

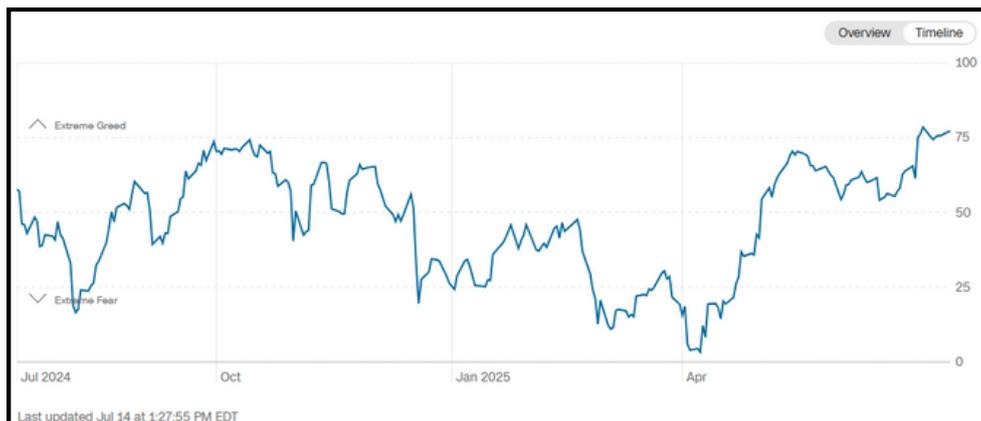
# MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

## ¿DÓNDE COLOCAR EL CAPITAL?

### SITUACIÓN DEL MERCADO Y SPY.

Constantemente surge el interrogante de ¿dónde metemos el capital? muchas veces influenciados por el rápido movimiento de los mercados nuestras opiniones cambian, lo que antes era oportunidad ahora es riesgo, la volatilidad extrema que hemos visto en los últimos meses es reflejo de ello.



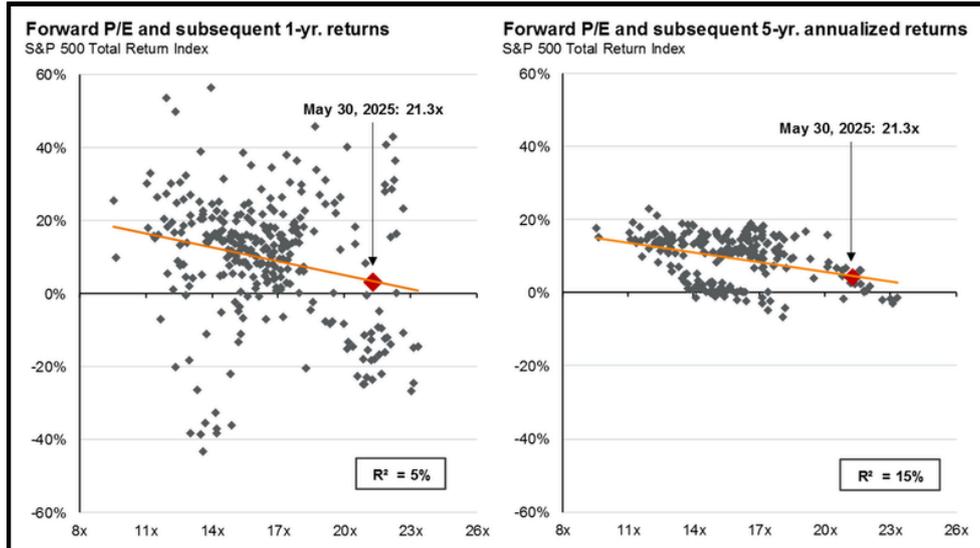
Este es el gráfico de miedo y codicia, pasamos de miedo extremo a codicia extrema en cuestión de dos meses. No basamos la decisión de inversión en este gráfico, pero si nos sirve como señal de la situación general. **Lo que siempre debemos tener presente "Soy temeroso cuando los demás son codiciosos y soy codicioso cuando los demás son temerosos"**



# MAYULI INVERSIONES

## INVERSORES FUNDAMENTALES

Agregamos otra referencia, el ratio precio/ganancias esperadas, el promedio histórico del S&P 500 es de 17 veces sus ganancias futuras, a día de hoy 22,6 veces. Estamos pagando más de un 30% su promedio histórico.



Como esto se basa en estadística, está claro, mientras paguemos un precio más caro, la probabilidad de rentabilidad baja. No se trata de ser pesimista ni presagiar la próxima recesión, es una tarea imposible, se trata de basarnos en los datos disponibles. **Pagando más de 22 veces las ganancias futuras del S&P 500 la expectativa de rentabilidad anual para los próximos 5 años ronda entre el 3% y -3%.** ¿Podemos tener un rally por los avances de la IA ayudando a mejorar la productividad de todos los sectores? Claro que sí! pero como inversores conservadores tomar decisiones fuera de la probabilidad y actuando en base a lo que nunca sucedió, no hay margen de seguridad adecuado.

