Índice / Research · IBEX 35

IBEX 35: el índice de bancos que ya cotiza a 13,7 veces y paga 3,4 puntos sobre el bono

El IBEX sube un 10,8 % en 2026 hasta 19.178 puntos y concentra el 42 % en seis bancos. Cotiza a 13,7x el beneficio de 2026 y 12,4x el de 2027, con el BCE otra vez al alza. Calculamos qué debe pasar con el beneficio de los bancos en los próximos 12 meses.

SDN Research · Índices y bolsa · Datos a cierre del 15-10-2026

DATOS CLAVE

IBEX 35	19.177,70
Cierre 15-10-2026 · −5,1 % vs máx. del 11-08	
Rentabilidad 2026	+10,8 %
Precio · con dividendos +13,6 % (14-10)	
Peso de la banca	42,2 %
Seis bancos · cinco mayores 63,5 % del índice	
PER 2026E / 2027E	13,7x / 12,4x
Consenso, ponderado por peso, 15-10-2026	

PUNTOS CLAVE

- El IBEX sube un 10,8 % en 2026 (precio) y un 27 % en un año con dividendos, y aun así cotiza con descuento frente a Europa: a 13,7 veces el beneficio de 2026 y 12,4 el de 2027 [S001][S002][S005].
- Es un índice de pocas piezas: cinco valores pesan el 63,5 % y la banca el 42,2 %, que aporta el 54 % del beneficio esperado para 2027 [S004][S005].
- La prima del beneficio sobre el bono a 10 años es de 3,4 puntos con el beneficio de 2026 y la banca ya no sube cuando el BCE sube tipos: tras la segunda alza del 16-09, cae un 6,7 % [S008]. En nuestros escenarios a 12 meses, sin dividendos, el precio va de −22 % a +21 %, con +2,1 % en el base.

Pregunta central. ¿Cuánto del beneficio de los bancos y de los tres grandes multinacionales está ya en el precio del IBEX? A 19.177,70 puntos (cierre del 15-10-2026 [S001]) el índice cotiza a 13,7 veces el beneficio de 2026 y 12,4 el de 2027 [S005]. La banca pesa un 42 % y aporta el 54 % del beneficio de 2027; con el consenso, la rentabilidad del beneficio supera al bono a 10 años en 3,4 puntos [S008]. Según el modelo de SDN, para no perder nada en 12 meses con un PER de 13x el beneficio por acción de 2027 debe llegar al 95 % del consenso; el escenario bear pierde un 22 % de precio.

Nº 018 · DISTRIBUCIÓN PÚBLICA · ANÁLISIS INDEPENDIENTE

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

EXHIBIT A SNAPSHOT: LO QUE SE VE Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Nivel	19.177,70 puntos (cierre 15-10-2026) · máximo de cierre 20.213,60 (11-08-2026) [S001]	5,1 % por debajo del máximo; un 10,8 % por encima del cierre de 2025
Rentabilidad con dividendos	Año +13,6 % · 1 año +27,1 % · 3 años +31,9 % anual · 10 años +11,5 % anual (14-10-2026) [S002]	Índice neto de retenciones; el dividendo añade 2-3 puntos al año al precio
Concentración	Santander 18,2 % · Iberdrola 14,8 % · BBVA 13,4 % · Inditex 10,3 % · CaixaBank 6,8 % [S004]	Equivale a 10 valores de igual peso, no a 35
Valoración	PER 2026E 13,7x · 2027E 12,4x · BPA +11 % en 2027 [S005]	Descuento de 14 % frente a Europa y 34 % frente a EE. UU. a 12 meses vista [S010] [S011]
Prima de riesgo implícita	Rentabilidad del beneficio 2026E 7,30 % menos bono a 10 años 3,93 % = 3,37 puntos [S005][S008]	Cálculo SDN, con el bono medio de septiembre
Tipos	Facilidad de depósito del BCE 2,50 % tras subir en junio y septiembre de 2026; Euribor 12 meses 3,25 % (sep-26) [S008]	El ciclo de bajadas terminó en junio de 2025 y se revirtió

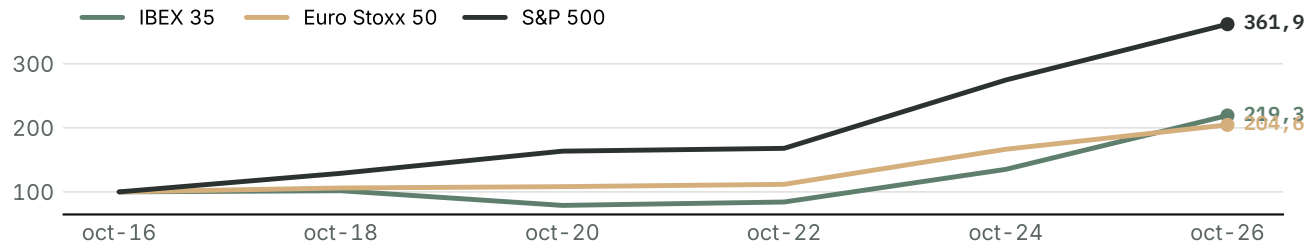
Fuente: Yahoo Finance [S001][S005]; Amundi [S002]; ponderaciones del ETF del IBEX [S004]; BCE [S008]. Prima y descuentos: cálculo SDN.

