empresa terminó mucho más alto. La directiva fue prudente al inicio del año dada la incertidumbre de inflación, pero conforme avanzó el año, trimestre a trimestre reportaron fuertes números y probablemente ajustaron al alza internamente.

- **2023:** Este año podemos evaluarlo con más precisión. Al cierre de 3T23 (noviembre), Sterling **elevó su guidance de EPS** para 2023 de \$4.00–4.20 a **\$4.10–4.23**, citando desempeños mejores de lo previsto y un backlog robusto que daba visibilidad para cumplir el rango alto. También dieron guía de ingresos \$1.99–2.05B y net income \$128–132M. ¿Qué ocurrió después? Los resultados finales de 2023 fueron: ingresos \$1.972B (ligeramente por debajo del extremo inferior de \$1.99B, una desviación de -0.9%), net income \$138.7M (por encima del techo de \$132M), y EPS \$4.44 (también superando \$4.23 techo). En esencia, *ingresos prácticamente en línea (ligeramente menores)* pero *beneficios por encima* de lo guiado. La leve caída en ingresos vs guía se debe en parte a la deconsolidación de RHB el 31/12 –que excluyó ~\$40M de RPO de Q4– y quizá a algunos retrasos de proyectos en arranque. Pero, la rentabilidad fue mejor de lo anticipado, lo que es más importante desde el punto de vista de los accionistas.

El mercado suele valorar más el cumplimiento o beat en ganancias que en ingresos, y Sterling demostró que puede gestionar márgenes para compensar ligeras variaciones de volumen. En general, **cumplió su guidance 2023**: quedó dentro del rango en ventas (apenas -0.9% del mínimo, virtualmente cumplido) y *excedió el rango en utilidades*. Este es un sello de buena ejecución y quizás de cierto conservadurismo positivo al guiar.

- **2024:** Según fuentes de analistas en Q1 2024, Sterling dio un **guidance preliminar 2024** de ingresos \$2.15–2.175B y net income \$180–185M (excluyendo el one-off). Esto implicaba ~9% crecimiento pro-forma en ingresos y ~35% en neto ajustado (EPS ~\$6.10 guiado vs \$4.44 en 2023). Más adelante, en la realidad 2024, la empresa alcanzó \$2.116B ingresos (ligeramente abajo del rango guiado, similar a 2023) y neto \$189.9M ajustado (por encima del rango \$180–185M). De nuevo, *excedió en ganancias lo prometido*. Cabe resaltar que la directiva dio estos objetivos ya teniendo visibilidad de su backlog y costos, mostrando confianza en otra subida de margen bruto. La credibilidad aumentó porque lograron una vez más entregar lo alto del rango en EPS.

Consistencia narrativa: Más allá de los números, la directiva ha sido coherente en su mensaje estratégico. En 2016 delinearon un plan de transformación y año a año han reportado progreso alineado con ese plan (v.g., cada año remarcan “márgenes en aumento, enfoque en alto margen” y efectivamente ocurre). No se perciben “*sorpresas negativas*” ocultas ni cambios bruscos de rumbo. Incluso en 2020, comunicaron que seguían operando casi con normalidad durante COVID, lo cual se reflejó en resultados sólidos. Esta coherencia genera confianza.

Credibilidad del equipo directivo: Todos los indicadores sugieren que el mercado confía cada vez más en la gestión de Sterling. Un síntoma: la acción se revalorizó +168% en 2023, reflejando un rerating en parte porque los inversores se convencieron de que el crecimiento

y márgenes eran reales y sostenibles – es decir, creyeron la historia que la directiva contaba. Además, tras varios trimestres batiendo estimaciones, los analistas ajustaron al alza: por ejemplo, después de 3Q23, varias casas elevaron precios objetivo viendo la ejecución consistente.

Otra señal: Sterling fue reconocida en 2023 en rankings (Forbes Best MidCap, etc.), lo que suele correlacionar con buena percepción de su gobernanza y entrega de valor.

No obstante, es justo mencionar que la directiva tiende a guiar de forma *conservadora*: por ejemplo, mantuvieron un rango de EPS 2023 que claramente acabarían rebasando (terminaron 5% arriba). Esto es prudente para evitar decepciones; el mercado parece preferir esta sorpresa positiva que lo contrario.

Conclusión de credibilidad: La gerencia de Sterling ha ganado **credibilidad** gracias a su historial de *underpromise and overdeliver*. Este historial reduce la percepción de riesgo de estimaciones futuras: si anuncian proyecciones de crecimiento, hay fundamento para creerlas. Por ello, cuando más adelante hablemos de las estimaciones de consenso (bloque 9), podemos ponderar que la empresa quizás tenga capacidad de superarlas si mantiene su trayectoria.

En suma, la alineación entre la narrativa directiva y la realidad financiera ha sido muy alta en años recientes, fortaleciendo la confianza del inversor en que Sterling hará lo que dice. Esto añade peso a la tesis, pues minimiza el riesgo de sorpresas operativas negativas por mala gestión o comunicación deficiente.

9. Visibilidad futura – *Estimates* y previsiones

En este apartado evaluamos las **estimaciones de crecimiento futuro** para Sterling en ingresos y beneficios, tanto las proporcionadas por el consenso de analistas a la fecha de corte (febrero 2025) como las guías orientativas de la empresa (pre-cutoff), y valoramos la visibilidad y riesgos de dichas previsiones. Se trata de determinar qué tan confiables son las expectativas a 1–3 años y cómo podrían ajustarse.

Evolución de las estimaciones recientes: Cabe señalar que tras el acelerado crecimiento 2021–2023, los analistas han recalibrado al alza sus proyecciones. A inicios de 2023, el consenso quizá anticipaba EPS ~3.80, que resultó bajo vs los \$4.44 logrados; eso llevó a sucesivas revisiones alcistas durante el año. Para 2024, antes de conocerse los resultados de 2023, las proyecciones rondaban EPS ~\$5.0–5.5, que luego subieron hacia ~\$6.0–6.2 cuando la empresa guio \$6.10 ajustado. Es decir, el consenso se ha ido poniendo al día con la mejora operativa.

Al corte de 25/02/2025, las **estimaciones de consenso** recopiladas para Sterling indicaban:

- **2025 (1Y adelante):** *Ingresos* +1.16% (es decir, virtualmente planos alrededor de \$2.14B). *Beneficio neto* +11.5% (lo que implicaría neto ajustado ~ \$212M vs \$190M base 2024, y EPS cercano a \$7.0 asumiendo ~30M acciones). *EBIT* estimado -25.96%, lo cual sugiere una caída significativa en EBIT GAAP, claramente por la ausencia del ingreso extraordinario de RHB en 2025 (recordemos EBIT 2024 GAAP \$265M, menos \$91M one-off nos daba ~\$174M subyacente; un -26% de 265 da ~195M, cerca de 174M; parece que el consenso no ajustó manualmente y ve un bajón “matemático”). En otras palabras, el consenso espera que operativamente 2025 se vea más o menos *flat en ingresos* pero con mejora de márgenes que impulsa el neto +11%. Este aparente disonancia (ventas estancadas, ganancias creciendo) podría explicarse porque en 2025 ya no habrá pérdidas de minoritarios (RHB fuera) y porque la tasa impositiva normaliza a ~24% desde 25%. También sugiere que los analistas prevén alguna mejora de margen bruto o mix.
- **2026 (2Y adelante):** *Ingresos* +12.03% (lo que llevaría a ~\$2.4B). *Beneficio neto* +12.99%. *EBIT* +12.03%. Aquí las proyecciones asumen un retorno a crecimiento más fuerte tras el “pausa” de 2025, con ambos topline y EBIT creciendo a ritmo saludable (low double-digit). Esto puede basarse en suposiciones de más proyectos E-Infrastructure adjudicados (quizá relacionados a data centers para AI), y plena entrada en vigor de fondos IJA generando más volumen en 2026.
- **2027 (3Y adelante):** *Ingresos* +23.27% acumulado vs 2024 (que sería básicamente la continuación del +12% de 2026, etc., llegando a ~\$2.6B). *Beneficio neto* +18.91% vs 2024 (a unos \$225M). *EBIT* +23.27% (coherente con ventas). Esto

implicaría margen EBIT aproximadamente estable en ~8.5-9% en esas proyecciones (ya que ventas y EBIT crecen similar en 3 años).

En síntesis, el consenso ve un 2025 flojo en crecimiento (seguramente por *timing* de backlog y exclusión de RHB, interpretado como caída de ingresos consolidados) seguido de recuperación en 2026–27 con ~10–12% anual. Importante: las estimaciones de consenso de ingresos 2025 (apenas +1%) son **conservadoras** comparadas con la propia guía inicial de la compañía para 2025. Sterling proyectó para 2025 *hasta +10% pro-forma en ventas* y margen bruto al alza. Es posible que al corte de febrero, los analistas aún no hubieran incorporado plenamente esa guía o estuvieran escépticos, dada la gran subida en 2023. Por ende, podría haber un sesgo a la baja en ese +1%.

Visibilidad y drivers a corto plazo (1–3 años): Veamos los factores que dan soporte (o no) a estas expectativas:

- **Backlog actual:** A diciembre 2024, el backlog consolidado reportado es \$1.69B + \$138M en premios pendientes. Esto suma ~\$1.83B de **Combined Backlog**. De ese backlog, típicamente ~60–65% se ejecuta en los siguientes 12 meses y el resto en 24+ meses. Así que podríamos inferir que ~\$1.1B de ingresos 2025 ya están “en cartera” asegurados de backlog a inicio de año, y quizás ~0.7B en 2026. Para alcanzar ~\$2.14B en 2025, Sterling necesitaría convertir backlog + nuevos pedidos equivalentes a ~1.0B más (lo cual es plausible porque durante 2024 también ejecutaron ~2.12B). La *visibilidad sobre 2025* es razonablemente buena gracias a backlog: no empiezan de cero, sino quizá con ~50%+ de ingresos cubiertos. **Sin embargo**, hay un detalle: el backlog cayó desde \$2.37B (2023) a \$1.83B (2024) por la salida de RHB y menor adjudicación neta. Excluyendo RHB, el *book-to-burn* 2024 fue 1.02, o sea, backlog sin RHB subió ligeramente. Por lo tanto, la pipeline subyacente está estable. Esto sugiere que 2025 debería al menos mantener nivel de 2024 en ventas (lo que coincide con guía interna y consenso). La visibilidad para 2026-2027 depende de cómo evolucione la contratación en 2025. De momento, Combined Backlog de \$1.83B cubre ~0.85x de los ingresos 2024; convendría ver un book-to-bill >1 en 2025 para asegurar crecimiento 2026. Los indicadores son favorables: la directiva mencionó que tiene varias *phase-two* de proyectos E-Infrastructure no incluidas aún, que pueden engrosar backlog futuro.
- **Ciclo de Data Centers y E-commerce:** Uno de los riesgos es que tras la oleada de construcciones 2021-23, pudiera haber una pausa en inversiones en centros de datos o almacenes. De hecho, en 2023 mencionaron “*softness in small warehouse markets in the Northeast*”, que afectó levemente el volumen de Petillo. También el mercado multi-familiar resid. se enfrió algo. No obstante, la demanda de grandes **data centers** sigue fuerte: las empresas de nube y ahora de AI requieren más capacidad, y ubicaciones sureñas como Georgia, Alabama, Virginia etc. están recibiendo

proyectos. Sterling cree que “*el mercado de data centers en EE.UU. permanecerá fuerte en el futuro previsible*” y su backlog E-Infrastructure a fin de 2023 lo reflejaba (+48% vs 2022). En 2024, informaron un incremento de backlog E-infra +27%, lo que respalda ingresos 2025–26-27. Entonces, *visibilidad E-Infrastructure*: alta para 2025 (sus proyectos grandes en curso continuarán) y bastante buena para 2026/27 (backlog robusto). Un riesgo es si los hyperscalers ralentizan planes por recesión o overbuilding, pero la tendencia secular de datos y reindustrialización (fabs de semiconductores, fábricas EV, etc.) juega a favor durante varios años. *Sensibilidad*: Si por ejemplo un mega-proyecto se pospone (p.ej. Meta pausa un data center), eso podría recortar ~\$100M de 2025. Pero hay diversificación entre varios clientes.

- *Transporte e IIA*: La aprobación del Infrastructure Act (IIA, \$550B) en 2021 ha empezado a fluir lentamente. 2023 fue fuerte en adjudicaciones estatales (ej. backlog transporte +66%). Para 2025–26, se espera que los proyectos IIA de 2024 (muchos de aviación y puertos) arranquen construcción. Sterling ya notó en 2023 que “*los proyectos de aviación, lentos tras IIA, están comenzando a fluir ahora*”. Así que 2024-25 es cuando verán contrataciones de aeropuertos etc. Esto da optimismo para su segmento Transportation en 2025–26: debe haber bastante trabajo. Ellos mismos dijeron que confían en crecer tanto en ingresos como margen en Transporte en tanto los márgenes ofertados sigan arriba de históricos. Con backlog 2+ años cubierto, la visibilidad 2025 es alta (ya tienen en ejecución muchas obras), y 2026 dependerá de seguir adjudicando, pero la probabilidad es buena. *Sensibilidad*: Un riesgo sería recortes presupuestarios estatales si cayeran ingresos fiscales, pero con la economía actual ese riesgo es bajo a 1-2 años (muchos estados con superávits). El IIA asegura fondos al menos hasta 2026, así que Transportation tiene un viento de cola continuo.
- *Building Solutions*: Aquí la visibilidad es un poco menor porque el backlog se contrata con menos antelación (los builders suelen programar por año). Aun así, la demanda de vivienda en Texas/Arizona se mantiene fuerte. A fines de 2023 señalaron robustez en single-family por escasez de casas y migración a Sunbelt. El alza de tasas ralentizó multifamily, pero single-family se aceleró para cubrir hueco de oferta. Por tanto, es plausible que Building mantenga o crezca ligeramente en 2025, sobre todo con PPG aportando un año completo (~\$20M extra). Quizá los analistas proyectan modestamente +5% este segmento. Para 2026, dependerá de economía general. Un potencial catalizador: si las tasas bajan en 2025, podría haber repunte de construcciones. *Sensibilidad*: un hard landing en EE.UU. que cause caída de housing starts afectaría, pero la tendencia demográfica local sugiere resiliencia.

Optimismo vs conservadurismo del consenso: A juzgar por los números brindados, el *consenso 2025 era conservador*. Solo +1% ingresos sugiere que la mayoría de analistas

contaban con *poca incorporación de nuevos proyectos en backlog*, quizá temiendo saturación temporal en data centers. Sin embargo, la propia empresa insinuó un objetivo de hasta +10% ventas, siendo más optimista. Esto deja margen a que, de ejecutarse unos cuantos contratos esperados, Sterling supere la expectativa baja de +1%. Lo mismo con neto: +11% es decente, pero la guía interna de EPS \$7.90-8.40 implicaba +30% vs \$6.10 2024 adj., muy por encima de +11%. Esta discrepancia indica un **gap entre expectativas del consenso y directiva** (los analistas quizá no incorporaban la totalidad de la guía o la consideraban arriesgada). Dado el historial de *outperformance*, es posible que Sterling tienda más al escenario de la directiva.

Potencial revisión de guías: ¿Qué tendría que pasar para que revisen al alza o a la baja?

- *Al alza:* Si en la primera mitad de 2025 ven adjudicaciones fuertes (book-to-bill >1.1) o márgenes mejor de lo planificado (costos materiales bajando, etc.), la gerencia podría elevar su guidance, tal como hizo en 2023. Catalizadores: un nuevo gran proyecto e-infra ganado; mayor backlog en Transportation por algún contrato de autopista relevante; mejora inesperada en housing. Dada su inclinación conservadora, probablemente mantendrían su rango a menos que tengan certeza de batir la punta alta.
- *A la baja:* Por el contrario, una *revisión a la baja del guidance 2025* sería un golpe a la credibilidad, y solo ocurriría si eventos externos empeoran materialmente. Por ejemplo, si de pronto Amazon y Meta pusieran en pausa construcciones (impactando E-infra) o si surgieran grandes retrasos por escasez de mano de obra/material, obligando a trasladar ingresos. O una recesión que congele licitaciones nuevas. Al 25/02/25 no había señales claras de esto; más bien, la economía seguía relativamente robusta y la compañía, confiada.

Sensibilidad a variables críticas:

- *Ciclo macro:* Una recesión moderada impactaría más la parte privada (E-infra, Building) – quizá retardando nuevos centros de datos. No obstante, los proyectos gubernamentales (Transp) podrían contraciclicamente sostener ingresos. Además, en recesión usualmente bajan costos de insumos, que podría incluso favorecer sus márgenes en proyectos en curso. Diríamos que Sterling tiene cierta protección contra ciclo al tener mezcla público/privado.
- *Regulación o política:* Positivos ya en marcha (IIJA). Negativos podrían ser retrasos por trabas ambientales, pero improbable cambio.
- *Precio de materiales:* La inflación en acero, concreto, etc. puede afectar costes en contratos fijos. En 2021-22 manejaron esto trasladando costos en ofertas nuevas. Si en 2025 los precios cayeran o estabilizaran, podrían incluso expandir marg. brutos

(lo insinuaron en 2023 con supply chain normalized). El consenso no parece contar con gran mejora de márgenes (mantienen EBIT growth ~ ingresos growth 2026-27), así que hay potencial alcista si bajan costos.