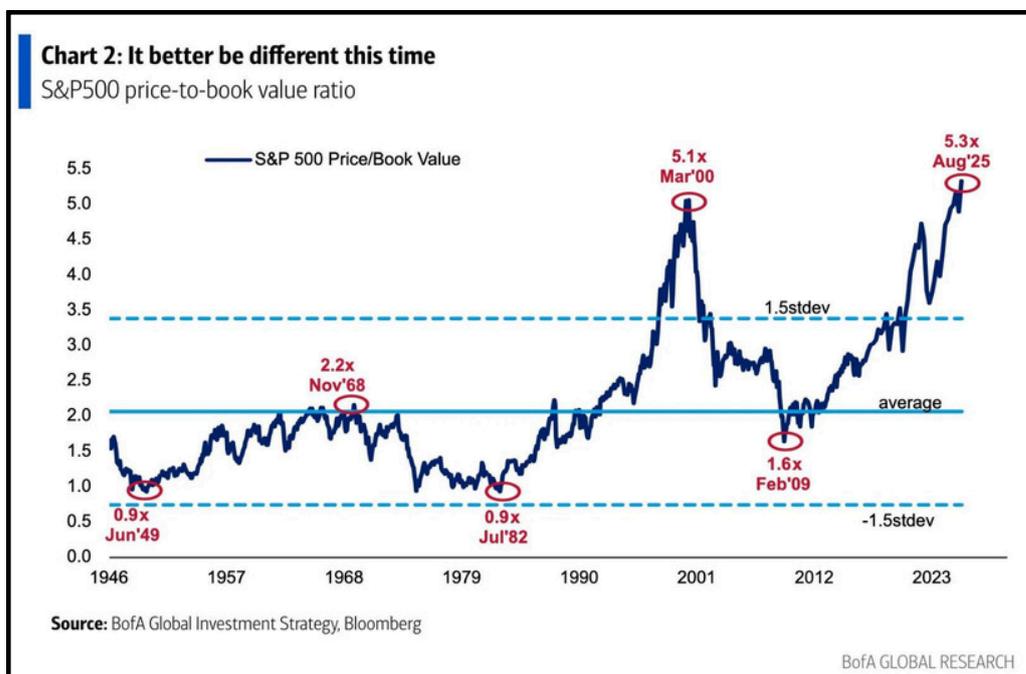


# MAYULI INVERSIONES

## INVERSORES FUNDAMENTALES

Es fácil inferir que, dado la concentración del S&P 500 en las tecnológicas del momento su múltiplo de cotización está sesgado. En parte es cierto, sin embargo de los estudios realizados por el JP Morgan, excluyendo al top 10 del índice las que representa 36,5% del total, el múltiplo de cotización ronda los 21,5x - 22x las ganancias futuras. Volvemos a lo mismo, un índice equiponderado cotiza a +35% su promedio histórico.

### ¡SERÁ MEJOR QUE SEA DIFERENTE ESTA VEZ!



Sumamos otro gráfico que refuerza el argumento. El ratio P/B compara el precio de mercado total de las empresas del S&P 500 con su valor contable (el valor neto de sus activos menos sus pasivos). En términos simples, nos dice cuánto están dispuestos a pagar los inversores por cada dólar de activos netos de una empresa.

- Un ratio bajo sugiere que el mercado está valorando las empresas cerca de su valor de liquidación, lo que a menudo indica pesimismo o eventualmente una oportunidad (como se vio en 1949, 1982 y 2009).
- Un ratio alto nos indica que los inversores están pagando una prima sustancial sobre el valor de los activos netos, lo que refleja un gran optimismo sobre el crecimiento futuro y la rentabilidad de esos activos.

El gráfico muestra claramente una naturaleza cíclica, con el ratio oscilando alrededor de un promedio histórico de aproximadamente 2.0x. Las líneas de desviación estándar (+1.5 y -1.5) marcan las zonas de "sobrevaloración" y "subvaloración" extremas desde una perspectiva histórica.

# MAYULI INVERSIONES

## INVERSORES FUNDAMENTALES

El foco central del gráfico es **la valoración máxima entre el pico de la burbuja de las puntocom y el nivel actual**. Ambos puntos representan niveles de valoración extremos, situándose muy por encima de la línea de +1.5 desviaciones estándar y más del doble del promedio histórico.

**El mercado está en un territorio de valoración similar al de uno de los mayores colapsos bursátiles de la historia moderna.**

Esto me lleva a pensar:

- Los índices bursátiles norteamericanos están caros y la expectativa de rentabilidad es baja.
- Comprar en estos niveles no es racional.
- Se deben buscar acciones individuales o bonos con una expectativa de rentabilidad superior.

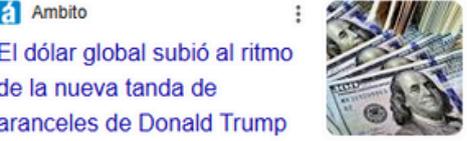
## ¿SEGUIMOS MIRANDO LA MACRO?

Todos los días tenemos noticias, escuchamos los debates sobre la próxima decisión de la FED, se anuncian en rojo el último dato de inflación y los "expertos" de los medios predicen con certeza el futuro del tipo de cambio. Ante esto volvemos al mismo sentimiento de que debemos hacer algo sea vender, comprar, cambiar de estrategia.

### Noticias destacadas



**f** Infobae  
[Cómo afectan a Europa y España los aranceles del 30% anunciados por Trump...](#)  
hace 2 días



**a** Ambito  
[El dólar global subió al ritmo de la nueva tanda de aranceles de Donald Trump](#)  
hace 2 días



**Y** Yahoo  
[De aranceles a universidades, el estilo negociador de Trump tiene...](#)  
hace 1 día



**BL** Bloomberg Línea  
[¿Autos más caros? Así subirían los costos de producción en EE.UU. por...](#)  
hace 2 horas



**!** Yahoo Finanzas  
[Trump exige más concesiones, mientras la UE frena contramedidas por...](#)  
hace 24 horas

# MAYULI INVERSIONES

## INVERSORES FUNDAMENTALES

Tenemos el ejemplo de Peter Lynch, en mi opinión uno de los mejores inversores, el lo dice claro “el éxito en la inversión a largo plazo a menudo depende de nuestra capacidad para **ignorar activamente** todo ese ruido” ese fue el pilar de su filosofía inversora y agrego lo siguiente, los pronósticos sobre la economía en el mejor de los casos es información inútil, en el peor, una fuente de tomar malas decisiones.

