Equity Deep Dive · NYSE: VST

Vistra: el precio ya descuenta que los centros de datos lleguen

Vistra gana unos US$7.200 M de EBITDA con 43,6 GW, ha firmado 3,8 GW de contratos nucleares con Meta y Amazon y compra Cogentrix. A US$154,17 vale 9,8 veces ese EBITDA. Calculamos qué pide el precio y qué pasa si fallan los precios de ERCOT, la capacidad de PJM o los contratos.

SDN Research · Equity Research · Datos a cierre del 15-10-2026

PUNTOS CLAVE

- El negocio funciona: el EBITDA ajustado del primer semestre fue de US$3.261 M, un 26 % más que un año antes, y la producción de 2026 está vendida al ~100 % y la de 2027 al ~94 % [S005]. Con la deuda en grado de inversión (BBB– en S&P y Fitch), el riesgo de financiación es bajo [S003].
- El crecimiento se compra y se firma: Lotus (2,6 GW), Cogentrix (5,5 GW, a 7,25 veces EBITDA 2027) y 3,8 GW de contratos nucleares a 20 años con Meta y Amazon, cuyo precio no es público [S003][S004].
- El precio ya paga bastante: nuestro DCF da US$107 en el caso base (−31 %), los múltiplos US$132, y solo el escenario optimista (US$169) supera los US$154,17. Es una empresa buena a un precio que ya descuenta que los centros de datos salgan bien.

Pregunta central. ¿Paga ya el precio los centros de datos, o queda margen? A US$154,17 (cierre del 15-10-2026 [S013]) Vistra capitaliza US$51.745 M y cotiza a 9,8 veces el EBITDA de su guía de 2026 [S005]. Según el modelo DCF de SDN, ese precio exige un EBITDA de **unos US$9.699 M en 2028**, un 20 % más que nuestro caso base y más que el de nuestro escenario optimista (US$8.972 M), o un coste de capital del **7,9 %** en vez del 9,5 %. La flota genera caja de sobra, pero el precio ya descuenta que los precios de la electricidad y los contratos salgan bien.

DATOS CLAVE

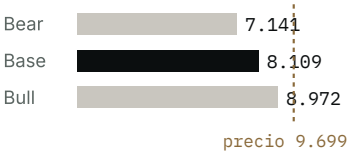
Precio VST **US$154,17**
−29 % vs máximo de 52 sem. (US$217,10) · 15-10-2026

EBITDA aj. guía 2026 **US$6,8–7,6 bn**
1S26: US$3.261 M, +26 %

EV / EBITDA 2026 **9,8x**
10,2x con preferentes · NRG 8,0x · Talen 12,4x · cálculo SDN

DCF base **US$107**
−31 % vs precio · bull US$169

ESCENARIOS SDN



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
Precio VST	US$154,17 (15-10-2026) · rango 52 sem. US$132,66–217,10	−18 % en 12 meses; el S&P 500 sube un 13 % [S013]
Capitalización / EV	US$51.745 M / US$70.905 M	Con preferentes el EV sube a US$73.381 M
Deuda y caja (30-06-26)	Deuda US$19.595 M · caja US$435 M · preferentes US$2.476 M	Deuda neta/EBITDA 2,7x; 3,0x con preferentes [S003]
EBITDA ajustado	US$5.912 M (2025) → guía US$6.800–7.600 M (2026)	2027: «oportunidad» de US$7,4–7,8 bn, hacia el extremo bajo [S005]
Contratos con centros de datos	Meta 2.609 MW y AWS 1.200 MW (Comanche Peak)	Precios no publicados: SIN VERIFICAR [S003]

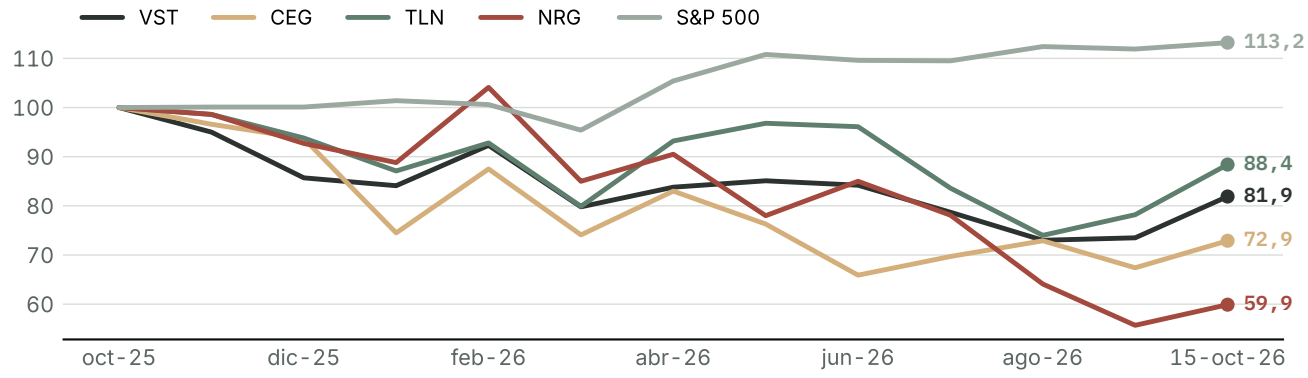
Fuente: Vistra [S001][S003][S004][S005]; Yahoo Finance 15-10-2026 [S013]. EV = capitalización + deuda − caja: cálculo SDN.

