Informe temático · Equity · Energía nuclear

Nuclear: la demanda está firmada, pero el precio pide que todo salga bien

Las tecnológicas han contratado hasta 13 GW y el uranio a largo plazo sube cada mes, pero el sector cotiza un 34 % por debajo de hace un año mientras el S&P 500 sube. Medimos qué descuentan Cameco, Constellation, Vistra, Talen, BWXT, Centrus y los SMR sin ingresos.

SDN Research · Informe temático · Datos a cierre del 15-10-2026

PUNTOS CLAVE

- La demanda es real y está firmada: hasta 13 GW de acuerdos de las grandes tecnológicas, 38 países con el objetivo de triplicar la capacidad en 2050 y reinicios financiados por el DOE [S008][S009][S026].
- Aun así, el sector lleva un año cayendo: URA −34 %, NuScale −86 % y Oklo −77 % desde oct-25, con el S&P 500 en +13 % [S022].
- Después de la caída, el precio sigue sin regalar nada: Cameco necesita un uranio a largo plazo cerca de US$134 (hoy 96,50) y Constellation, una prima de unos US$36/MWh en los contratos nuevos. Las acciones de reactores pequeños sin ingresos son una opción pagada con caja, no un negocio todavía.

Pregunta central. ¿Qué tiene que pasar para que las acciones nucleares valgan lo que cuestan hoy? La demanda ya está en los contratos: hasta 13 GW de las tecnológicas, el uranio a largo plazo en US$96,50 (30-09-2026) y 38 países que quieren triplicar la capacidad [S003][S008][S009]. Pero URA cae un 34 % desde oct-25 y, aun así, el precio de Cameco pide un uranio de unos US$134, el de Constellation una prima de US$36/MWh y los SMR sin ingresos, un éxito dentro de nueve años. La cesta de seis acciones vale −10 % en el caso base, entre un −44 % y un +35 %.

DATOS CLAVE

Uranio spot (30-09-2026)
US$89,63/lb
Largo plazo US$96,50, +14 % vs oct-25

URA frente al S&P 500
−34 % vs +13 %
Desde el cierre de oct-25

Compromisos de las tecnológicas
hasta 13 GW
Mitad PPA, mitad alianzas

Cesta de 6 acciones, base **−10 %**
Bear −44 % · bull +35 % · cálculo SDN

EXHIBIT A SNAPSHOT DEL SECTOR A 15-10-2026: LO QUE SE VE Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Uranio spot / largo plazo	US$89,63 / US$96,50 por lb (30-09-2026)	El término sube cada mes desde oct-25 (85,00); el spot ha oscilado entre 75,80 y 94,28
Cotizaciones	URA −34 % · NLR −38 % · OKLO −77 % (desde oct-25)	La caída no la explica el uranio, que sube; la explican los tipos y la distancia a los ingresos [S028]

Fuente: Cameco [S003]; Kazatomprom [S005][S006]; WNA [S007]; Carnegie [S009]; TechInformed [S010]; Talen [S011]; Yahoo Finance a 15-10-2026 [S022]; 247WallSt [S028]; modelo de escenarios de SDN.

01 La demanda ya no es una promesa: son contratos de 15 a 25 años DEMANDA

Los centros de datos han cambiado quién compra la energía nuclear. Hasta 2024 los clientes eran compañías eléctricas reguladas. Hoy son Meta, Microsoft, Amazon y Google, que pagan por electricidad limpia y constante durante 20 años. Los acuerdos anunciados suman hasta 13 GW, repartidos casi a partes iguales entre PPA (contratos de compra de electricidad) y alianzas de desarrollo [S009]. El mayor es el de Meta de enero de 2026: hasta 6,6 GW en 2035, con PPA de 20 años con Vistra por unos 2,1 GW de reactores existentes más 433 MW de ampliaciones, y financiación a TerraPower y Oklo [S010].