Cada hora que dedicamos estudiando cuál va a ser el movimiento del Banco Central, de la FED o Trump, no dedicamos el tiempo a lo único que nos da una ventaja real: **“entender el negocio o activo productivo”**

### **OPORTUNIDADES EN RENTA FIJA DADAS LAS VALUACIONES GENERALES.**

Antes de tocar las oportunidades en renta variable quiero mencionar las opciones que tenemos en renta fija, para nada despreciables y con una expectativa de rentabilidad mayor que comprar el índice.

Siempre recordar de lo que se trata la inversión, primero no perder, la renta fija no solo tiene una remuneración definida, también nos ayuda a mantener la estabilidad en la cartera. Si por X o Y el mercado se desploma, nuestros títulos de renta fija tendrán una variación mucho menor o incluso el famoso **“fly to quality”** y nuestros títulos subirán.

En el contexto actual argentino es eso lo que sucede, las emisiones AA+ y AAA han tenido un suba en el último mes debido a la incertidumbre de las emisiones más pobres, **en busca de mayor cobertura ante adversidades** prefieren menos renta pero más seguridad.

### **OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE VISTA.**

Posterior a la presentación de resultados, la cotización de la acción fue castigada por los malos resultados y especialmente una retención de caja, provocando un flujo de caja operativo negativo.

La pregunta que nos interesa como inversores en ONs es; ¿el negocio de Vista tiene la capacidad para generar flujos de efectivo a largo plazo y así pagar los intereses de deuda?

Primero veamos sus resultados operativos luego de la adquisición de Pepasa.

# MAYULI INVERSIONES

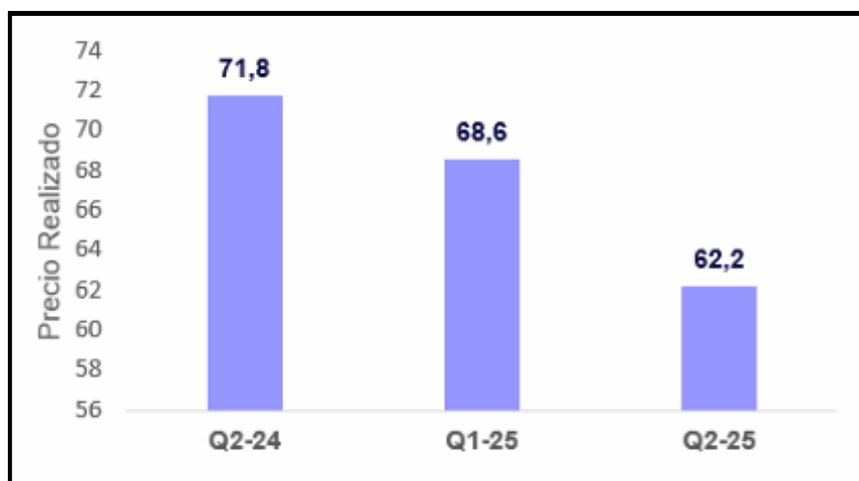
## INVERSORES FUNDAMENTALES

<u>Total average net daily production</u>					
	Q2-25	Q1-25	Q2-24	▲ y/y	▲ q/q
<b>Total (boe/d)</b>	<b>118,018</b>	<b>80,913</b>	<b>65,288</b>	81%	46%
Oil (bbl/d)	102,197	69,623	57,204	79%	47%
Natural Gas (MMm <sup>3</sup> /d)	2.44	1.70	1.26	93%	44%
NGL (boe/d)	468	585	139	238%	(20)%

Lo más importante es que la producción aumenta un 81% año a año, gran parte del crecimiento viene del área La Amarga Chica.

<b>Adjusted EBITDA</b>					
Adjusted EBITDA reconciliation (\$MM)	Q2-25	Q1-25	Q2-24	▲ y	▲ q
<b>Net profit for the period</b>	<b>235.3</b>	<b>82.8</b>	<b>139.6</b>	95.6	152.5
(+) Income tax (expense) / Benefit	58.5	52.2	29.9	28.6	6.4
(+) Financial income (expense), net	65.7	7.2	10.0	55.6	58.4
(+) Income (loss) from investments in associates	1.0	-	-	1.0	1.0
<b>Operating profit</b>	<b>360.5</b>	<b>142.2</b>	<b>179.6</b>	180.9	218.3
(+) Depreciation, depletion and amortization	176.9	126.0	101.0	75.9	51.0
(+) Restructuring and Reorganization expenses	23.7	-	-	23.7	23.7
(+) Impairment of long-lived assets	38.3	-	-	38.3	38.3
(+) Other non-cash costs related to the transfer of conventional assets	7.6	7.2	7.8	(0.2)	0.4
(+) Gain from business combination	(202.5)	-	-	(202.5)	(202.5)
<b>Adjusted EBITDA <sup>(1)</sup></b>	<b>404.5</b>	<b>275.4</b>	<b>288.4</b>	116.2	129.1
<i>Adjusted EBITDA Margin (%) <sup>(2)</sup></i>	66%	62%	70%	(4)p.p.	+4p.p.