01 Vistra es una generadora de 43,6 GW que el mercado valora por sus 6,4 GW nucleares TESIS

Vistra vende electricidad a mercado y a clientes finales en Texas (ERCOT) y en el este de EE. UU. (PJM, Nueva Inglaterra, Nueva York, MISO). Su flota suma 43.641 MW: el 62 % es gas, el 20 % carbón en retirada, el 15 % nuclear y el 3 % solar y baterías [S002]. Además tiene unos 5 millones de clientes minoristas, 2,6 millones de ellos en Texas con la marca TXU [S002]. Desde la compra de Energy Harbor (2024) controla los reactores de Beaver Valley, Perry y Davis-Besse, además de Comanche Peak.

La tesis de mercado es simple: los centros de datos pagan más por electricidad constante y sin emisiones, y una nuclear ya construida es difícil de replicar. Vistra ha firmado contratos de 20 años por 2.609 MW con Meta y 1.200 MW con Amazon Web Services (AWS), es decir, más de la mitad de su potencia nuclear [S003]. **La tesis de este informe es que el precio ya refleja buena parte de ese cambio**, mientras que las partes menos vistosas (precios de ERCOT, capacidad de PJM y deuda tras Cogentrix) siguen pesando más en el valor.

EXHIBIT 1 COTIZACIÓN DESDE OCT-25 (BASE 100): VISTRA, PARES Y S&P 500



Fuente: Yahoo Finance, cierres mensuales y cierre del 15-10-2026 [S013]; rebasado a 100 en el cierre de octubre de 2025 (cálculo SDN).

02 Dos tercios de la potencia son gas, pero el valor lo marcan los reactores y la venta minorista

ACTIVOS

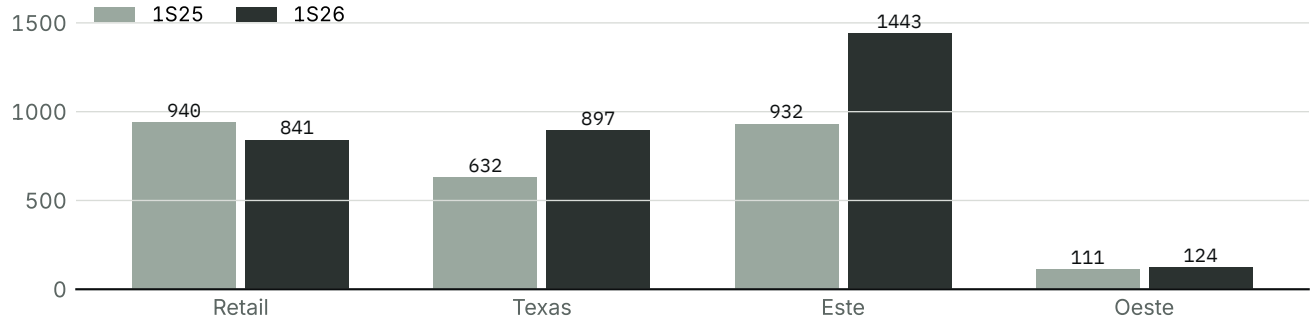
EXHIBIT B FLOTA A 31-12-2025: POTENCIA NETA Y PAPEL DE CADA TECNOLOGÍA

TECNOLOGÍA	MW	%	QUÉ APORTA
Gas natural	26.989	62 %	Picos de precio y capacidad; Lotus y Cogentrix suman 8.100 MW más
Carbón	8.743	20 %	En retirada: Coleto Creek (2027) y Miami Fort (2028) pasan a gas
Nuclear	6.448	15 %	Comanche Peak 2.400 (ERCOT); Beaver Valley 1.872, Perry 1.268 y Davis-Besse 908 (PJM)
Solar y baterías	1.274	3 %	624 MW de baterías (California 350, Texas 270); incendio en Moss Landing en 2025
Fuel oil	187	0 %	Residual
Total	43.641	100 %	Texas 19.858 MW (46 %) · Este 22.254 MW (51 %) · Oeste 1.529 MW (3 %)

Fuente: Vistra, Form 10-K 2025 [S002] y Form 10-Q 2T26 [S003]. No incluye Cogentrix (5.500 MW, pendiente de cierre).

El carbón y el gas se reconvierten. Coleto Creek y Miami Fort dejarán el carbón en 2027 y 2028 para funcionar con gas [S002]; Vistra también construye dos unidades de gas en la cuenca del Pérmico [S005]. **El negocio minorista es una cobertura natural**: cuando suben los precios mayoristas, la generación gana más y los clientes finales cuestan más, y al revés. En el primer semestre, el EBITDA minorista fue de US$841 M (US$940 M un año antes) mientras Texas subió de US$632 M a US$897 M y el Este de US$932 M a US$1.443 M [S005].