- *Mano de obra:* Escasez de mano de obra calificada en construcción es un problema sectorial. Sterling ha logrado retener personal (buen récord seguridad y cultura). Si sufrieran falta de personal, podría limitar su capacidad de ejecutar full su backlog -> ingresos más bajos. Esto es una variable intangible pero a monitorear. Hasta ahora, no se reportaron grandes problemas (de hecho, completaron grandes proyectos sin contratiempos notables).

Gap expectativas vs ejecución: Históricamente, Sterling *ha superado expectativas*. Si eso continúa, las cifras de consenso presentadas podrían terminar siendo *conservadoras*. Por ejemplo, es concebible que en 2025 logren +5% ingresos y +15% neto, en lugar de +1%/+11%. Parte de la comunidad inversora tal vez duda de la sostenibilidad del hiper-crecimiento, de ahí la cautela.

Probabilidad de revisiones: Diríamos que la probabilidad de revisiones al alza en estimaciones es *media-alta* para 2025, dado el track record de guidance beat, a menos que surja un contratiempo mayor. Para 2026, mucho depende de macro; por ahora el consenso ya pinta un repunte, que es razonable con backlog y tailwinds.

En resumen, la **visibilidad futura de Sterling es bastante buena a corto plazo** gracias a su backlog robusto y diversificado, aunque el crecimiento 2025 se espera modesto tras años excepcionales. El consenso refleja cautela, pero la evidencia sugiere potencial para superar esas expectativas si las tendencias se mantienen. La clave será monitorear contrataciones en E-Infrastructure (si siguen firmes, 2025-26-27 irán bien) y márgenes (esperamos que se sostengan altos). No se observan *gaps* importantes entre ejecución y expectativas salvo el tema contable del one-off RHB que ya está entendido. Por tanto, la tesis de crecimiento a 1–3 años (mid-teens en beneficios) permanece intacta, con sesgo a sorpresas positivas más que negativas, sustentada en drivers estructurales (inversión en infraestructura digital y transporte) y en la capacidad probada de la empresa para capitalizarlos.

10. Retorno al accionista

En esta sección analizamos cómo Sterling ha gestionado el **retorno de capital a sus accionistas** – es decir, dividendos, recompras de acciones y dilución – y si dichas políticas han sido consistentes con su generación de caja y con los intereses de los accionistas de largo plazo.

Dividendos: Históricamente, Sterling *no ha pagado un dividendo* regular. La compañía ha preferido reinvertir sus flujos en crecimiento (proyectos, adquisiciones, reducción de deuda) en lugar de distribuir dividendos. Esto es común en empresas medianas en expansión. Revisando reportes y presentaciones, no se encuentran menciones a dividendos pagados en 2020-2024. En la Proxy 2021 se afirmaba que “*no se han declarado ni pagado dividendos desde 1992*”, lo cual indica que la política ha sido no pagar. Esta ausencia de dividendos se justifica: hasta hace poco, Sterling tenía cierto apalancamiento y oportunidades de inversión de alto retorno (Plateau, etc.), por lo que retener ganancias era sensato. Desde la perspectiva del inversor, esto no ha sido problemático dado que la acción se ha apreciado fuertemente – es decir, han obtenido retorno vía aumento de valor en lugar de dividendos. Ahora bien, con la empresa generando mucha caja y sin deuda, podría contemplarse iniciar un dividendo en el futuro, pero por ahora no hay indicios de ello al corte de 2025.

Recompras de acciones: En cambio, Sterling sí ha comenzado a hacer **recompras de acciones** recientemente como forma de retribuir a los accionistas y optimizar su estructura de capital. A finales de 2023, el directorio aprobó un programa de recompra de hasta \$200 millones. Esto es significativo, equivalente a ~6% de la capitalización bursátil de entonces. Y efectivamente, la empresa empezó a ejecutar recompras en 2024: en el 2T24 y 3T24, se retiraron alrededor de 487 mil acciones (299k en 2Q, 188k en 3Q) por costos de \$30.1M + \$20.5M respectivamente. En total, gastaron ~\$50.6M en recompras en los primeros 9 meses de 2024. Esto redujo el recuento de acciones de ~30.926M al inicio de 2024 a ~30.693M al 30/9/24 (una disminución modesta de ~0.8%). Adicionalmente, usaron parte de la caja generada en 4T24 para seguir recomprando (no tenemos la cifra exacta, pero es probable).

La política de recompra ha sido **oportuna**: la autorización se anunció en noviembre 2023 cuando la acción rondaba ~\$75, y efectivamente en 1H 2024 la acción subió mucho (hasta >\$150) antes de corregir. Comprar acciones a \$70–100 fue muy beneficioso para los accionistas restantes dado que la empresa claramente consideraba sus acciones infravaloradas en ese momento (y así era, duplicaron luego). Tras la subida, siguieron comprando incluso en \$150-200 (3Q repurchases cost avg ~\$108 per share, dado 188k por \$20.45M), lo que quizás no fue tan barato pero indicaba su confianza en valor intrínseco mayor.

En general, las recompras de ~50M en 2024 no son enormes (2% del float). Queda autorización de \$150M que podrían ejecutar en 2025, lo que sería ~5-6% adicional de las acciones a precios de ~\$110. Dado su flujo libre enorme (\$497M CFO 2024), tienen músculo para recomprar sin comprometer operaciones. Esto sugiere una directiva ahora orientada a **retornar exceso de caja** si no hay mejores usos. Es una señal de disciplina y alineamiento: prefieren devolver capital antes que hacer adquisiciones poco convincentes solo por crecer.

Emisiones de acciones y dilución: Por el lado opuesto, es importante ver si ha habido emisión de acciones dilutiva. En el pasado, Sterling sí emitió acciones para financiar parte de la adquisición de Plateau en 2019 (creo que hicieron una oferta de acciones en 2018/19). Por ejemplo, las acciones en 2018 eran ~26.9M y en 2020 subieron a ~28.2M, sugiriendo alguna emisión (posiblemente ~1-1.5M acciones emitidas) e ingresos retenidos. También en 2021 y 2022, aumentó la cuenta a ~28.8M y ~30M, respectivamente, en parte por acciones emitidas para Petillo (que se pagó ~50% en efectivo y ~50% en acciones, creo) y para programas de acciones a empleados. Sin embargo, esta dilución fue **moderada**: del 2018 al 2022 el número de acciones creció ~12%. Dado que en ese lapso la capitalización se multiplicó mucho más (el precio subió más de 10x), esa dilución fue bien absorbida. Y desde 2023 la tendencia se revirtió con recompras. En 2023 la media diluida fue 31.1M; en 2024 con recompras netas, acabó cerca de ~30.5M.

Sterling también tiene programas de incentivos (stock options/restricted stock) que pueden causar pequeñas diluciones anuales. En 2024, se emitieron 358k acciones en 1Q por RSU ejercicios, pero retuvieron 124k para impuestos netos. En 2Q, 17k emitidas neto, 299k recompradas; en 3Q, 6k emitidas, 188k recompradas. Estas cifras muestran que la empresa emite algunas acciones para compensación, pero compra más que eso, resultando en un *share count neto decreciente*. Por tanto, la **dilución no ha sido un problema material** recientemente; más bien hay ligera anti-dilución.

Uso de caja y disciplina: Observando el flujo de caja 2023-24, la prioridad fue reducir deuda (lo hicieron) y luego recomprar. La empresa *no paga dividendos*, pero con estas recompras efectivamente retorna valor. Un punto notable: no han hecho ampliaciones de capital dilutivas ni financiado crecimiento con equity barato (lo cual es bueno; a veces directivas imprimen acciones en plan “grow at all costs”, aquí no).

Otro uso del cash: *adquisiciones*. La caja se ha utilizado en M&A de manera calibrada. Plateau se financió mayoritariamente con deuda (que luego repagaron). Petillo (~\$20M) y CCS (~\$15M) en 2022 se pagaron con caja generada. PPG en 2023 también fue pequeña (no revelado, quizás <\$10M). Esto indica que la directiva *no sobrepaga* – han hecho adquisiciones con múltiplos razonables (Plateau ~7x EBITDA se estimó) y tamaño acorde a su caja. Además, integraron bien (no hay evidencias de gastos descontrolados post-M&A).

No ha habido señales de *caprichos financieros* como recomprar acciones indiscriminadamente a costa de endeudarse mucho, ni de mantener una caja ociosa excesiva sin devolver. Por ejemplo, tras 3T23 tenían \$409M en efectivo; decidieron destinarlos a recompra parcial (50M) y supongo reservan para más M&A. Este balance entre invertir y retornar parece sensato.

Política vs generación de caja: Si comparamos los flujos: en 2023 CFO \$478M, CapEx \$49M, FCF ~\$429M. De ese, ~\$93M fue a deuda, ~0 a dividendos, ~\$5M a pequeñas adquisiciones. Sobró mucho. En 2024 CFO \$497M, CapEx \$81M, FCF ~\$416M. Usos: ~\$50M recompras, ~\$20M deuda, ~\$?M M&A (posible algún pago final Petillo/CCS). Queda aún excedente que probablemente aumenta caja. Con esta tendencia, Sterling acumulará caja si no la devuelve. Por lo tanto, es probable que extiendan recompras o consideren iniciar dividendos en el mediano plazo. De momento, la recompras han sido la vía preferida: más flexibles y fiscalmente eficientes para accionistas que un dividendo.

Consistencia con interés del accionista: Diría que la directiva ha actuado en beneficio de accionistas de largo plazo. Primero, enfocándose en crecer valor intrínseco (reinvirtiendo a altas ROIC en la transformación). Una vez logrado un nivel robusto, han empezado a recompensar con recompras, evitando sin embargo comprometerse a un pago fijo (lo cual es prudente en su sector cíclico). No se detectan acciones dilutivas injustificadas ni políticas de capital cuestionables. De hecho, la ausencia de dividendos puede verse compensada por la revalorización: quien invirtió hace 5 años obtuvo >1000% de retorno vía aumento de precio, sin impuestos de dividendos.

También “skin in the game”: los ejecutivos tienen participación accionaria (Joe Cutillo y otros poseen acciones y stock options; Cutillo tenía ~1%+ del outstanding, lo que alinea incentivos). La aprobación del buyback de \$200M sugiere que la junta también cree que a ciertos precios su propia acción es la mejor inversión – eso favorece a los accionistas.

Dilución por incentivos: Un tema menor: existen planes de compra de acciones para empleados (ESPP) implementados en 2019. Eso pudo agregar pequeñas diluciones anuales (empleados comprando con descuento). Pero no es significativo en base de 30M. Y es offset por recompra en parte.

Histórico de ampliaciones capital: Para ser completos, mencionar que en 2017-2018 hubo un incremento de capital (Sterling emitió ~4.37M acciones en 2018 a \$14 en una oferta para refinanciar deuda y capital de trabajo). Aunque dilutiva, fue necesaria dada la situación de entonces y realmente salvó a la empresa para poder luego crecer. Desde entonces, no se repitió – han sido autosuficientes.

En conclusión, la política de retorno al accionista de Sterling ha sido **conservadora pero creciente**. No se han repartido dividendos tradicionales, lo cual, considerando la revalorización lograda, parece adecuado. En su lugar, se han volcado a recompra cuando la

generación de caja excedió las necesidades operativas. Esta recompra, inaugurada en 2023-24, fue ejecutada de forma oportuna y con ponderación, sin comprometer liquidez ni endeudar a la empresa. No hay evidencias de dilución injustificada; más bien han cuidado de minimizarla (y ahora revertirla). Globalmente, la utilización de la caja ha sido **disciplinada y accionista-céntrica**: primero fortalecer balance, luego reinvertir en oportunidades de alto ROI, y una vez satisfechos esos, devolver el sobrante vía recompras para maximizar valor por acción. Los accionistas de largo plazo se han beneficiado enormemente, y las acciones del management indican que planean continuar recompensándolos (p.ej. la autorización de recompra sugiere que a precios deprimidos como tras el drawdown, podrían redoblar compras, apoyando el piso del valor).

Por tanto, en la tesis, el retorno al accionista de Sterling se alinea con la creación de valor sostenible y refleja una gestión prudente de capital: un punto positivo más a favor de su calidad estructural.

11. Valoración y potencial de revalorización

Pasamos a evaluar la **valoración actual de Sterling** en relación con sus métricas fundamentales, comparándola tanto con sus históricos como con sus pares sectoriales, y analizando el potencial de revalorización (upside) que ofrece la tesis. También consideraremos la valoración intrínseca vía DCF resumida y el potencial de retorno al máximo anterior.

Múltiplos actuales vs históricos: Al precio de \$110 y usando resultados LTM 2024 (EPS ajustado ~\$6.10, EBITDA ~\$320M ajustado, etc.), los múltiplos de Sterling son:

- **P/E (Price/Earnings):** Aproximadamente **13×** (basado en EPS ajustado 2024 ~\$6.1). Esto se compara con un promedio histórico de ~11.9× (últimos 10 años). Es decir, el P/E actual está ligeramente por encima del promedio de largo plazo de la propia compañía. Sin embargo, ese promedio incluye años de menor calidad y más riesgo; ahora la empresa es sustancialmente mejor. Además, cabe notar que en 2023 la acción llegó a cotizar a ~25× beneficios (peak ~150 con EPS 4.44), reflejo de la reevaluación que el mercado hizo. Tras el drawdown, a 13× se ha comprimido notablemente el múltiplo. Dado que se espera crecimiento de EPS de doble dígito, el ratio PEG (PE/G) ~1.5 sugiere una valoración atractiva, no excesiva.
- **EV/EBITDA:** Tomando $EV \approx \$11030.7M \text{ acciones} - \$130M \text{ caja} = \sim \$3.3B$ / $EBITDA \sim \$320M = \sim 10.3\times \text{ ajustado}$, o $\sim 9\times$ si usáramos *EBITDA GAAP* \$411M (pero este engaña por one-off). El promedio histórico 10 años es ~8.1×, por lo que actual está un poco arriba. No obstante, el EV/EBITDA Fwd* (a 2025 est) sería menor dado que se proyecta ~\$395–420M EBITDA. Podría situarse en ~8× forward EV/EBITDA, lo cual ya es inferior al histórico y sugeriría infravaloración si se cumple el crecimiento.
- **P/S (Price/Sales):** ~1.5× (mkt cap ~\$3.4B / ventas \$2.12B). Históricamente, Sterling cotizaba a P/S bajísimo (~0.3–0.5×), típico de constructoras de márgenes bajos. La actual 1.5× es mucho mayor que su pasado, pero justificable por su margen neto ahora ~13%. De hecho, $P/S = 1.5$ con net margin ~13% implica P/E ~11.5 (consistente con antes). El fuerte aumento de P/S histórico refleja re-rating de mercado reconociendo su nuevo perfil de margen. Respecto al sector, el sector “Construction & Engineering” promedia ~0.76× P/S – la mitad de Sterling. Esto usualmente indicaría que Sterling está cara vs sector en ventas, pero es porque genera el doble de margen neto que el promedio (13% vs ~6%). Ajustado por margen, su valuación por ventas no es alta.
- **P/B (Price/Book):** ~5× (con BVPS ~\$22). Esto es por su ROE alto. Históricamente su P/B mediano fue ~6.4×, así que incluso está algo *por debajo* de la media pasada,

lo cual podría interpretarse como infravalorado en términos patrimoniales considerando su ROE 35%. El sector P/B es $\sim 1.56\times$, mucho menor, pero sector ROE mucho menor también. En general, P/B en constructoras no es muy relevante, porque intangible (goodwill) y diferencias contables distorsionan. En Sterling hay intangible por adquis ($\sim \$212\text{M}$ de goodwill al 2024) pero su equity alto se debe a retenciones.

- **EV/FCF:** Vale la pena destacar este. Con EV $\sim \$3.3\text{B}$ y FCF 2024 $\sim \$335\text{M}$ (operativo 497 - capex 81 - int pagado + int cobrado), $EV/FCF \sim 10\times$. Sin embargo, la hoja de apoyo marca EV/FCF $\sim 4\times$, lo cual parece calcular FCF de 2024 incluyendo la liberación enorme de working capital (que fue atípica). Ajustemos: CFO 2023 $\$478\text{M}$, CapEx $\$49\text{M}$, FCF $\$429\text{M}$; EV $\sim 3.5\text{B}$ (a 2023 mkt cap $\sim \$4\text{B} + \text{deuda?}$). $EV/FCF = \sim 8\times$. Para 2024 CFO $\$497\text{M}$, FCF $\$416\text{M}$, EV 3.3B , $EV/FCF \sim 8\times$. No llega a $4\times$ salvo que consideren cash conversion cycle acortado no repetible. Quizás la cifra $4\times$ era en cierto momento de 2023 con EV más bajo y CFO trailing más alto. En cualquier caso, incluso $8-10\times$ EV/FCF es *barato* comparado con otras industriales (sector median $\sim 12.5\times$). Esto indica un generador de efectivo a precio razonable.

En suma, *los múltiplos de mercado de Sterling no reflejan prima significativa pese a su sobresaliente desempeño*. De hecho, comparativamente:

Múltiplos vs sector:

- P/E 13 vs sector ~ 15.2 (constructores) \Rightarrow Sterling cotiza con *descuento* en términos de P/E.
- EV/EBITDA 10.3 vs sector $\sim 8.7 \Rightarrow$ un leve *premium* sobre sector, pero considerar que su EBITDA marg $\sim 19\%$ vs sector $\sim 10\%$. Por unidad de EBITDA, paga un poco más, pero justificado por estabilidad y crecimiento.
- P/S 1.5 vs sector 0.76 \Rightarrow aparente premium como dicho, pero normal dada la diferencia de margen.
- EV/FCF $\sim 8-10$ vs sector $\sim 12.5 \Rightarrow$ *descuento notable* en base a flujo de caja, indicando infravaloración relativa.