Tomando como métrica de rentabilidad el EBITDA ajustado menos las depreciaciones y amortizaciones el ingreso operativo del primer semestre fue 376 millones, lo que nos da un margen operativo del 40%.



# MAYULI INVERSIONES

## INVERSORES FUNDAMENTALES

El precio realizado fue el principal motivo de la baja en márgenes y nos deja ver que el movimiento del commodity es el principal riesgo a corto plazo de la compañía. A pesar de eso la compañía sigue marcando ratios de liquidez y solvencia muy elevados, respaldado de un buen crecimiento y buenas perspectivas futuras.

	As of June 30, 2025	As of December 31, 2024
<b>Fixed interest</b>		
Less than 1 year	697,531	45,381
From 1 to 2 years	283,939	185,356
From 2 to 5 years	314,579	404,395
Over 5 years	1,276,718	787,592
<b>Total</b>	<b>2,572,767</b>	<b>1,422,724</b>
<b>Variable interest</b>		
Less than 1 year	829	843
From 1 to 2 years	25,000	25,000
From 2 to 5 years	-	-
Over 5 years	-	-
<b>Total</b>	<b>25,829</b>	<b>25,843</b>
<b>Total Borrowings</b>	<b>2,598,596</b>	<b>1,448,567</b>

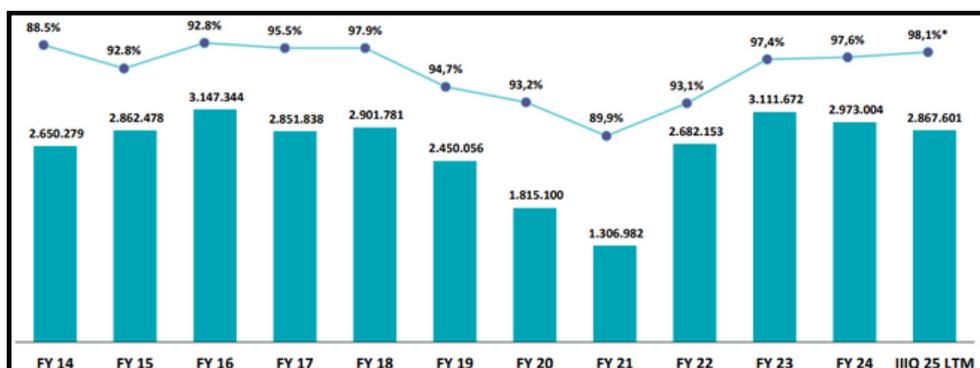
Con las proyección de producción por la adquisición de PEPASA, podemos esperar un EBIT de 830 millones para el año fiscal completo. Quedando sus métricas financieras de la siguiente manera.

- EBIT / INTERESES = 6,14x
- DEUDA NETA / EBIT = 2,97x

## OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE IRSA.

El negocio de IRSA es redondo, Real Estate clásico, sus ingresos principales son alquileres, de locales comerciales, oficinas y habitación de hoteles. Para su análisis de capacidad de pago nos limitaremos a eso, su renta locativa.

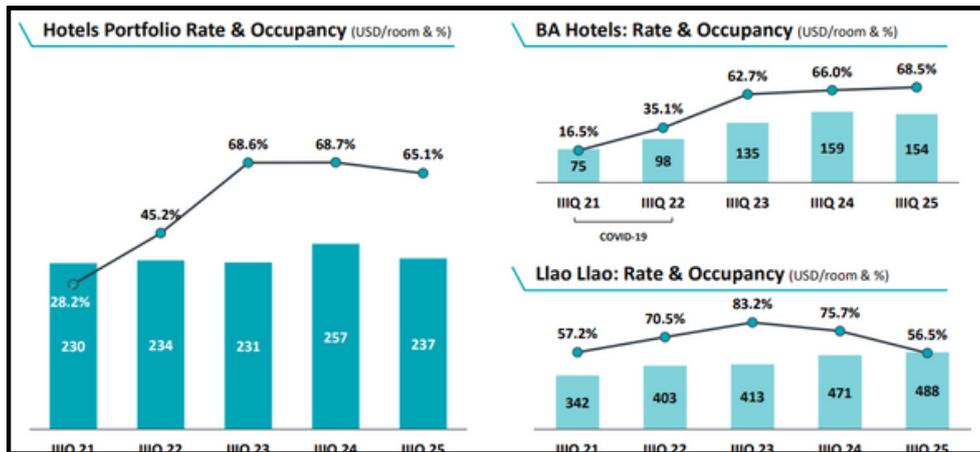
El rubro de shoppings es el más rentable y extendido de IRSA, con activos de gran calidad tales como, el Alto Palermo, Abasto, Dot Baires, etc.



