Informe temático · Market research · Gasolina

Gasolina: el conductor paga el crudo, el refinador cobra el crack y el precio ya da por hecho que dura

El galón cuesta US$4,33 en EE. UU. y el súper, 1,79 €/l en España con 20 c de rebaja. El crack contra WTI vale US$24/bbl, los futuros descuentan una gasolina más barata y Valero, Marathon y Phillips 66 cotizan como si el margen de pico fuera permanente.

SDN Research · Informe temático · Datos a cierre del 15-10-2026 (futuros del 16-10)

PUNTOS CLAVE

- El conductor paga la guerra en el crudo, no en el refino ni en los impuestos: en EE. UU. el crudo es el 52 % del galón y en España, un 40 % [S007][S008]. Aun así, el barril físico (Dated, US$127) cotiza unos US$20 por encima del futuro de Brent, y esa prima no llega al surtidor.
- Quien más gana es el refinador estadounidense: el crack de la gasolina frente al WTI vale US$40 de media en 2026 contra US$19 en 2025, y el EBITDA trimestral de Valero, Marathon y Phillips 66 se ha multiplicado por 2,7–3,3 frente al 2T25 [S004][S022][S023][S024].
- El futuro descuenta que todo esto se desinfla: Brent −20 % de dic-26 a dic-27 y gasolina −17 % [S015]. Valero cotiza a 18 veces el beneficio de los últimos 12 meses, un múltiplo de pico: solo con un crack cercano a US$40 el precio cuadra con un EV/EBITDA de 6,5.

Pregunta central. ¿Qué parte del precio de la gasolina es crudo, cuál es refino y cuál es política fiscal, y qué descuentan ya los futuros y las refinadoras? El crudo explica el 52 % del galón en EE. UU. y el 40 % del litro en España; los impuestos, el 12 % y el 33 % [S007][S008]. La curva descuenta que el Brent baje un 20 % en un año y el caso base lleva la gasolina estadounidense a US$3,79 (−12 %). Valero necesitaría un crack de US$40/bbl durante todo un año para justificar su precio; en nuestro escenario base valdría un 25 % menos.

DATOS CLAVE

Gasolina al surtidor EE. UU. (12-10-2026)
US$4,33/gal
+40 % vs la media de 2025

Súper 95 en España (12-10-2026)
1,790 €/l
Con 20 c de rebaja fiscal; sin ella, 2,03 €/l

Crack de la gasolina vs WTI (14-10-2026)
US$24/bbl
Media 2025: US$19; media 2026: US$40

Valero desde oct-25 **+162 %**
Brent a fin de mes +93 %

Nº 016 · DISTRIBUCIÓN PÚBLICA · ANÁLISIS INDEPENDIENTE

Documento informativo; no es una recomendación de inversión. Aviso legal al final.

EXHIBIT A SNAPSHOT DEL MERCADO DE LA GASOLINA A 16-10-2026: LO QUE SE VE Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Precio al surtidor EE. UU.	US$4,331/gal (12-10-2026); máximo de 2022: US$5,006	+40 % frente a la media de 2025 (US$3,10); lejos aún del récord [S001]
Brent físico frente a futuro	Dated US$126,55 (14-10) · futuro dic-26 US$106,32 (16-10)	La curva está en backwardation extrema: el mercado paga el barril de hoy y descuenta que baje [S002][S015]
Crack de la gasolina (NYH vs WTI)	US$23,5/bbl (14-10) · media 2026: US$39,8	Récord reciente: en julio la media mensual fue de US$55/bbl [S003][S004]
Inventarios de gasolina EE. UU.	208,3 Mb (09-10) · −4,4 % vs media 5 años	Año anterior: 218,8 Mb. Utilización de refinerías 93,5 % frente a 87,1 % de media [S005]
Demanda de gasolina EE. UU.	8,68 mb/d (media 4 semanas al 09-10)	−0,4 % interanual con un precio +41 % más alto: demanda casi inelástica [S005]
Rebaja fiscal en España	Accisa de 272,69 €/1.000 l (473 sin rebaja); IVA 21 %	La rebaja baja de 20 c a 13 c en noviembre y a 6 c en diciembre [S008][S010][S011]

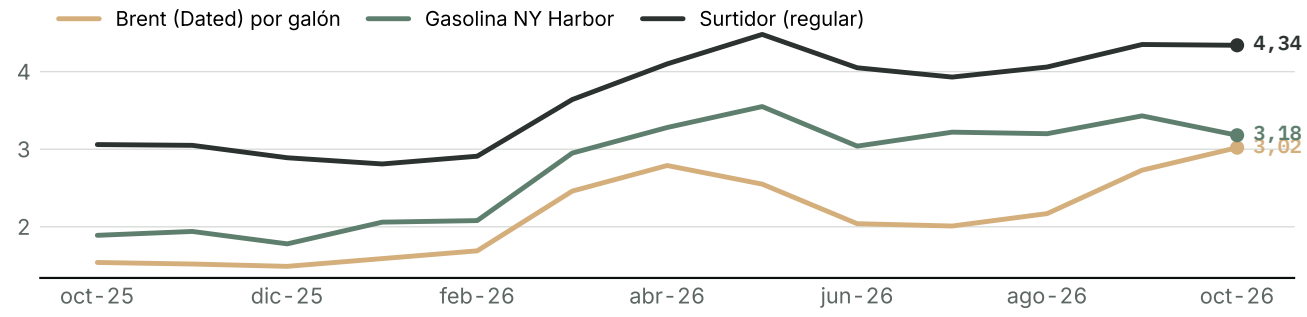
Fuente: FRED/EIA [S001][S002][S003][S004]; EIA semanal [S005]; Yahoo Finance [S015]; Boletín Petrolero de la UE [S008]; Hacienda [S010]; cálculo SDN.