EXHIBIT 2 EBITDA AJUSTADO POR SEGMENTO: 1S25 FRENTE A 1S26 (US$ M)



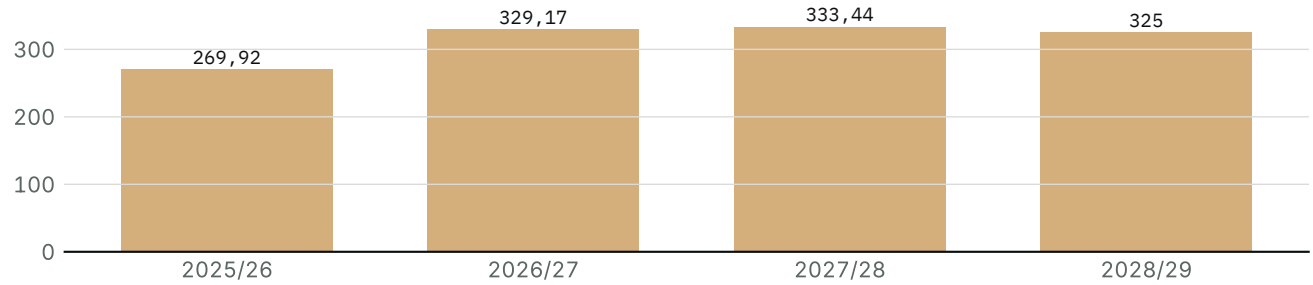
Fuente: Vistra, resultados del 2T26 [S005]. Operaciones continuadas; excluye Corporate (−44 M en 1S26) y Asset Closure.

03 Cuatro motores de beneficio: capacidad de PJM, spreads de ERCOT, contratos nucleares y compras

MOTORES

1. Capacidad de PJM. PJM paga por tener potencia disponible. La subasta de 2028/29 cerró en US$325 por MW y día, el tope, por tercera vez seguida, y aun así quedó 6.831 MW por debajo del requisito de fiabilidad; sin tope habría costado US$554,72 [S006]. Vistra no publica cuántos MW vende en PJM. Con una exposición supuesta de 9.000 MW (supuesto SDN), cada US$10 de variación mueve el EBITDA en unos US$33 M al año.

EXHIBIT 3 PRECIO DE CAPACIDAD DE PJM POR AÑO DE ENTREGA (US$/MW-DÍA)



Fuente: PJM, subastas de capacidad base [S006][S007]. Los años 2026/27 a 2028/29 cerraron en el tope; la subasta de 2029/30 cierra el 15 de diciembre de 2026 con el mismo rango.

VARIABLE CLAVE

El rango de precios de PJM caduca. El tope (US$325–333) y el suelo (US$177 en 2026/27) cubren solo cuatro subastas, hasta la de 2029/30 [S006][S007]. Desde 2030/31 el precio se libera en las dos direcciones. Nuestro caso base supone US$270 (−US$181 M de EBITDA al año), el bear US$180 (−US$476 M) y el bull se queda en US$325.

2. Spreads de ERCOT. Texas ganó US$897 M en el semestre frente a US$632 M, y solo en el segundo trimestre US$311 M frente a US$142 M [S005]. Pero la empresa avisa de que el EBITDA de 2027 irá hacia el extremo bajo de su «oportunidad» de US$7,4–7,8 bn porque los precios a plazo de ERCOT han bajado [S005]. La cobertura (94 % en 2027 y 72 % en 2028) protege un par de años; no protege 2029 en adelante.

3. Contratos con centros de datos. Son el motivo de que el sector suba, pero Vistra no publica ningún precio. Lo que sí sabemos es el volumen, el plazo y el calendario:

EXHIBIT C CONTRATOS NUCLEARES Y ALIANZAS CON CENTROS DE DATOS

ACUERDO	POTENCIA	PLAZO Y ENTREGA	PRECIO
Meta · Perry y Davis-Besse (existentes)	2.176 MW	20 años; entrega parcial a fin de 2026 y plena a fin de 2027	SIN VERIFICAR
Meta · ampliaciones (Perry 213, Davis-Besse 80, Beaver Valley 140)	433 MW	Desde 2031 hasta fin de 2034; capex 2026–2034, <20 % antes de 2029	SIN VERIFICAR
AWS · Comanche Peak	1.200 MW	20 años (+20 opcionales); desde 4T27 y plena en 2032	SIN VERIFICAR
KKR Helix (infraestructura de IA)	—	Compromiso de hasta US$1.000 M (500 M iniciales)	Inversión, no contrato

Fuente: Vistra, Form 10-Q 2T26 [S003] y resultados del 2T26 [S005].

NO CONTAR DOS VECES

Un PPA no es dinero nuevo: **sustituye** una venta que Vistra haría igualmente a mercado. Lo que vale es la prima sobre el precio a plazo y la menor volatilidad. En el modelo, el aumento de EBITDA es TWh contratados × prima por MWh. Con 93 % de factor de carga, Meta existente son 17,7 TWh al año y AWS 9,8 TWh; con una prima de US$10/MWh suman US$275 M. Es útil, pero pequeño frente a un EBITDA de US$7.200 M.