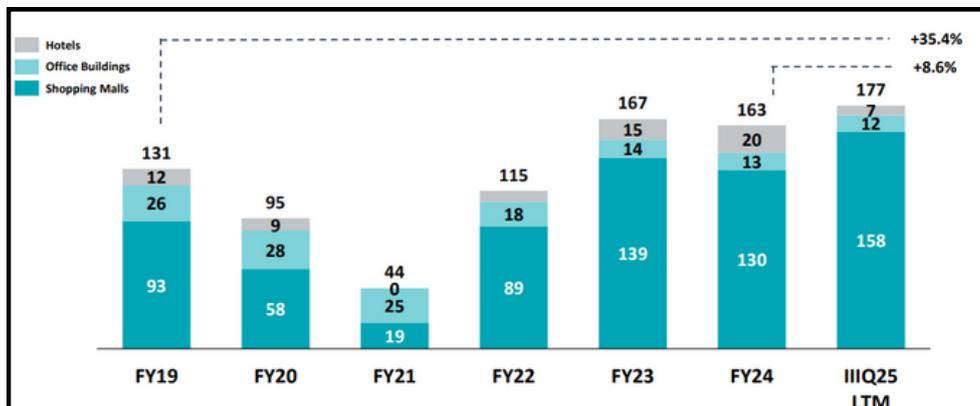
# MAYULI INVERSIONES

## INVERSORES FUNDAMENTALES

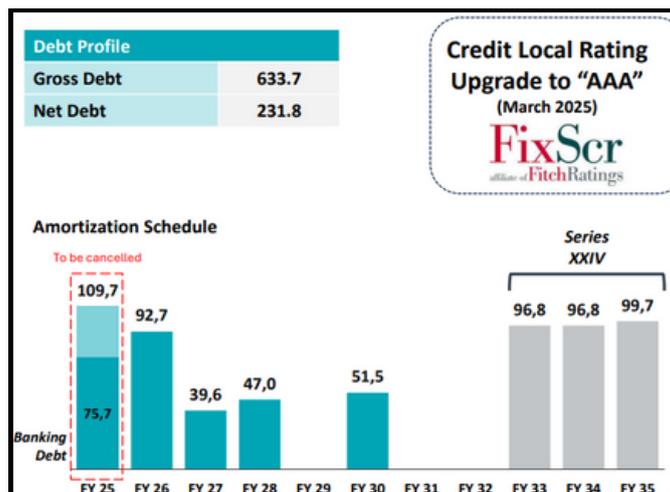
La situación es clara, porcentaje de ocupación casi del 100% con unos ingresos recurrentes y estables.



Sus hoteles también muestran resiliencia comparado a años anteriores y aportan mayor calidad al grupo, con el mítico hotel Liao Liao, Libertador y Intercontinental.



Lo que nos interesa es evaluar su situación, fácil, tomamos el EBITDA derivado de la renta locativa, le restamos las depreciaciones y amortizaciones y tenemos un EBIT de 167 millones.



# MAYULI INVERSIONES

## INVERSORES FUNDAMENTALES

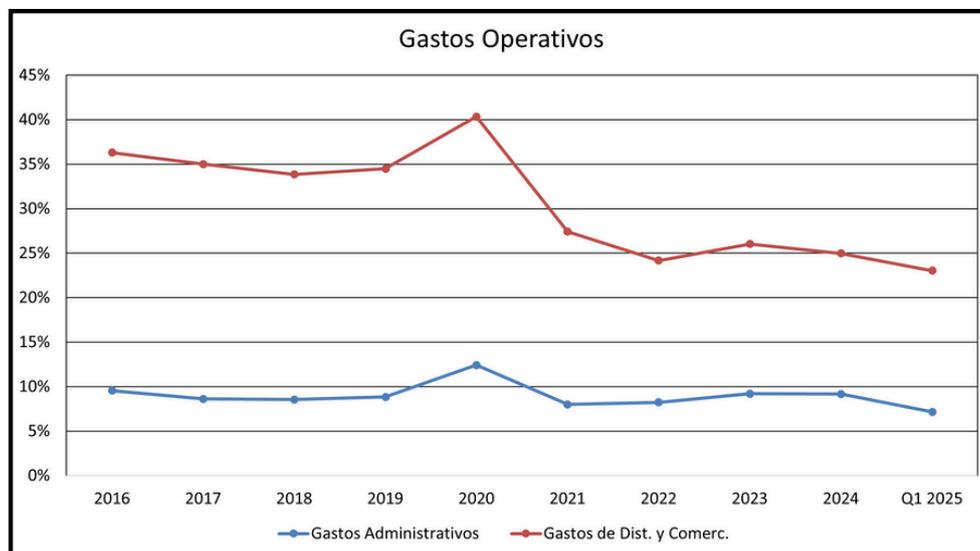
Una calendario de amortizaciones distribuido en el tiempo, más aún con la actual refinanciación y una deuda neta muy controlada.

- $EBIT / INTERESES = 3,15x$
- $DEUDA NETA / EBIT = 1,38x$

### **OBLIGACIONE NEGOCIABLE DE HAVANNA**

¿Por qué me parece atractiva la nueva emisión de Havanna? La empresa tiene un recorrido muy sólido en la industria, se posicionó como uno de los principales jugadores dentro de las cafeterías y confiterías. Esta posición no solo da una demanda estable en un negocio muy estacional, sino también la empresa está abocada a la innovación, el último de los ejemplos es el alfajor Dubai fue furor en redes y eso se trasladó en la venta masiva.

Con estos lanzamientos desbloquea el apalancamiento operativo aumentando los volúmenes de producción y aprovechando toda la capacidad de sus fábricas.



Está claro que este apalancamiento operativo se traduce en mejores márgenes de beneficios, mayor generación de efectivo y capacidad de pago de su deuda.

Para calcular los ratios financieros vamos a tomar su balance del primer trimestre y a sus pasivos financieros le agregamos la nueva deuda tomada, sus ratios quedarían de la siguiente manera.