01 De cada dólar de gasolina, la mitad es crudo; en España, un tercio son impuestos

CADENA DE PRECIO

El precio de la gasolina se construye en cuatro escalones: crudo, refino, distribución y margen, e impuestos. Según la EIA, de los US$4,48 por galón de mayo de 2026, el crudo pesó el 52 % (US$2,33), el refino el 22 % (US$0,99), la distribución y el marketing el 15 % (US$0,67) y los impuestos el 12 % (US$0,54) [S007]. Los impuestos de EE. UU. son una cantidad fija por galón; por eso, cuando el crudo sube, su peso baja. En España ocurre lo contrario: el IVA es un porcentaje y se aplica sobre la accisa y sobre todo lo demás.

EXHIBIT 1 DEL BARRIL AL SURTIDOR: BRENT, GASOLINA MAYORISTA Y PRECIO AL PÚBLICO EN EE. UU. (US$/GALÓN, MEDIA MENSUAL)



Fuente: FRED/EIA: Brent [S002], gasolina convencional NY Harbor [S004], regular al público [S001]. Brent dividido entre 42 galones por barril; octubre de 2026 con datos hasta el 12-14. Cálculo SDN.

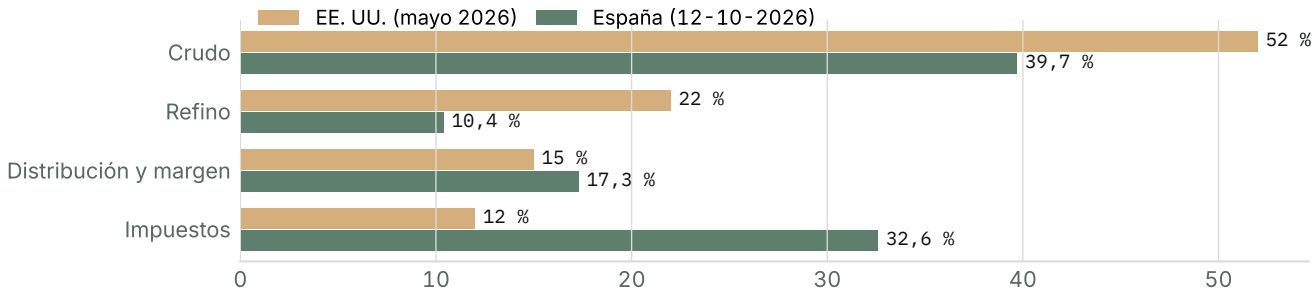
España tiene una estructura distinta, y la rebaja fiscal la ha distorsionado. El Boletín Petrolero de la UE da para el 12-10-2026 un súper 95 de 1,790 €/l, de los que 1,206 €/l son precio antes de impuestos, 0,273 €/l accisa del Impuesto sobre Hidrocarburos y 0,311 €/l de IVA al 21 % [S008]. La accisa ordinaria es de 0,473 €/l; el Gobierno la ha recortado 20 c en octubre, y esa rebaja baja a 13 c en noviembre y a 6 c en diciembre [S008][S010][S011]. Sin la rebaja, el súper costaría hoy 2,03 €/l. Para repartir el precio sin impuestos usamos el margen bruto de la CNMC (30,9 c€/l en mayo de 2026 [S009]) y el Brent físico en euros: el residuo es de 0,186 €/l, unos US$33/bbl de crack (cálculo SDN).

EXHIBIT B ANATOMÍA DEL PRECIO AL SURTIDOR: EE. UU. (MAYO 2026) Y ESPAÑA (12-10-2026)

ESCALÓN	EE. UU. (US$/GAL)	% EE. UU.	ESPAÑA (€/L)	% ESPAÑA
Crudo	2,33	52 %	0,711	39,7 %
Refino (crack)	0,99	22 %	0,186	10,4 %
Distribución y margen bruto	0,67	15 %	0,309	17,3 %
Impuesto especial	(incluido en impuestos)		0,273	15,2 %
IVA	(incluido en impuestos)		0,311	17,4 %
Impuestos EE. UU. (federal y estatales)	0,54	12 %		
Total	4,48	100 %	1,790	100 %

Fuente: EIA, composición del precio [S007]; Boletín Petrolero de la UE [S008]; CNMC vía Interempresas [S009]; FRED [S002]; EUR/USD de 14-10-2026. España: crudo = Brent Dated en euros; refino = residuo (precio sin impuestos − crudo − margen). Cálculo SDN.

EXHIBIT 2 REPARTO DEL PRECIO AL PÚBLICO (% DEL TOTAL): EE. UU. FRENTE A ESPAÑA



Fuente: EIA [S007]; Boletín Petrolero de la UE [S008]; CNMC [S009]; cálculo SDN. En España, impuestos = accisa (con 20 c de rebaja) + IVA.

DETALLE QUE IMPORTA

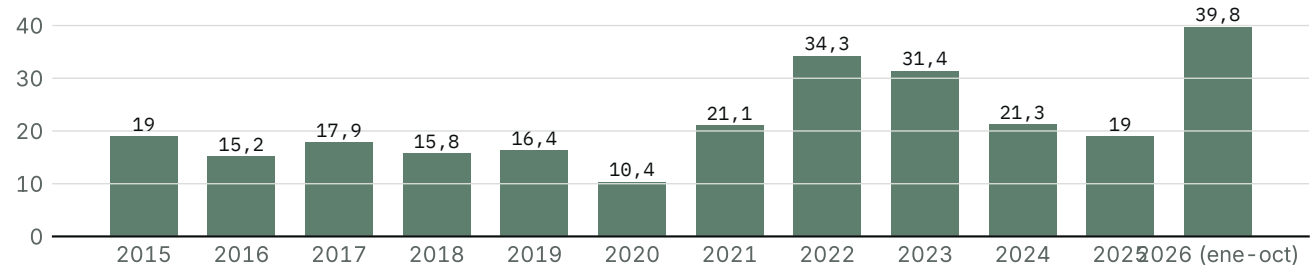
Antes de impuestos, España (1,206 €/l) es la más cara de las cuatro grandes, pero con impuestos es la más barata (1,790 €/l frente a 2,212 en Francia y 2,214 en Alemania) [S008]. Los impuestos son el 33 % del precio español y el 51 % del italiano. Cuando la rebaja se agote en enero, el recorte fiscal pasa de 20 c a cero: es un +24 c/l (IVA incluido) que se sumará al crudo.