4. El crédito fiscal nuclear (45U) como suelo. La ley da hasta US$15 por MWh a los reactores existentes entre 2024 y 2032, pero lo reduce según los ingresos brutos por MWh [S003]. Con unos 52,5 TWh al año (cálculo SDN con 93 % de factor de carga), el máximo sería de US$788 M anuales, unos US$2,3 por acción antes de

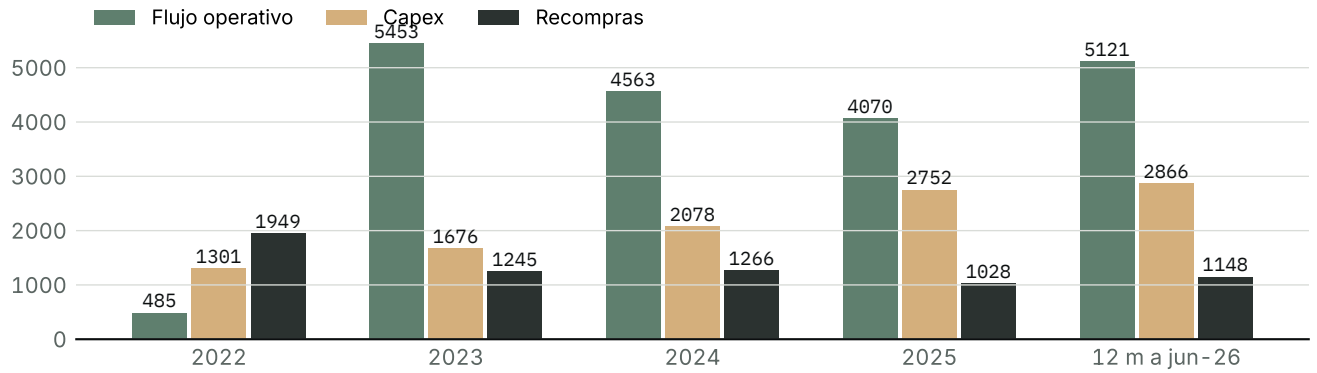
impuestos. Vistra no ha reconocido ni un dólar de este crédito (solo créditos solares) y su guía lo excluye [S001][S003]. Con los precios actuales suponemos que la reducción lo anula, y por eso **no es un suelo hoy: es una opción que se activaría si los precios cayeran con fuerza**. El umbral exacto de la reducción es SIN VERIFICAR en las fuentes de este informe y el crédito queda fuera de la valoración.

5. Compras. Vistra compra potencia ya construida a un precio similar por kilovatio. Lotus (7 plantas, 2.600 MW) cerró en octubre de 2025 por US$1,9 bn de precio base; Cogentrix (10 plantas, 5.500 MW) cuesta US$4,0 bn netos (2.300 M en efectivo, 925 M en acciones, 1.500 M de deuda asumida, menos 700 M de VAN fiscal) y pesa un 7,7 % de la capitalización [S003][S004]. Ambas salen a unos US$730 por kW. Cogentrix se paga a 7,25 veces su EBITDA de 2027, unos US$552 M (cálculo SDN), tiene la aprobación de FERC desde agosto y cerrará a finales de 2026; la guía de 2026 no la incluye y Vistra espera una acreción media de un dígito en 2027.

04 Genera más caja de la que reinvierte, pero Cogentrix y los preferentes llevan el apalancamiento a ~3x

FINANZAS

EXHIBIT 4 **FLUJO OPERATIVO, CAPEX Y RECOMPRAS (US$ M)**



Fuente: SEC XBRL de Vistra [S008]. 12 meses a junio de 2026 = 2025 + 1S26 − 1S25: cálculo SDN. El capex incluye combustible nuclear y pagos de contratos de mantenimiento.

El FCF existe y crece, pero el capex también. En los últimos doce meses, el flujo operativo (US$5.121 M) menos todo el capex (US$2.866 M) deja US$2.255 M, un 4,4 % de la capitalización. El FCF antes de crecimiento que Vistra guía (US$4.325 M de punto medio) sería un 8,4 %, pero ignora el capex de crecimiento (US$1.126 M en 2025) [S001]. Las recompras (~US$6,5 bn desde 2021) han reducido las acciones de 484 millones (feb-21) a 336 millones [S005][S008]; quedan US$1.200 M por ejecutar hasta fin de 2027.