$Deuda Neta / EBIT = 1.52x$   
 $EBIT / INTERESES = 2.46x$

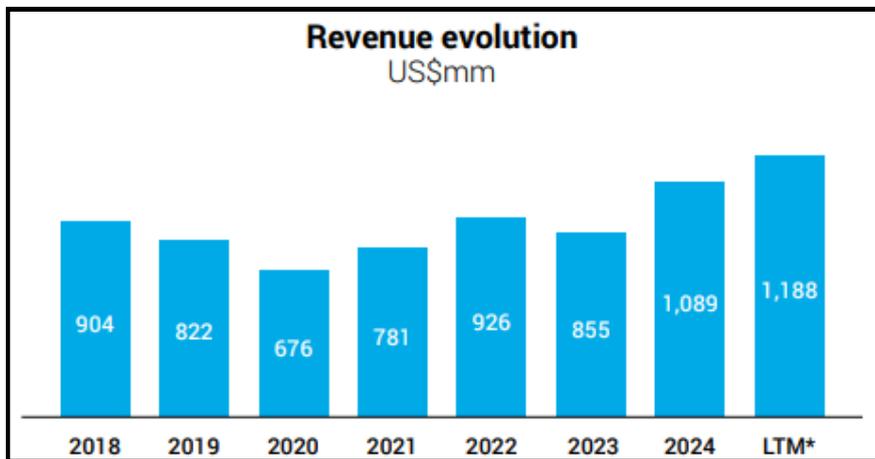
# MAYULI INVERSIONES

## INVERSORES FUNDAMENTALES

Son unos ratios superiores a la media del mercado, aun así bajo nuestros parámetros el EBIT / IINTRESES está por debajo de lo que buscamos, por lo menos buscamos que sus intereses de deuda estén cubiertos 3 veces. Sin embargo me gusta la emisión por la calidad del negocio, la estabilidad que logró conseguir y los altos márgenes y rentabilidad obtenidos, aún teniendo a consideración el impacto que tuvo el precio del cacao.

### TGS.

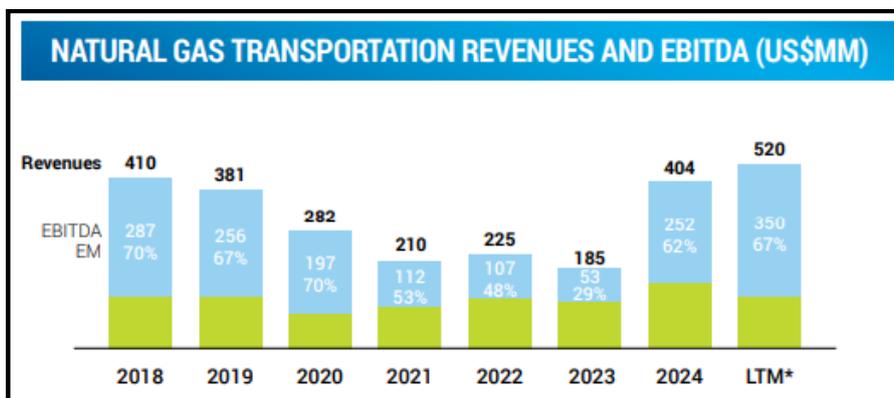
TGS es la columna vertebral del sistema gasífero argentino, un negocio muy estable y predecible, con una ventaja competitiva en infraestructura irremplazable.



### **Modelo de Negocio.**

El negocio principal de TGS es el transporte de gas natural a través de su red de más de 9,200 km de gasoductos. Transporta más del 60% del gas consumido en Argentina, lo que le confiere una posición dominante. El negocio se divide en tres ramas:

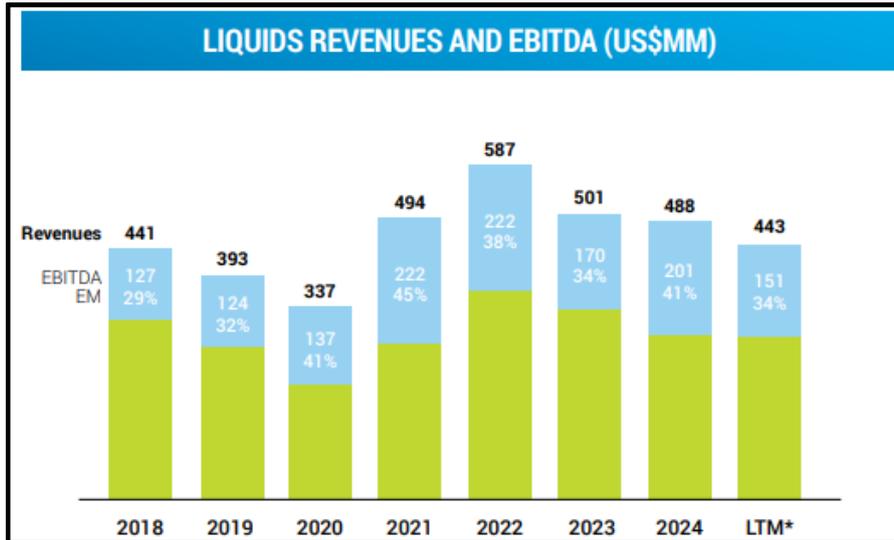
Transporte de Gas Regulado, funciona como un sistema donde TGS cobra una tarifa regulada por la capacidad de transporte, independientemente del precio del gas. Esto le otorga ingresos estables y predecibles. El principal riesgo es regulatorio, que las tarifas no se ajusten adecuadamente por inflación, como ocurrió parcialmente en el último trimestre.