01 El IBEX gana más que Europa y que EE. UU. en 3 y 5 años, pero pierde en 10

NIVEL Y RENTABILIDAD

DATO: el IBEX 35 cerró el 15-10-2026 en **19.177,70 puntos** [S001]. Está un 5,1 % por debajo de su máximo de cierre (20.214, el 11-08-2026) y un 10,8 % por encima del cierre de 2025 (17.308) [S001]. Con dividendos, el índice neto de retenciones suma 13,6 % en el año, 27,1 % en doce meses y 31,9 % anual en tres años [S002]. El índice bruto (Total Return) cerró en 71.524,6 puntos, 3,73 veces el nivel de precio: esa es la cantidad de dividendos acumulados desde su base [S003].

EXHIBIT 1 IBEX 35, EURO STOXX 50 Y S&P 500 (PRECIO, BASE 100 = 14-10-2016)



Fuente: Yahoo Finance, cierres diarios [S001]. Cálculo SDN: cada serie a 100 el 14-10-2016 y valores en los cierres de octubre de cada dos años (el último, 14-10-2026).

ANÁLISIS: el IBEX gana a Europa y a EE. UU. en los últimos 3 y 5 años (con dividendos, 20,4 % anual frente a 11,5 % del Euro Stoxx 50 y 13,2 % del S&P 500), pero no en diez: 11,5 % anual contra 15,5 % del S&P 500. La diferencia viene de un tramo, 2018-2022, en que perdió terreno, y del salto de 2025 (+49,3 % de precio, frente a +19,0 % del Euro Stoxx 50 y +16,4 % del S&P 500) [S001]. Eso importa para los escenarios: el punto de partida ya incluye una revalorización fuerte, así que el futuro depende más del beneficio que del rebote.

EXHIBIT B **RENTABILIDAD A 14-10-2026 (2026 Y 1 AÑO ACUMULADOS; 3, 5 Y 10 AÑOS ANUALIZADOS, EN MONEDA LOCAL)**

ÍNDICE	2026	1 AÑO	3 AÑOS	5 AÑOS	10 AÑOS
IBEX 35 (precio)	+11,1 %	+23,4 %	+27,7 %	+16,6 %	+8,2 %
IBEX 35 con dividendos (índice neto)	+13,6 %	+27,1 %	+31,9 %	+20,4 %	+11,5 %
Euro Stoxx 50 (precio)	+6,8 %	+11,5 %	+14,4 %	+8,3 %	+7,4 %
Euro Stoxx 50 con dividendos (ETF)	+9,5 %	+14,5 %	+17,7 %	+11,5 %	+10,6 %
S&P 500 (precio)	+12,8 %	+16,2 %	+21,3 %	+11,7 %	+13,7 %
S&P 500 con dividendos (ETF)	+13,7 %	+17,5 %	+22,8 %	+13,2 %	+15,5 %

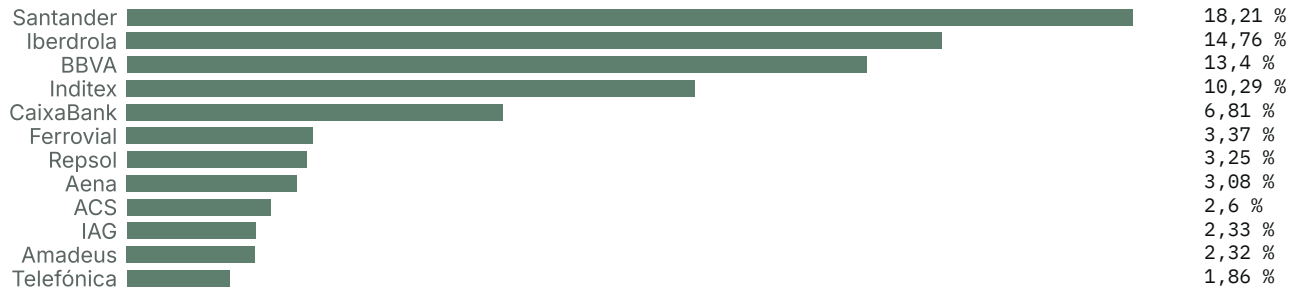
Fuente: Yahoo Finance [S001][S007]; Amundi, índice IBEX 35 Net Return [S002]. Con dividendos: IBEX = índice neto de retenciones; Euro Stoxx 50 y S&P 500 = ETF de réplica con cierre ajustado (SPY y EXW1), que incluye los costes del ETF. Cálculo SDN.