EXHIBIT B LOS CONTRATOS QUE SOSTIENEN LA TESIS: QUÉ ES EXISTENTE, QUÉ ES REINICIO Y QUÉ ES FUTURO

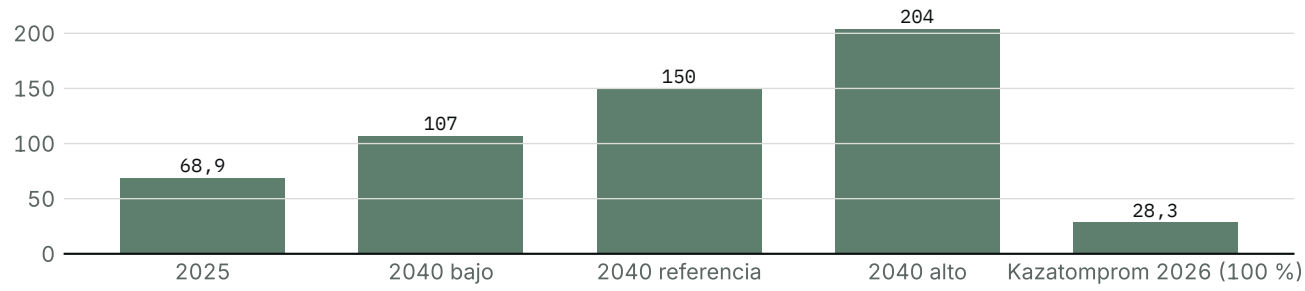
CLIENTE → VENDEDOR	POTENCIA	TIPO	PLAZO	ESTADO
Meta → Vistra (Ohio, Pensilvania)	~2.100 MW + 433 MW de mejoras	Reactores existentes	20 años	PPA firmado [S010]
Meta → Constellation (Clinton)	1.121 MW	Reactor existente	20 años	Firmado [S010]
Microsoft → Constellation (Crane, ex-TMI 1)	835 MW	Reinicio	20 años	Reinicio en 2027; préstamo DOE US$1.000 M [S009][S012]
Amazon → Talen (Susquehanna)	1.920 MW	Reactor existente	Hasta 2042	Volumen completo en 2032 como muy tarde [S011]
Google → NextEra (Duane Arnold)	Reinicio de la planta	Reinicio	25 años	Préstamo DOE de US$1,9 bn el 08-09-2026; vuelta en 1T29 [S026]
Google → Kairos Power	500 MW	Reactor avanzado	A 2035	Sin reactor comercial operando [S009]
Amazon → X-energy	>5.000 MW	Reactor avanzado	A 2039	Objetivo de colaboración, no PPA [S009]
Meta → Oklo (Ohio, 1,2 GW)	1.200 MW	Reactor avanzado	n.d.	Sin PPA firmado [S017]

Fuente: Fuentes indicadas en cada fila. Las tres últimas filas son proyectos de reactores que aún no existen; las cinco primeras, plantas que ya generan o van a reiniciarse.

> **DETALLE QUE IMPORTA**
>
> Casi todo el dinero contratado es para **reactores que ya existen o que se reinician**. La demanda de las tecnológicas premia hoy a quien ya tiene megavatios nucleares (Constellation, Vistra, Talen), no a quien promete construirlos. Constellation tiene firmados 920 MW de PPA a 15–20 años que empiezan entre 2029 y 2032 [S012]; son el 4–5 % de su producción nuclear (unos 180 TWh al año, cálculo SDN con 88.827 GWh en el primer semestre).

La política empuja en la misma dirección. En EE. UU., las órdenes de mayo de 2025 fijan 400 GW en 2050 (desde unos 100 GW) y 10 reactores grandes en construcción en 2030, y en octubre de 2025 el Gobierno, Westinghouse, Brookfield y Cameco anunciaron una alianza de al menos US$80.000 millones [S023]. En la UE, el programa indicativo PINC de marzo de 2026 calcula 241.000 millones de euros de inversión hasta 2050, pero sube la capacidad solo de 98 GW a 109 GW en el caso base, con un rango de menos de 70 a 144 GW, y prevé de 17 a 53 GW de SMR [S024]. La alianza con Westinghouse no fija calendario ni estructura de financiación [S023]. A escala mundial, 38 países han firmado la declaración de triplicar la capacidad en 2050; hoy hay unos 397 GWe y más de 70 reactores en construcción [S008].

EXHIBIT 1 NECESIDADES DE URANIO DE LOS REACTORES: HOY Y EN 2040 (MILES DE TU)



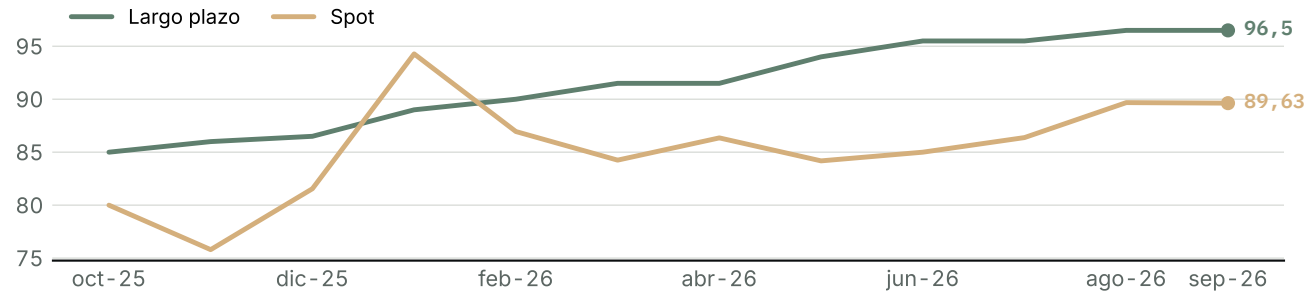
Fuente: World Nuclear Association, World Nuclear Fuel Report 2025 [S007] (2040 son cifras mínimas: «más de»); Kazatomprom, punto medio de la guía de 27.500–29.000 tU [S005]. Triplicar la capacidad en 2050 no equivale a triplicar el uranio: depende del enriquecimiento y de la eficiencia.