Con estos datos, se puede argumentar que **el mercado está infravalorando a Sterling**. Posiblemente la acción cayó un 50% por tomas de ganancias y preocupación de que el boom no sea sostenible, y ahora se encuentra con múltiplos modestos, más cercanos a un contratista promedio pese a no serlo.

Valoración DCF intrínseca: Según el análisis DCF con varios escenarios sugiere un valor intrínseco muy por encima del precio:

- *Caso conservador:* valor intrínseco ~50% superior a la cotización (margen de seguridad alto).
- *Caso base:* ~70% superior (margen muy alto).
- *Caso optimista:* ~120% superior (doblaría).

Esto indica que, bajo hipótesis razonables de crecimiento moderado (digamos high single-digit) y WACC normal (~9%), la acción podría valer quizá \$165–\$200 en escenarios base, versus \$110 actual. Por ejemplo, si tomamos EPS \$6.10 en 2024, crecimiento 15% primer año, 12% segundo, 10% siguiente, luego 5% terminal, con COE 10%, obtenemos un valor presente fácilmente por encima de \$150. Los datos sugieren que incluso asumiendo un lento +1% rev en 2025, hay margen.

En concreto, la propia dirección parece indicar valor: recompraron hasta \$150-\$200.

Potencial hasta máximos previos: El precio máximo alcanzado fue ~\$220 (asumiendo un drawdown 50% a \$110). Subir de \$110 a \$220 implicaría **+100%**. Dado que ese pico se logró cuando el mercado anticipaba un crecimiento explosivo y asignó P/E ~25×, la pregunta es: ¿puede volver? Dependerá de si vuelven catalizadores (p.ej., otra secuencia de beats que haga que inversores paguen 20+ P/E). No es descabellado en 1-2 años si la tesis se cumple: por ejemplo, si en 2025 logran EPS ~\$7.5 y mercado les diera P/E 20 (por su desempeño), el precio sería \$150. Con EPS \$9 en 2026 y P/E 20, sería \$180. Para \$220, haría falta o un P/E algo por encima de 20 o EPS más de \$11, lo cual es más a medio plazo. Sin embargo, la presencia de la ganancia RHB distorsionó tal vez la visión; sin eso, \$220 fue excesivo momentáneamente. Un precio objetivo más razonable podría ser los ~\$170–180 (entre base DCF y 52-week high ajustado). Eso aun representaría ~55–65% upside.

Expectativas descontadas en el precio: Al \$110, parece que *el mercado descuenta un escenario de ralentización permanente o riesgo*. Es decir, su valoración sugiere que quizás los inversores piensan que el crecimiento de Sterling va a enfriarse muchísimo (EPS estancándose ~6-7\$ indefinidamente). Por ejemplo, con P/E 13, si se asumiera un crecimiento de EPS bajo (5% a lo sumo), sería justificado. O podría implicar que se duda de la calidad de backlog. Esto contrasta con la evidencia de backlog en máximos y drivers aún fuertes. Así que da la impresión de que *el mercado está siendo demasiado pesimista*, quizás equiparando a Sterling con contratistas cíclicos que suben y bajan.

Descuento respecto a su calidad: Claramente, hay un *descuento injustificado* si consideramos su ROIC, balance robusto y perspectivas. Empresas con ROIC > 15%, crecimiento double-digit y balance net cash suelen cotizar con primas, no descuentos. Por analogía, Quanta Services (PWR), contratista en energía con crecimiento alto, cotiza ~18× EPS. Sterling a 13× sugiere oportunidad.

Asimetría riesgo/retorno: Esta es la clave final: *¿qué upside vs downside ofrece?*

- **Upside plausible:** Revalorización hacia precios intrínsecos o su valor de alta calidad. Un escenario medio sería volver a P/E ~18 (promedio S&P) sobre EPS 2025 ~\$7 = \$126 (~15% upside), P/E 18 sobre EPS 2026 ~\$8 = \$144 (~31% upside). Más agresivo, P/E 20 sobre \$8 = \$160 (+45%), o P/E 20 sobre \$9 = \$180 (+64%). Y retomar máximos 220 sería +100%. Dado su historial, un *target* razonable 12-18 meses podría situarse en la franja \$150–\$170 (50%+ upside).
- **Downside potencial:** ¿Qué tan abajo podría ir? Después de caer 50%, la acción quizás tocó un piso técnico/fundamental. Con caja neta y backlog fuerte, difícil justificar múltiplos mucho más bajos sin evento macro severo. Podríamos ver, en un mal caso, P/E 10x sobre \$6 EPS = \$60 como un suelo extremo (eso sería otra caída -45%). Pero para llegar ahí tendría que haber contratiempos serios. Más realista, el downside en escenario neutral podría ser \$90 (-18%), que sería P/E ~11x, EV/EBITDA ~7x, ya muy barato pero sucedió antes.

Comparado, el upside de +50% vs downside -20% es una relación 2.5:1 favorable. Incluso vs downside catastrófico -45% (poco probable), la relación ~1:1 para escenario base, pero consideramos catastrófico improbable sin recesión global.

Además, la solidez financiera limita el downside fundamental: con tanto cash, en caso de caída la empresa podría intensificar recompra (apoyando precio) o incluso volverse objetivo de adquisición (otra fuente de valor latente: un player mayor podría ver valor en su cartera y pagar prima).

¿Optimismo vs pesimismo del mercado? El drawdown indica que el mercado temió un *peak earnings* o saturación. Sin embargo, la evidencia (backlog, guías, drivers) sugiere que no estamos ante un declive secular, sino quizá un *breather* antes de seguir creciendo. Si los próximos trimestres confirman que los ingresos no colapsan y que 2025 retoma crecimiento a finales, es probable que el mercado re-reratee la acción al alza.

Conclusión de valoración: Desde una perspectiva de inversión, *Sterling Infrastructure* ofrece un perfil de valoración convincente: cotiza a múltiplos modestos considerando su alta rentabilidad y perspectivas, implicando un **margen de seguridad** apreciable. La asimetría es atractiva: el **upside** si la tesis se materializa (ejecución conforme a guías, continuidad de demanda) podría ser del orden de +50% o más en 1-2 años, mientras que el **downside** parece acotado por su fortaleza financiera y la infravaloración actual (difícil justificar mucho menos de 10x earnings para una empresa así sin que toda la bolsa caiga).

En otras palabras, el mercado parece haber precificado un escenario bastante pesimista, lo que brinda al inversor la oportunidad de entrar a precio de ganga en una compañía de gran calidad. Si Sterling simplemente cumple las expectativas de crecimiento moderado y el mercado le reconoce un múltiplo similar al sector o a su historial normalizado, la acción debería apreciarse sustancialmente.

Por ende, la valoración actual sugiere un **elevado potencial de revalorización** con un margen de seguridad considerable, lo cual constituye la piedra angular financiera para esta tesis de inversión.

12. Comparativa con el sector y competidores

Para contextualizar mejor la posición de Sterling, compararemos la empresa con sus principales competidores y pares del sector, tanto en modelo de negocio como en métricas financieras clave (márgenes, crecimiento, endeudamiento, valoración relativa). Esto permitirá apreciar si Sterling está entre los líderes o rezagados de su industria, y qué ventajas competitivas tiene frente a comparables.

Competidores directos identificados: Sterling opera en un nicho particular cruce de *construction e infrastructure services*, por lo que no tiene un clon exacto. Sin embargo, podemos dividir por segmento:

- *En E-Infrastructure (movimiento de tierras para sitios industriales):* Muchos competidores aquí son privados/regionales, como DPR Construction, Holder Construction (en data centers), o contratistas de excavación locales. Sterling, gracias a Plateau y Petillo, compite con empresas como **MasTec** (MTZ) en algunos proyectos de infraestructura de energía/data (MasTec tiene unidad de construcción industrial) o **Primoris Services** (PRIM) que hace obras civiles para energía y telecom. No obstante, MasTec es más enfocado a energía y telecom instalaciones, no tanto terracerías; Primoris sí hace algo de terracería en sureste. También **Granite Construction** (GVA) incursionó en trabajos de sitio para proyectos energéticos. Pero realmente, en la parte de data centers/hyperscale, su competencia principal son **contratistas especializados:** Clayco, Turner (división), Bechtel (en mega-campus), etc., que suelen subcontratar parte del grading. *Conclusión:* En este subcampo, Sterling es de los *pocos puros jugadores cotizados*. Su ventaja es haber adquirido a grandes como Plateau/Petillo. Los competidores son a menudo parte de firmas mayores o privados.
- *En Transportation (obra civil pesada):* Aquí los comparables más claros son **Granite Construction (GVA)**, **Tutor Perini (TPC)**, **AECOM (ACM)** en su división construcción (aunque AECOM se concentra más en diseño/ingeniería ahora), **Fluor/Kiewit** en proyectos grandes (pero esos son más globales y multiindustria). **Granite** es quizá su competidor cotizado más cercano en tamaño y foco (carreteras, puentes en EE. UU. con backlog público). **Tutor Perini** también hace autopistas y transporte mas es notoria por problemas de ejecución. Además, en mercados regionales específicos, competidores privados/regionales: Austin Bridge & Road (Texas), Sundt, Lane Construction (de Salini Impregilo), etc. Un nombre relevante: **Webber LLC**, filial de Ferrovial, fuerte en Texas highways, compite con Sterling en DOT Texas.
- *En Building Solutions (cimentaciones residenciales):* Este es un mercado fragmentado de cientos de contratistas locales por ciudad. No hay competidores

nacionales conocidos cotizados. Sterling (Tealstone/CCS) compite con contratistas locales de concreto en Dallas, Houston, Phoenix. Su escala la hace dominante en DFW especialmente. Un competidor privado reseñable era **Roger's-O'Brien** (Texas) pero no seguro en residencias. Aquí su ventaja es ser más grande, integrando también fontanería ahora. No hay un "peer" para comparar métricas en este nicho.

Dado lo anterior, tomaremos **Granite Construction** como principal referencia de comparación, y en menor medida **Primoris** y **MasTec** para ciertas métricas.

Comparativa de modelo de negocio y posicionamiento:

- *Escala:* Sterling (ingresos \$2.1B) vs Granite (\$4.0B), MasTec (\$9B, pero en energía), Primoris (\$4B). Así que Sterling es mediano, la mitad de Granite. Sin embargo, **Sterling se enfoca más en sector privado de alto margen**, mientras **Granite es 75% obra pública** tradicional. Esto da a Sterling más crecimiento secular y menos dependencia gubernamental, pero también exposición a clientes corporativos grandes (lo cual maneja bien). Granite tiene diversificación geográfica mayor (costa oeste sobre todo California, vs Sterling más Texas/sur). Tutor Perini (\$3.8B rev) se centra en grandes proyectos e infra complicadas, pero ha tenido problemas con sobrecostos y cobros pendientes.
- *Margen bruto/operativo:* Sterling ~20% bruto, 12% op (adj); Granite ~12% bruto, ~5-6% op; Primoris ~14% bruto, ~7% op; MasTec ~15% bruto, ~8% op (estas aproximadas). Sterling destaca con márgenes superiores a todos ellos, especialmente en neto (Sterling net 13%, Granite net ~4-5%, Primoris net ~3%, MasTec net ~5%). Esto indica **Sterling es líder en rentabilidad**. ¿Por qué? Por su mezcla: ha reducido negocios de bajo margen (Granite todavía tiene negocios de materiales con marg. bajos, Tutor sufre sobrecostos). Sterling evita licitaciones con baja remuneración, cosa que Granite recién empieza a hacer tras años de problemas.
- *ROIC/ROE:* Sterling ~16% ROIC, 35% ROE; Granite ~10% ROIC tras mejora, ROE ~8-10% en 2024. Claramente **Sterling domina en retornos sobre capital**, como discutido. Competidores como Tutor han tenido ROIC negativo en años malos.
- *Deuda:* Sterling net cash; Granite ~0.4x Debt/EBITDA; Primoris ~1.8x (más endeudado tras adquisiciones pipe); MasTec ~2.5x (por comprar IEA etc.). De nuevo, **Sterling más conservador financieramente**. Esto reduce su riesgo vs peers.
- *Crecimiento:* 5Y revenue CAGR: Sterling ~13%, Granite 5% (y con altibajos), Primoris ~15% (por adquisiciones en solar), MasTec ~20% (por telecom & renewables acquisitions). En net income, Sterling mucho mejor (Granite tuvo años

negativos 2019-2020 por cargos legales, etc.). **Sterling aparece como uno de los de mayor crecimiento orgánico y consistente.**

- *Cuota de mercado:* Difícil cuantificar en cada subsegmento. En carreteras de Texas, Sterling es uno de los top, pero compite con Webber, Williams Bros (privados). A nivel nacional en heavy civil, Granite es mayor en coste oeste, Sterling en Texas/sur, etc. En data centers, ningún contratista “acapara” el mercado, pero Sterling por sus relaciones es probable contratista recurrente de 2-3 players top, lo cual le da un nicho. Globalmente, Sterling no es de mayor tamaño que sus competidores, pero su **posicionamiento es único** por la mezcla de sectores: combina obra pública con privada de alto crecimiento, cosa que pocos hacen.

Ventaja competitiva frente a competidores:

- Frente a *Granite/Tutor (heavy civil)*: Sterling tiene **mejores márgenes**, proyectos menos riesgosos (no megaobras tipo túneles que TPC hace y le salen mal), y diversificación en privado. Esto la hace menos dependiente de litigios por claims de costos, etc., que han plagado a esas empresas. De hecho, Granite aún arregla contratos legacy con pérdidas; Sterling limpia su backlog continuamente. En credibilidad de gestión, Sterling sale ganando: Granite estuvo envuelta en escándalos contables 2019, Tutor es percibida mal por repetidos incumplimientos; Sterling al contrario tiene track record pulcro. Por ello, es lógico que el mercado le asigne márgenes altos y P/E relativamente parejo a Granite pese a tener mucho mejor desempeño.
- Frente a *Primoris/MasTec (infraestructuras privadas)*: MasTec es diversificada en telco, oleoductos, energía; no compite de lleno salvo en algún trabajo industrial. Su perfil es diferente (muy expuesto a energía volátil). Sterling quizás no llega a tener la escala en proyectos de energías renovables que Primoris o MasTec buscan, pero a su vez estos no incursionan tanto en data centers/housing. Por tanto, el “moat” de Sterling es haberse especializado en *site development para e-commerce/data*, algo que ni MasTec ni Primoris estaban haciendo fuertemente; de hecho, MasTec al ver la oportunidad compró IEA (energía solar/EPC) y posiblemente mire data centers, pero Sterling ya tiene esa base.
- En *Building vs competidores locales*: La ventaja de Sterling es la **escala y reputación**: puede manejar cientos de cimientos al mes con controles de calidad, cosa que un contratista más pequeño no podría en plazos de builder grande. Por eso DR Horton u otros confían en ellos en Dallas. Los competidores locales podrían ofrecer precio menor pero no la misma capacidad de terminar rápido sin defectos. Además, con su nueva oferta integral (foundation + plumbing) ofrece más valor y

reduce la necesidad de coordinar dos subcontratistas distintos, volviéndose más atractivo.

Riesgos competitivos a futuro:

- Competidores grandes podrían tratar de entrar en sus nichos. Por ejemplo, **Granite** o **Kiewit** podrían querer más proyectos privados de sitio industrial para diversificar. Sin embargo, sin las relaciones y track record, no es trivial; Sterling tiene la referencia de Plateau/Petillo.
- **Consolidación sectorial:** Podría haber fusiones – ej. Granite ha sido mencionado en rumores de compra por empresas más grandes. Si un competidor se consolida con otro, podrían ganar capacidad (p.ej., si un JV de contratistas se vuelve uno solo, más fuerte). Pero no se ve de momento un consolidador específico en su nicho.
- **Nuevas amenazas/disrupción:** En la construcción, la disrupción suele venir de tecnología (prefabricación, automatización). Sterling también adopta algo (tecnología BIM, etc.) pero no se ve una disrupción inmediata en su core (excavar tierra requiere maquinaria y gente, no hay “Uber for excavation”). Un riesgo intangible es *cambios en modalidad de contratación* – por ejemplo, más partenariados público-privados (PPP) podrían atraer a fondos de infraestructura que se asocien con competidores, etc. Sterling ha participado en pocos PPPs; si ese modelo se extiende, tendría que adaptarse.

En general, **Sterling se posiciona entre los líderes de rentabilidad** en su sector. No es el mayor en tamaño, pero su margen elevado la distingue. Es un “outsider” en una industria de vacas flacas, habiendo logrado lo que pocos: margin expansions. Esa es su ventaja competitiva principal junto a su diversificación. Sus competidores o son más grandes pero con margen inferior (Granite), o más chicos y enfocados (contratistas locales) pero sin su alcance.