EXHIBIT D GUÍA, COBERTURA Y BALANCE

CONCEPTO	DATO	LECTURA
EBITDA aj. 2026 (guía)	US$6.800–7.600 M (consolidado 6.720–7.520)	Sin Cogentrix ni Meta; reafirmada tres trimestres seguidos
FCFbG 2026 (guía)	US$3.925–4.725 M	2025: US$3.592 M; antes de capex de crecimiento
Cobertura 2026 / 2027 / 2028	~100 % / ~94 % / ~72 %	En febrero: 2027 al 84 % y 2028 al 58 %
Deuda larga	US$19.595 M (proyecto 1.633; Vistra Operations 18.131)	Más US$300 M de cuentas a cobrar y US$613 M de forward de recompra
Preferentes	US$2.476 M (8,0 %, 7,0 % y 8,875 % hasta reset)	Pagaron US$192 M en 2025: los tratamos como deuda
Deuda neta / EBITDA	2,7x (3,0x con preferentes)	Con Cogentrix: 3,0x sin preferentes y 3,3x con ellos
Objetivo de apalancamiento	Menos de 3x a largo plazo	Con Cogentrix se queda en el límite [S004]
Liquidez	US$6.295 M	Caja 435 + líneas de crédito disponibles
Dividendo común	US$154 M en 1S26 (~US$0,23 por trimestre)	Rentabilidad ~0,6 %; la recompra es el retorno real

Fuente: Vistra [S001][S003][S004][S005]. Ratios y dividendo por acción: cálculo SDN (deuda neta = deuda larga − caja; pro forma Cogentrix suma US$2.300 M de caja y US$1.500 M de deuda asumida sobre EBITDA 2026 + 552).

DETALLE QUE IMPORTA

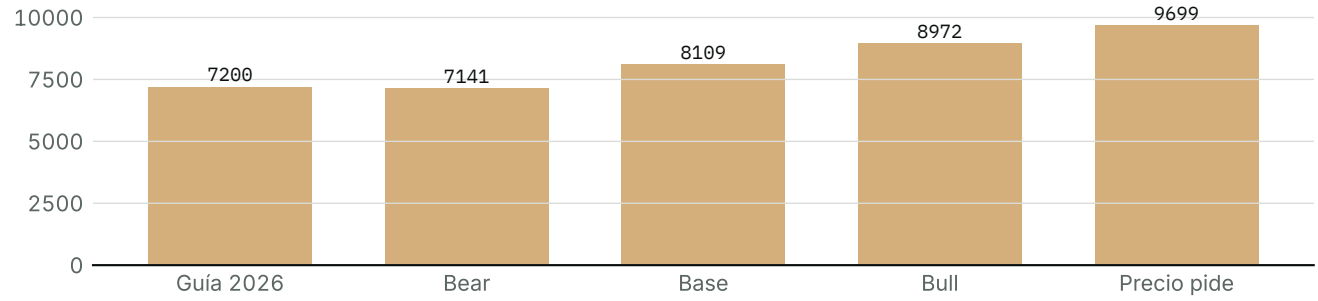
La compensación en acciones (SBC) es pequeña pero la restamos. Fue de US$113 M en 2025 y US$67 M en el primer semestre de 2026, un 1,9 % del EBITDA y el 11 % de lo que se gasta en recompras [S008]. El DCF la resta como un coste de caja cada año (US$135 M, +3 % anual) y no añade acciones nuevas por RSU: así no se cuenta dos veces. No hemos podido confirmar si el EBITDA ajustado ya la excluye; restarla es la opción prudente.

05 A US$154,17 el mercado pide US$9,7 bn de EBITDA en 2028, un 20 % más que nuestro caso base

LO QUE PIDE EL PRECIO

DCF inverso. Mantenemos el caso base (WACC 9,5 %, crecimiento terminal 2 %, Cogentrix y contratos incluidos) y movemos solo el EBITDA de la flota existente hasta igualar el precio: hace falta que sea un 22 % mayor, es decir, un EBITDA total de US$9.699 M en 2028 frente a los US$8.109 M del base y los US$8.972 M del bull. La lectura equivalente: con los flujos del caso base, el precio implica un coste de capital del **7,9 %** en lugar del 9,5 %.

EXHIBIT 5 **EBITDA AJUSTADO 2028 POR ESCENARIO FRENTE A LO QUE PIDE EL PRECIO (US$ M)**



Fuente: Modelo DCF de SDN. Bear, base y bull incluyen Cogentrix y la prima de los contratos; «Precio pide» = nivel de EBITDA con el que el DCF base iguala US$154,17 (WACC 9,5 %, g 2 %).

> **LEYENDO AL MERCADO**
>
> El mercado no paga la flota actual: paga un EBITDA que Vistra todavía no ha guiado. La acción ha caído un 29 % desde su máximo y aun así descuenta más de lo que da nuestro caso base, lo que indica lo alto que estaba el máximo. Con la deuda a 3x y el 10 años de EE. UU. en el 5,09 % [S013], un descuento del 7,9 % es difícil de defender salvo que los contratos nucleares se repitan a mayor escala.

06 El DCF con SBC como coste da US$107 en el caso base; los múltiplos, US$132

VALORACIÓN

Mecánica del DCF. FCF = EBITDA (flota + efecto de la capacidad de PJM + Cogentrix + prima de los contratos + EBITDA de las inversiones nuevas) − SBC − impuestos − capex de mantenimiento − capex de crecimiento. Los impuestos en caja suben del 5 % al 23 % de (EBITDA − SBC − amortización) entre 2027 y 2031, porque en 2025 solo se pagaron US$97 M [S008]. El WACC base es del 9,5 %: coste de los recursos propios del 11,6 % (bono a 10 años 5,09 % [S013] + beta supuesta de 1,3 × prima de 5 %), deuda al 4,9 % neto de impuestos y un 70 % de recursos propios. El valor terminal pesa un 49 % del EV.