02 El precio a largo plazo sube sin pausa; el spot se queda más barato

OFERTA DE URANIO

El mercado de uranio tiene dos precios y el que importa es el de largo plazo. A 30-09-2026 el spot era de US$89,63 por libra y el precio a largo plazo, de US$96,50 [S003]. El término ha subido todos los meses desde los US$85,00 de oct-25, mientras el spot cayó a 75,80 en noviembre, rebotó a 94,28 en enero y se ha movido entre 84 y 90 desde entonces. Los productores confirman la diferencia: en el primer semestre Kazatomprom vendió 32,5 millones de libras a largo plazo a una media de US$95,50 [S005]. Cameco habla de «mayor contratación dentro y fuera de mercado» y de clientes que priorizan la seguridad de suministro [S001].

EXHIBIT 2 URANIO: PRECIO SPOT Y A LARGO PLAZO, FIN DE MES (US$/LB)



Fuente: Cameco, serie de precios medios de la industria (UxC y TradeTech) a fin de mes [S003]. No hay cierre de octubre publicado a 16-10-2026.

¿Hay déficit primario? No tenemos una cifra verificada de déficit de 2026. Lo que sí está claro es la dirección. La WNA prevé una oferta de minas suficiente a corto plazo y faltantes posibles después de 2030, cuando se agoten depósitos actuales [S007]. Kazatomprom, que concentra la mayor parte de la oferta, recorta un 10 % su plan de 2026 hasta 27.500–29.000 tU (100 %), es decir, unos 41 % de las necesidades mundiales de 2025 (cálculo SDN), y su coste C1 sube un 37 % [S005][S006]. En 1S26 produjo 13.291 tU, un 9 % más que un año antes: el recorte no se ha traducido aún en menos volumen [S005].

EXHIBIT 3 **POR QUÉ EL SPOT ENGAÑA: LO QUE COBRAN Y PAGAN LOS GRANDES (US$/LB, 1S26)**



Fuente: Kazatomprom 2T26 [S005]; Cameco 2T26 [S001]; Cameco, precios medios [S003]. El precio realizado de Kazatomprom es muy inferior al de mercado por contratos antiguos con techos.

> VARIABLE CLAVE
>
> **El hueco entre lo que cobran hoy los productores (US$64–67) y el precio a largo plazo (US$96,5)** es el motor de los beneficios de 2027–2030. Kazatomprom lo reconoce: parte de sus entregas lleva componentes fijos y techos pactados con precios antiguos [S005]. Cada contrato que se renueva al precio de hoy sube el realizado, de forma lenta.

Rusia pesa más en el enriquecimiento que en la mina. La prohibición de importar uranio enriquecido ruso rige desde agosto de 2024, con exenciones del DOE hasta fin de 2027 y cupos decrecientes (464.183 kg en 2026; 459.083 kg en 2027), y Rusia prohíbe a su vez exportar a EE. UU. [S025]. El Reino Unido prohíbe el uranio de origen ruso desde el 20-05-2026 [S005]. Urenco, propiedad de los Estados británico, alemán y neerlandés, no cotiza y opera la única planta comercial de enriquecimiento en EE. UU. [S025]. La cuota de Rusia en el enriquecimiento mundial queda como SIN VERIFICAR: no la hemos podido comprobar en una fuente primaria. Kazajistán, mientras, firmó con Rusia dos reactores VVER-1200 por unos US$14.400 millones [S005].

03 Cada eslabón gana con una variable distinta

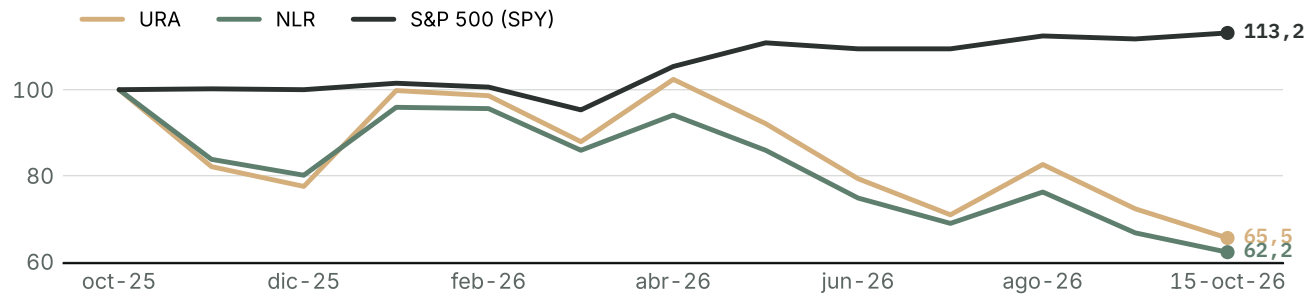
CADENA DE VALOR

EXHIBIT C **LA CADENA NUCLEAR POR ESLABONES Y DÓNDE COTIZA CADA UNO**

ESLABÓN	QUÉ VENDE	ACCIONES	VARIABLE QUE MANDA	INGRESOS HOY
1. Minería	Concentrado de uranio (U_3O_8)	Cameco (CCJ), NexGen (NXE), Kazatomprom (KAP)	Precio de largo plazo y costes	Sí (NXE no)
2. Conversión y enriquecimiento	Servicios de conversión y UTS	Centrus (LEU); Urenco (no cotiza); Cameco (conversión)	Veto a Rusia y capacidad nueva	Sí
3. Combustible, componentes y servicios	Reactores navales, componentes, combustible	BWXT; Westinghouse (49 % Cameco)	Cartera de pedidos y contratos del Gobierno	Sí
4. SMR y reactores avanzados	Diseños y licencias	Oklo (OKLO), NuScale (SMR), NANO Nuclear (NNE)	Licencias y primer cliente firmado	Casi nada
5. Eléctricas con nuclear	Electricidad y capacidad	Constellation (CEG), Vistra (VST), Talen (TLN)	Precio de los PPA y de la capacidad	Sí
Vehículos	Cestas	URA, URNM, NLR	Mezcla de los eslabones 1 a 5	—