02 El crack de la gasolina contra WTI está en máximos desde 2022; contra Brent, no

REFINO

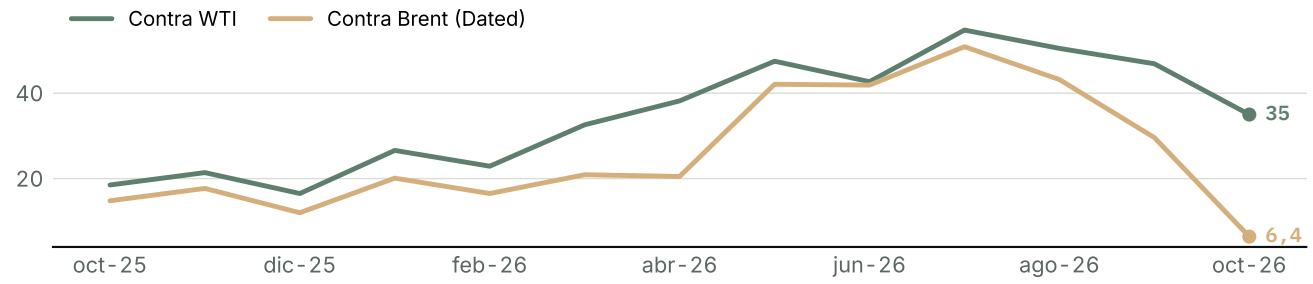
El crack spread es la diferencia entre lo que vale el producto y lo que cuesta el crudo que lo origina. Lo medimos como gasolina convencional de NY Harbor por 42 galones menos el precio del crudo. Contra el WTI, que es el que procesa la mayoría de refinerías de EE. UU., el crack medio de 2026 es de US$39,8/bbl, el doble que en 2025 (US$19,0) y por encima del promedio de 2022 (US$34,3) [S003][S004]. Contra el Brent físico, en cambio, el crack de octubre se ha reducido a US$6/bbl de media y a US$−1 el 14-10: el Dated se ha disparado a US$127 mientras la gasolina estadounidense se quedaba en US$2,99/gal [S002][S004].

EXHIBIT 3 CRACK DE LA GASOLINA DE NY HARBOR FRENTE A WTI, MEDIA ANUAL (US$/BARRIL)



Fuente: FRED/EIA: gasolina convencional NY Harbor [S004] y WTI al contado [S003]; media de los datos diarios disponibles de cada año. Cálculo SDN. No es un 3-2-1: solo gasolina.

EXHIBIT 4 DOS MEDIDAS DEL MISMO MARGEN: CRACK CONTRA WTI Y CONTRA BRENT FÍSICO (US$/BARRIL, MEDIA MENSUAL)



Fuente: FRED/EIA [S002][S003][S004]. Octubre de 2026 con datos hasta el 14-10. Cálculo SDN.

VARIABLE CLAVE

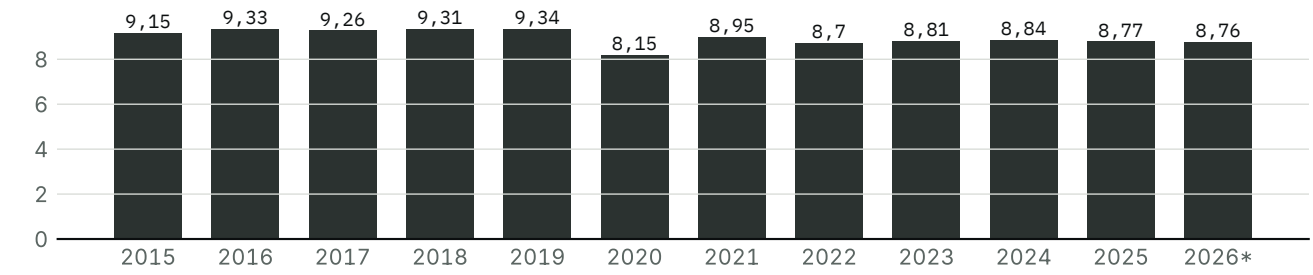
El diferencial Brent–WTI. Pasó de unos US$4 a finales de 2025 a US$24,6 el 14-10-2026 [S002] [S003]. Una refinería con acceso a crudo estadounidense compra barato y vende producto a precio mundial; una de Europa o Asia compra Dated y ve sus márgenes «aplastados» por el flete récord y el crudo caro, según la AIE [S012]. Por eso los resultados de Valero o Marathon y los de la refinería europea medio no se parecen.

03 La demanda de gasolina no reacciona al precio, pero tampoco crece: el techo lo pone el coche eléctrico

DEMANDA

EE. UU. consume lo mismo con la gasolina a US$4,33 que el año pasado a US$3,06. La media de cuatro semanas al 09-10-2026 es de 8,68 mb/d, un −0,4 % frente a la misma fecha de 2025 y un −1,5 % frente a la media de 2021-2025 [S005]. En lo que va de año la media es de 8,76 mb/d, casi igual que 2025 (8,77) y un 6 % por debajo de 2019 (9,34) [S005]. El consumo anual equivale a unos 134 millardos de galones (cálculo SDN).

EXHIBIT 5 DEMANDA IMPLÍCITA DE GASOLINA EN EE. UU., MEDIA ANUAL (MILLONES DE BARRILES DIARIOS)



Fuente: EIA, producto suministrado de gasolina de motor terminada, series semanales [S005]; media de las semanas de cada año; *2026 hasta el 09-10. Cálculo SDN.