Riesgos competitivos concretos:

- *Erosión de posición por competidores:* Podría suceder si, por ejemplo, un competidor entra agresivo con precios bajos (bajando márgenes sectoriales). Esto es posible en autopistas (empresas con menos overhead licitan barato). Sin embargo, Sterling evita low-bid, por lo que su backlog no depende de ganarlas con precio mínimo. En data centers, los clientes priorizan fiabilidad sobre precio solamente, así que es menos probable un competidor se los gane solo por precio si no tiene pedigrí.
- *Riesgo de perder personal clave ante competidores:* La industria sufre caza de talento. Sterling ha retenido su management bastante; mientras mantengan cultura y compensación, el riesgo es bajo.
- *Si el mercado se ralentiza, competencia más feroz:* En un downturn, más jugadores pelearán pocos proyectos, presionando márgenes. Sterling tendría que mantenerse

disciplinada para no caer en mal negocio. Por su fortaleza financiera, podría darse el lujo de seleccionar.

Peers cotizados a usar de *benchmark* financiero:

Además de Granite y Primoris, podríamos considerar **EMCOR (EME)** – aunque es más en servicios mecánicos/eléctricos, es un caso de empresa en construcción con altos márgenes y excelente ejecución. EME cotiza a P/E ~17.5×, EV/EBITDA ~11× con marg op ~7%. Sterling, con marg op ~12%, a P/E 13×, se ve barata en comparación. EMCOR es líder en su nicho, premiada con múltiplos más altos. Sterling podría aspirar a similar re-rating.

Disrupciones tecnológicas: Un tema: la construcción está adoptando más *prefabricación* (componentes hechos en fábrica y ensamblados en sitio), que reduce ciertas labores in-situ. Esto afecta más a edificaciones complejas; en autopistas o movimientos de tierra, no hay prefabricación de “terrenos”. Quizás en concreto residencial algún sistema prefabricado de cimientos podría surgir pero improbable en horizontes cercanos. Resumiendo, no se vislumbra una *disrupción* inminente que haga obsoleto su modelo (no es como taxis vs Uber).

Consolidación del sector: En la construcción heavy, ha habido consolidaciones ocasionales (AECOM vendió su negocio de construcción a Orion, Jacobs vendió su unit a Worley, etc.). ¿Podría Sterling ser comprada por alguien? Posible: una empresa global de ingeniería con apetito de entrar en US infra (ej. una europea) podría verlo atractivo por su márgenes. Por ejemplo, **Vinci** (gigante francés) ha comprado contractors medianos en NA. O un *private equity* con visión de consolidar. Este es un factor extra: la valoración barata la hace *target* potencial. Sin embargo, su directiva actual querrá seguir independencia dado su éxito.

En conclusión, la comparativa muestra que **Sterling sobresale** frente a competidores en rentabilidad, salud financiera y crecimiento, situándose en el cuartil superior del sector por calidad. Su nicho diversificado la protege de competir frontalmente con todos a la vez, y donde compite, lo hace con ventaja (costos controlados, reputación). Los riesgos competitivos existen pero la empresa ha demostrado poder evitarlos (no entrar en guerras de precios, escoger mercados ventajosos). Por tanto, en el marco de la tesis, Sterling es más bien un *ganador sectorial* infravalorado que un seguidor rezagado. Esto refuerza la convicción: invertir en el “mejor de la clase” suele rendir frutos cuando cotiza a múltiplos similares a medianos.

13. Asignación de capital y decisiones estratégicas

En este bloque analizamos cómo Sterling ha gestionado la **asignación de capital** (inversiones internas, adquisiciones, recompra de acciones, etc.) y qué tan alineadas han estado esas decisiones con la creación de valor a largo plazo. En particular, examinaremos las adquisiciones pasadas (estrategia de M&A), el equilibrio entre reinversión y retornos, y si se observan aciertos o errores notables en estas decisiones.

Política general de asignación: La dirección de Sterling ha enfatizado repetidamente su enfoque disciplinado en la asignación de capital. En la carta 2023, dicen: “*creemos que el mejor uso de nuestro efectivo son adquisiciones estratégicas que expandan servicios o alcance geográfico... nos mantenemos activos buscando posibles objetivos, con enfoque en E-Infrastructure y Building Solutions*”. Al mismo tiempo, aprobaron un plan de recompra para retornos oportunistas al accionista. Esto resume su filosofía: **priorizar inversión de crecimiento de alto retorno** y, si sobra liquidez, devolver a accionistas. Han sido consistentes con esto en los últimos años.

Análisis de adquisiciones realizadas:

- **Plateau (2019):** Ya descrita, fue la compra transformacional (\$400+M). *Encaje estratégico:* Perfecto, les dio entrada dominante al negocio de site development en sureste, diversificando del heavy civil. *Integración:* Parece exitosa; Plateau se integró como Specialty Services (ahora E-Infrastructure) y retuvo su rentabilidad. Los resultados 2020-21 reflejan su aporte sin disrupciones. *Resultados financieros:* Plateau aportó un salto de ingresos y EBITDA enorme; si se calcula ROI, pagando ~\$400M por un EBITDA ~\$60M (asumido en 2020) es 15% ROIC, más sinergias. Y con la posterior mejora de margen, esa adquisición generó gran valor. *Deuda asociada:* Tomaron deuda para financiar, pero como vimos, la repagaron con CFO en pocos años. *Creación o destrucción de valor:* Claramente creación. Plateau fue la piedra angular para volverse *high-margin*, su margin backlog subió tras comprarla. Sin Plateau, Sterling seguiría siendo solo heavy civil con <10% marg. Entonces, un acierto rotundo.
- **Tealstone (2017):** *Encaje:* Dio segmento Building Solutions en Texas, diversificó a residencial. *Precio y ROI:* Se adquirió por ~\$85M (mix cash/stock) con ~\$11M EBITDA, ~7.7x múltiplo. Buena compra, resultó en net margin building ~10%. *Integración:* Hubo algunos altibajos iniciales (2018 contracción marg de heavy civil, pero Tealstone anduvo bien). En años subsiguientes, Tealstone creció con el boom housing Texas. *Valor:* Creó valor, ya que incluso vendieron en 2020 un componente (Myers era parte de acuerdo con Tealstone? En realidad Myers era JV autopistas, no es Tealstone). Tealstone se convirtió en base de un segmento de

~\$400M rev en 2024, generando >\$49M EBIT. Excelentes retornos en equity invertido.

- **Petillo (enero 2022):** *Encaje:* Expansión geográfica de E-Infrastructure al noreste de EE.UU. Petillo era líder en site development en NJ/NY/PA. *Tamaño:* Adquirido por \$20M en efectivo + ~500k acciones (vale ~\$15M entonces). Muy barato porque Petillo tenía más de \$150M rev y fue un carve-out (posible que la familia Petillo quiso acciones para upside). *Integración:* Amplió backlog E-Infrastructure, permitiendo atender un Amazon data center en Northeast (por ej.). *Resultados:* Añadió ~ \$100M rev en 2022, y su margen similar al resto (12%+). ROI altísimo, prácticamente sacaron Petillo a precio ganga y en 2023 ya integraba backlog. Creación de valor sin duda. Además, Petillo fue clave en backlog E-infra +48% en 2023. Sin Petillo, habrían tardado más en entrar a ese mercado.
- **Concrete Construction Services, AZ (Sep 2022):** *Encaje:* Expansión de Building Solutions a Phoenix, mercado caliente de vivienda. *Precio:* no divulgado, seguramente pequeño (<\$10M). *Integración:* CCS aportó ~300 empleados, bases en Phoenix. *Resultados:* Permitió a Building seg. expandir 26% op inc en 2023. O sea, agrega al pipeline resid. ROI decente.
- **Professional Plumbing Group (PPG, nov 2023):** *Encaje:* Adición vertical de fontanería en Building Solutions Texas. *Precio:* no revelado (quizá \$10-15M). *Integración:* Justo se sumó al final 2023, necesitaremos ver 2024. *Rationale:* Ofrecer servicios complementarios de fontanería en nuevas viviendas, cross-sell a base Tealstone. *Valor:* A priori parece astuto: aumenta ingreso por hogar construido, y mejora retención con clientes. PPG ya era rentable supongo. De nuevo, centrado en estrategia principal (fortalecer Building Solutions en core markets).
- **Myers Disposition (2022):** *Estratégicamente:* Vendieron 50% JV de autopistas en California. *Rationale:* Myers & Sons era heavy civil en California con márgenes bajos y riesgos (contrato irregular). Al salir, se enfocan en su core de altos márgenes. Recibieron \$18M, y se libraron de compartir control. Buena decisión: quitó distracciones y liberó capital. Igualmente, la **deconsolidación de RHB (2024)** fue un movimiento estratégico sutil: en vez de venderlo directamente, reestructuraron la JV para ya no consolidarla, preámbulo a quizás vender a su socio (o comprar su parte, pero lo probable es vender su 50% en el futuro). RHB es autopistas en Nevada, no core. Con eso, enfocan aún más el negocio. Y de paso generaron la ganancia contable.

Disciplina en M&A: Observamos que *cada adquisición de Sterling ha sido consistente con su estrategia comunicada:* expandir geográficamente en sus segmentos (Petillo, CCS),

añadir capacidades complementarias (PPG) o entrar a un nicho de alto crecimiento (Plateau, Tealstone). No hicieron compras fuera de foco (no compraron, digamos, empresas de tecnología u otros sectores ajenos). Esto indica una visión estratégica clara y sostenida. Además, parecen haber comprado **barato**: multiples 7–8x EBITDA o menos, integrándose bien. No hay indicios de destrucción de valor por M&A – al contrario, M&A ha sido generador neto de valor.

Uso del apalancamiento en M&A: Solo Plateau supuso endeudarse fuerte. ¿Cubrieron ineficiencias con deuda? No, la deuda fue para pagar un activo valioso. No se endeudaron para sostener dividendos (no pagan), ni para recompras excesivas. Lo usaron puntualmente para un M&A transformador y luego lo redujeron.

Asignación a CapEx vs M&A vs retornos: En 2021-22, priorizaron M&A (Plateau, Petillo, CCS) y CapEx normal de operación (renovar equipos ~\$30-50M año). Ya en 2023, con menos M&A, destinaron a deuda y guardaron caja. En 4Q23, con ratio net cash, se animaron a recompra en 2024. Este **timing** sugiere buena priorización: primero crecer con M&A hasta lograr portafolio óptimo, luego devolver capital. No malgastaron en extravagancias.

¿Errores en asignación?: Uno podría pensar que vendieron Myers & Sons un poco barato (\$18M) ya que en backlog sumaba más, pero la verdad es que era JV 50% y con baja rentabilidad, así que salir por \$18M y enfocarse en mejores cosas fue sensato. Quizá un debate: la recompra en Q3 2024 de acciones a >\$150 podría verse como no ideal pues la acción luego bajó, pero era un pico temporal. Aun así, lo hicieron quizás porque confiaban en valor a largo. Y solo gastaron \$20M a ese nivel, marginal. En general, han sido buenos *timing* – compraron muchas acciones en Q2 a \$100 antes de la suba.

Balance entre inversión y retorno: Sterling ha generado mucho cash. ¿Lo ha invertido bien? Diríamos que sí: la reinversión (M&A + capex) ha potenciado su crecimiento sin sacrificar salud financiera; y no retuvieron exceso de efectivo innecesariamente (ya empezaron a retornarlo). Incluso tras recompra, aún tienen caja para optionalidad (por eso guardan ~\$500M, quizá para una futura compra si surge). Tienen la capacidad de hacer otra gran adquisición si aparece (por ej., podrían buscar otra empresa de e-infra en Midwest, etc.). Es importante que no hagan "diworsification": por ahora, todas las señales son que se mantendrían en su knitting.

Visión de largo plazo vs objetivos cortoplacistas: La asignación de capital sugiere **visión de largo plazo**. Por ejemplo, retuvieron ganancias para pagar deuda en vez de iniciar dividendos populistas en 2020-21; invirtieron en integraciones culturales (Plateau retuvo su management, Petillo la cultura se integró) para éxito a futuro. Sus decisiones no parecen dictadas por hits trimestrales sino por construir la empresa deseada. E.g., RHB se sacó aunque generaba neto, para alinear su portafolio a largo plazo (y tal vez porque su socio quería eso, pero aun así).

M&A vs estrategia comunicada: La directiva siempre dijo: “expandir E-Infrastructure, crecer Building, salir de low-margin”. Efectivamente, vendieron low-margin (Myers, RHB), compraron E-infra y building assets. Es coherente.

Márgenes tras M&A: A veces M&A erosiona márgenes consolidado (por absorber negocios peores). En Sterling, al contrario, cada M&A elevó el margen consolidado (Tealstone subió marg bruto global, Plateau llevó gross margin de <10% a 13%, etc.). No han comprado por comprar, sino los correctos.

Sinergias tangibles: Podemos ver sinergias. Tras Plateau, aprovecharon su know-how en design-build para heavy highway (lo mencionaron que backlog margin heavy highway subió por shift a design-build). Tras Petillo, replicaron prácticas de Plateau en Northeast. Y PPG sinergia con Tealstone es obvia (vender paq completo).

Evitando malgasto: No hay señas de excesos: la compensación ejecutiva ha sido razonable (Cutillo ~\$5M/ año, no loco para valor creado). Ni despilfarro en proyectos pet – no han invertido en diversificaciones raras (ej. no han invertido dinero en tech improbable). Sus overhead corporate es modesto (<5% ventas).

Riesgo de M&A futuro: Un riesgo es que con tanta caja, se sientan obligados a hacer una gran compra tal vez no tan buena. Sin embargo, la directiva ha dicho que se enfoca en *empresas complementarias de E-Infrastructure/Building*. Los targets probablemente sean pequeñas o medianas en regiones nuevas (quizá una en Midwest?). Mientras mantengan su disciplina de múltiplos y encaje, es más oportunidad que riesgo. Y si no ven nada atractivo, esperemos que hagan más recompras en su lugar.

Conclusión: La asignación de capital de Sterling en los últimos años ha sido **excepcionalmente acertada y estratégica**. Han sabido balancear crecimiento (M&A) y fortalecimiento financiero, evitando la destrucción de valor. Sus principales inversiones han rendido frutos claros en competitividad y resultados, y cuando detectan activos no esenciales, los han desinvertido sin titubeos. Esto denota un management pragmático y orientado a maximizar valor a largo plazo. Para los inversionistas, es reconfortante ver este historial, pues sugiere que en el futuro seguirán tomando decisiones razonadas (no hay señales de empire-building a cualquier precio ni de complacencia con exceso de caja).

Esta disciplina en el uso del capital es parte integral de la “*calidad estructural sobresaliente*” mencionada en la tesis: no basta tener buen negocio, hay que gestionarlo bien. Sterling cumple ambas condiciones, reforzando la convicción en la oportunidad de inversión.

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

Ahora enfocamos la situación *actual* de la cotización de Sterling, caracterizada por un **drawdown aproximado del 50%** desde sus máximos. Analizaremos la magnitud y causas de esta caída, si están relacionadas con factores sectoriales, específicos de la empresa o temporales, y qué relevancia tiene esto para la oportunidad de inversión.

Situación de la cotización: Al 25 de febrero de 2025, la acción de STRL ronda ~\$110, habiendo caído desde un pico en torno a ~\$220 (ajustado por splits) en algún momento previo. Este drawdown del ~50% es significativo, más aun considerando que la empresa reportó resultados récord en 2024. Para dimensionar: la capitalización bajó de ~más de \$5B a ~\$3.4B. Sin embargo, incluso con esa caída, la acción sigue muy por encima de niveles de años anteriores (por ejemplo, a inicios de 2023 cotizaba ~\$40-50). Así que es en parte una corrección tras una extraordinaria alza.

Causas posibles del drawdown:

- *Rotación de mercado y toma de beneficios:* Sterling venía de apreciarse +168% en 2023 y +91.6% en 2024. Estas subidas parabólicas suelen ser seguidas de tomas de ganancias por inversionistas. Es probable que tras alcanzar nuevas alturas, muchos accionistas realizaran beneficios, provocando presión vendedora técnica, independiente de fundamentals inmediatos.
- *Preocupación por fin de ciclo o pico de beneficios:* Cuando una acción se multiplica y la empresa encadena varios años de 40%+ crecimiento EPS, los mercados a veces anticipan que *lo bueno no puede durar para siempre*. Algunos pueden haber interpretado el extraordinario 2024 (EPS ~doblado por one-off) como un pico difícil de repetir. Además, el backlog bajó nominalmente por RHB, lo cual superficialmente podría lucir como señal de enfriamiento (sin analizar la causa). Si a eso se suma un guidance conservador de ingresos 2025 (+0-10%), pudo cundir la idea de que "lo mejor ya pasó". Esto llevó a reevaluar la valuación a múltiplos más bajos, contrayendo el precio.
- *Contexto sectorial bursátil:* A finales de 2024 e inicios de 2025 hubo correcciones en acciones de pequeña y mediana capitalización en general, por rotación hacia mega-caps o por temores de recesión. Las empresas de construcción en particular pueden sufrir cuando suben tasas (encarece proyectos, reduce housing starts). Es posible que la subida de tipos y la incertidumbre macro en la segunda mitad de 2024 enfriara el apetito por acciones cíclicas como Sterling, provocando una contracción de múltiplos aunque los resultados fueran buenos.
- *Factor técnico de free float:* Al subir tanto la capitalización, es probable que Sterling ingresara en el radar de más fondos (incluso se incluyó en índices S&P

SmallCap, etc.). A veces tras rebalances, hay volatilidad. También, los insiders o ejecutivos podrían haber aprovechado precios altos para vender alguna parte (no hay info de ventas masivas, pero es posible algún ejecut. diversificó). Cualquier venta de tamaño en un stock midcap puede causar correcciones grandes.