Fuente: Clasificación de SDN a partir de los informes de las empresas [S001][S015][S016][S017][S018][S019][S012][S013][S014].

EXHIBIT 4 RENDIMIENTO DESDE EL CIERRE DE OCT-25 (BASE 100) FRENTE AL S&P 500



Fuente: Yahoo Finance, cierres mensuales y 15-10-2026 [S022].

El sector ha caído mientras el uranio sube. Desde oct-25, URA −34 %, URNM −32 % y NLR −38 %, frente a +13 % del S&P 500; NuScale −86 %, Oklo −77 % y NANO −71 % [S022]. La prensa lo atribuye a los tipos y a la quema de caja [S028]; es una explicación de mercado, no un hecho verificado.

04 Cameco es el mejor activo del sector y ya cotiza el uranio de US$130

MINERÍA

Cameco (CCJ): US$83,23, capitalización de US$36.243 M, 28,5 veces el EBITDA de los últimos 12 meses. Las ventas de los últimos 12 meses son de unos US$2.449 M y el EBITDA ajustado, de US$1.268 M (cálculo SDN: cierre de 2025 más primer semestre de 2026 menos primer semestre de 2025, a C$1,4191 por dólar) [S001][S002][S004][S022]. La caja neta es de unos C$0,1 bn. El primer semestre fue flojo en Westinghouse (EBITDA ajustado de C$284 M frente a C$445 M; el 2T25 incluyó un beneficio puntual del proyecto Dukovany) y la empresa espera un cuarto trimestre más fuerte [S001][S002]. Tiene contratadas más de 28 M lb al año durante cinco años y produce 19,5–21,5 M lb en 2026 [S001].

> LEYENDO AL MERCADO
>
> A 22 veces el EBITDA de 2027 y con Westinghouse creciendo un 15 %, el precio exige un EBITDA de **US$1.843 M en 2027, un +45 % sobre los últimos 12 meses**. En nuestra mecánica eso equivale a un uranio a largo plazo de **unos US$134/lb**, frente a los 96,5 de hoy. El precio ya descuenta nuestro bull de uranio.

NexGen (NXE): US$8,56, capitalización de US$5.649 M, sin ventas. Rook I tiene licencia de construcción desde el 5-03-2026 y obras desde el 8-06-2026; el capex es de C$2,2 bn, el pozo empieza en el 1T27 y tiene 11,3 millones de libras contratadas [S020]. Su liquidez es de unos C$970 M, de modo que **falta cubrir del orden de C$1,2 bn** (cálculo SDN, sin contar el inventario estratégico de C$341 M) con deuda, prepagos o ampliaciones [S020]. Es la mejor opcionalidad en minería, pero la financiación es el riesgo inmediato; el recuento de acciones (660 M) es del 31-12-2025 y la deuda no está verificada.

Kazatomprom (KAP, GDR en Londres): US$64,10 el 15-10-2026, un 32 % por debajo del máximo de 52 semanas. En el 1S26 ingresó KZT 717.800 M (unos US$1.586 M) con un EBITDA ajustado de KZT 371.300 M (unos US$820 M), y el beneficio neto cayó un 9 % [S006][S022]. Acciones y capitalización: SIN VERIFICAR, por eso no calculamos su múltiplo. Riesgos: coste C1 de US$24,48/lb (+37 %) y el retraso de 6–12 meses de la planta de ácido TQZ [S006].

05 Centrus y BWXT: los ingresos son reales, el precio no los regala

ENRIQUECIMIENTO Y COMBUSTIBLE

Centrus (LEU): US$127,01, capitalización de US$2.534 M, 3,9 veces ventas. Su guía de 2026 es de US$450–500 M de ingresos y US$350–500 M de capex; tiene US$1.868 M de caja frente a US$1.177 M de deuda convertible, una cartera de US$4,5 bn hasta 2040 y un premio del DOE de US$900 M para HALEU [S016]. Tres matices frenan la tesis. El flujo operativo del primer semestre fue de −US$16,7 M. La parte de la cartera ligada a la expansión es contingente (US$3,0 bn, de los que US$2,4 bn tienen acuerdos definitivos). Y el presupuesto propuesto del DOE para 2027 no financia la operación del contrato HALEU, que pesa unos US$0,8 bn de la cartera [S016]. Es el eslabón que más gana con el veto a Rusia, y la acción está un 73 % por debajo de su máximo de 52 semanas.