02 Cinco valores pesan el 63 % y tres de ellos son bancos o utilities

COMPOSICIÓN

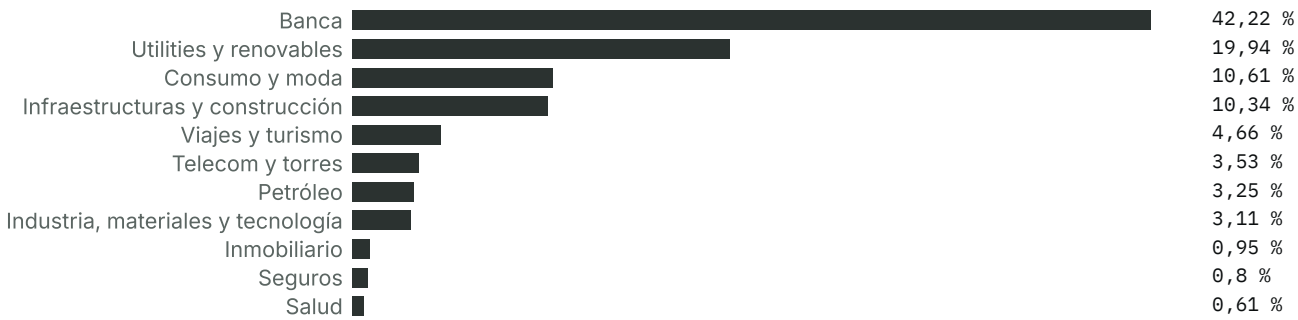
DATO: el IBEX pondera por capitalización ajustada por capital flotante. A 12-10-2026, **Santander (18,2 %), Iberdrola (14,8 %), BBVA (13,4 %), Inditex (10,3 %) y CaixaBank (6,8 %)** suman el 63,5 %; los diez mayores, el 78,1 % [S004]. El inverso del índice de Herfindahl da 10,5 valores efectivos (cálculo SDN). Los pesos proceden de las posiciones del ETF de Amundi y suman 99,46 %; los reescalamos a 100 %. No hemos podido leer la tabla oficial de BME.

EXHIBIT 3 **LOS DOCE MAYORES VALORES (% DEL ÍNDICE, 12-10-2026, REESCALADO A 100)**



Fuente: Amundi IBEX 35 UCITS ETF, posiciones a 12-10-2026 vía whichindex.com [S004]. Cálculo SDN: reescalado de 99,46 % a 100 %.

EXHIBIT 4 **PESO POR SECTOR (% DEL ÍNDICE, CLASIFICACIÓN SDN)**



Fuente: Pesos de las posiciones del ETF [S004], agrupados por actividad principal con criterio SDN. Banca = Santander, BBVA, CaixaBank, Sabadell, Bankinter y Unicaja. Seguros: Mapfre.

ANÁLISIS: la banca pesa un **42,2 %** y utilities y renovables, un 19,9 %: entre las dos, un 62 % del índice. Inditex es la única gran pieza de consumo (10,6 %) y la tecnología apenas cuenta (Indra y Amadeus suman menos del 4 %). Es un índice de bancos, eléctricas y turismo, no de crecimiento: por eso se comporta con los tipos, el turismo y el petróleo y no con el ciclo de los semiconductores o la IA.

EXHIBIT C LOS 35 VALORES: PESO EN EL ÍNDICE (%, 12-10-2026)

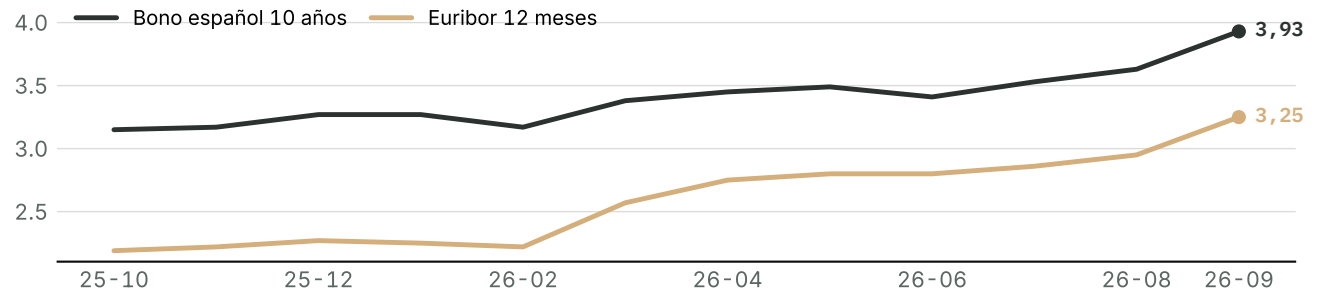
VALOR	PESO	VALOR	PESO	VALOR	PESO
Santander	18,21	Endesa	1,82	Enagás	0,44
Iberdrola	14,76	Naturgy	1,80	Acerinox	0,43
BBVA	13,40	Sabadell	1,72	Grifols	0,43
Inditex	10,29	Cellnex	1,67	Logista	0,38
CaixaBank	6,81	Bankinter	1,40	Puig	0,32
Ferrovial	3,37	Indra	1,13	Sacyr	0,32
Repsol	3,25	Acciona	0,97	Fluidra	0,27
Aena	3,08	ArcelorMittal	0,89	Solaria	0,22
ACS	2,60	Redeia	0,82	Colonial	0,18
IAG	2,33	Mapfre	0,80	Rovi	0,18
Amadeus	2,32	Merlin	0,76	Acciona Energía	0,07
Telefónica	1,86	Unicaja	0,68		

Fuente: Amundi IBEX 35 UCITS ETF a 12-10-2026 vía whichindex.com [S004], reescalado a 100 %.