EXHIBIT E **PUENTE DEL CASO BASE: DEL EV AL VALOR POR ACCIÓN (US$ M)**

CONCEPTO	US$ M	NOTA
Valor actual de los flujos 2S26–2036	31.742	WACC 9,5 %; 2S26 ya generado y no incluido en el balance
Valor actual del valor terminal	30.233	g = 2 % sobre el FCF de 2036
Valor de empresa (EV)	61.975	7,7x el EBITDA de 2027 del caso base
− Deuda neta	−19.160	Deuda larga 19.595 − caja 435 (30-06-26)
− Cuentas a cobrar y forward de recompra	−913	US$300 M + US$613 M
− Preferentes	−2.476	Valor contable; liquidación US$1.000 por título
− Cogentrix: efectivo y deuda asumida	−3.800	US$2.300 M + US$1.500 M; el EBITDA ya está en los flujos
+ VAN fiscal de Cogentrix	+700	Beneficio fiscal que Vistra cuantifica
Valor de los recursos propios	36.326	÷ 340,6 M de acciones (335,6 + 5,0 de Cogentrix)
Valor por acción	US$106,64	−31 % frente a US$154,17

Fuente: Modelo DCF de SDN con datos de Vistra [S003][S004][S005]. Deuda-like: se incluyen financiación de cuentas a cobrar y forward de recompra. No son precios objetivo.

EXHIBIT F FRENTE A CONSTELLATION, TALEN Y NRG (PRECIOS DE YAHOO A 15-10-2026)

	VISTRA	NRG	TALEN	CONSTELLATION
Precio (US$)	154,17	102,86	353,60	275,00
Frente al máximo de 52 sem.	−29 %	−46 %	−21 %	−32 %
Capitalización (US$ M)	51.745	21.622	16.942	97.435
Valor de empresa (US$ M)	70.905	44.852	26.283	121.435
EBITDA 2026 (punto medio guía)	7.200	5.575	2.125	n. d. (proxy 8.265)
EV / EBITDA	9,8x (10,2x con pref.)	8,0x (8,2x)	12,4x	14,7x (proxy)
Deuda neta / EBITDA	2,7x (3,0x con pref.)	4,2x	4,4x	2,9x (proxy)
FCF antes de crecimiento / cap.	8,4 %	14,1 %	7,5 %	n. d.
FCF 12 m (flujo operativo − capex) / cap.	4,4 %	1,6 %	3,4 %	0,3 %

Fuente: Precios y rangos de Yahoo Finance a 15-10-2026 [S013]; guías de Vistra [S005], NRG [S009] y Talen [S011]; deuda, caja, acciones y flujos de la SEC [S003][S008][S010][S012]. Constellation no publica EBITDA: se usa un proxy de 12 meses que incluye Calpine solo desde enero. Cálculo SDN.

CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN

Vistra cotiza entre NRG (8,0x, con más deuda y peor FCF de 12 meses) y Talen (12,4x, con Amazon firmado hasta 2042 y una deuda de 4,4x). No es barata ni cara frente a los pares: **la prima sobre NRG es el precio de la nuclear y de un balance más sano**. La conclusión sale del DCF, no del múltiplo: a un 9,5 % de descuento el valor base es −31 % frente al precio.