BWX Technologies (BWXT): US$137,20, capitalización de US$12.571 M, 21 veces el EBITDA de la guía de 2026. Su guía de EBITDA ajustado es de US$662–672 M, con FCF de US$345–360 M; las operaciones comerciales crecen un 72 % y compró Precision Components Group el 1-07-2026 mientras vende su negocio médico [S015]. La deuda neta es de unos US$1.412 M (2,1 veces el EBITDA) a 30-06-2026, antes de pagar la compra. Es la calidad más estable: el 67 % de los ingresos del 2T26 vienen del Gobierno (US$601,3 M de US$901,6 M) [S015]. La cartera de pedidos queda como SIN VERIFICAR.

06 Constellation, Vistra y Talen: el contrato nuevo es la palanca, la deuda el freno

ELÉCTRICAS CON NUCLEAR

Constellation (CEG): US$275,00, capitalización de US$97.434 M, 22,9 veces el BPA ajustado de la guía de 2026 (punto medio de US$11,50–12,50). Cerró la compra de Calpine en enero de 2026 y su deuda neta es de unos US$24,0 bn; vende la planta Brazos Valley por US$860 M [S012]. Crane (Microsoft) vuelve en 2027, y los PPA nuevos a 15–20 años (920 MW) empiezan entre 2029 y 2032 [S012]. No publica EBITDA ni guía de EBITDA, así que el múltiplo es de beneficio.

Vistra (VST): US$154,17, capitalización de US$51.745 M, 9,8 veces el EBITDA de la guía de 2026 (US$6,8–7,6 bn). Está cubierta casi al 100 % en 2026, al 94 % en 2027 y al 72 % en 2028; los precios más bajos de ERCOT empujan 2027 hacia la parte baja del rango, y la compra de Cogentrix está aprobada por FERC pero aún no cerrada [S013]. La deuda de US$19,6 bn puede incluir financiación anticipada de esa compra mientras la guía de EBITDA no la incluye, así que el múltiplo está sobreestimado; no lo hemos podido cuantificar.

Talen (TLN): US$353,60, capitalización de US$16.942 M, 12,4 veces el EBITDA de la guía (US$2.025–2.225 M). Es la más apalancada: la deuda a largo plazo pasó de US$3,0 bn en sep-25 a US$9,6 bn en jun-26 tras comprar las plantas Cornerstone, lo que deja una deuda neta de unos US$9,3 bn, 4,4 veces el EBITDA de la guía (cálculo SDN) [S014][S021]. Su gran contrato es el de Amazon: 1.920 MW hasta 2042, con el volumen completo en 2032 [S011]. El trimestre dio una pérdida GAAP por derivados e intereses, aunque el FCF ajustado de la guía es de US$1.200–1.350 M [S014].

> NO CONTAR DOS VECES
>
> Los PPA no son dinero extra: **sustituyen** parte de la venta al mercado. Lo que vale es la **prima** sobre el precio de mercado y el menor riesgo. En el modelo, el aumento de beneficio es cuota contratada × prima por MWh × (1 − impuestos).

07 Oklo, NuScale y NANO: una opción pagada con caja, no un negocio

SMR Y REACTORES AVANZADOS

Ninguna de las tres tiene hoy ingresos que sostengan su valor. Oklo facturó US$1,2 M en el primer semestre, NuScale US$0,1 M en el 2T26 y NANO unos US$0,2 M en su trimestre [S021]. Lo que tienen es caja, recaudada casi toda con ampliaciones de capital: Oklo ha obtenido US$1,9 bn con su ATM en 2026 [S017] y NuScale, US$984 M en el semestre [S018]. La pregunta es qué probabilidad de éxito paga el precio.

EXHIBIT D CAJA, QUEMA Y LO QUE PIDE EL PRECIO A LOS SMR SIN INGRESOS (US$ M)

	CAJA A 30-06-26	QUEMA ANUAL	AÑOS DE CAJA	VALOR DE EMPRESA	EV/CAJA	EV 2035 SI P = 50 %	EV 2035 SI P = 25 %
Oklo	3.045	585	5,2	2.537	0,83	17.850	35.699
NuScale	1.893	750	2,5	750	0,40	5.277	10.554
NANO Nuclear	580	38	15,3	150	0,26	1.055	2.111

Fuente: Caja: Oklo 10-Q más resumen de la llamada [S017][S021], NuScale [S018], NANO [S019]. Quema: Oklo, punto medio de la guía 2026 (flujo operativo 120–150 + capex 400–500) [S017]; NuScale, primer semestre (flujo operativo −372,9 y capex 2,0) × 2 [S018][S021]; NANO, nueve meses × 12/9 [S019][S021]. EV 2035 = EV × $1{,}15^{9}$ ÷ P (se exige un 15 % anual): cálculo SDN.

El mercado paga poco por el negocio y mucho por la caja. El valor de empresa de NuScale es de US$750 M frente a US$1.893 M de caja, pero quema unos US$750 M al año y le quedan unos 2,5 años de caja; parte de esa salida es capital circulante, ya que su pérdida operativa del semestre fue de solo US$121,5 M [S018]. Oklo cotiza a 0,83 veces su caja, pero la inversión de 2026 (US$400–500 M) ya supera su quema operativa [S017]. NANO tiene US$580 M de caja, quema muy poco hoy (la NRC terminará la evaluación de seguridad de KRONOS en el 3T27) y su valor de empresa es solo un cuarto de la caja [S019].