03 Los tipos suben otra vez, pero la banca ya descuenta casi todo BANCA Y BCE

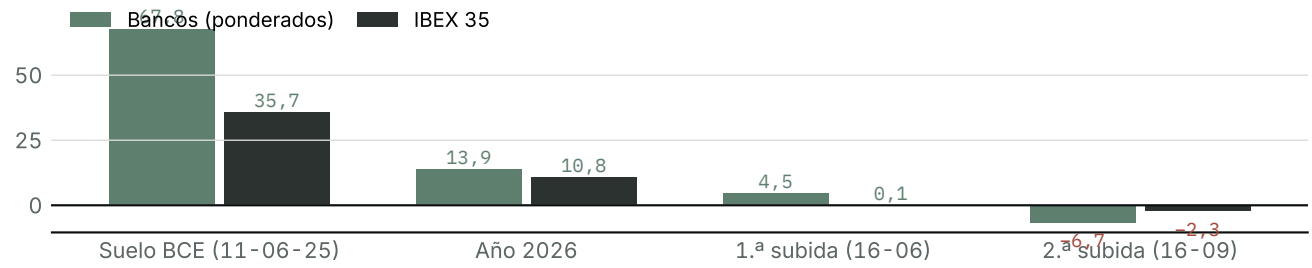
DATO: el BCE bajó la facilidad de depósito del 4,00 % al 2,00 % entre 2024 y junio de 2025 y la subió dos veces en 2026: a 2,25 % el 17-06 y a **2,50 %** el 16-09 [S008]. El Euribor a 12 meses pasó de 2,19 % en octubre de 2025 a 3,25 % en septiembre de 2026 y el bono español a 10 años, de 3,15 % a 3,93 % [S008]. Los bancos del IBEX pesan un 42,2 % del índice y, según el consenso, el 54 % del beneficio de 2027, de modo que cada 10 % que se mueva el beneficio bancario mueve un 5,3 % el del índice (cálculo SDN con el consenso de Yahoo [S005]).

EXHIBIT 5 EURIBOR A 12 MESES Y BONO ESPAÑOL A 10 AÑOS (MEDIA MENSUAL, %)



Fuente: ECB Data Portal, series IRS y FM [S008]. Medias mensuales, octubre 2025 a septiembre 2026.

EXHIBIT 6 CESTA DE SEIS BANCOS FRENTE AL IBEX 35 DESDE CUATRO FECHAS (RENTABILIDAD DE PRECIO, %)



Fuente: Yahoo Finance, cierres diarios al 15-10-2026 [S001]. Cesta: Santander, BBVA, CaixaBank, Sabadell, Bankinter y Unicaja, ponderados por su peso en el índice [S004]. Fechas de tipos del BCE [S008]. Cálculo SDN.

LEYENDO AL MERCADO

ANÁLISIS: desde que el BCE tocó suelo, la cesta bancaria ha subido un 68 % frente a un 36 % del IBEX. La relación con los tipos ya no es lineal: tras la primera alza la cesta sube un 4,5 % y tras la segunda cae un 6,7 %, más que el índice. Lo leemos así: una alza de 25 pb mejora el margen de intereses, pero el bono a 10 años ha subido casi 80 pb en un año, lo que encarece el crédito, pesa en las valoraciones y deja a los bancos ya sin descuento. **LIMITACIÓN:** no hemos podido verificar la sensibilidad del margen de intereses a +100 pb de cada banco (SIN VERIFICAR); CaixaBank, por ejemplo, subió su margen solo un 2 % en el semestre pese a los volúmenes [S018], y cobra un impuesto sobre margen y comisiones de 304 M [S018].

04 Beneficio +11 % en 2027: el índice vale 12,4x, pero la banca lo abarata

BENEFICIOS Y VALORACIÓN

CÁLCULO: con el consenso de Yahoo a 16-10-2026 [S005] y los precios del 15-10, calculamos el PER agregado como la media armónica de los PER de cada valor ponderada por su peso en el índice, que equivale a dividir el precio del índice entre su beneficio ponderado. Así, el IBEX cotiza a **13,7x el BPA de 2026E** y a **12,4x el de 2027E**. Quedan fuera Cellnex (BPA negativo) y los valores sin dato, un 1,7 % del peso. El beneficio implícito del índice crece un 10,9 % en 2027.

EXHIBIT 7 PER 2026E DE LAS DIEZ MAYORES (VECES BENEFICIO)



Fuente: Precios de cierre del 15-10-2026 [S001] y consenso de BPA de Yahoo Finance [S005]. Cálculo SDN. Ferrovial (44,8x) está distorsionado por plusvalías de rotación de activos.

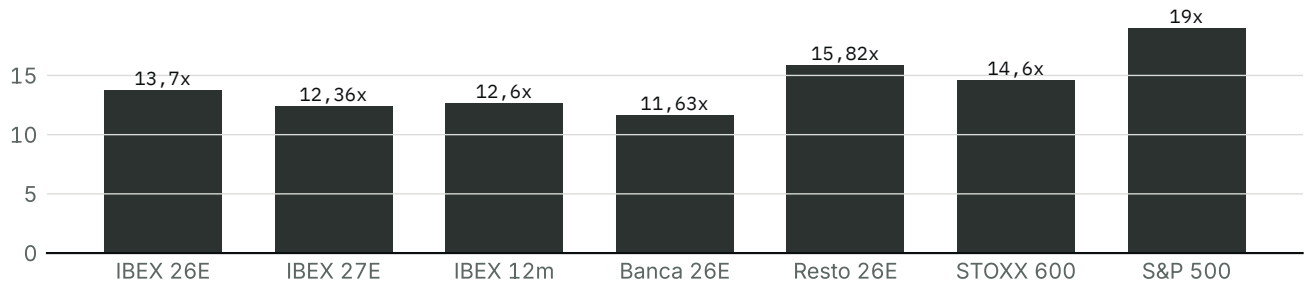
ANÁLISIS: el agregado esconde dos mercados. La banca cotiza a **11,6x** el BPA de 2026 y a 9,9x el de 2027; el resto del índice, a **15,8x** y 15,1x [S005]. Santander y BBVA aportan el 41 % del beneficio esperado para 2027 del índice, y Repsol otro 6 %, con un BPA de 2026 que sube con el petróleo (Brent en 106 $) y que el consenso ve caer un 25 % en 2027 [S005][S009]. Santander y BBVA mantienen además recompras grandes: Santander tiene en ejecución 5.000 M (2,8 % de su capitalización) y prevé unos 1.800 M más; BBVA, unos 4.000 M casi ejecutados y 2.000 M nuevos (1,6 %) [S012][S014][S024][S025]. De CaixaBank, Iberdrola e Inditex no hay recompra verificada.