- *Comunicación prudente de la directiva:* En su llamada Q3 2024, pese a los grandes números, posiblemente la directiva se mostró cauta para 2025, enfatizando las comparativas difíciles. Por ejemplo, "esperamos crecimiento proforma, ajustado, etc.", puede haber confundido a analistas. Si no quedó claro cómo excluir el one-off, algunos titulares pudieron malinterpretar "Sterling espera caída de ganancias en 2025", generando una reacción negativa. El artículo de Nasdaq menciona "*flat revenues in Q4 due to reduced low-margin work in Texas*", y quizás la acción se resintió tras resultados Q4 (reportados en early Mar 2025, fuera de corte) si no cumplió algún aspecto como ingresos.

Resumiendo: el drawdown parece más producto de *factores de mercado y percepciones* que de un deterioro real de los fundamentales.

Relevancia como oportunidad:

- *Desconexión fundamentales-cotización:* Durante el periodo del drawdown, la empresa seguía presentando noticias positivas: backlog margen en alza, récord de flujo de caja, cartera de proyectos sólida. No ha habido *profit warnings* ni pérdida de contratos clave. De hecho, como vimos, 2024 fue de récords en backlog y neto. Por tanto, la caída de precio no se correlaciona con deterioro de negocio, lo cual sugiere una **disociación** entre los fundamentales (fuertes) y la cotización (débil) – una señal clásica de posible infravaloración.
- *Magnitud del drawdown:* 50% es muy significativo, más cuando se contrasta con un desempeño operativo robusto. Implica que a \$110 la acción está a niveles vistos por última vez posiblemente a mediados de 2024, antes de que se confirmaran los excelentes resultados H2. E incluso, la valoración en ese punto ya era inferior a la real. Este retroceso ofrece la chance de "subirse al tren" a un valor similar al de meses atrás, cuando la empresa era sustancialmente más pequeña en ganancias.
- *Causas analizadas y su temporalidad:* Causas como toma de ganancias y rotaciones son *temporales*, no inherentes al valor de la compañía. El temor al fin de ciclo podría disiparse con la confirmación de que 2025 sigue saludable (por ejemplo, si Q1 y Q2 2025 muestran crecimiento de backlog de nuevo, etc.). En tal caso, la acción podría recuperar rápidamente parte del terreno perdido.

Por supuesto, hay que examinar si hay razones *estructurales o específicas* que justifiquen cautela:

¿Alguna señal de deterioro fundamental?:

- *Backlog consolidado disminuyó de \$2.37B a \$1.83B:* A simple vista es significativo (~-23%). Pero ya explicamos que fue por deconsolidar RHB (\$491M) y lograr book-to-bill ~1 ex-RHB. Esto es más un ajuste contable que un colapso de nuevos pedidos. Excluyendo RHB, backlog creció ligeramente incluso. Así que no es indicador de demanda colapsando, pero quizás no todos inversores lo entendieron. Si uno ve "backlog -23% yoy", puede asustarse.
- *Estimaciones de consenso bajaron para 2025:* Tras Q3, las est. de ingresos 2025 bajaron a +1% (posible interpretación de fin boom). Esto pudo presionar el precio, ya que valuaciones de crecimiento cayeron. Sin embargo, como argumentamos, esas estimaciones son conservadoras y la compañía cree en +10% escenario. Así que este factor es más de *sentimiento* que de realidad.
- *Sector construcción en bolsa se enfrió:* Por ejemplo, Granite subió en 2023 pero también corrigió algo en Q4 2024 (-15% desde pico). Otras midcaps cíclicas tuvieron similares vaivenes. No hay nada particular de Sterling que haya decepcionado.
- *Posible recesión anticipada:* En la segunda mitad 2024, se hablaba de recesión leve en 2024/25. Inversionistas recortaron exposición a cíclicas medianas, prefiriendo refugio en empresas grandes tech, etc. Sterling, a pesar de su diversificación, podría verse como cíclica. Este factor externo castiga todo el sector, no importando singularidades. Si la recesión no se materializa severa, ese castigo revertiría.

Señales técnicas: Podríamos revisar si la acción muestra indicios de formar suelo o no. Por el soporte fundamental, \$110 parece un nivel en que el downside se frena (coincide con ~13× P/E, que es bastante barato). También, la recompra autorizada puede poner un piso: la empresa podría intensificar recompra cuando ve precio bajo (de hecho en Q1-Q2 2024 lo hizo). Su directiva quizás cree \$110 es undervalued y retome compras, limitando caídas más.

Recuperación o más debilidad:

- *Señales de suelo:* La corrección ya fue del 50% – muchas veces, correcciones de esa magnitud en acciones de calidad marcan un piso si no hay catástrofe. El hecho que coticen ~13×PE indica que el pánico no es extremo, solo revalorización a normal. Quizá la acción encontró apoyo en torno a \$100-\$110 en las últimas semanas (esto se notaría si hubiera volumen alto consolidado ahí).
- *¿Podría caer más?:* Siempre puede si el mercado global corrige o hay algo imprevisto. Pero fundamentalmente, la liquidez por acción de Sterling es altísima:

con \$648M de efectivo a Q3 2024, la caja por acción ~ \$21. Si se resta, la acción ex-cash vale ~\$89, lo cual implica P/E net cash <11. Es difícil justificar caídas mucho más allá de \$90 a no ser que entremos en un bear market amplio.

Contexto de mercado actual: Los índices en early 2025 están volátiles. La Fed había subido tasas en 2022-23, pero la inflación mostraba signos de moderar. Si hay expectativa de tasas pico y bajadas en late 2025, sectores infra/housing pueden revalorizar anticipando reactivación. Además, la política pública brinda backlog multianual, lo que en teoría debería dar resiliencia a stocks como Sterling contra recesiones suaves.

Narrativa vs cotización: La narrativa de la empresa sigue siendo positiva: su CEO en la última carta habla de "posicionados para éxito continuado en 2025 y más allá". No hay indicios de cambio en la historia de transformación. Por ende, la desconexión entre *story* (intacta) y *stock* (caído) sugiere **oportunidad** en lugar de warning.

Oportunidad de precio: Este drawdown brinda la *oportunidad clara de precio* mencionada en el claim central. Representa, en palabras simples, comprar la misma excelente compañía con un 50% de descuento respecto a hace unos meses. Dado que los fundamentales no se han deteriorado 50% (de hecho han mejorado), uno está adquiriendo más valor por cada dólar invertido. El margen de seguridad se amplió significativamente tras la corrección.

¿Catalizadores para revertir la caída?: - Delivery de resultados en línea con (o mejores que) guidance en 2025 – confirmaría que no hubo “peak” sino robustez continua. - Nuevos contratos grandes anunciados (por ej., “Sterling gana proyecto data center \$300M”), disiparía temor de falta de pipeline. - Movimientos de recompra de la empresa – la directiva podría intensificar buyback si siente la acción muy infravalorada, lo que apoyaría el precio y daría señal de confianza. - Mejora del sentimiento macro (Fed pivote a bajas, etc.) revalorizando cíclicas.

Por ahora, no hay razones para creer que la acción deba caer mucho más; más bien, la balanza de probabilidades se inclina a una recuperación a medida que los inversores se den cuenta de la desconexión.

Conclusión: El drawdown del ~50% en Sterling se explica principalmente por factores temporales de mercado y percepción, y no por deterioro intrínseco. Esto lo convierte en una **oportunidad de inversión**: la acción actualmente ofrece "más valor por menos precio". La situación se asemeja a un resorte comprimido – con fundamentos resilientes y crecimiento continuado, cualquier mejoría en el sentimiento podría desencadenar una fuerte recuperación del precio hacia su valor razonable (muy por encima del actual). Para el inversor fundamental, esta es justo la situación ideal: una compañía de alta calidad vendiéndose con descuento por razones transitorias.

15. Riesgos principales y gestión histórica del riesgo

Ninguna tesis estaría completa sin evaluar los **riesgos clave** asociados a la inversión en Sterling, y cómo la compañía los ha manejado o podría enfrentarlos. A continuación, identificamos los riesgos más relevantes —tanto evidentes como “ocultos”— y evaluamos la respuesta histórica de Sterling ante ellos, así como su capacidad para mitigarlos.

Riesgos operativos:

- **Ejecución de proyectos y sobrecostos:** En construcción, siempre existe el riesgo de que un gran proyecto salga mal (errores de estimación, condiciones geológicas imprevistas, fallos de subcontratistas) generando pérdidas. Sterling ha lidiado con esto en el pasado (pre-2016 tuvo cargos en proyectos problemáticos). Sin embargo, *gestión histórica:* Desde la transformación, han mejorado muchísimo control de ejecución — no se han reportado cargos significativos por sobrecostos recientemente. Han sido cautos en qué proyectos toman (evitando licitaciones con mucho riesgo geotécnico sin suficiente contingencia). Y en diseño-build, comparten riesgos con socios en JV. Su *backlog margin creciente* sugiere que no han incurrido en backlog mal cotizado. Además, la diversificación de muchos proyectos medianos (en vez de depender de 1-2 megaobras) limita que un fiasco descarrile a toda la empresa. **Mitigantes:** fuerte experiencia técnica (ej. integraron a Plateau que tenía know-how en site dev), un sistema de control interno robusto (indicaron cumplimiento con COSO, etc.), e historial de *no generar "sorpresas fea"* en resultados – han cumplido guías en gran medida. El riesgo de un proyecto con grandes pérdidas existe siempre, pero la gestión ha demostrado capacidad de minimizarlos y no apostar la empresa en uno solo.
- **Seguridad y accidentes laborales:** Construcción involucra peligros físicos; un accidente grave o elevadas tasas de siniestralidad pueden detener obras o generar costes (además del impacto humano). *Histórico:* Sterling presume un excelente récord de seguridad (Incident Rate 40% mejor que promedio). Esto indica un robusto programa de seguridad (“The Sterling Way” enfatiza enviar trabajadores sanos a casa)]. Siguen protocolos OSHA y han ganado premios de seguridad. Sin embargo, accidentes pueden ocurrir. **Mitigantes:** Políticas estrictas, entrenamiento continuo, seguros de responsabilidad. No han tenido incidentes públicos notables en años recientes, así que riesgo medio controlado.
- **Dependencia de mano de obra calificada:** La industria sufre escasez de trabajadores cualificados (operadores, capataces). Un riesgo es no poder cubrir personal en picos, lo que retrasaría entregas. *Histórico:* Sterling ha crecido su plantilla sin muchos problemas (de ~2,500 a ~3,500). Sus iniciativas de seguridad y cultura posiblemente ayudan a atraer/retener. También subcontratan parte del

trabajo, transfiriendo algo del riesgo de escasez a subcontratas. **Mitigante:** Ubican proyectos en regiones con pool laboral (Texas, Georgia). Además, su buena situación financiera permite ofrecer salarios competitivos. Aún, un boom en obras competidoras podría tensionar mano de obra y subir costes (riesgo moderado).

Riesgos macroeconómicos:

- **Recesión económica general:** Una contracción fuerte en EE.UU. reduciría inversión privada (menos centros de datos, menos vivienda) y potencialmente forzaría recortes en gasto estatal (menos autopistas). Esto impactaría los segmentos E-Infraestructura y Building con menor demanda y el backlog de Transportation a futuro. *Histórico:* Sterling ha atravesado la mini-recesión COVID 2020 casi ileso gracias a su diversificación (lo privado se mantuvo, y lo público no se paró del todo). Incluso en recesión de 2008, aunque era distinta empresa entonces, no quebró (solo sufrió). **Mitigantes:** Cartera diversificada (público vs privado: si decae uno, el otro puede contrapesar con estímulos); backlog multiperiodo que actúa de colchón (sus proyectos en ejecución seguirían); solidez financiera para aguantar periodos flacos sin buscar capital. Además, hay *riesgos invisibles* de recesión: complacer al mercado con guidance excesivo, etc., pero su prudencia los evita. Este riesgo macro es real pero atenuado por tailwinds de infraestructura (gobierno podría incluso acelerar obra pública en recesión para estimular empleo, beneficiando a Sterling).
- **Ciclo de vivienda e interés hipotecario:** Building Solutions depende de housing starts en Texas/Arizona. Si las tasas altas persisten y se desploman los inicios de vivienda, ese segmento sufriría. *Histórico:* En 2022-23, a pesar de tasas subiendo, los mercados de Sunbelt aguantaron por migración y falta de inventario (Sterling creció +26% op inc Building en 2023). Esto sugiere resiliencia local. Pero no es inmune: un colapso inmobiliario estilo 2008 reduciría drásticamente demanda de cimentaciones. **Mitigantes:** Pueden pivotar a más comercial (estacionamientos, losas) en esa situación. Su backlog residencial a finales de 2023 parecía robusto. Adicionalmente, su diversificación con fontanería les permite capturar más share en menos proyectos, parcialmente mitigando volúmenes menores.
- **Costes de materiales volátiles (inflación):** Aumento en costos de acero, concreto, combustible puede erosionar márgenes si contratos fijos. *Histórico:* En 2021-22 hubo picos de precios (acero, diesel). Sterling indicó que consideraron inflaciones en sus ofertas y lo manejaron sin impacto material en márgenes (margen bruto 2021 y 2022 subió pese a inflación). Tuvieron a veces cláusulas o ajustaron bidding. **Mitigantes:** Pueden comprar algunos materiales por adelantado; combinan contratos unit-price (que pueden repercutir coste variable) y fijos con colchones. La diversificación geográfica también permite aprovechar proveedores diferentes. Tienen la fortaleza financiera para absorber costos temporales sin peligro.

Claramente, lo han logrado bien, pero sigue siendo un riesgo latente si ocurre hiperinflación repentina.

Riesgos regulatorios y legales:

- **Dependencia de fondos públicos (Transp):** ~37% de su negocio es financiado por gobierno. Riesgo de recortes presupuestales (p.ej., si flujos de impuestos gas disminuyen) o demoras en aprobaciones. *Histórico:* No se ha visto reducción significativa en sus mercados clave; al contrario, Texas aumentó, IJA añade. **Mitigantes:** Su footprint en varios estados diversifica riesgo de un estado en particular. Y la tendencia general 2023–2025 es de inversión, no recorte. Sin embargo, a más largo plazo, sí dependerán de reautorizaciones (FAST Act expiró y se extendió, etc.). Dado el apoyo bipartidista a infraestructura, el riesgo se percibe bajo para 2-3 años.
- **Cumplimiento de contratos y multas:** Retrasos en entrega pueden acarrear *liquidated damages* contractuales. *Histórico:* Sterling no ha informado penalidades importantes ultimamente, señal de que cumplen. Tienen la experiencia para planificar realista. **Mitigante:** Si se ven retrasos, suelen negociar con clientes (muchos son repetitivos) para mitigarlos, o reclaman extensiones.
- **Riesgos medioambientales:** Sus obras deben cumplir normativas ambientales (por ejemplo, derrames, control de polvo, etc.). Un incidente (como contaminar un acuífero) conllevaría sanciones y reputacional. No hay registro de algo así en su pasado reciente. **Mitigante:** Cumplen con requerimientos (de hecho, su reporte ESG resalta compromiso sostenibilidad). Tienen seguros. Este riesgo es bajo-prob, alto impacto.
- **Riesgos legales/litigios:** Contratos de construcción a veces derivan en litigios por claims de extras, etc. Tutor Perini, p.ej., se envuelve en litigios. Sterling ha mantenido perfil bajo en pleitos; resolvieron por ejemplo una disputa con Montrose (subcontratista) en 2019 sin mayor impacto. No hay litigios materiales abiertos divulgados. **Mitigante:** Toman approach de partnership con clientes; su backlog de margin alto sugiere menos conflictos.

Riesgos de concentración:

- **Cliente principal:** Aun si diversifica, un cliente como Amazon podría ser 10-15% de ventas en un año dado en E-Infraestructura. Si Amazon recorta CAPEX drásticamente, los proyectos de ese cliente se pospondrían. *Histórico:* Amazon, Meta, etc., han fluctuado su CAPEX (Meta pausó centros de datos en 2023 Q1, luego reanudó). Sterling navegó eso con backlog de otros. **Mitigante:** Expandir su base: con Petillo, cubren más clientes en NE (quizá Microsoft, Google). Y su

backlog no depende de solo uno; "end users key including Amazon, Facebook, Home Depot" dijeron. Ciertamente, es un riesgo: p.ej., Meta recortó inversión data centers en 2023H2, pero su backlog aún creció. Probablemente supieron anticiparlo y diversificar a otros (e.g., manufacturing sites). Aun así, es de vigilar: la salud de Big Tech inversiones correlaciona.

- **Geográfica:** Texas es ~40% de sus ventas (heavy civil y building). Un shock local (p.ej., colapso precio petróleo que afecte TX economy fuertemente, o catástrofe natural) podría golpear. Mitigado en parte con diversificación reciente (NE, SE, AZ).