El coche eléctrico y la eficiencia fijan el techo a largo plazo, pero su efecto aún es pequeño frente al total. Según la AIE, las ventas de coches eléctricos superaron los 20 millones en 2025 (alrededor de un cuarto del total) y desplazaron 1,7 mb/d de petróleo, 1,0 mb/d de ellos en China; la AIE prevé unos 5 mb/d en 2030 [S020]. Esa cifra es de todo el petróleo, no solo de gasolina, y es una fuente secundaria. En EE. UU. el efecto se ve ya en que la demanda de 2025 es un 6 % inferior a la de 2019 con más coches en circulación. En la UE, el consumo de Euro-super 95 fue de 57,7 Mt en 2024 (51,7 Mt en 2021), pero la serie no es comparable antes de 2020 [S008]. En España el consumo de Euro-super 95 ha subido de 4,30 Mt en 2014 a 6,17 Mt en 2024, un +43 % (cálculo SDN), porque el parque se ha movido del diésel a la gasolina [S008].

> LEYENDO AL MERCADO
>
> **Una demanda inelástica en el corto plazo significa que todo el ajuste recae sobre el precio.** Con el consumo plano, el exceso de coste del conductor respecto a 2025 es de unos US$166 millardos al año, un 0,68 % de la renta disponible de EE. UU. (US$24.223 millardos en agosto) [S019]. La destrucción de demanda que describe la AIE (−2,6 mb/d en el mundo en 2026) se concentra en otros productos (el diésel explica el 25 % de la caída) y no se ve en la gasolina de EE. UU. [S012][S005].

04 Menos refinerías, utilización alta y 4 % menos de inventarios: el sistema no tiene holgura

CAPACIDAD E INVENTARIOS

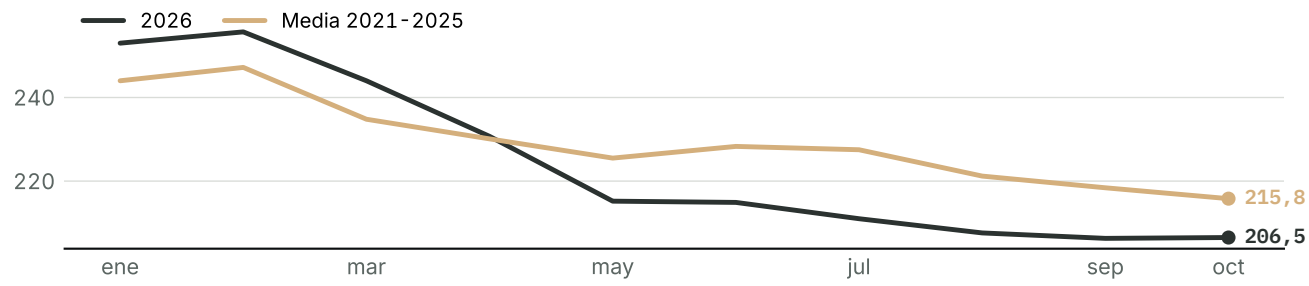
EXHIBIT C **CIERRES DE REFINERÍAS: LO VERIFICADO Y LO QUE SIGUE SIN COMPROBARSE**

REGIÓN	REFINERÍA O DATO	CAPACIDAD	ESTADO	FUENTE
EE. UU.	LyondellBasell Houston	263.776 b/cd	Cerrada en marzo de 2025	[S014]
EE. UU.	Phillips 66 Los Ángeles	138.700 b/cd	Cerrada en octubre de 2025 (~5 % de la costa oeste)	[S014]
EE. UU.	Valero Benicia (California)	145.000 b/d	Cesó el refino; fuera de las estimaciones de la EIA desde marzo de 2026	[S014]
EE. UU.	Total operable	−1 % en 2025; 130 refinerías	Dos menos que el año anterior	[S014]
Europa	Previsión de cierres en 2025 (Grangemouth, Wesseling, Gelsenkirchen)	~400 kb/d (~3 %)	Previsión de Argus de 2023; estado real: SIN VERIFICAR	[S021]

Fuente: EIA, informe de capacidad de refino [S014]; Argus Media [S021]. La capacidad europea actual no se ha podido comprobar y no entra en el análisis.

La capacidad de EE. UU. baja mientras las refinerías operan al límite. El cierre de Houston y de Los Ángeles quitó cerca de 400 kb/d en 2025, un 1 % de la capacidad operable, y Benicia ha salido en 2026 [S014]. La utilización era del 93,5 % en la semana al 09-10-2026, frente a una media de 87,1 % para la misma semana de 2021-2025, y llegó al 97,8 % a principios de septiembre [S005]. Los inventarios de gasolina eran de 208,3 Mb el 09-10-2026, un 4,4 % por debajo de la media de cinco años (218,0 Mb) y un 4,8 % por debajo de hace un año [S005].

EXHIBIT 6 INVENTARIOS DE GASOLINA DE EE. UU. EN 2026 FRENTE A LA MEDIA 2021-2025 (MILLONES DE BARRILES, MEDIA MENSUAL)



Fuente: EIA, existencias semanales de gasolina total [S005]; promedio de las semanas de cada mes; octubre hasta el 09-10. Cálculo SDN.

DETALLE QUE IMPORTA

La estacionalidad ya está en los precios. La demanda de gasolina de EE. UU. tocó 9,20 mb/d en junio de 2025 (media mensual) y 8,24 mb/d en enero de 2026, una diferencia del 11 % entre la temporada de conducción y el invierno (cálculo SDN sobre [S005]). Además, en primavera se cambia a una gasolina de verano, más cara de producir: la curva de futuros de RBOB sube de 2,96 a 3,17 US$/gal entre marzo y abril de 2027, un +7 % (+US$11/bbl de crack) solo por el cambio de especificación [S015].