> VARIABLE CLAVE
>
> **El primer cliente firmado.** ENTRA1 y TVA no tienen PPA ni RoPower condiciones cerradas [S018]; Oklo tiene 1,2 GW «para Meta» sin PPA y Aurora-INL arranca en 2028 [S017]; NANO espera a la NRC en 2027 [S019]. Una firma vinculante cambia el cálculo; un retraso de un año cuesta 9–12 meses de caja.

08 Para quien no elige acciones: tres ETF, tres exposiciones

VEHÍCULOS

EXHIBIT E ETF NUCLEARES: QUÉ COMPRAN Y CÓMO HAN RENDIDO

ETF	PRECIO 15-10-26	GASTOS	PATRIMONIO	QUÉ COMPRA	DESDE OCT-25
URA (Global X Uranium)	US$36,12	0,69 %	~US$6,4 bn	Mineras (Cameco 22–25 %), Oklo, NexGen, Kazatomprom y fondos físicos	−34 %
URNM (Sprott Uranium Miners)	US$43,78	0,75 % (SIN VERIFICAR)	~US$1,9 bn (SIN VERIFICAR)	Mineras de uranio y fondos físicos; más puro en el eslabón 1	−32 %
NLR (VanEck Nuclear Energy)	US$96,46	0,52 % (SIN VERIFICAR)	~US$4,2 bn (SIN VERIFICAR)	Mezcla de cadena y eléctricas; pesos no verificados	−38 %

Fuente: Precios y rendimientos: Yahoo Finance a 15-10-2026 [S022]. Gastos y patrimonio de URA: Yahoo/ETF Database a fin de septiembre [S027]; URNM y NLR proceden de una ficha de ETF Database sin fecha y quedan como SIN VERIFICAR. Descripción de qué compra cada uno: ANÁLISIS de SDN a partir de su nombre y estrategia.

Un ETF diversifica el riesgo de elegir empresa, no el del uranio. En la caída de 12 meses los tres perdieron entre el 32 % y el 38 %. Si la tesis es uranio, URA y URNM la tienen (Cameco es el mayor peso); si es contratos de eléctricas, un ETF diluye la exposición.

09 El precio pide entre un 16 % y un 45 % más que las guías o los últimos 12 meses

LO QUE PIDE EL PRECIO

EXHIBIT F QUÉ TIENE QUE PASAR EN 2027 PARA QUE EL PRECIO DE HOY VALGA CON EL MÚLTIPLO BASE

ACCIÓN	MÚLTIPLO BASE	MÉTRICA 2027E NECESARIA	FRENTE A LA REFERENCIA ACTUAL	LECTURA
Cameco	22x EBITDA	US$1.843 M	+45 % vs 12 meses	Uranio LT de US$134 (hoy 96,5)
Constellation	21x BPA	BPA de US$14,68	+22 % vs 12,00 de la guía	Prima de ~US$36/MWh en el 20 % de la producción
Vistra	9,5x EBITDA	US$8.368 M	+16 % vs guía 2026	Por encima del rango 2027 que la propia Vistra apunta
Talen	11x EBITDA	US$2.679 M	+26 % vs guía 2026	Requiere Cornerstone y Amazon a pleno rendimiento
BWXT	19x EBITDA	US$825 M	+24 % vs guía 2026	Crecimiento orgánico más PCG sostenido
Centrus	4,0x ventas	US$644 M	+36 % vs guía 2026 (475)	La más asequible, con capex de US$350–500 M

Fuente: Cálculo SDN, mecánica descrita en el apartado 10; el valor 2027E se descuenta a 10 % durante 1,2 años (factor 0,892) [S012][S013][S014][S015][S016][S022].

> CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN
>
> Tras caer un tercio, **solo Centrus pide menos que nuestro caso base.** El resto de la cesta necesita que se cumpla algo más que la guía: un uranio por encima de US$130, primas de US$35/MWh en los PPA o un EBITDA un 16–26 % superior al previsto. La media de la cesta en el caso base es de −10 %.

10 Bear, base y bull: el uranio, los SMR y los PPA mueven cada acción de forma distinta

ESCENARIOS

EXHIBIT G ESCENARIOS DEL SECTOR: TRES PALANCAS

PALANCA	BEAR	BASE	BULL
Uranio a largo plazo (2027)	US$75/lb: se enfría la contratación; Kazajistán y Rusia sobran	US$105/lb: el término sigue +0,5–1 dólar al mes	US$135/lb: déficit visible y utilities contratan más a plazo
Calendario de los SMR	Primer reactor comercial después de 2032; la NRC se retrasa	Aurora-INL en 2028, KRONOS con permiso en 2027–28, PPA de TVA firmado en 2027	Varios FID (decisiones finales) en 2027 y primer reactor comercial hacia 2030
PPA con tecnológicas	10 % de la producción nuclear a +US$8/MWh	20 % a +US$15/MWh	30 % a +US$25/MWh (el objetivo de Constellation a 2032 es ~30 %)