07 Tres futuros: US$53, US$107 o US$169; el precio de la energía pesa más que los contratos

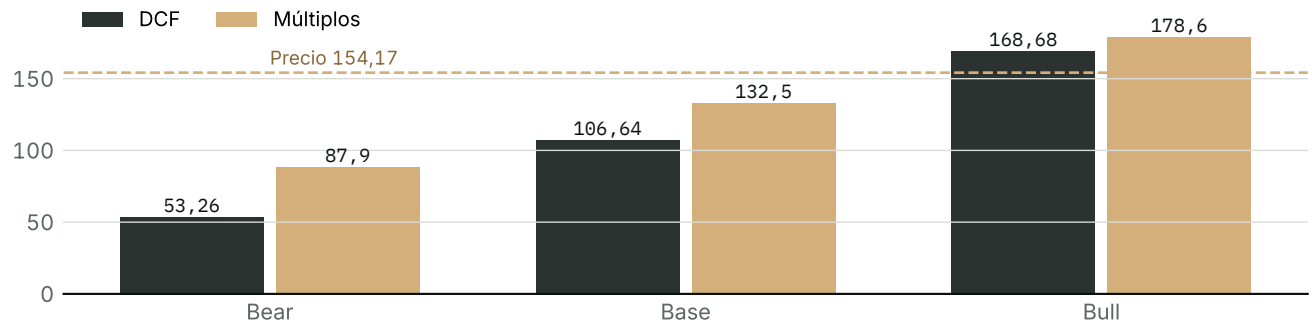
ESCENARIOS

EXHIBIT G ESCENARIOS: SUPUESTOS, MECÁNICA Y VALOR POR ACCIÓN

	BEAR	BASE	BULL
EBITDA de la flota 2028 / 2036 (US$ M)	6.600 / 6.680	7.350 / 8.030	8.000 / 9.440
Capacidad PJM desde 2030/31 (US$/MW-día)	180 (-476 M)	270 (-181 M)	325 (0 M)
Cogentrix: EBITDA 2027 (US$ M)	480	552	600
Prima de los contratos (US$/MWh) → EBITDA 2032	3 → 87 M	10 → 291 M	18 → 704 M
Rendimiento del capex de crecimiento	8 %	11 %	14 %
EBITDA total 2027 / 2030 (US$ M)	7.402 / 6.800	8.026 / 8.309	8.533 / 9.943
FCF 2030 (US$ M)	3.202	4.194	5.185
WACC / g terminal	9,5 % / 1,5 %	9,5 % / 2,0 %	9,5 % / 2,5 %
Valor DCF por acción	US$53	US$107	US$169
Frente a US$154,17	−65 %	−31 %	+9 %
Contraste: 8,0x / 9,5x / 11,0x EBITDA 2027	US$88	US$132	US$179

Fuente: Modelo DCF de SDN con 340,6 M de acciones y deducciones de la tabla E [S003][S004][S005]. Bear 8,0x, base 9,5x y bull 11,0x sobre el EBITDA total de 2027, descontado 1,2 años al 10 %. No son precios objetivo.

EXHIBIT 6 VALOR POR ACCIÓN POR ESCENARIO FRENTE AL PRECIO (US$)



Fuente: Modelo DCF de SDN. Línea = cierre del 15-10-2026 [S013]. Múltiplos: 8,0x, 9,5x y 11,0x sobre el EBITDA 2027 de cada escenario.

Bear (US$53). Los precios de ERCOT y PJM bajan y la flota se queda en US$6.500 M de EBITDA; la capacidad cae a US$180 por MW y día en 2030/31; los contratos añaden solo US$3 por MWh. **Lo invalidaría:** una cobertura de 2028 que se renueva por encima de los precios de hoy o un PPA nuevo con prima superior a US$10. **Base (US$107).** La flota se mantiene en ~US$7.400 M, la capacidad cae a US$270, los contratos aportan US$10 por MWh y Cogentrix entrega US$552 M. **Lo invalidaría:** una guía de 2027 con Cogentrix y Meta por encima de US$8.300 M (bull) o por debajo de US$7.600 M (bear). **Bull (US$169).** La flota crece a US$8.000 M en 2028, la capacidad se mantiene en US$325, hay US$18 por MWh y se firman 10 TWh más de contratos desde 2029. **Lo invalidaría:** una subasta de 2029/30 por debajo de US$250 o un contrato nuevo sin prima.

EXHIBIT H SENSIBILIDAD DEL CASO BASE: VALOR POR ACCIÓN (US$)

	G 1,0 %	G 2,0 %	G 3,0 %
WACC 8,5%	118	134	155
WACC 9,5%	95	107	121
WACC 10,5%	78	86	96
Flota −10 % · prima 0 / 10 / 20	77	85	92
Flota +10 % · prima 0 / 10 / 20	121	129	136

Fuente: Modelo DCF de SDN. Las dos últimas filas cruzan el EBITDA de la flota con la prima de los contratos (US$/MWh) en los tres valores de las columnas.

ASIMETRÍA

Una variación del 10 % en el EBITDA de la flota mueve el valor unos US$22 por acción; pasar la prima de los contratos de US$10 a US$20 mueve unos US$8. **Los contratos con centros de datos importan menos de lo que sugiere el titular; el precio de la energía y el coste de capital importan más.** Desde US$154,17 el bear pierde un 65 % y el bull gana un 9 %, así que la asimetría es negativa salvo que se crea en el bull.

DETALLE QUE IMPORTA

Cómo se concilia con el informe 004 (Nuclear). Allí dimos bear US$94, base US$136 y bull US$189 con un múltiplo de 8,0x, 9,5x y 11,0x sobre el EBITDA 2027, sin Cogentrix ni preferentes. Aquí los múltiplos dan US$88, US$132 y US$179: la diferencia en el base se debe sobre todo a restar los US$2.476 M de preferentes (unos US$6,5 por acción) y a incluir la deuda de Cogentrix. **No contradecimos el 004 en los múltiplos; lo que añade este informe es el DCF, que descuenta al 9,5 % y deja el base en US$107, más cauto en el centro.**