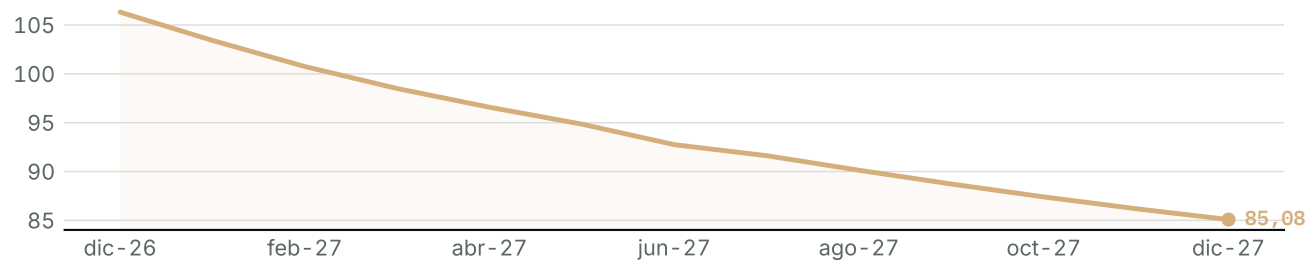
05 El crudo manda: Ormuz sigue siendo el factor y la curva descuenta que se normaliza

CRUDO

El origen del salto es la guerra con Irán y las restricciones en el estrecho de Ormuz. El Brent Dated cotizaba a US$65–69 en enero de 2026 y llegó a US$130,80 el 15 de septiembre [S002]. La AIE señala que los flujos por Ormuz subieron en septiembre 3,7 mb/d hasta 10,9 mb/d y que las exportaciones del Golfo están por encima del 75 % del nivel previo a la guerra, pero los ataques recientes «dejan la recuperación frágil»; las existencias mundiales observadas están 509 Mb por debajo de las de finales de febrero [S012]. La EIA prevé que los flujos de Oriente Medio sigan restringidos en el cuarto trimestre, con un Brent de US$105 en el 4T26, US$96 de media en 2026 y US$84 en 2027 [S006].

La OPEP+ no es hoy el factor decisivo. El 4 de octubre, siete países miembros decidieron mantener en noviembre la producción requerida de septiembre y se reunirán de nuevo el 1 de noviembre [S013]. Su producción de crudo subió en septiembre a 34,8 mb/d [S012]. La EIA proyecta que el crudo de EE. UU. pase de 13,7 mb/d en 2025 a 13,9 en 2026 y 14,3 mb/d en 2027 [S006]: crece, pero no compensa el recorte del Golfo.

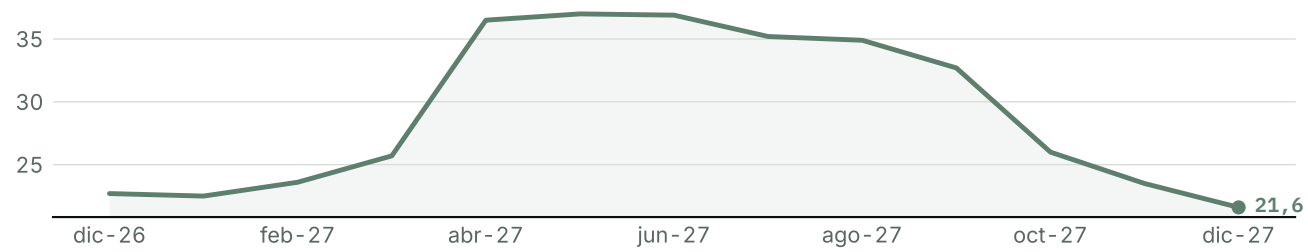
EXHIBIT 7 CURVA DE FUTUROS DEL BRENT: DIC-26 A DIC-27 (US$/BARRIL)



Fuente: Yahoo Finance, futuros de Brent (ICE) a 15-16 de octubre de 2026 [S015]. El Dated (US$126,55 el 14-10) está por encima de toda la curva [S002].

La curva está en backwardation: el mercado paga la escasez de hoy y descuenta que desaparezca. El Brent de diciembre de 2026 cotiza a US$106,32 y el de diciembre de 2027, a US$85,08, un −20 % [S015]. Contra el Dated del 14-10 (US$126,55), el descuento a un año es del −31 % hasta octubre de 2027. En la gasolina, la pendiente es más suave porque el mercado separa dos efectos: la bajada del crudo y el salto de especificación de primavera.

EXHIBIT 8 CRACK IMPLÍCITO DE LA CURVA: RBOB FRENTE A BRENT, POR VENCIMIENTO (US$/BARRIL)



Fuente: Yahoo Finance, futuros de RBOB y Brent a 15-16 de octubre de 2026 [S015]. Crack = RBOB × 42 − Brent del mismo mes de vencimiento. Cálculo SDN.

06 Las refinadoras han triplicado resultados y cotizan a múltiplos de pico ACCIONES

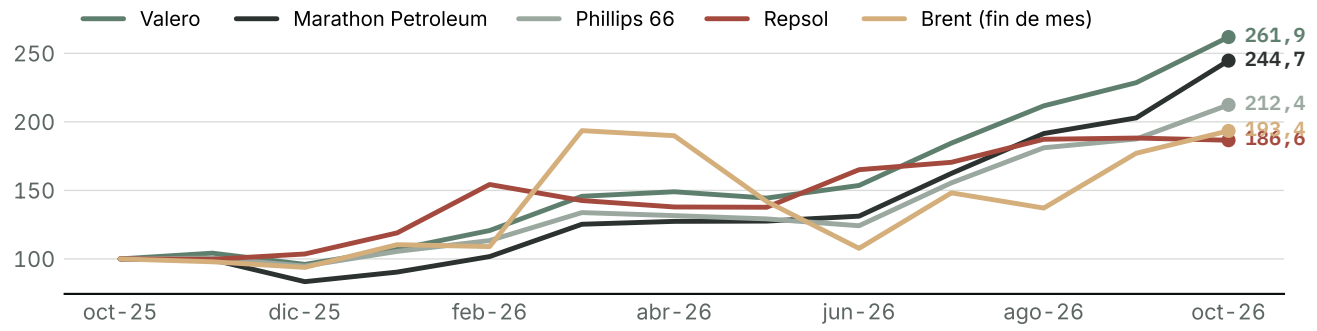
Valero (444.06 US$, cierre del 15-10-2026), Marathon Petroleum (476.92) y Phillips 66 (289.20) han subido entre un 112 % y un 162 % desde octubre de 2025, y Repsol, un 87 % [S016]. El segundo trimestre de 2026 fue excepcional: el BPA diluido de Valero fue de US$12,62, frente a US$2,28 un año antes; el de Marathon, US$17,73, y el de Phillips 66, US$9,55 [S022][S023][S024]. El tercer trimestre aún no se ha presentado (fecha no confirmada), de modo que los múltiplos de la tabla usan los cuatro trimestres hasta el 30-06-2026.