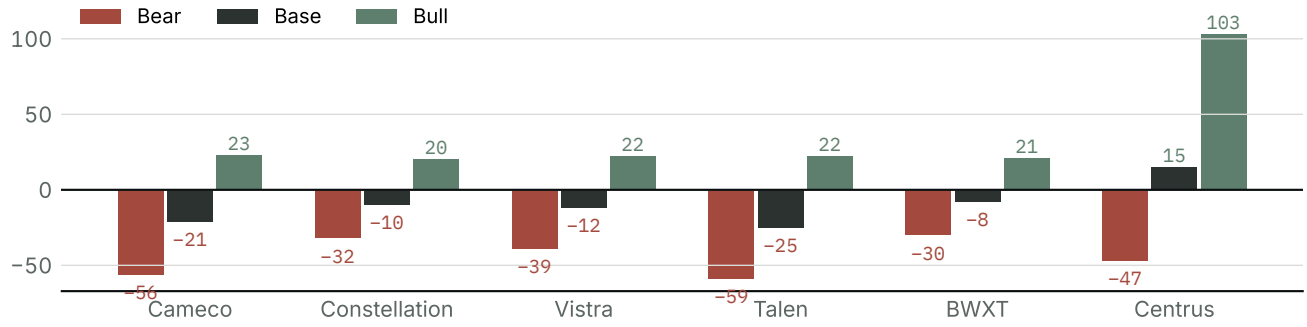
Fuente: Escenarios de SDN. Datos de partida: precio a largo plazo [S003]; calendario de SMR [S017][S018][S019]; PPA de Constellation [S012]. No son precios objetivo.

EXHIBIT H VALOR POR ACCIÓN POR ESCENARIO (US$) FRENTE AL PRECIO DEL 15-10-2026

ACCIÓN	MECÁNICA (INPUTS BEAR / BASE / BULL)	BEAR	BASE	BULL	PRECIO
Cameco	LT 75/105/135 × 28 M lb × 60 % traspaso × 80 % neto + Westinghouse 0/+15/+30 %; EV/EBITDA 18/22/26	36	65	102	83
Constellation	Cuota 10/20/30 % × 180 TWh × prima 8/15/25 US$/MWh sobre BPA 12,00; P/E 17/21/25	186	246	331	275
Vistra	EBITDA 2027 6.800/7.400/8.200; EV/EBITDA 8/9,5/11	94	136	189	154
Talen	EBITDA 2027 1.900/2.150/2.500; EV/EBITDA 9/11/13	144	266	431	354
BWXT	EBITDA 2027 700/760/840; EV/EBITDA 16/19/22	95	127	166	137
Centrus	Ventas 2027 500/750/1.000; EV/ventas 2,5/4/5,5; caja neta tras capex 2026	68	146	258	127

Fuente: Modelo de escenarios de SDN (inputs en la tabla). Valor por acción = (métrica 2027E × múltiplo − deuda neta de jun-26) ÷ acciones × 0,892 (descuento del 10 % durante 1,2 años). Fuentes de los datos de partida: [S001][S002][S004][S012][S013][S014][S015][S016][S021][S022]. Oklo, NuScale, NANO y NexGen quedan fuera: sin ingresos, se leen con la tabla D.

EXHIBIT 5 VALOR DE CADA ESCENARIO FRENTE AL PRECIO DEL 15-10-2026 (%)



Fuente: Modelo de escenarios de SDN [S022] (diferencia en % entre el valor por acción de cada escenario y el precio de 15-10-2026). Talen sube y baja más por su apalancamiento (deuda neta ~4,4× EBITDA).

ASIMETRÍA

La cesta equiponderada de las seis acciones vale −44 % en el bear, −10 % en el base y +35 % en el bull. **La caída es de 44 puntos y la subida, de 35**: desde aquí el reparto es ligeramente desfavorable, salvo en Centrus (bear −47 %, bull +103 %), donde lo es a favor. Los números salen de supuestos de SDN y no de consenso.

QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS

Invalidaría el base: un uranio a largo plazo bajo US$90 durante dos trimestres; PPA con primas sobre US$25/MWh (acerca el bull) o que Cogentrix y Calpine no entreguen su EBITDA (acerca el bear); y, en SMR, la firma vinculante de TVA y el permiso de KRONOS en 2027 (mejora la opcionalidad).

11 Los próximos 24 meses traen permisos, reinicios y el fin de las exenciones a Rusia

CATALIZADORES Y RIESGOS

Calendario. Fin de 2026: primera centrifugadora nueva de Centrus en Oak Ridge y un cuarto trimestre más fuerte de Westinghouse [S001][S016]. 1T27: evaluación ambiental de la NRC para KRONOS y pozo en Rook I [S019][S020]. 2027: reinicio de Crane, cierre de Cogentrix, evaluación de seguridad de KRONOS (3T27) y fin de las exenciones del DOE al uranio ruso [S012][S013][S019][S025]. 2028: arranque previsto de Aurora-INL [S017]. 1T29: vuelta de Duane Arnold [S026].