Riesgos “invisibles” (complacencia, integridad):

- **Complacencia/ejecución interna:** Con tanto éxito reciente, existe riesgo de exceso de confianza o relajación en controles. Por ejemplo, podrían descuidar estimaciones o sobreextenderse. *Signos:* Hasta ahora, la directiva mantiene tono prudente (no la veo eufórica en comunicaciones, más bien pragmática). Sus resultados no muestran derivaciones. Tienen un CFO (Ballschmiede, ex CFTron) experimentado. **Mitigante:** Cultura de *Sterling Way* enfatiza disciplina en seguridad y resultados, lo que contrarresta complacencia. Y su compensación ejecutiva está atada a métricas de rendimiento, alineando incentivos.
- **Fraude o problemas contables:** En construcción ha ocurrido (Granite tuvo investigaciones por manejo contable de claims). Sterling no ha dado indicios de irregularidades, auditor es Grant Thornton sin salvedades. F-Score 8 sugiere contabilidad conservadora. Este riesgo parece bajo.
- **Ciberseguridad:** Mencionaron IT como posible riesgo. Un hack que interrumpa sus sistemas podría causar retrasos. No se ha dado, pero reconocen el riesgo (punto invisible para muchos constructores). Toman medidas, pero es intangible.

Un buen barómetro es cómo ha reaccionado la empresa ante episodios difíciles:

- En **2020 (COVID):** Mantuvo operaciones, adaptó protocolos sanitarios, y no tuvo shutdowns importantes. Su diversificación le permitió incluso crecer. Eso muestra capacidad de respuesta ágil.
- En **2017-2018**, tras comprar Tealstone, enfrentaron su integración y consolidación del turnaround. Lo gestionaron con éxito, incrementando márgenes. No se durmieron en laureles tras 2017, sino siguieron transformando en 2019.
- **Riesgos emergentes:** Sustentabilidad/clima: grandes calor o huracanes pueden interrumpir obras en Texas/houston. No lo mencionamos antes: *climate risk*. A mediano plazo, los climas extremos pueden afectar cronogramas (ej. más frecuentes

tormentas paralizando proyectos, o calor extremo bajando productividad). Sterling no lo resalta como factor material, pero lo gestiona con planificación y seguros (muchos proyectos tienen seguros de retraso por clima). Pese a ello, es un riesgo creciente: p.ej., huracán retardó un proyecto Hawaii en 2018. Manejan pero no controlan la naturaleza.

Mecanismos de mitigación actuales:

- **Backlog robusto con márgenes:** Su backlog margin 16.7% da espacio para absorber ciertos sobrecostos sin perder dinero.
- **Seguros y garantías:** Tienen bonding capacity >\$1B, seguro de RC, etc. Soportarían incidentes sin quiebra.
- **No clusterizar demasiado en un proyecto:** Su mayor proyecto joint venture (LAX train, por ej, supongamos) lo hacen con socios (repartiendo riesgo). Su portafolio distribuido evita el "sudden death" de un fiasco único.
- **Experiencia directiva:** CEO y CFO tienen décadas en construcción; han visto crisis y saben ser conservadores (ej. CFO Ballschmiede fue CFO en CF Industries, de capital intensivo, sabiendo gestion).
- **Balance net cash:** Repetitivo pero crítico: su liquidez es un *colchón contra adversidades prolongadas*. Podrían operar en pérdidas un par de años y no incumplir nada, si lo peor pasara.

En resumen, **los riesgos clave de Sterling incluyen:** ciclicidad macro (recesión/housing slump), ejecución de proyectos (sobrecostos/accidentes), dependencia de ciertos clientes grandes, y eventuales factores externos (inflación, regulatorio). Importante, *la empresa ha demostrado historicamente una buena gestión de riesgos:* reduciendo exposición a proyectos riesgosos, manteniendo diversificación, actuando proactivamente (vendiendo unidades problemáticas, p.ej. Myers). No es inmune a crisis, pero su perfil actual sugiere resiliencia notable. Su estructura financiera y backlog largo le dan capacidad de absorción.

Para un inversor, es crucial monitorear: backlog trend (indicador adelantado de ingresos futuros), margen backlog (si cayera indicando presión competitiva), macro housing & CAPEX tech, y cualquier surgimiento de litigios/costos anómalos. Hasta la fecha, *no hay señales rojas de riesgos incontrolados*.

Con todo, la inversión no está libre de riesgo – si EE.UU. entra en recesión profunda, la tesis se retrasaría (sus resultados podrían estancarse un tiempo); o un fiasco improbable en un gran proyecto podría golpear temporalmente beneficios. Pero calibrando probabilidad e impacto, estos riesgos parecen **aceptables dentro de un portafolio profesional**, especialmente dado el margen de seguridad en valoración. La clave es que la empresa ha demostrado capacidad de gestionar riesgos conocidos y adaptarse, lo que reduce la probabilidad de sorpresa catastrófica.

16. Track record, gestión y alineación

Aquí evaluamos la **calidad y credibilidad del equipo directivo** de Sterling, su historial de ejecución vs promesas (track record), la consistencia estratégica y el alineamiento de incentivos con los accionistas ("skin in the game").

Equipo directivo clave: Encabezado por **Joseph A. Cutillo** (CEO desde 2017), con ~30 años de experiencia en construcción/infra. Cutillo llegó a Sterling con la misión de enderezarla y ha liderado la transformación. **Ronald Ballschmiede** (CFO desde 2015) también ha sido pieza clave; veterano financiero, ex CFO de CF Industries, con experiencia en manejo de empresas industriales. **Thomas White** (Chairman actual) también ha estado en la junta durante los cambios. Además, los COOs de segmentos (Greg Harms para E-Infrastructure, etc.) aportan conocimiento operativo.

Credibilidad y ejecución vs palabras:

- *Lo dicho vs lo hecho:* En 2016, anunciaron un viraje estratégico (enfocarse en alto margen, etc.); en 2017-2018 empezaron a implementarlo (Tealstone, etc.). Los resultados subsiguientes (márgenes duplicándose, ROIC al alza, etc.) validan que **hicieron exactamente lo que se propusieron**. Sus comunicaciones anuales (cartas a accionistas) resaltan metas y luego muestran cumplimiento: e.g., para 2023 decían "enfocados en expandir margen" y lograron +160 pb margin bruto; "construir backlog E-Infrastructure robusto" y lograron +35% backlog E-infra.
- *Cumplimiento de guías:* Ya analizado en bloque 8, han cumplido o superado sistemáticamente sus guías financieras recientes. Esto refuerza credibilidad: la directiva no vende humo; al contrario, tiende a guiar conservador y luego batirlo. Por ejemplo, en Q3 2023 aumentaron guidance y aun así excedieron. No hay antecedentes de recortes de guidance abruptos, lo cual sugiere que conocen bien su negocio y gestionan expectativas con realismo.
- *Reacción ante desafíos:* La gestión ha mostrado franqueza en reconocer desafíos. Por ejemplo, en la llamada de Q3 2023, Cutillo mencionó "softness in small warehouse in NE" – es transparente al señalar debilidades (aunque menores) en vez de ocultar. También, en 2020 comunicaban con claridad la incertidumbre de COVID y cómo la manejaban, sin eufemismos.

Consistencia estratégica: No hay bandazos. Desde 2016 hasta 2024, la estrategia ha sido coherente: centrarse en base rentable (heavy civil selectivo), crecer en servicios complementarios de más margen (site dev, residencias) y expandir geográficamente donde ven valor. Cada acción de la empresa (adquisiciones, desinversiones, recompra) encaja en esa visión repetida año a año. Esto es crucial: muchas empresas dicen tener plan pero lo cambian según moda; Sterling se ha mantenido en su plan original, simplemente

ejecutándolo en fases. Por ejemplo, en 2022 rebranding, resaltaron "7 años de transformación exitosa" – confirmando su seguimiento al plan.

Calidad del liderazgo: Los resultados hablan bien: duplicar ingresos, triplicar márgenes, cultivar cultura de seguridad premiada. Atributos de Cutillo: visionario (identificó la megatendencia e-commerce/reshoring temprano), comunicador convincente (logró buy-in de inversores para esas adquisiciones y cambios). El personal suena motivado: no ha habido éxodos notables de ejecutivos; al contrario, integró equipos de adquiridas sin roces públicos. Recibieron premios (Forbes best midcap, etc.), lo que refleja buena gestión global.

Skin in the game (alineación accionarial): Cutillo y otros directivos poseen participaciones en la empresa. Por ejemplo, en Proxy 2024, se reportaba que Cutillo poseía ~500k acciones (1.6% aprox.). Los directivos en conjunto y consejeros tenían una buena porción (posiblemente ~5-7% si sumados). Además, su compensación variable depende de métricas de desempeño (EBITDA, EPS) y de precio de la acción (RSUs). En 2022 se implementó un *ESPP* para empleados - directivos podrían también participar. Estos factores aseguran que la directiva piensa como accionista: de hecho, aprobaron recompras que incrementan su % de propiedad también. La ausencia de dividendos indica reinversión para crecimiento, lo cual convenía a sus acciones.

No se ven evidencias de que la directiva se beneficie a expensas de los accionistas. Sus sueldos están en línea con la industria (Cutillo ~\$5M vs median ~5-7M para ceos similares). No hay extravagancias (jets privados, etc., no mencionadas). Lo que hay es reconocimiento a su labor: e.g., el CEO se bonificó bien tras años de éxito, pero merecido dado valor creado.

Reacción ante crisis o errores:

- Un potencial error: en ~2014-2015 antes de Cutillo, la compañía estuvo mal, casi en problemas financieros. El nuevo management fue parte de la solución, no del problema. Desde que están, no ha habido fiascos de manejo. Un mini-crisis fue la controversia contable que afectó a toda la industria (ASC606 backlog recognition), pero la adoptaron sin incidente.
- El liderazgo ha mostrado adaptabilidad: p.ej., supieron pivotar de heavy civil pura a diversificada, lo que algunos directivos de vieja escuela no lograrían. Su predisposición a vender unidades (Myers) muestra pragmatismo no sentimental – reconocen errores (tener jv de bajo margin) y corrigen.
- Pandemia: un test imprevisto, respondieron manteniendo operaciones seguras, recortaron costos no esenciales, y aprovecharon para captar más backlog cuando

competidores tal vez frenaron. No hay mejor muestra de capacidad de crisis que crecer en pandemia.

Calidad del directorio (Board): Compuesto por personas experimentadas en industria e inversión. Hay gente como Roger Cregg (ex CFO PulteGroup) como Chairman ahora, con background en housing que complementa a la gestión. Tienen buen mix. El board demostró apoyo pero también vigilancia (por ej., dio luz verde a recompra cuando correspondía, no antes). Pusieron metas de rendimiento en comp.

Comunicación con mercado: Bastante buena: hacen calls detalladas, presentaciones trimestrales en su IR site. Parece que no evaden preguntas. Este engagement mantiene confianza de analistas (cobertura por ~5-6 firmas, ninguna de reputación ha acusado problemas). De hecho, el tono de informes de analistas (Zacks, etc.) es positivo.

Directiva ante errores pasados: Difícil hallar "errores" bajo actual equipo. Quizás la mayor prueba de "errores" es cómo revertieron la mala situación heredada. Su track record es más de *solucionar* problemas: p.ej., vieron que heavy civil en California generaba litigios y no rentaba -> vendieron (Myers). Vieron nepotismo en safety -> implementaron top safety program. No se ven fiascos en su era.

En fin, **la directiva de Sterling goza de alta credibilidad y demostrado desempeño**, lo cual se refleja en la confianza que los mercados le tuvieron hasta ahora. Están alineados con accionistas y han tomado decisiones racionales para maximizar valor. Para un inversor, esto disminuye el "riesgo de agencia" (de que la directiva actúe contra sus intereses). Todo indica que la directiva actual es un *activo intangible* valioso de la empresa: han convertido a Sterling en un caso de éxito, y mientras sigan al mando y mantengan su filosofía, es razonable esperar continuidad en la generación de valor.

17. Oportunidades estructurales y catalizadores

En este bloque, identificaremos las **palancas de crecimiento futuro** para Sterling, tanto estructurales (tendencias de largo plazo) como eventos específicos que pueden actuar como catalizadores en el corto y medio plazo para impulsar la acción. También elaboraremos un cronograma aproximado de catalizadores a 6–18 meses, evaluando probabilidad e impacto, y qué acontecimientos podrían invalidar la tesis (eventos falsables).

Oportunidades estructurales de crecimiento:

- **Boom de infraestructura digital (Data centers & AI):** La demanda de centros de datos en EE.UU. sigue en auge para soportar el crecimiento exponencial de datos y nuevas tecnologías (IA, 5G, metaverso). Sterling, a través de E-Infrastructure Solutions, está bien posicionado para beneficiarse de la *próxima oleada de construcción de hiperescalares*. Por ejemplo, se espera que la inversión en data centers se mantenga elevada esta década, con clientes como Microsoft, Google, Amazon expandiendo capacidad y nuevas empresas de IA construyendo clusters. Sterling ya ha capturado proyectos de Amazon y Meta; ahora con la irrupción de ChatGPT/IA generativa, la infraestructura computacional es prioritaria.
Catalizador concreto: adjudicación de un gran campus de data center enfocado en IA en el sureste en 2025 – de alta probabilidad dado backlog de E-infra en alza. Impacto alto: un contrato de, digamos, \$200M, reforzaría backlog y visibilidad, y confirmaría su liderazgo en ese nicho.
- **Reindustrialización de EE.UU. (reshoring):** Políticas como el CHIPS Act (\$52B) y la IRA impulsan construcción de fábricas (semiconductores, baterías, EV). Sterling puede participar en la etapa de *site development* de esas mega-fábricas. Ya han visto demanda de “next generation manufacturing”. Por ejemplo, si Intel construye fab en Ohio (Sterling no está ahí aún), pero si Texas Instruments o Samsung expanden en Texas, podrían entrar. **Catalizador:** Ganar contratos en la construcción de instalaciones de manufactura (como plantas de baterías o chips) en 2025-26. Probabilidad media, impacto medio-alto (diversifica clientes, gran volumen, respaldo gubernamental).
- **Inversión en infraestructura pública sostenida (IIJA):** El Infrastructure Investment and Jobs Act garantiza flujo de proyectos federales hasta 2026, con >\$110B para carreteras/puentes. Sterling ya experimentó su efecto en 2023 (bookings +66% Transp). Los próximos años verán licitaciones en nuevas categorías: puertos, vías férreas ligeras, modernización de autopistas interestatales. **Catalizador:** Adjudicación de un proyecto IIJA icónico (p.ej., una gran autopista interestatal con diseño-construct por >\$300M con JV de Sterling) en 2025. Probabilidad media (compiten por ellos), impacto alto en backlog y perfil (sería el

mayor contrato obtenido). Además, proyectos de aviación/metros pospuestos por COVID ahora emergen - un posible contrato de aeropuerto a través de su unidad Ralph L Wadsworth (RHB JV) o filial, tras reorganización, es posible en 2025.

- **Necesidad crónica de vivienda en Sunbelt:** Texas, Arizona, Florida siguen recibiendo migrantes y tienen déficit de viviendas. Aun con tasas altas, los grandes builders siguen construyendo (aunque priorizando single-family). Sterling, con su presencia en Dallas, Houston, Phoenix, puede seguir expandiendo su *market share* en esos mercados. **Catalizador estructural:** Apertura de nuevos desarrollos master-planned communities en Houston/Phoenix – es decir, un builder lanza un macroproyecto y contrata a Sterling para las cimentaciones de cientos de casas. Esto podría materializarse en 2025-26 dado el rezago de oferta. Probabilidad alta, impacto medio (incrementa base recurrente de Building Solutions).
- **Expansión geográfica adicional:** Sterling ha cubierto Sur, NE, Montañas. Podría entrar a *Midwest* o *California* con E-Infrastructure. Por ejemplo, el corredor Chicago/Columbus para data centers es activo. Catalizador aquí sería una pequeña adquisición en Midwest para replicar su modelo. Probabilidad media (si encuentran target), impacto medio (amplía TAM, pero tardaría en reflejarse).

Catalizadores a corto-medio plazo (6–18 meses):

1. **Resultados financieros superiores (H1 2025) – Probabilidad:** Media-Alta. Si Q1 y Q2 2025 muestran que ingresos no cayeron (quizá +5%) y márgenes se mantienen >15% bruto, disipará temor de declive y podría llevar a revisiones alcistas del consenso. *Impacto:* Alto en la acción (podría revalorizar rápidamente 15-20% con sorpresa positiva). *Trigger:* Publicación de resultados Q1 (mayo 2025) y Q2 (agosto 2025). *Falsable:* Si en esos resultados ven backlog disminuyendo o EPS negativo yoy, la tesis de crecimiento se debilitaría.
2. **Anuncio de recompra acelerada – Probabilidad:** Alta. Con la acción en \$110 (posible infravaloración), podrían anunciar en la reunión anual (mayo 2025) o en earnings call que recompraron agresivamente en Q1/Q2. *Impacto:* Medio. Apuntalaría la acción, mostrando confianza interna. *Trigger:* 10-Q de Q1 con menor share count, o management explicit statement en call "We find our shares undervalued and have been repurchasing." *Falsable:* Si no recompran nada pese al precio bajo, podría indicar que ven mejores usos (no necesariamente malo, quizás M&A planeado).
3. **Adjudicación de gran contrato E-Infrastructure – Probabilidad:** Media. Podría ser en any quarter, inclusive Q2 o Q3 2025. Si anuncian en prensa "Sterling obtiene contrato \$250M para campus de fulanito," *impacto:* Alto, porque a \$2.1B revenue, eso es ~12% backlog fill extra y reaviva crecimiento. *Trigger:* Notificación de

cliente o en backlog breakdown next quarter. *Falsable*: No hay anuncio, pero backlog stable sugiere siguieron obteniendo.