EXHIBIT D REFINADORAS EXPUESTAS: PRECIO, RESULTADOS Y VALORACIÓN (CIERRE 15/16-10-2026; RESULTADOS A 30-06-2026)

DATO	VALERO (VLO)	MARATHON (MPC)	PHILLIPS 66 (PSX)	REPSOL (REP)
Precio	US$444,06	US$476,92	US$289,20	€29,82
Capitalización (miles de M)	127,9	133,9	115,4	33,0
Deuda neta (miles de M)	3,5	25,0	16,5	5,1
Participaciones minoritarias (miles de M)	3,3	6,6	1,2	2,6
Ingresos 12 meses (miles de M)	139,4	153,6	152,2	60,9
EBITDA 12 meses (miles de M)	13,2	17,4	12,8	8,7
Margen EBITDA 12 meses	9,5 %	11,4 %	8,4 %	14,4 %
BPA diluido 12 meses	24,05	29,04	17,51	3,08
PER 12 meses	18,5x	16,4x	16,5x	9,7x
PER con el 2T26 anualizado	8,8x	6,7x	7,6x	n.d.
EV/EBITDA 12 meses	10,2x	9,5x	10,4x	4,6x
BPA 2022 (máximo del ciclo previo)	29,04	28,12	23,27	2,96
Distancia al máximo de 52 semanas	−3,8 %	−1,7 %	−2,8 %	−5,8 %

Fuente: Precios: Yahoo Finance [S016]. Resultados, balance y acciones: 10-Q de la SEC [S022][S023][S024] y cuentas de la CNMV de Repsol [S025]; cálculo SDN. Valero, Marathon y Phillips 66 en US$ (miles de millones), Repsol en € (miles de millones). 12 meses = tres trimestres de 2025-26 más el 2T26 (Repsol: ejercicio 2025 + 1S26 − 1S25). EBITDA = beneficio operativo + amortizaciones (Phillips 66, sin beneficio operativo: resultado antes de impuestos + gastos financieros + amortizaciones; Repsol suma también el deterioro). EV = capitalización + deuda neta + minoritarios; la deuda incluye arrendamientos financieros y, en Repsol, todos los pasivos financieros, y las acciones de Repsol son las emitidas, sin descontar autocartera. Marathon consolida MPLX y Phillips 66 incluye midstream, química y marketing: sus múltiplos no son de refino puro. Repsol es un integrado con exploración y producción.

EXHIBIT 9 COTIZACIÓN DE LAS REFINADORAS Y BRENT A FIN DE MES (BASE 100 = OCT-25)



Fuente: Yahoo Finance, cierres mensuales y del 15/16-10-2026 [S016]; FRED, Brent Dated a fin de mes [S002]. Cálculo SDN.

Moeve (antes Cepsa) no cotiza, de modo que su negocio de estaciones de servicio queda fuera de este análisis; Yahoo Finance no devuelve ninguna cotización con ese nombre ni con el antiguo [S016]. **De Repsol solo es refino una parte:** el EBITDA de los últimos 12 meses es de €8,7 miles de millones, pero el desglose por segmentos (refino, exploración y producción, comercial) no se ha verificado y por eso no la incluimos en la valoración por escenarios. Cotiza a 9,7 veces el beneficio y 4,6 veces el EBITDA, bastante por debajo de las refinadoras estadounidenses [S016][S025].

07 Valero solo cuadra si el crack se queda cerca de US$40/bbl

LO QUE PIDE EL PRECIO

Para saber qué descuenta Valero, convertimos su EBITDA en una función del crack. Con los cinco últimos trimestres, el EBITDA trimestral de Valero sube US$160 millones por cada dólar de crack de la gasolina frente a WTI (R^2 de 0,92, solo cinco puntos) [S004][S022]. Con ese coeficiente, y un EV/EBITDA de 6,5 veces como múltiplo de ciclo (supuesto SDN), el EV actual de US$134,6 miles de millones exige un EBITDA anual de US$20,7 miles de millones, es decir, un crack medio de unos US$40/bbl durante todo un año. Para comparar: el promedio del 2T26 fue de US$43, el de 2022, US$34, y el de 2025, US$19; el futuro implica unos US$33 contra el WTI de diciembre [S015].

EXHIBIT E QUÉ CRACK MEDIO EXIGE EL PRECIO DE VALERO SEGÚN EL MÚLTIPLO QUE SE LE APLIQUE

EV/EBITDA APLICADO	EBITDA ANUAL EXIGIDO (MILES DE M US$)	CRACK MEDIO EXIGIDO VS WTI (US$/BBL)	REFERENCIA
6,0x	22,4	42,4	Múltiplo bajo de ciclo
6,5x	20,7	39,7	Supuesto SDN
7,0x	19,2	37,4	
8,0x	16,8	33,6	Múltiplo alto de ciclo
Memoria		34,3	Media de 2022
Memoria		33,0	Implícito en la curva (RBOB dic-26 frente a WTI dic-26)

Fuente: Cálculo SDN con el EV de Valero a 15-10-2026 [S016][S022], ajuste lineal del EBITDA trimestral frente al crack medio del trimestre [S004][S022] y futuros [S015]. LIMITACIÓN: cinco puntos; el ajuste absorbe también el margen del diésel, que se mueve con el crack de la gasolina.