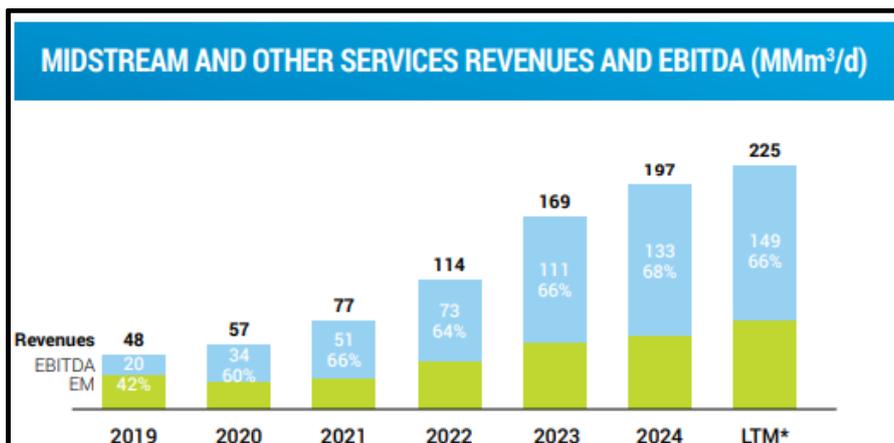
# MAYULI INVERSIONES

## INVERSORES FUNDAMENTALES

**Líquidos (NGL - Natural Gas Liquids)**, en su Complejo Cerri, TGS procesa el gas para extraer líquidos de valor como etano, propano y butano (GLP) y gasolina natural. Este negocio está ligado a los precios internacionales de los commodities, por lo que tiene una mayor volatilidad. Un 40% de la producción se exporta, generando ingresos en dólares.



**Midstream** es el segmento de crecimiento de TGS. La compañía ha realizado inversiones estratégicas en Vaca Muerta para construir y operar gasoductos de captación y plantas de tratamiento de gas. Atiende directamente a los productores en la cuenca, posicionándose como el socio logístico indispensable para el desarrollo del shale gas.



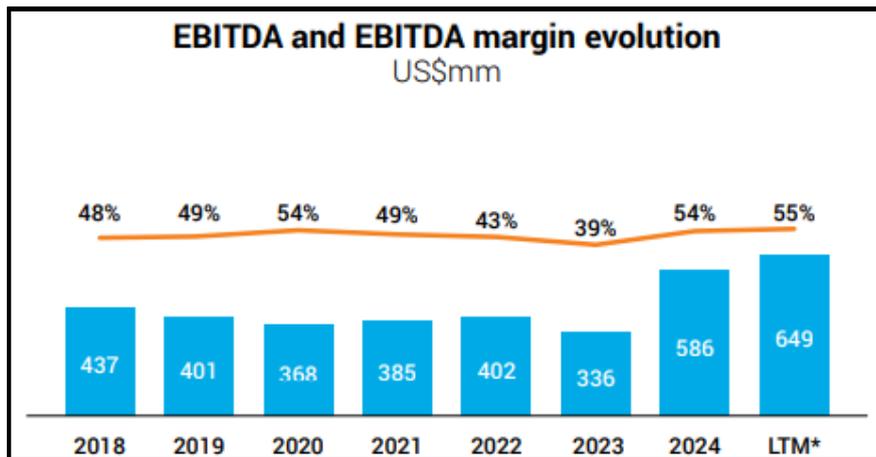
## RESULTADOS Q2 2025

El EBITDA ajustado de TGS (en la porción de Pampa) cayó de US 46 millones a US 37 millones en el segundo trimestre de 2025 en comparación con el año anterior.

# MAYULI INVERSIONES

## INVERSORES FUNDAMENTALES

- Inundación en el Complejo Cerri: La planta estuvo fuera de operación durante parte del trimestre debido a una inundación en marzo. Esto impactó directamente la producción y venta de NGL. A pesar de ello, la planta ya está 100% operativa desde mayo, por lo que este impacto negativo no debería repetirse.
- Rezagos Tarifarios: En el segmento regulado, los aumentos tarifarios no lograron compensar totalmente la inflación y la devaluación del peso argentino. Este es un riesgo inherente al negocio regulado en Argentina, pero la tendencia actual es hacia la normalización tarifaria.
- Lo más importante es que el crecimiento del segmento de Midstream en Vaca Muerta ayudó a compensar parcialmente estos efectos negativos.



## ¿CAPACIDAD DE PAGO?

Comenzamos evaluando su deuda, que al cierre del segundo trimestre alcanza un total de 673 B de pesos argentinos. Gran parte de la deuda proviene de su última emisión la obligación negociable Serie 3 con un costo de 8,5% anual.

### 14. DEUDAS FINANCIERAS

El detalle de las deudas financieras corrientes y no corrientes vigentes al 30 de junio de 2025 y 31 de diciembre de 2024 es el siguiente:

	30/06/2025	31/12/2024
<b>Deudas financieras corrientes</b>		
Intereses ON 2031	21.748.242	21.486.568
Préstamos bancarios	61.240.611	59.943.048
Pasivo por arrendamiento	10.396.011	9.007.411
<b>Total deudas financieras corrientes</b>	<b>93.384.864</b>	<b>90.437.027</b>
<b>Deudas financieras no corrientes</b>		
ON 2031	578.158.547	571.653.289
Pasivo por arrendamiento	2.358.795	7.116.467
<b>Total deudas financieras no corrientes</b>	<b>580.517.342</b>	<b>578.769.756</b>
<b>Total deudas financieras <sup>(1)</sup></b>	<b>673.902.206</b>	<b>669.206.783</b>

# MAYULI INVERSIONES

## INVERSORES FUNDAMENTALES

Su efectivo y equivalentes alcanza los 16 B de pesos argentinos, lo que nos da una deuda neta de 657 B de pesos.