4. **Posible venta de RHB (50% JV) – Probabilidad:** Media (depende de socio). Ahora que la deconsolidaron, hay 4 opciones según acuerdo (continuar, comprar, vender, etc.). Si se decidiera la opción de venta del JV a tercero, Sterling monetizaría su 50%. *Impacto*: Medio. Podría ingresar ~\$100M (estimando RHB valdría ~\$200M por backlog 491M). Eso acrecentaría caja disponible. *Trigger*: Un anuncio M&A en 2025. *Falsable*: Sino, mantienen JV generando equity income.
5. **Recuperación general de small caps / baja de tasas Fed – Probabilidad:** Media (la Fed tal vez recorta a fines 2025 si inflación bajo control). *Impacto*: Medio en acción de Sterling: al bajar tasas, housing y CAPEX tech repuntarían, y las acciones cíclicas podrían rally. Este no es controlado por la empresa pero es catalizador macro. *Trigger*: Fed statements/trend.
6. **Continuación del ranking y reconocimientos – Probabilidad:** Alta. Si en 2025, Sterling recibe más premios (por ej. escalando en ENR Top 400 Contractors, o Forbes again), aumentará su visibilidad entre inversores institucionales. *Impacto*: Bajo por sí solo, pero colateral.
7. **Comunicación de un plan de dividendos o incremento recompra – Probabilidad:** Baja en 18m. Podría considerarse a futuro si generan demasiado efectivo. *Impacto*: Medio (atraería inversores dividend yield, pero a costa de menos reinversión). *Falsable*: La directiva dijo preferir M&A, así que improbable pronto.

Eventos falsables:

- **Caída severa de backlog o márgenes:** Si en cualquiera de los próximos trimestres el backlog de Sterling cayera sustancialmente (>10% secuencial excluyendo RHB) y sin explicación temporal, indicaría que ya no ganan suficientes contratos (posible saturación o competencia). Eso contradiría la idea de crecimiento futuro. También, si viera una contracción fuerte de margen bruto (<12%) indicaría presión competitiva o sobrecostos – se pondría en duda la "calidad sobresaliente". Estas serían alarmas rojas.
- **Riesgo macro mayor:** Una recesión profunda con caídas en housing starts >30% y congelamiento de CAPEX tech invalidaría la tesis de "crecimiento a 1-3 años". No es improbable (escenario de *hard landing*), en cuyo caso la recomendación sería posponer la inversión hasta señales de estabilización.
- **Problema de ejecución grave:** Ej: la compañía anuncia pérdidas en un proyecto grande (cost overrun de \$50M en tal autopista). Eso sugeriría que no son tan

infalibles en control, minando la confianza en la fortaleza estructural. Habría que reevaluar su margen.

- **Cambio estratégico equivocado:** Si, por ejemplo, decidieran diversificarse comprando un negocio fuera de foco (digamos, comprar una empresa de instalación solar overpriced) rompiendo su disciplina, sería un signo de mal uso de capital que invalidaría la tesis de management superior. No hay indicios de esto, pero es teóricamente posible.
- **Creciente deuda de nuevo sin razón:** Si de pronto aumentan leverage para, digamos, financiar recompras masivas sin caja para ello, pondría en riesgo el balance.

Actualmente, nada de lo anterior se observa, pero son elementos a monitorear como *stop-loss fundamental*.

En conclusión, **los catalizadores para Sterling en los próximos 6–18 meses son numerosos y mayormente positivos**, derivados tanto de factores internos (ejecución, nuevos contratos, usos de caja) como externos (políticas de infraestructura, mercado de data/AI). Su probabilidad varía, pero varios son bastante esperables (buenos resultados, backlog stable, recompras), dando credibilidad a la tesis de recuperación del valor. A su vez, la empresa presenta *ventajas estructurales sostenibles* (mercados en expansión, cultura de seguridad, diversificación) que servirán de viento de cola más allá de estos triggers puntuales. La tarea del inversor será vigilar que esas ventajas no se erosionen y que los catalizadores vayan materializándose en línea con la tesis; de momento, la evidencia apoya un panorama optimista.

18. Ventajas competitivas y posicionamiento estratégico

Sterling Infrastructure ha consolidado en los últimos años una serie de **ventajas competitivas reales** que la diferencian de sus rivales y que han sustentado su éxito. Aquí desglosamos las principales:

- **Márgenes más altos estructuralmente (costos más bajos o mejor pricing):**
Sterling opera con márgenes operativos (~12%) muy superiores al promedio de contratistas (5-6%). Esto refleja ventajas tanto de costos como de posicionamiento. Por el lado de costos, *La empresa ha logrado una estructura operativa eficiente*: tras integrar adquisiciones, ha mantenido SG&A bajo control (5% de ventas vs ~8-10% en competidores como Granite). Además, su escala en nichos particulares le permite economías: en residencias, al ser proveedor principal para grandes builders, optimiza movilización y compras de concreto, reduciendo costos unitarios. Pero más importante es su **poder de fijación de precios** en segmentos especializados. En E-Infrastructure, Sterling participa en proyectos donde la prioridad del cliente es rapidez y calidad más que el precio más bajo. Por ejemplo, al construir un centro de datos, entregar 2 meses antes vale más que un pequeño ahorro en coste; Sterling ha entregado consistentemente “ahead of schedule” en proyectos, ganándose reputación. Esa reputación le permite cotizar con margen premium porque clientes saben que “lo vale”. Lo mismo en Transportation: han reducido su dependencia de licitaciones al menor precio, enfocándose en contratos de diseño-construcción donde su *expertise* les permite diferenciarse y no competir solo por precio. Resultado: **márgenes brutos en backlog >16% vs competidores ~10-12%**, evidencia de ventaja competitiva en pricing.
- **Intangibles difíciles de replicar:** Sterling ha cultivado varios intangibles: su cultura de seguridad (Premio ARTA #1 en seguridad), su reputación de cumplimiento (“successful execution quarter after quarter”), y la confianza de clientes recurrentes. Estos intangibles dan lugar a *barreras de salida* y preferencia: un cliente como TxDOT, que ha visto a Sterling completar proyectos con menos problemas que otros, tenderá a invitarlos a licitaciones y adjudicarles trabajos con más confianza. También su inclusión en rankings ENR y Forbes aumenta su prestigio, facilitando entrar en concursos o negociar con clientes privados que prefieren “lo mejor de la industria”.
- **Relaciones con clientes clave:** Sterling ha forjado relaciones fuertes con gigantes como Amazon, Meta, Alphabet, grandes *homebuilders* (Lennar, etc.) y DOT estatales. Estas relaciones son un **activo intangible valioso**. Por ejemplo, Amazon tiene planes plurianuales de centros logísticos; al haber hecho varios con Sterling, es probable que los consideren inmediatamente para futuros, en vez de arrancar de cero con un contratista sin historial. Esto crea cierto *coste de cambio para el cliente*:

cambiar de contratista conlleva riesgo de retraso/curva de aprendizaje. En heavy civil, los DOT confían en su capacidad de asumir proyectos grandes, generando *barrera de entrada* a competidores menores que no califican para proyectos complejos o de gran tamaño.

- **Barreras de salida / switching cost:** Como mencionado, en residencial, una vez que un builder integra a Sterling para cimientos en una gran urbanización, cambiar a mitad sería muy disruptivo (distintas cuadrillas, riesgo de inconsistencia en losas). Igualmente, en un data center multi-fase, si Sterling hizo la fase 1 bien, el cliente difícilmente quiera arriesgar con otro en fase 2. Así, la empresa se ancla en proyectos multi-etapa (notaron que tienen “multi-phase contracts”). Esa dinámica bloquea competidores una vez dentro.
- **Ventaja geográfica:** La presencia establecida en Texas, Georgia, Florida, Hawaii, etc., con bases logísticas, equipamiento y personal local es una barrera para rivales externos. Por ejemplo, una firma de otro estado tendría que incurrir en altos costos de movilización para competir con Sterling en Texas. Sterling dominó en su territorio principal y luego se expandió mediante adquisiciones a nuevos territorios con líderes locales (Plateau en SE, Petillo NE). *Prácticamente han preemptado la competencia comprando a los mejores regionales.* Esto crea una red geográfica robusta difícil de replicar sin incurrir en costosas adquisiciones (y ya las deseables las compró Sterling). Además, la entrada a Hawaii con proyectos (como la autopista H3) les da know-how en un lugar remoto donde pocos se aventuran.
- **Ventaja regulatoria y de bonding:** Para proyectos públicos se necesita capacidad de fianzas (bonding). Sterling tiene un historial y balance que le permiten un bonding capacity alto (solían mencionar >\$1B). Competidores más pequeños no pueden licitar trabajos de gran tamaño por falta de bonding. Esto la coloca en un club privilegiado para proyectos mayores. En cierto modo, su propio tamaño se ha vuelto una ventaja en heavy civil (lo opuesto de hace 10 años cuando era pequeña y competía con gigantes). Asimismo, su compliance e historial limpio la mantienen en listas elegibles (no sufren vetos por mal desempeño ni sanciones OSHA graves).
- **Propiedad intelectual/datos:** Si bien la construcción no tiene patentes en sí, Sterling ha desarrollado *expertise propietario* en ciertos métodos. Por ejemplo, la división Plateau (E-Infraestructura) tiene conocimiento especializado en movimiento masivo de tierra + estabilización de suelos de forma eficiente. Este know-how, plasmado en manuales internos y liderazgo técnico, es intangible valioso. Además, tras tantos proyectos, poseen datos de productividad, costes, rendimientos en sus áreas, lo que les permite afinar sus estimaciones con mayor precisión que un entrante. Saber exactamente cuánto cuesta y tardas en hacer X obra en Dallas es una ventaja competitiva de datos e experiencia.

- **Plataformas y tecnología interna:** La empresa menciona inversión en nuevas tecnologías (drones para topografía, BIM, etc.). Por ejemplo, uso de modelado 3D en autopistas para detectar interferencias, softwares de gestión de proyectos. Si bien muchos pueden comprar software comercial, la adaptación y el entrenamiento de personal en ello es un diferencial. Sterling, al ser relativamente más progresista (expuesto a clientes tech), es probable que esté adelante en adopción vs contratistas tradicionales. Esto se traduce en *eficiencia y menor riesgo*.
- **Efectos de red “blandos”:** No son red tipo plataforma digital, pero hay un efecto reputacional: cuantas más obras grandes completan con éxito, más pujas ganan (por calificaciones o invitaciones). Su backlog récord es parcialmente reflejo de esa inercia: sus JV con otras firmas (p.ej. Wadsworth para UT DOT) los traen a nuevos proyectos. Sus premios de seguridad, etc., les atraen oportunidades. Este es un efecto intangible de reputación/experiencia acumulada que cuesta años a un nuevo competidor alcanzar.
- **Equipo directivo y visión:** Ya discutido, pero es relevante: Joe Cutillo y su equipo han demostrado tener una *visión diferencial*. Reconocieron tendencias antes (ecommerce infra, etc.) y actuaron rápido. Esa mentalidad de “pensar por delante” es una ventaja competitiva en un sector a veces anclado. Mientras la conserven, guiarán a la empresa a donde está la oportunidad, anticipándose a competidores. Ejemplo: en 2019, pocos contratistas heavy se hubieran endeudado para comprar un excavador (Plateau) porque veían heavy civil saturado; Cutillo vio la oportunidad en la bonanza de centros logísticos, y la movida fue acertadísima.

¿Son sostenibles estas ventajas? A priori, **sí**, al menos a mediano plazo: - Sus relaciones con clientes se fortalecen con cada proyecto bien hecho (y no hay signos de descontento). - Su diversificación hace que un competidor tendría que replicar su rango completo (transport, infra privada, residencial) para igualarlo, lo cual sería muy difícil por necesitar distintas especialidades. - Su fortaleza financiera le permite invertir en mantenerse al día (ej. comprar nuevos equipos, tecnología, entrenar gente) manteniendo la ventaja de coste/eficiencia. - Los nichos en los que es fuerte (e.g., data centers) seguirán demandando ejecutores confiables debido a la criticidad de esos proyectos – lo que subraya su valor. - El hecho de que su backlog margin esté subiendo indica que su ventaja en pricing incluso se amplía: puede cobrar más margen (16.7%) ahora que hace un año (15.2%), señal de que su posición se afianza y no se erosiona.

¿Alguna en riesgo? Quizás la más volátil es la ventaja de *geografía/región*. Otros competidores podrían entrar mediante adquisiciones – por ejemplo, Granite o Primoris podrían comprar un contratista de tierras para competir en data centers en sureste. Pero ya compraron Plateau, Petillo, etc., los mejores. Aún hay otros en Occidente, pero Sterling a su vez podría moverse primero. La consolidación la inició Sterling.

¿Ventajas sostenibles a futuro? - Su diversificación es en sí una ventaja a largo plazo: hace su modelo más resistente e integrado, difícil de replicar por competidores monotemáticos. - El *riesgo* a la sostenibilidad vendría si el mercado se vuelve comoditizado (lo cual no parece: la complejidad aumenta en infra). - O si se diluyen internamente – p.ej., descuidar su cultura con tanto crecimiento. Hasta ahora, integraron nuevas empresas manteniendo “The Sterling Way” de seguridad y excelencia.

Ampliación vs dilución de ventajas: Están *ampliando* algunas – ej. agregando fontanería a residencias, aumentan switching costs y share-of-wallet. Expandiendo a NE, aumentan base clientes, diluyendo dependencia. - La única vigilante es no dispersarse demasiado. Hasta ahora, sin señales de dilución de foco; vendieron las distracciones.

En resumen, **Sterling ha construido moats significativos:** costes competitivos por eficiencia y escala, intangible de reputación, relaciones profundas con clientes de alto valor, cobertura geográfica con líderes locales, capacidad financiera e intelectual para proyectos complejos, y adaptabilidad innovadora. Estas ventajas han sido clave en colocarla por delante de competidores en rentabilidad y crecimiento. Y todo indica que, administradas correctamente, son *sostenibles* a mediano plazo, pues derivan de capacidades y activos difíciles de replicar de la noche a la mañana. Esto refuerza la tesis de que Sterling no es un éxito pasajero, sino una compañía con cimientos sólidos (literal y metafóricamente) para mantener su liderazgo en nichos rentables de la infraestructura.

19. Señales de alerta o deterioro oculto

Para robustecer el análisis, es prudente buscar posibles **señales de alerta o deterioro oculto** que podrían estar pasando desapercibidas tras los números positivos. Aunque el panorama de Sterling es muy favorable, consideremos:

- **Caída de márgenes en algún segmento:** ¿Hay subsegmentos con márgenes comprimidos? Revisemos por segmento 2024 vs 2023: E-Infrastructure margin operativo 22.0% vs 15.0% (mejoró mucho, sin alerta ahí), Transportation 6.5% vs 6.6% (estable), Building 12.0% vs 11.4% (mejoró ligeramente). Ninguno muestra contracción. Y backlog margin global subió, no bajó. Esto sugiere que no hay erosión de pricing power ni sobre costos emergentes. *No se hallan señales de margen en declive.*
- **Aumento de deuda repentino o mal uso de efectivo:** Por ahora, deuda neta cayó a negativa; repagos voluntarios realizados, etc. No han contraído nueva deuda salvo la normal (leasing, etc.). Y su uso de efectivo ha sido razonable (no hay inversiones financieras arriesgadas, etc.). *Ninguna señal de estrés financiero oculto.* El Altman Z ~6.6 refleja solvencia excelente.
- **Estancamiento de segmentos clave:** Observando crecimiento orgánico: E-infra rev 2024 cayó -1.5% vs 2023 (\$924M vs \$937M). Esto podría interpretarse como leve estancamiento de E-Infrastructure. Sin embargo, su margen creció dramáticamente (seleccionaron proyectos más rentables aunque algo menos de volumen, y backlog fin de año aún fuerte). Probablemente completaron algunos megas sin reemplazo inmediato (timing). Dado backlog E-infra +27%, 2025 debiera repuntar. Aun así, la pequeña caída de ingresos E-infra es algo a vigilar: ¿fue por falta de nuevos proyectos en 2024? Era ~48% ventas, bajó a 44% – en gran parte por mezclado con transporte. No parece preocupante, pero es la única área con leve contracción yoy. Lo contrarresta backlog robusto.
- **Aumento anormal de inventarios o cuentas por cobrar:** En construcción, *un red flag es aumento de “claims” o cuentas por cobrar envejecidas.* Los datos contables: CFO altísimo sugiere cobran bien. DSO ~70 días normal. No hay nota de cobros problemáticos (Tutor Perini a veces no cobraba durante años, no es el caso). Contrariamente, su CFO > NI indica cobran pronto. *No se ve manipulación de flujo.* Contratos mal cobrados no evidente.
- **Sobrecontratación / saturación operativa:** La empresa ha crecido backlog mucho. A veces, un riesgo oculto es que *capacidad operativa no alcance* y empiecen a incumplir plazos. ¿Se observan demoras? Por sus comentarios, solo citaron “slight delays of new project starts” en NE warehouses – parece más por mercado que

saturación interna. No hay evidencias de proyectos penalizados por tardanzas de su parte. Aun con backlog record, han mantenido no penalizaciones. Su ratio personal/backlog parece adecuado (contratan subcontratas supe). *Pero a monitorear*: si backlog sigue subiendo fuertemente, deberán expandir equipo; hasta ahora lo han manejado (contrataron +1,000 en 2023 probablemente). Un signo de saturación sería si su backlog burn ratio bajara (proyectos se alargan más de planeado). No se ve.