NO CONTAR DOS VECES

El PER bajo del 2T26 anualizado (8,8x en Valero, 6,7x en Marathon) no es una ganga: es el propio pico. Un refinador barato sobre beneficios de pico es lo normal en el punto alto del ciclo. Para que Valero valga lo que cuesta con un PER de 10x, haría falta un BPA sostenido de US$44,4, frente a US$24,05 de los últimos 12 meses, US$7,57 de 2025 y US$29,04 del récord de 2022 [S022].

08 El caso base lleva la gasolina de EE. UU. a US$3,79, un 12 % menos

ESCENARIOS A 12 MESES

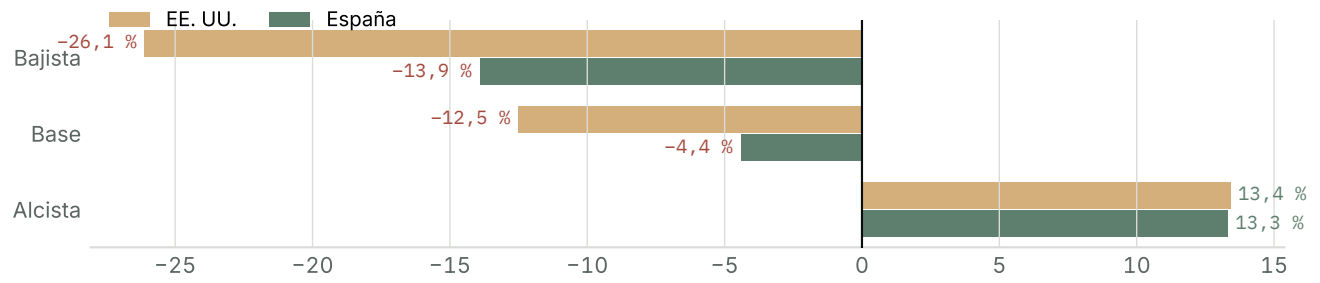
La mecánica es Brent × crack + margen minorista + impuestos. Precio en EE. UU. = (Brent + crack contra Brent) ÷ 42 + US$1,10 de distribución e impuestos (media de 2025 del diferencial entre el precio al público y la gasolina de NY Harbor, que fue de US$1,09 [S001][S004]). En España: ((Brent + crack) ÷ 158,987 l ÷ 1,1259 + 0,309 €/l de margen) + 0,473 €/l de accisa plena, más IVA del 21 %. Suponemos que la rebaja de hasta 20 c termina, como prevé el calendario del Gobierno [S010]. «Bajista» es un precio de la gasolina más bajo (Ormuz se normaliza) y «alcista» un precio más alto.

EXHIBIT F ESCENARIOS A 12 MESES (OCTUBRE DE 2027): INPUTS, FÓRMULA Y PRECIO DE LA GASOLINA

ESCENARIO	BRENT (US$)	CRACK VS BRENT (US$)	RBOB (US$/GAL)	SURTIDOR EE. UU. (US$/GAL)	SÚPER ESPAÑA (€/L)	QUÉ LO INVALIDARÍA
Bajista (Ormuz se normaliza)	70	18	2,10	3,20	1,54	Nuevos ataques en el Golfo o recortes de OPEP+
Base (la curva)	87	26	2,69	3,79	1,71	Dated sin converger con el futuro en 2027
Alcista (restricciones persisten)	125	35	3,81	4,91	2,03	Reapertura plena de Ormuz con inventarios al alza
Hoy (referencia)	106 (fut.)	23	3,07	4,33	1,79	Con 20 c de rebaja fiscal en España

Fuente: Modelo de escenarios de SDN: Brent bajista US$70 (cercano a los US$62–69 de diciembre-enero), base US$87 (futuro oct-27: US$87,40 [S015]) y alcista US$125 (el Dated actual [S002]); crack contra Brent de 18, 26 (implícito oct-27 [S015]) y 35 US$/bbl. EE. UU.: diferencial al público de US$1,10/gal. España: margen de 30,9 c€/l [S009], accisa plena e IVA 21 %. Estos escenarios no son precios objetivo.

EXHIBIT 10 VARIACIÓN DEL PRECIO DE LA GASOLINA AL PÚBLICO FRENTE A HOY EN CADA ESCENARIO (%)



Fuente: Modelo de escenarios de SDN sobre FRED [S001], Boletín Petrolero de la UE [S008] y futuros [S015]. España incluye el fin de la rebaja de 20 c. Cálculo SDN.

EXHIBIT G SENSIBILIDAD DEL IPC Y DEL BOLSILLO DEL CONSUMIDOR

ESCENARIO	DEPÓSITO EE. UU. (15 GAL, US$)	DEPÓSITO ESPAÑA (50 L, €)	IPC DE EE. UU. (PP, APROX.)	GASTO DE EE. UU. (MILES DE M US$/AÑO)	% DE LA RENTA DISPONIBLE
Hoy	65,0	89,5	0,00	0	0,00 %
Bajista	48,0	77,0	−0,76	−152	−0,63 %
Base	56,9	85,5	−0,36	−73	−0,30 %
Alcista	73,7	101,4	0,39	78	0,32 %

Fuente: Cálculo SDN: IPC = variación del precio × peso de la gasolina en el IPC (2,895 % en dic-2025 [S017]); en septiembre el mismo cálculo da +1,0 pp de contribución con la gasolina +34,2 % interanual, frente a un IPC de +3,7 % [S018]. Gasto = variación del precio × 134 millardos de galones de 2025 [S005]; renta disponible de US$24.223 millardos [S019]. Depósitos de 15 galones y 50 litros, supuestos de SDN.