Efectivo y equivalentes de efectivo		
	30/06/2025	31/12/2024
Caja y bancos	12.325.755	48.287.790
Caja y bancos UT	13.354	270
Fondos comunes en mercado local	2.614.301	20.438.019
Cuentas bancarias remuneradas	1.668.955	458.768
Fondos comunes UT	3.621	-
<b>Total</b>	<b>16.625.986</b>	<b>69.184.847</b>

Ahora, en su cuenta de resultados tomamos el EBIT, en los primeros seis meses de ejercicio sumó 272 mil millones de pesos. Con unos gastos financieros de 41 mil millones.

	2025	2024	Variación	
	(en millones de pesos)			%
<b>Ingresos por ventas y otros</b>	<b>690.208</b>	<b>685.473</b>	<b>4.735</b>	<b>0,7%</b>
Transporte de Gas Natural	312.439	198.562	113.877	57,4%
Producción y Comercialización de Líquidos Midstream <sup>(1)</sup>	238.415	357.935	(119.520)	(33,4%)
Costo de ventas	(310.073)	(324.346)	14.273	(4,4%)
<b>Utilidad bruta</b>	<b>380.135</b>	<b>361.127</b>	<b>19.008</b>	<b>5,3%</b>
Gastos de administración y comercialización	(75.222)	(72.249)	(2.973)	4,1%
Otros resultados operativos, netos	(32.426)	(3.764)	(28.662)	n/a
<b>Utilidad operativa</b>	<b>272.487</b>	<b>285.114</b>	<b>(12.626)</b>	<b>(4,4%)</b>
Resultados financieros	(41.947)	53.573	(95.520)	(178,3%)
Resultado de inversiones en asociadas	323	(116)	438	n/a
Impuesto a las ganancias	(76.520)	(126.163)	49.643	(39,3%)
<b>Utilidad integral</b>	<b>154.343</b>	<b>212.408</b>	<b>(58.065)</b>	<b>(27,3%)</b>
Depreciaciones	(87.145)	(73.089)	(14.056)	19,2%

### Ratios Financieros.

EBIT / INTERESES = 6,5x

Deuda Neta / EBIT = 1,2x

Los ratios son muy buenos y podemos decir que su emisión es segura, cumpliendo los parámetros que buscamos.

### ETF BONOS A CORTO PLAZO AMERICANO.

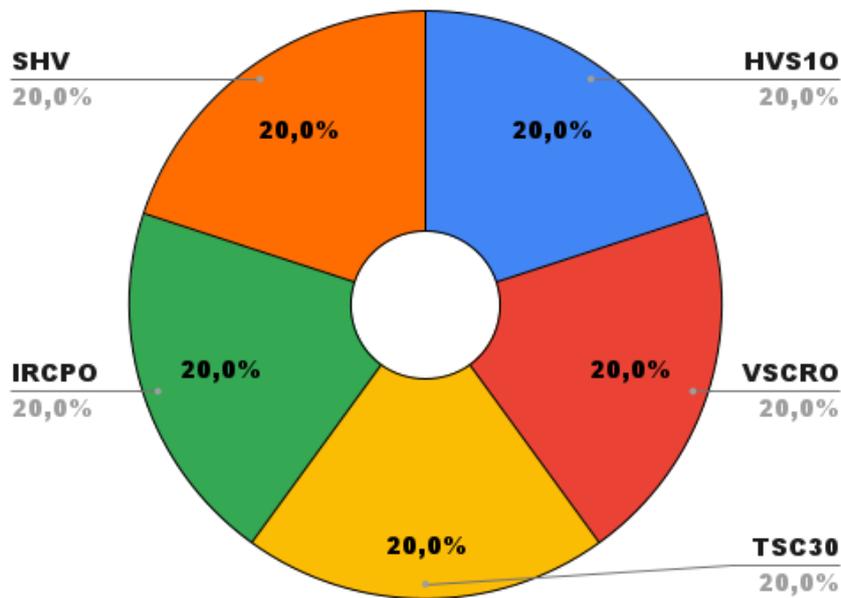
Hemos visto las altas valuaciones del mercado desde el Ratio P/E al P/BV en este contexto, otro instrumento para nada despreciable es el ETF de bonos y letras americano a corto plazo, **SHV**. Con una volatilidad extremadamente baja, no solo tenemos una expectativa de rentabilidad superior al índice, además la usamos como liquidez para aprovechar cualquier oportunidad que se presenta. Nuestra liquidez es remunerada.

# MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

## CARTERA DE INVERSIONES - RENTA FIJA.

EMPRESA	TICKER	EBIT/INTERES	DEUDA NETA/EBIT	TIR	VENCIMIENTO
HAVANNA	HVS10	2,46	1,52	9,00%	2028
VISTA	VSCRO	6,1	2,9	7,40%	2031
TGS	TSC30	6,5	1,2	7,80%	2031
IRSA	IRCPO	3,33	1,65	8,20%	2035
BONOS EE.UU	SHV	--	--	4,45%	--



Rentabilidad esperada de 7,4% anual.