EXHIBIT D LAS DIEZ MAYORES: BPA 2026E (€), CRECIMIENTO 2027E, PER Y RECOMPRA (PRECIOS 15-10-2026)

VALOR (PESO %)	BPA 26E	CREC. 27E	PER 26E	PER 27E	RECOMPRA % CAP.
Santander (18,2)	1,04	+21 %	11,6	9,6	2,8 + 1,0 %
Iberdrola (14,8)	1,02	+8 %	21,1	19,5	NOT_VERIF.
BBVA (13,4)	2,08	+14 %	11,1	9,7	3,1 + 1,6 %
Inditex (10,3)	2,16	+9 %	25,6	23,5	NOT_VERIF.
CaixaBank (6,8)	0,93	+18 %	12,8	10,9	NOT_VERIF.
Ferrovial (3,4)	0,96	+19 %	44,8	37,7	NOT_VERIF.
Repsol (3,2)	5,94	−25 %	5,0	6,7	NOT_VERIF.
Aena (3,1)	1,57	+4 %	16,4	15,8	NOT_VERIF.
ACS (2,6)	4,20	+19 %	21,2	17,9	NOT_VERIF.
IAG (2,3)	0,66	+18 %	7,4	6,3	NOT_VERIF.

Fuente: Consenso de BPA 2026E y 2027E de Yahoo Finance a 16-10-2026 [S005]; precios de cierre 15-10 [S001]. Dividendos sin verificar: fuera. Recompras: programa en curso + nuevo/previsto sobre la capitalización (precio × acciones del filing) [S012][S014][S024][S025]; el resto, SIN VERIFICAR. Cálculo SDN.

EXHIBIT 8 PER AGREGADO: IBEX 35 FRENTE A EUROPA Y EE. UU. (VECES BENEFICIO)



Fuente: IBEX: consenso de Yahoo [S005], cálculo SDN; «12m vista» = 21 % del BPA de 2026 + 79 % del de 2027. STOXX 600: Reuters/LSEG, 26-08-2026 [S011]. S&P 500: «menos de 19 veces», Reuters, 13-10-2026 [S010] (se dibuja 19,0). Bases de consenso distintas: comparación orientativa.

EXHIBIT E PER EN PERSPECTIVA: IBEX FRENTE A OTROS MERCADOS

MEDIDA	IBEX 35	EUROPA / EE. UU.	LECTURA
PER a 12 meses vista	12,6x (cálculo SDN)	14,6x STOXX 600 · <19x S&P 500	Descuento de 14 % frente a Europa y de 34 % frente a EE. UU.
Media histórica del IBEX	SIN VERIFICAR	-	No encontramos una serie gratuita y fiable; no la usamos en la valoración

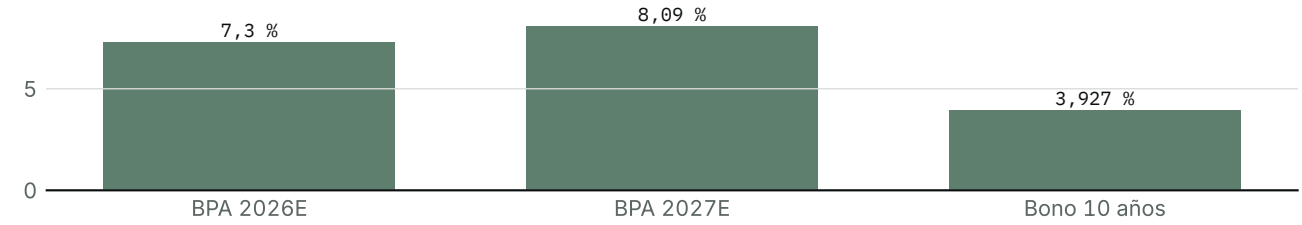
Fuente: Yahoo Finance [S005]; Reuters [S010][S011]; cálculo SDN. Dividendos sin verificar: fuera.

05 El beneficio rinde un 7,3 % frente al 3,9 % del bono: 3,4 puntos de colchón

PRIMA DE RIESGO

CÁLCULO: la rentabilidad del beneficio es la inversa del PER. Con el BPA de 2026E es del **7,30 %**; con el de 2027E, del 8,09 %. Restamos el rendimiento del bono español a 10 años, 3,93 % de media en septiembre según el BCE [S008] (3,86 % intradía el 16-10 en prensa [S009]). La prima implícita es de **3,37 puntos** con el BPA de 2026E y de 4,16 con el de 2027E. Las dos cifras suponen que el consenso se cumple.