09 Los futuros descuentan una gasolina un 17 % más barata; Valero, en el base, valdría un 25 % menos

RENTABILIDAD ESPERADA

Lo que descuentan los futuros. El Brent de diciembre de 2027 cotiza un 20 % por debajo del de diciembre de 2026, y el RBOB, un 17 % por debajo [S015]. Un inversor que mantuviera una posición larga rodando contratos obtendría una rentabilidad por «roll yield» de +25 % en Brent y de +21 % en RBOB solo si el precio al contado no se moviera en 12 meses (cálculo SDN); si el futuro es una buena predicción, el rendimiento esperado de mantener la materia prima es cero. **Lo que descuentan las refinadoras.** Aplicamos el crack de cada escenario (contra WTI: Brent–WTI de 4, 6 y 12 US$/bbl sumado al crack contra Brent) al ajuste de Valero y a un EV/EBITDA de 6,5x, restando una deuda neta de US$3,5 miles de millones y US$3,3 miles de millones de minoritarios, sobre 288 millones de acciones.

EXHIBIT H VALERO POR ESCENARIOS: MECÁNICA Y VALOR POR ACCIÓN FRENTE AL PRECIO (US$)

ESCENARIO	CRACK VS WTI (US$/BBL)	EBITDA ANUAL (MILES DE M US$)	VALOR/ACCIÓN A 6,0X	A 6,5X	A 7,0X	A 8,0X	VS PRECIO (6,5X)
Bajista	22	9,4	173	189	206	238	−57 %
Base	32	15,8	306	333	361	416	−25 %
Alcista	47	25,4	505	549	593	682	+24 %
Ponderado 30/50/20				333			−25 %
Precio 15-10-2026				444,06			

Fuente: Modelo de escenarios de SDN: EBITDA anual = 4 × (−1.152 + 159,5 × crack) millones; valor/acción = (múltiplo × EBITDA − deuda neta − minoritarios) ÷ acciones, con datos a 30-06-2026 [S022] y crack de NY Harbor frente a WTI [S004]. Pesos 30/50/20: juicio de SDN, no probabilidades calibradas. LIMITACIÓN: no incluye el crecimiento de las recompras; no es un precio objetivo.

ASIMETRÍA

El caso alcista de Valero (+24 %) exige un crack de US$47/bbl durante un año; el bajista (−57 %) solo necesita un crack parecido al de 2024. El valor ponderado queda un 25 % por debajo del precio. La acción sube cuando el crack se mantiene alto y el mercado no deja de pagar el pico; si Ormuz se normaliza, los US$43 de crack del segundo trimestre se pueden perder si el Brent físico vuelve a la curva.

QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS

Tres cosas. (1) Que el diésel, no la gasolina, sostenga el margen de refino: el ajuste lineal usa el crack de la gasolina como indicador y mezcla ambos. (2) Que las bajas de capacidad (Benicia, Los Ángeles, Houston) mantengan el crack estructuralmente alto; en ese caso el múltiplo de ciclo de 6,5x sería demasiado bajo. (3) Una recompra masiva: Valero redujo sus acciones de 310,7 a 287,9 millones en un año, lo que sostiene el BPA [S022].

10 Noviembre decide: OPEP+, fin gradual de la rebaja española y los primeros resultados del 3T

CATALIZADORES Y RIESGOS

- **Calendario.** 1 de noviembre, reunión de los siete países de OPEP+ [S013]; finales de octubre, resultados del 3T26 de Valero, Marathon, Phillips 66 y Repsol (fecha no confirmada); noviembre y diciembre, la rebaja de la accisa en España baja a 13 c y 6 c, y cada 7 c retirados suben el surtidor unos 8,5 c por el IVA [S010] [S011].
- **Dated menos futuro de Brent.** Una prima de más de US$15 indica escasez física; si se cierra por debajo de US$5, el barril de hoy vuelve a seguir a la curva.
- **Crack contra WTI.** Por debajo de US$25 tres meses seguidos, el caso base de Valero se queda corto; por encima de US$40, se acerca al alcista (hoy US$24).
- **Inventarios de gasolina de EE. UU.** Si el déficit de 4 % frente a la media se cierra con la utilización por debajo del 90 %, el crack cede.

11 Cómo hemos medido, qué falta y qué decisiones hemos tomado

METODOLOGÍA Y LÍMITES

Datos y decisiones de método. Precios, cracks e inventarios proceden de FRED y de las series semanales de la EIA; las curvas de futuros y las cotizaciones, de Yahoo Finance; los resultados, el balance y las acciones de las refinadoras, de los 10-Q de la SEC y de las cuentas de Repsol en la CNMV; los precios e impuestos europeos, del Boletín Petrolero de la UE [S001][S002][S003][S004][S005][S008][S015][S016][S022][S023][S024][S025]. Las medias de cinco años son las de la misma semana de 2021 a 2025 (cálculo SDN). (1) El crack usa la gasolina convencional de NY Harbor; el Eurobob no está en fuentes gratuitas y el crack europeo es un residuo. (2) El margen de distribución de España es el de mayo de 2026 (30,9 c€/l, cifra de prensa que cita a la CNMC). (3) Los escenarios usan el futuro de Brent como barril de octubre de 2027 y suponen que el Dated converge con él. (4) El EBITDA de Valero se ajusta con cinco trimestres, de poca potencia estadística. (5) Los pesos 30/50/20 son un juicio de SDN.

SIN VERIFICAR **y fuera del análisis:** capacidad actual de refino de Europa; desglose por segmentos de Repsol; acciones propias de Repsol; margen de distribución de España de junio a octubre; producción de Valero en barriles diarios. Moeve no cotiza. El dato de coches eléctricos es de prensa y los resultados del 3T26 aún no se han publicado.

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.