08 Los próximos 12 meses traen la subasta de PJM, Cogentrix y la primera guía con contratos

CATALIZADORES

EXHIBIT I CALENDARIO DE CATALIZADORES

FECHA	EVENTO	QUÉ MIRAMOS
15-12-2026	Cierre de la subasta de capacidad de PJM 2029/30	¿Otra vez el tope? Es la última con rango protegido [S006]
Finales de 2026	Cierre de Cogentrix (FERC ya aprobada)	Financiación del efectivo (US$2.300 M) y deuda a 3x [S003]
Dic-2026	Perry empieza a entregar a Meta	Primer EBITDA de los contratos; Davis-Besse llega a fin de 2027
Feb-2027 (fecha SIN VERIFICAR)	Resultados 4T26 y guía 2027	Guía con Cogentrix y Meta frente a la «oportunidad» de US$7,4–7,8 bn
4T27	AWS empieza a recibir energía de Comanche Peak	Ritmo hasta el 100 % en 2032 [S003]
2027–2028	Coleto Creek y Miami Fort pasan de carbón a gas	Coste y plazo de la conversión [S002]
Hasta fin de 2027	Ejecución de los US$1.200 M de recompras pendientes	Nueva autorización de recompra tras 2027

Fuente: Vistra [S002][S003][S005]; OPIS [S006].

09 El mayor riesgo no es un accidente: es que el precio de la electricidad vuelva a lo que era

RIESGOS

EXHIBIT J MAPA DE RIESGOS

RIESGO	MECANISMO	PESO EN EL VALOR
Precios de ERCOT y PJM a plazo	Cada ±10 % en el EBITDA de la flota mueve ~US$22 por acción; 2028 está cubierto al 72 %	Alto
Capacidad de PJM sin tope desde 2030/31	−US$145 por MW y día = −US$476 M al año (exposición supuesta 9.000 MW)	Alto
Coste de capital	Con el 10 años en 5,09 %, cada punto de WACC mueve entre US$20 y US$27 por acción	Alto
Contratos sin prima o con prima baja	Cada US$10 de prima en 27,5 TWh = US$275 M de EBITDA (~US$8 por acción)	Medio
Apalancamiento y rating	Cogentrix lleva la deuda neta/EBITDA a ~3,3x con preferentes; el rating es el escalón más bajo de grado de inversión	Medio

Fuente: Modelo DCF de SDN y sensibilidades de las tablas G y H; Vistra [S003][S005].

10 Qué vigilamos

QUÉ VIGILAMOS

- **Subasta de PJM 2029/30 (15-12-2026).** Por debajo de US$250 por MW y día acerca el bear; en el tope sostiene el base.

- **Guía de EBITDA 2027.** Con Cogentrix y Meta, alrededor de US$8.000 M confirma el base; por encima de US$8.300 M acerca el bull y por debajo de US$7.600 M el bear.
- **Precio del primer PPA publicado.** Una prima por encima de US$18/MWh lleva el valor hacia el bull; un contrato sin prima es la alarma.
- **Deuda neta / EBITDA tras Cogentrix.** Por encima de 3,3x con preferentes y sin recortar recompras sería una señal de estrés.
- **Comanche Peak, segunda mitad.** Quedan 1.200 MW sin contrato publicado y los 1.872 MW de Beaver Valley sin contrato publicado salvo las ampliaciones: la próxima firma pesa más que cualquier trimestre.

11 Metodología y límites

METODOLOGÍA

DATO: cifras de Vistra de la SEC y sus comunicados [S001]–[S005][S008]; subastas de PJM [S006][S007]; NRG, Talen y Constellation [S009]–[S012]; precios y bono a 10 años de Yahoo Finance a 15-10-2026 [S013]. **CÁLCULO:** capitalización, EV, múltiplos, DCF, DCF inverso y escenarios del modelo de SDN. **Decisiones:** EV con deuda larga menos caja, sin preferentes (comparable con el informe 004) y con ellos; en el puente se restan cuentas a cobrar financiadas, forward de recompra y preferentes; el 2S26 entra como flujo ya generado; el EBITDA de Cogentrix (US$552 M) sale de 4.000 / 7,25; factor de carga nuclear 93 %; impuestos en caja del 5 % al 23 %; el EBITDA de las inversiones nuevas es un rendimiento sobre el capex de dos años antes.

Corrección del 23 de octubre de 2026. Los tres escenarios usan ahora el mismo tipo de descuento, el 9,5 % del caso base; antes variaba (10 % en el bear y 9 % en el bull). El valor DCF por acción pasa de US$46 a US$53 en el bear y de US$188 a US$169 en el bull; el base no cambia (US$107).

LIMITACIÓN: los precios de los PPA con Meta y AWS no se publican y se modelan como prima por MWh. La exposición a la capacidad de PJM (9.000 MW) y la beta (1,3) son supuestos de SDN. SIN VERIFICAR y fuera del modelo: umbral de la reducción del crédito 45U, rating de Moody's, fecha de resultados del 4T26 y si el EBITDA ajustado ya excluye la SBC. De Yahoo Finance solo usamos precios, rangos y bono a 10 años: sin consenso, porque la ficha completa no se pudo obtener. Constellation no publica EBITDA: su múltiplo es un proxy de 12 meses con Calpine solo desde enero. Ningún escenario 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.

SDN RESEARCH · EQUITY RESEARCH · GENERACIÓN ELÉCTRICA FIN DEL INFORME