EXHIBIT 9 RENTABILIDAD DEL BENEFICIO FRENTE AL BONO ESPAÑOL A 10 AÑOS (%)



Fuente: Consenso de Yahoo [S005], precios del 15-10-2026 [S001]; bono: BCE, media de septiembre de 2026 [S008]. Cálculo SDN.

CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN

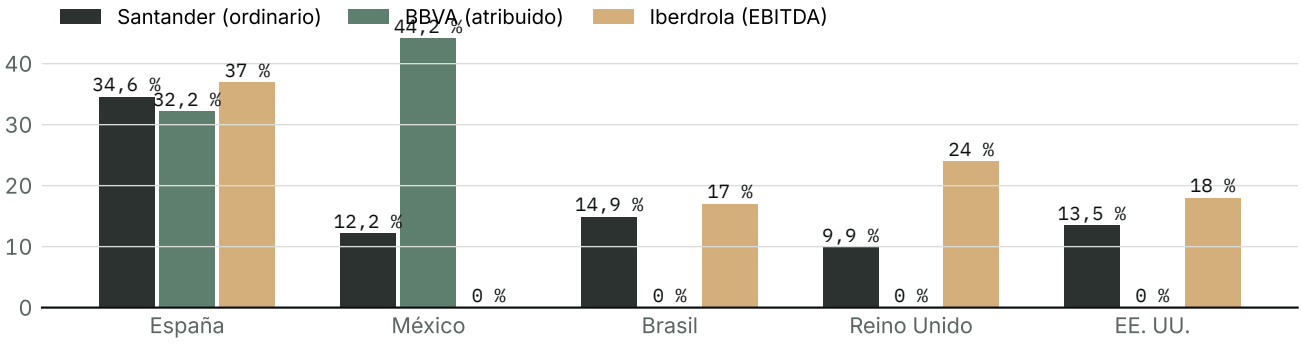
ANÁLISIS: 3,4 puntos de prima no es una gran ganga ni una burbuja: el bono ha subido unos 80 pb en un año (de 3,15 % a 3,93 %) y la prima de 2026E exige que el beneficio no se corrija. Sin una media histórica verificada no decimos si es alta o baja en el tiempo; sí decimos que la banca (rentabilidad del beneficio de 8,6 % en 2026E) sostiene la prima del índice y que el resto del mercado, con 6,3 %, apenas la deja en 2,4 puntos. **No contar dos veces:** el dividendo sale de ese beneficio; no se suma a él.

06 Santander, BBVA e Iberdrola ganan fuera de España dos de cada tres euros

EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA

DATO: los tres mayores valores multinacionales, que pesan el 46,4 % del índice, generan entre el 32 % y el 37 % de su resultado en España [S012][S013][S014][S015]. Por Santander, un 12 % de su beneficio ordinario viene de México y un 15 % de Brasil; por BBVA, un 44 % de México; por Iberdrola, un 17 % de Brasil, un 24 % del Reino Unido y un 18 % de EE. UU. del EBITDA. Las bases no son homogéneas (beneficio, EBITDA, ventas, cartera), así que la tabla es orientativa.

EXHIBIT 10 REPARTO GEOGRÁFICO DEL RESULTADO, 1S26 (% DE CADA COMPAÑÍA)



Fuente: Santander [S012][S013]; BBVA [S014]; Iberdrola [S015]. BBVA no se reparte en Brasil, Reino Unido ni EE. UU. (Sudamérica 8,2 %, Turquía 7,9 %). Santander: sobre 7.328 M, quedan Portugal, Chile, Argentina y otros. Iberdrola: el resto es 4 %.

EXHIBIT F **EXPOSICIÓN POR VALOR: LO QUE ESTÁ VERIFICADO Y LO QUE NO**

VALOR (PESO)	BASE	ESPAÑA	MÉXICO	BRASIL	REINO UNIDO	EE. UU.
Santander (18,2 %)	Beneficio ordinario 1S26	35 %	12 %	15 %	10 %	14 %
BBVA (13,4 %)	Beneficio atribuido 1S26	32 %	44 %	-	-	-
Iberdrola (14,8 %)	EBITDA ajustado 1S26	37 %	vendido	17 %	24 %	18 %
Inditex (10,3 %)	Ventas FY25	15,9 %	América 17,8 % (sin desglose)			
Ferrovial (3,4 %)	Cartera de construcción	14 %	-	-	-	Norteamérica 47,9 %
CaixaBank, Repsol, Aena, ACS, IAG	-	SIN VERIFICAR	SIN VERIFICAR	SIN VERIFICAR	SIN VERIFICAR	SIN VERIFICAR

Fuente: Santander [S012][S013]; BBVA [S014]; Iberdrola, que vendió México [S015]; Inditex [S016]; Ferrovial [S017]; Aena sin desglose de Brasil ni Luton [S023]. Cálculo SDN.

DETALLE QUE IMPORTA

CÁLCULO: ponderando por su peso, los tres valores multinacionales dan al índice unos **8,2 puntos de peso en México, 5,2 en Brasil, 5,3 en el Reino Unido y 5,1 en EE. UU.** (sobre 100) y 16,1 en España; es decir, que solo el 35 % del resultado de esos tres es español. México es la exposición extranjera mayor y es casi una apuesta sobre BBVA y Santander. **LIMITACIÓN:** no medimos el efecto del peso mexicano ni del real; si los dos se deprecian, el resultado en euros cae aunque el negocio crezca. El 16-10 Expansión titula que EE. UU. estudia vetar 3.000 M de exportaciones españolas: sin verificar el detalle, lo anotamos como riesgo de cola [S009].