- **Rotación directiva:** Cambios inesperados en cúpula a veces avisan de problemas internos. En Sterling, el CEO, CFO, etc., han estado 6+ años, aparentemente estables. No hay renunciadas abruptas ni despedidos. Esto sugiere estabilidad. También, retuvieron management de adquisiciones (Plateau's leadership integró, etc.). *Sin señal de disenso*. Si CFO se fuera abrupto, sería microalerta, pero nada ahora.
- **Índices de calidad de beneficios:** Piotroski F-Score = 8 (muy bueno), no hay manipulación de beneficios aparente; Income quality CFO/NI = 1.67 (muy por encima de 1) sugiere utilidades de alta calidad. *No hay earnings management visible*.
- **Encubrimiento con adquisiciones:** A veces empresas tapan ralentización orgánica comprando crecimiento. Sterling sí ha hecho M&A, pero su crecimiento orgánico es genuino también (2023 org +11%). Y no han realizado adquisiciones grandes desde Petillo 2022. Sus números 2023-24 son comparables orgánicamente y se sostienen. *No hay humo de "crecemos solo por adquirir"*. Y su contabilidad no oculta nada: marcan amort. intangible separada, etc., de forma transparente.
- **Dependencia excesiva de un sector caliente (posible burbuja):** Podría argumentarse: su boom vino del e-commerce/data mania, ¿y si eso revienta? Los data centers han subido mucho; hay analistas advirtiendo de saturación en ciertos mercados. Sin embargo, con la nueva demanda de IA, la narrativa se extiende. Aun si hubiera un sobrebuild temporal (como en multi-family), Sterling se adaptó (lo señalaron: multi-family slow, pivot a single-home). *Riesgo oculto leve*: si hay saturación de warehouses (ya hay leve), Petillo en NE podría ver backlog caer. De hecho, mencionaron "softness in small warehouses in NE", ergo ya notaron saturación e-commerce en NE. Pero pudieron compensar con data center y multi-phase project delays. Lo positivo: la empresa lo *reconoció*, no lo escondió. Y ese factor no afectó mucho su margin global. *Conclusion*: riesgo gestionable.
- **Señales de desalineación en cuentas conjuntas:** Un punto: Redwood (RHB) JV venía con "miembros interest earnings" incrementando pasivos – indica que en RHB, su socio (Rich Buenting) cobraba su share; mayor ganancia RHB implicaba

pagarle. Aumentó a \$20.9M en 2024 desde \$17.7M. Podría ver que RHB generaba ganancia (50% no suya) que salía de su flujo, un mini-drenaje. Lo resolvieron deconsolidando. Si RHB tenía backlog \$491M, implicaba muchos proyectos. Quizá vieron que saturaba capital y decidieron no consolidar para no cargar su throughput. *Posible alerta: saturación en RHB.* Su mitigación fue reorganizar. Tras 2024, RHB ya no estorba su consolidado. Esto en sí no es deterioro sino housekeeping contable bien hecho.

- **Contabilidad agresiva en backlog:** “Combined Backlog” incluye “Unsigned Awards” (\$138M) – básicamente low-bid ganados pero no firmados. Si no se firman, podrían desaparecer (por ej., cliente cancela). Sumaban ~7.5% del backlog. Este no es gran problema pero a vigilar si ese rubro crece indicando tardanza en firmar contratos. De 2023 a 2024, unsigned bajó (de \$303M a \$138M), ergo convirtieron muchos a firmados, bien. *No hay doping de backlog con fantasmas.*
- **Exceso de confianza en directiva ("Key man risk"):** Un riesgo intangible es depender mucho de Cutillo. Si se fuera, ¿el plan seguiría? Han institucionalizado "The Sterling Way" con directores diversos. Aun así, la visión transformadora fue la suya. No oculta, pero intangible.

En síntesis, **no emergen señales de deterioro encubierto** en los fundamentales de Sterling. Los típicos red flags (márgenes en bajada, deuda oculta, flujo débil, rotación mgmt, contabilidad cuestionable) brillan por su ausencia. Al contrario, todos los indicadores de calidad financiera van en dirección correcta.

Las pocas cositas identificadas (leve flojedad en warehouses NE, backlog E-infra -1% yoy) han sido reconocidas y explicadas por la empresa, no suprimidas.

Podemos por tanto tener confianza en que *la narrativa cualitativa de fortaleza se confirma en las cifras sin manipulación*. Por supuesto, debemos seguir vigilando si surgen nuevas señales: por ejemplo, si en 2025 backlog margin cayera repentinamente, sería alerta; o si CFO se redujera drásticamente vs NI (indicando acumulación de claims). Pero actualmente no es el caso.

Esto refuerza la robustez de la tesis: no hay "cadáveres en el armario" obvios en Sterling. Parece una historia genuina de mejora operativa y estructural, no maquillada. Ello da solidez a la convicción de inversión, con el caveat de seguir monitoreando prudentemente los riesgos potenciales ya mencionados en bloques previos.

20. Tesis final de inversión

Sterling Infrastructure se presenta como una oportunidad de inversión sobresaliente en el mercado actual, combinando una calidad corporativa de primer orden con una valoración atractiva fruto de una corrección de precio no respaldada por los fundamentales. A continuación, sintetizamos por qué *hoy* es el momento propicio para invertir en Sterling, destacando su perfil de rentabilidad asimétrico y los factores que diferencian esta tesis de otras disponibles:

1. Calidad estructural excepcional: Sterling ha pasado de ser un contratista tradicional a posicionarse como un **líder en nichos de infraestructura de alto valor**. Sus métricas lo confirman: genera **márgenes operativos ~dobles** que la media sectorial (14.5% vs ~6-7% en competidores), un **ROIC (~16.5%) muy por encima de su coste de capital**, y conversión de beneficios en caja consistentemente >100%. Su balance es fortísimo (deuda neta negativa, F-Score 8/9), eliminando riesgos financieros. Esto se traduce en capacidad de aguantar entornos adversos y de aprovechar oportunidades sin tensiones. Pocas empresas de construcción exhiben esta combinación de **solvencia, rentabilidad y crecimiento**.

Además, Sterling ha construido **ventajas competitivas sostenibles**: relaciones sólidas con clientes estratégicos (ej. Amazon, DOTs estatales), reputación de ejecución impecable (lo que le permite cobrar precios superiores), diversificación de ingresos (transporte público + infraestructura privada + residencial) y una cultura interna (“The Sterling Way”) orientada a la seguridad, eficiencia y cumplimiento. Estos factores no solo explican su desempeño histórico, sino que sitúan a Sterling en la *élite* de su sector, dotándola de una resiliencia y potencial de valor difícil de igualar.

2. Oportunidad clara de precio (drawdown injustificado): La acción de Sterling cotiza actualmente en torno a **\$110, con un descenso de ~50% desde sus máximos recientes**. Este *drawdown* se produjo a pesar de que la empresa encadenó resultados récord en 2023-2024 (ingresos +7%, beneficio neto +85% en 2024). Las causas de la corrección parecen vinculadas a tomas de beneficio y temores coyunturales (posible pico de ciclo, contexto macro), más que a un deterioro real. De hecho, los fundamentales se han fortalecido aún más: el *backlog* combinado sigue en niveles elevados (\$1.83B) con **márgenes en backlog crecientes (16.7% vs 15.2% un año antes)**, indicando que la cartera futura es incluso más rentable. La desconexión es evidente en la valoración por múltiplos: al precio actual, Sterling cotiza a apenas ~13 veces beneficios ajustados, un **descuento respecto al mercado y a sus pares**, a pesar de su rendimiento superior. También cotiza ~8× EV/FCF, muy por debajo del ~12× sectorial. Esto implica un **amplio margen de seguridad**: el mercado parece estar infravalorando la capacidad de Sterling para seguir creciendo a tasas saludables. En otras palabras, la acción ha sido penalizada como si su auge hubiera terminado, cuando las evidencias internas y sectoriales sugieren lo contrario. Esta situación permite comprar *una empresa de altísima calidad a múltiplos propios de una empresa promedio*, algo infrecuente. La relevancia del timing radica en que esta ventana de

infravaloración podría cerrarse rápidamente una vez el mercado reconozca la continuidad del crecimiento de Sterling y/o mejoren las condiciones generales (baja de tasas, etc.). Por tanto, invertir ahora significa capturar la revalorización potencial antes de que la percepción del mercado se ajuste a la realidad de sus fundamentales.

3. Crecimiento atractivo y visible a corto y medio plazo: Contrario a la tesis del “pico”, Sterling tiene por delante **vías claras de crecimiento en los próximos 1–3 años**, soportadas tanto por estimaciones de consenso como por dinámicas de mercado. Los analistas proyectan que, tras un 2025 de transición (ingresos ~planos, beneficio +11%), la compañía volverá a la senda de crecimiento de doble dígito en 2026-2027 (ingresos acumulados +23%, beneficio +19%). Más allá de las cifras, los catalizadores estructurales abundan: el plan federal IIJA garantiza un flujo de proyectos públicos de transporte hasta 2026, muchos de los cuales están aún por adjudicarse – Sterling ya ha ganado cuota en 2023 (backlog transporte +66%) y es razonable esperar más contratos en 2024-2025. En el sector privado, la demanda de **infraestructura para datos, comercio electrónico e industria** sigue fuerte: la explosión de inversiones en *data centers* (ahora impulsadas además por la computación para IA) y la oleada de fábricas de semiconductores y energías limpias (apoyadas por programas CHIPS e IRA) suponen un *tailwind* para el segmento E-Infrastructure de Sterling. De hecho, su cartera en este segmento creció un +27% en 2024, insinuando nuevos proyectos de gran envergadura en el horizonte. En *Building Solutions*, los mercados del Sunbelt (Texas, Arizona) continúan exhibiendo demanda estructural de viviendas por migración y desequilibrio oferta-demanda – Sterling está expandiendo servicios (añadiendo fontanería) para capturar más valor por vivienda y diferenciarse, lo que debería impulsar crecimiento orgánico incluso si el ritmo de construcción se modera. Importante: este crecimiento esperado no es una hipótesis arriesgada de *turnaround* futuro; es la extensión natural de la trayectoria ya en curso de Sterling, confirmada por su *track record* reciente de batir objetivos y por la visibilidad que ofrece su backlog (aprox. 60% de las ventas esperadas de 2025 ya cubiertas por contratos actuales). En suma, la empresa no depende de una hipotética reversión del ciclo ni de mejoras milagrosas: **su crecimiento se apoya en tendencias tangibles y en la ejecución de una estrategia probada.**

4. Equipo gestor altamente competente y alineado con el accionista: Un elemento cualitativo clave es la confianza en la administración. El equipo directivo liderado por el CEO Joe Cutillo ha demostrado a lo largo de 7 años una **ejecución impecable**: transformaron la empresa según lo prometido (reduciendo deuda, elevando rentabilidad, diversificando segmentos), cumplieron o excedieron sistemáticamente sus guías financieras y han asignado el capital de forma inteligente (adquisiciones estratégicas de alto ROI, venta de negocios no esenciales, inicio de recompras cuando correspondía). Además, la directiva está incentivada a crear valor sostenible: poseen participaciones accionarias significativas (Cutillo y altos ejecutivos) y gran parte de su compensación variable depende de metas de EBITDA y margen por proyecto, asegurando que sus intereses estén estrechamente

alineados con los de los accionistas de largo plazo. La reciente decisión de autorizar una recompra de \$200M de acciones –y ejecutar ya \$50M en 2024– es prueba de que el management considera que la acción está infravalorada y está dispuesto a actuar en beneficio del accionista. En un sector donde la ejecución lo es todo, **Sterling cuenta con un liderazgo de primer nivel, con credibilidad reforzada** por años de resultados y con una filosofía prudente (prefieren guiar bajo y sobrepasar) que reduce riesgos de sorpresas negativas. Esto da una *fuerte dosis de tranquilidad* al inversor: se está apostando por un equipo con historial probado, no por una promesa sin contrastar.

5. Perfil riesgo-retorno muy atractivo (asimetría favorable): Combinando los puntos anteriores, la tesis de Sterling ofrece una **asimetría de retornos favorable**. En el escenario central, la valoración actual implica un potencial de revalorización sustancial: estimaciones conservadoras sitúan el valor intrínseco en torno a \$165–\$180 por acción (basado en un DCF base con hipótesis razonables y en la simple normalización de múltiplos hacia la media sectorial) – es decir, un upside de ~50–60% sobre el precio actual. Si la empresa continúa ejecutando según lo previsto y recupera siquiera parte del múltiplo que merece por su calidad (por ejemplo, cotizando a ~18× beneficios en vez de 13×), la acción podría acercarse a sus máximos previos en los próximos 1-2 años, lo que representaría casi duplicar la inversión (+95% de recorrido al alza). Por el contrario, el **downside** se ve limitado: el negocio subyacente es sólido aun en escenarios adversos moderados (por ejemplo, incluso si 2025 resultase ligeramente por debajo de las expectativas, Sterling seguiría siendo altamente rentable y generando caja). Dado su balance robusto, es difícil imaginar un deterioro financiero que justifique valuaciones mucho más bajas de las actuales. Un posible escenario negativo –una recesión más profunda que congele la contratación privada– podría reducir algo las ventas, pero la empresa tendría la espalda financiera para sobrellevarlo y el respaldo del backlog público; en tal caso extremo, el valor fundamental (ej. activo neto tangible + backlog con margen) proporciona un suelo. En suma, vemos un **upside potencial que supera con creces al downside estimado**, lo que configura una inversión con perfil de riesgo controlado y remunerado: se está comprando calidad con descuento, y *el mercado ofrece pagar poco por riesgos que la evidencia sugiere que son manejables*.

6. ¿Por qué invertir hoy y no esperar? Porque las ineficiencias de mercado no suelen durar indefinidamente. Actualmente, existe una ventana de oportunidad producto de miedo y apatía general hacia midcaps cíclicas – pero los próximos catalizadores pueden revertir rápidamente ese sentimiento. En los próximos 6-12 meses, eventos como resultados trimestrales mostrando crecimiento continuado, la adjudicación de algún contrato emblemático o mayor actividad de recompra por parte de la empresa, pueden actuar de **catalizadores** que cierran la brecha de valoración. Esperar podría significar perder una parte sustancial de la subida inicial que suele darse cuando el mercado repricea un activo infravalorado al disiparse la niebla de la incertidumbre. En este sentido, Sterling ofrece una

rara combinación de **catalizadores a corto plazo identificados (hard triggers)** –por ejemplo, posible anuncio de nuevos proyectos de infraestructura ligados a fondos federales, o una mejora del entorno de tasas que reactive al sector– y **tendencias estructurales a largo plazo** que sustentan el crecimiento por años (digitalización, reindustrialización, urbanización del Sunbelt). Esto la convierte tanto en *una idea táctica* (aprovechar la recuperación post-drawdown) como en *una inversión estratégica* (participar en el crecimiento secular de un negocio de infraestructura del siglo XXI).

7. Riesgos y por qué son aceptables: Por supuesto, ningún escenario está libre de riesgos (recesión económica, retrasos en proyectos, intensificación de competencia en algún nicho, etc. – detallados en bloques anteriores). Sin embargo, tras ponderarlos rigurosamente, concluimos que estos riesgos están **suficientemente mitigados** o acotados dentro del caso Sterling. La diversificación de su portafolio (ningún cliente, proyecto o segmento domina en exceso), su flexibilidad financiera y la conducta proactiva de la gerencia reducen la probabilidad de un impacto severo de dichos riesgos. En esencia, se estaría asumiendo un riesgo comparable al de invertir en una compañía industrial promedio, pero con la ventaja de que Sterling no es “promedio”: tiene un *margen de seguridad operativa* derivado de sus altos márgenes y bajo apalancamiento, que la hacen más resistente que la mayoría. Así, el inversor es recompensado con un potencial de retorno muy superior al de empresas de calidad similar pero cotizando a múltiplos plenos.

8. Una tesis superior en el contexto actual: En un mercado donde muchas empresas de crecimiento se pagan a múltiplos exigentes o donde abundan negocios cíclicos de menor calidad atrapados en incertidumbres estructurales, Sterling destaca como una **tesis con fundamentos excepcionales a precio de ganga**. Ofrece la resiliencia y generación de valor de una compañía “compounder”, pero con el descuento típico de una cíclica ignorada. Pocas ideas reúnen esta conjunción. Además, invertir en infraestructura se alinea con tendencias macro (inversiones públicas, digitalización, transición energética) respaldadas por políticas y presupuestos ya comprometidos, reduciendo dependencia de macro swings espontáneos. Por todo ello, consideramos que Sterling Infrastructure representa una **oportunidad única y de alto convencimiento** en el universo de inversión actual: una empresa transformada, líder en su nicho, con viento de cola secular, manejada por un equipo confiable, infravalorada por un mercado miope.

Por todas estas razones, Sterling conjuga calidad sobresaliente, descuento de valoración y crecimiento de doble dígito visible– se ve ratificada por la evidencia cuantitativa y cualitativa recopilada. Salvo un giro macroeconómico severo o una ejecución inesperadamente deficiente (riesgos para los cuales Sterling está mejor preparada que la mayoría), anticipo una revalorización sustancial de la acción en los próximos trimestres. En definitiva, **Sterling Infrastructure ofrece un perfil de inversión de alto atractivo: “calidad a precio de saldo”**, una combinación que rara vez permanece disponible por mucho tiempo.