Riesgos por eslabón. Minería: costes en Kazajistán y financiación de Rook I. Enriquecimiento: que el DOE no financie HALEU o que el veto a Rusia se relaje. Eléctricas: precios de la energía, integración de Calpine y Cornerstone, apalancamiento. SMR: licencias, primer cliente y financiación con acciones. Para todos: tipos y una demanda de IA menor a la esperada.

12 Riesgo, calidad y valoración: dónde se paga la calidad y dónde la opcionalidad

MATRIZ

EXHIBIT J MATRIZ DE RIESGO, CALIDAD Y VALORACIÓN POR ACCIÓN

ACCIÓN	RIESGO	CALIDAD	VALORACIÓN	BASE VS PRECIO	LECTURA DE SDN
Cameco (CCJ)	Medio	Alta	Exigente (28,5x)	−21 %	Mejor activo, precio con uranio de US$130
NexGen (NXE)	Alto	Alta (activo)	Sin modelo	n.d.	Opción de minería a financiar: ~C$1,2 bn por cubrir
Kazatomprom (KAP)	Alto	Media	SIN VERIFICAR	n.d.	Mayor productor; costes +37 %, riesgo país
Centrus (LEU)	Alto	Media	Asequible (3,9x ventas)	+15 %	Gana con el veto a Rusia; capex y HALEU
BWXT	Medio-bajo	Alta	Exigente (21x)	−8 %	Cobro estable del Gobierno; paga la calidad
Constellation (CEG)	Medio	Alta	Justa (22,9x BPA)	−10 %	Mayor flota; PPA nuevos desde 2029
Vistra (VST)	Medio	Media-alta	Moderada (9,8x)	−12 %	Cubierta; 2027 hacia el rango bajo
Talen (TLN)	Alto	Media	Moderada (12,4x)	−25 %	Amazon a 2042; deuda neta 4,4x EBITDA
Oklo (OKLO)	Muy alto	Opcionalidad	EV 0,83x caja	n.d.	Caja para ~5 años; sin PPA firmado
NuScale (SMR)	Muy alto	Opcionalidad	EV 0,40x caja	n.d.	Caja para ~2,5 años; sin PPA firmado
NANO (NNE)	Muy alto	Opcionalidad	EV 0,26x caja	n.d.	Quema baja hoy; permiso en 2027

Fuente: Valoración y escenarios: modelo de SDN [S022]; datos de las empresas [S001]–[S021]. Riesgo y calidad son juicios de SDN. n.d. = no calculado por falta de ingresos o de datos verificados. No son precios objetivo.

13 Qué vigilamos

SEGUIMIENTO

- **Uranio a largo plazo.** Por encima de US$105 en 2027 sostiene el base de Cameco; por debajo de US$90 dos trimestres rompe la tendencia.
- **Precio realizado de Kazatomprom y Cameco.** Por debajo de US$70 con el término en 96, la renovación va más lenta de lo previsto.
- **Nuevos PPA de Constellation, Vistra y Talen.** Una prima por encima de US$25/MWh y cuotas por encima del 20 % acercan el bull.
- **TVA/ENTRA1, Meta/Oklo y KRONOS.** La primera firma vinculante de un SMR con un cliente final es el catalizador del eslabón 4.
- **Caja de los SMR y financiación de Rook I.** Una ampliación de capital antes de 2027 indicaría que la quema va por delante de los hitos.

14 Metodología y límites

TRAZABILIDAD

DATO: precios de cierre de Yahoo Finance a 15-10-2026 [S022]; cifras financieras de los informes, 8-K y XBRL de la SEC [S001]–[S021]; uranio de la serie de Cameco con datos de UxC y TradeTech [S003]. **CÁLCULO:** capitalización, valor de empresa, múltiplos, escenarios y lo que pide el precio son del modelo de SDN. El EBITDA de Cameco es de 12 meses (2025 más 1S26 menos 1S25) a C$1,4191 por dólar; el de BWXT, Vistra y Talen, el punto medio de su guía de 2026; Constellation no publica EBITDA y usamos BPA.

Decisiones: los valores 2027E se descuentan a un 10 % anual durante 1,2 años; la deuda neta de Vistra no ajusta la financiación de Cogentrix ni preferentes; en Centrus se resta el capex de 2026 (US$425 M). **LIMITACIÓN:** las acciones de Cameco y NexGen son de 31-12-2025; las cifras de Kazatomprom en dólares usan un tipo único. Capitalización de Kazatomprom, cuota de Rusia en el enriquecimiento, cartera de BWXT, y gastos y patrimonio de URNM y NLR: SIN VERIFICAR y fuera de la valoración. US$1.400 M de la caja de Oklo vienen de un resumen de la llamada y varias fuentes de contratos son secundarias. Los SMR no se valoran por escenarios por no tener ingresos: se muestran con caja, quema y EV requerido. Ningún escenario es un precio objetivo: cada valor de la tabla H no es un precio objetivo ni una recomendación.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por SDN Research con fines informativos y educativos. No constituye asesoramiento de inversión, ni oferta o recomendación de compra o venta de ningún instrumento financiero. Los escenarios de valoración no son precios objetivo. Las opiniones reflejan el criterio del autor a la fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. Las cifras proceden de fuentes públicas consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.