07 España crece al 2,6 %, el paro baja del 10 % y la vivienda sube un 12 %: buen suelo, poco margen

MACRO DE APOYO

EXHIBIT G **MACRO ESPAÑOLA: LA ÚLTIMA LECTURA OFICIAL**

VARIABLE	DATO	LECTURA PARA EL IBEX
PIB 2T26	+0,7 % trimestral · +2,6 % interanual; demanda nacional +3,5 puntos, externa −0,9 puntos [S019]	Crecimiento con motor interno: bueno para banca y consumo; el sector exterior resta
Empleo 2T26 (EPA)	22.779.000 ocupados (+510.200 en 12 meses) · paro 9,87 %, el más bajo desde 2008 [S020]	Sostiene la morosidad baja y el crédito
Turismo (agosto)	12,3 millones de turistas (+9,2 %); 70,4 millones hasta agosto (+5,4 %); Reino Unido, 2,4 millones en agosto [S021]	Apoya a Aena, IAG, Amadeus y consumo; el crecimiento acumulado se frena
Vivienda 2T26	Precio +12,2 % interanual (nueva +7,4 %, usada +12,9 %); +3,4 % trimestral [S022]	Apoya a banca hipotecaria, Merlin y Colonial; riesgo de acceso y de regulación
Tipos	Facilidad de depósito 2,50 %; Euribor 12 meses 3,25 %; bono 10 años 3,93 % (sep-26) [S008]	Más margen de intereses, pero más coste para hipotecas y para el valor de los activos

Fuente: INE [S019][S020][S021][S022]; BCE [S008]. Lectura: análisis SDN.

ANÁLISIS: la macro respalda los beneficios de 2026, pero no los de 2027. Un PIB del 2,6 % con empleo récord y turismo de 70 millones de visitantes explica el +16 % del BPA del índice; para repetir un +11 % en 2027 hace falta que el crecimiento no se enfríe y que el crédito siga a un ritmo parecido. El turismo acumulado ya crece un 5,4 %, por debajo del +9,2 % de agosto, y la vivienda modera su subida (12,2 % frente a 12,9 % del trimestre anterior): los indicadores se ralentizan, no se rompen. **LIMITACIÓN:** no hemos incluido el consumo de hogares ni la inflación ni la deuda pública, que también pesan.

08 A 12 meses: de −22 % a +21 %, con el base en +2,1 %

ESCENARIOS A 12 MESES

CÁLCULO — lo que pide el precio: el consenso da un BPA de 2027E del índice de unos 1.552 puntos de IBEX (precio dividido entre 12,36). Para que el índice no pierda nada en 12 meses con un PER de 13x, el BPA debe ser el 95 % del consenso; con 12x, el 103 %. Para ganar un 8 % de precio con ese PER de 13x, el BPA debe cumplir el 103 % del consenso; si lo cumple al 100 %, basta un PER de 13,3x. La mecánica de los escenarios es: **nivel del índice = BPA 2027E del índice × PER objetivo; rentabilidad de precio = nivel / 19.178 − 1**, sin dividendos: no tenemos una fuente oficial al día de los 35 valores. No son precios objetivo.

EXHIBIT H ESCENARIOS A 12 MESES (OCT-2027): SUPUESTOS, MECÁNICA Y RENTABILIDAD

ESCENARIO	BPA 27E VS CONSENSO	BPA ÍNDICE (PTS)	PER OBJETIVO	NIVEL	PRECIO	PESO SDN
Bear	−12 %	1.366	11,0x	15.023	−21,7 %	25 %
Base	−3 %	1.505	13,0x	19.571	+2,1 %	50 %
Bull	+3 %	1.599	14,5x	23.179	+20,9 %	25 %

Fuente: Modelo de escenarios de SDN sobre el consenso de Yahoo [S005] y el cierre del IBEX del 15-10-2026 [S001]; sin dividendos. Valor esperado con pesos 25/50/25 de SDN (no son probabilidades estimadas): +0,8 % de precio.

EXHIBIT I SENSIBILIDAD: RENTABILIDAD DE PRECIO A 12 MESES SEGÚN BPA 2027E Y PER OBJETIVO

BPA 27E	PER 10X	PER 11X	PER 12X	PER 13X	PER 14X	PER 15X
85 % del consenso	−31 %	−24 %	−18 %	−11 %	−4 %	+3 %
90 % del consenso	−27 %	−20 %	−13 %	−5 %	+2 %	+9 %
95 % del consenso	−23 %	−15 %	−8 %	0 %	+8 %	+15 %
100 % del consenso	−19 %	−11 %	−3 %	+5 %	+13 %	+21 %
105 % del consenso	−15 %	−6 %	+2 %	+10 %	+19 %	+28 %

Fuente: Modelo de escenarios de SDN [S005][S001]. Rentabilidad de precio = BPA × PER / nivel actual − 1, sin dividendos (sin verificar).

QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS

Bear (PER 11x, BPA −12 %): lo invalidaría un Euribor estable con bancos que repiten su margen y un Brent en 100 $ sosteniendo a Repsol; si el BPA de 2027 de los bancos supera el consenso, el bear queda atrás. **Base (PER 13x, BPA −3 %):** se rompe hacia abajo si el bono a 10 años supera el 4,5 % (el PER se comprime) o si México devalúa con fuerza, y hacia arriba si los bancos recompran más de lo previsto. **Bull (PER 14,5x, BPA +3 %):** necesita que el PER suba hasta el nivel del STOXX 600 (14,6x [S011]) sin que el beneficio decepcione; no ocurre si el crecimiento español se frena por debajo del 2 %.

ASIMETRÍA

ANÁLISIS: el escenario base da +2,1 % de precio, el bear pierde 22 % y el bull gana 21 %. La pérdida del bear es casi igual a la ganancia del bull: la distribución es simétrica en precio; el dividendo, que aquí no sumamos, inclinaría algo la balanza a favor del inversor. Con un PER de 12,4x sobre el beneficio que el consenso espera y un colchón de 3,4 puntos sobre el bono, no es un índice regalado tras subir un 27 % en un año con dividendos.

09 Lo que moverá el IBEX: resultados de octubre, el BCE y el petróleo

CATALIZADORES Y RIESGOS

EXHIBIT J **CATALIZADORES Y RIESGOS**

FACTOR	QUÉ PUEDE OCURRIR	EFECTO EN EL ÍNDICE
Resultados del 3T (finales de octubre; fechas por confirmar)	Bancos con los tipos más altos [S005]	Si sube el BPA bancario (53 % del beneficio de 2027), baja el PER: es el catalizador principal
BCE y bono	Tercera alza o pausa tras el 2,50 %; Euribor a 12 meses ya en 3,25 % [S008]	Más margen a corto plazo, pero bonos al alza y PER más bajo
Petróleo	Brent a 106 $ [S009]; el consenso ve caer un 25 % el BPA de Repsol en 2027 [S005]	Repsol aporta el 6 % del beneficio esperado de 2027: un crudo más bajo lo recorta
Fiscalidad y comercio	CaixaBank paga 304 M al semestre de impuesto sobre margen y comisiones [S018]; titular del 16-10 sobre un posible veto de EE. UU. a exportaciones españolas, sin detalle verificado [S009]	Más impuestos restan BPA; el veto es un riesgo de cola

Fuente: Yahoo Finance [S005]; BCE [S008]; Expansión [S009]; INE [S021]; CaixaBank [S018]. Efectos: análisis SDN.

10 Qué vigilamos

SEÑALES

- **BPA de los bancos.** Santander y BBVA aportan el 41 % del beneficio esperado de 2027. Una revisión del 5 % mueve el del índice un 2,1 %.
- **Bono español a 10 años.** Por encima del 4,5 % el PER objetivo del base (13x) se queda corto; por debajo de 3,5 % la prima de riesgo se amplía.
- **Euribor a 12 meses y alza del BCE.** Cada reunión puede cambiar el margen de intereses y la relación bancos-IBEX del gráfico 6.
- **Brent y Repsol.** El BPA de Repsol cae un 25 % en 2027; si el crudo baja de 90 $, el consenso de 2027 del índice se revisa a la baja.
- **México, Brasil y turismo.** Peso y real frente al euro (BBVA y Santander dependen de ellos); Frontur de septiembre y EPA del 3T (fecha por confirmar).

11 Metodología y límites

TRAZABILIDAD

DATO: nivel y rentabilidades de precio: cierres diarios de Yahoo Finance a 14 y 15-10-2026 [S001]. Con dividendos, el IBEX usa el índice Net Return de Amundi a 14-10 [S002]; el Total Return bruto solo permite 12 meses de histórico gratuito [S003]. El Euro Stoxx 50 y el S&P 500 se miden con los ETF EXW1 y SPY, con cierre ajustado y costes incluidos [S007]. Los pesos son los del ETF de Amundi a 12-10-2026 [S004]; suman 99,46 % y se reescalan a 100 %.

CÁLCULO: el PER agregado es la media armónica ponderada de los PER de cada valor, con el BPA de consenso de Yahoo (2025 real, 2026E y 2027E) y el precio del 15-10 [S005]. ArcelorMittal se convierte de dólares a euros con 1,1259; Cellnex y los valores sin BPA positivo quedan fuera (menos del 3 % del peso). Los dividendos de cada valor quedan sin verificar y fuera: Yahoo no vale como fuente y no hay una oficial al día de los 35. Los escenarios son de precio. La prima de riesgo resta el bono a 10 años de septiembre del BCE [S008]. El PER objetivo de los escenarios es criterio SDN, no una previsión de mercado.

LIMITACIÓN: SIN VERIFICAR: media histórica del PER del IBEX; PER del Euro Stoxx 50 y del S&P 500 con la misma base de consenso (usamos STOXX 600 y S&P 500 de Reuters [S010][S011]); sensibilidad del margen de intereses a +100 pb por banco; recompras de CaixaBank, Iberdrola y el resto; exposición geográfica de CaixaBank, Repsol, Aena, ACS e IAG. Las cifras por país de Santander son de prensa [S013] y las bases del reparto geográfico no son homogéneas. El consenso no es guidance, tiene pocos analistas en algunos valores (Acciona, 3) y no recoge plusvalías extraordinarias. Capitalizaciones del 16-10 (intradía); fechas de resultados del 3T por confirmar.

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. La fiscalidad descrita es orientativa y depende de la situación personal de cada inversor.

SDN

SDN RESEARCH · ÍNDICES Y BOLSA · ESPAÑA

FIN DEL INFORME