Market research · Petróleo

Petróleo a US$100 y Ormuz: el barril de hoy cuesta US$20 más que el futuro y las petroleras ya descuentan que dure

El Brent cotiza a US$110 (futuro) y a US$127 (físico) con Ormuz al 68 % de su flujo. Los stocks mundiales han caído 509 millones de barriles y la curva baja un 21 % hasta dic-27. Exxon, Chevron, Shell, TotalEnergies y Repsol piden un Brent estable de US$84–102 para mantener su múltiplo.

SDN Research · Market research · Datos a cierre del 14-10-2026 (físico) y del 16-10-2026 (futuros y bolsa)

DATOS CLAVE

Brent futuro dic-26 (16-10-2026)
US$109,7/bbl
+51 % frente al 27-02 (US$72,5)

Brent físico (Dated, 14-10-2026)
US$126,55/bbl
US$20 por encima del futuro; máximo del año US$138,2 el 07-04

Stocks de crudo de EE. UU. (09-10-2026)
415,6 Mb + SPR 283,0 Mb
La SPR cae un 31 % en un año

Curva Brent dic-26 → dic-27 **−21 %**
US$86,6 a dic-27 y US$76,8 a dic-28

PUNTOS CLAVE

- El petróleo no está caro por escasez de barriles en general, sino por un cuello de botella: por Ormuz pasan unos 11,6 mb/d frente a 17,15 antes de la guerra [S009]. La AIE cuenta 509 millones de barriles menos en stocks que a fin de febrero y una demanda que cae 2,6 mb/d [S005].
- El mercado paga el barril de hoy, no el de dentro de un año: el Dated (US$127) supera en unos US$20 al futuro, y la curva baja un 21 % hasta dic-27 [S001][S003].
- En bolsa, el refino y las integradas ganan; los servicios y las aerolíneas no. Exxon cotiza a 10,2 veces EBITDA de 12 meses y necesita un Brent estable de unos US$102 para mantener el múltiplo de fin de 2025; la curva a dos años está en US$77–87 (dic-28 y dic-27). Escenarios a 12 meses: US$71 / 84 / 117.

Pregunta central. ¿Qué parte del Brent a US$100 es escasez real de barriles, qué parte es prima de guerra, y qué ganadores en bolsa dependen de que dure? El estrecho de Ormuz mueve un 32 % menos de crudo que antes de la guerra, la AIE cuenta 509 Mb menos de inventarios y el físico vale US$20 más que el futuro [S005][S009][S001][S003]. Pero la curva baja a US$87 en un año. Nuestros escenarios a octubre de 2027 son US$71 / 84 / 117, y Exxon pide un Brent estable de US$102 para sostener su múltiplo.

Nº 025 · DISTRIBUCIÓN PÚBLICA · ANÁLISIS INDEPENDIENTE

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

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

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Brent futuro y WTI	Brent dic-26 US$109,74 · WTI dic-26 US$99,05 (16-10)	Brent +51 % desde el 27-02, el día antes de la guerra [S003]
Brent físico frente a futuro	Dated US$126,55 · futuro US$106,06 (14-10)	Prima de US$20,5: escasez inmediata de barriles en el mar, no un error de precio [S001][S003]
Brent menos WTI (físico)	US$24,6/bbl (14-10)	Antes de la guerra la diferencia era de unos US$4; el crudo de EE. UU. no tiene salida de exportación suficiente [S001][S002]
Flujo por Ormuz	11,62 mb/d (semana al 13-10) frente a 17,15 de base	Un 32 % menos; la AIE da 10,9 mb/d en septiembre y 5,6 mb/d de exportaciones por rutas alternativas [S005][S009]
Stocks globales (AIE)	−509 Mb frente a fin de febrero; OCDE −37 Mb en septiembre	Se han consumido 2,4 mb/d de inventarios durante siete meses: es el colchón que se agota [S005]
Stocks y SPR de EE. UU.	415,6 Mb comerciales · SPR 283,0 Mb (09-10)	Comerciales −2,7 % vs media de 5 años; SPR −31 % vs hace un año [S004]
OPEP+	Siete países mantienen en noviembre la producción de septiembre	Producción de OPEP+ de 34,8 mb/d en septiembre (+2,1 mb/d); próxima reunión el 1 de noviembre [S005][S007]

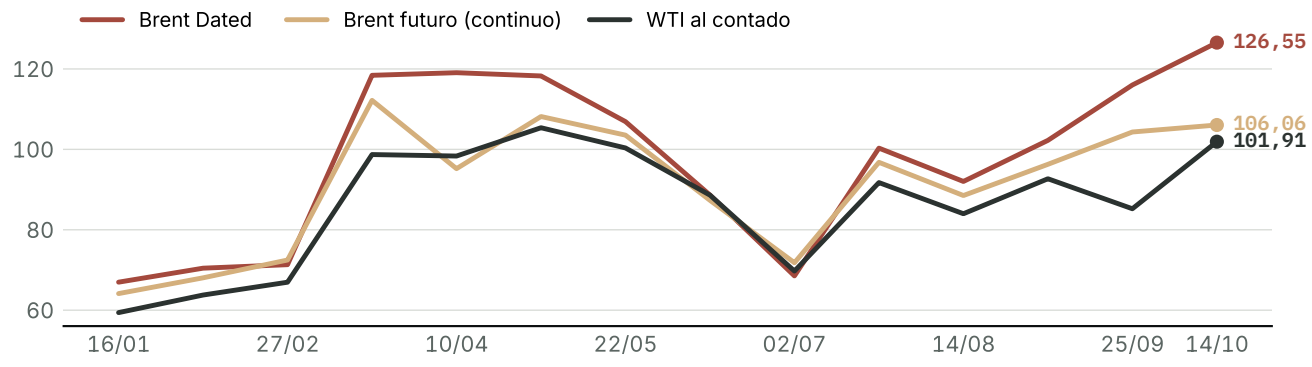
Fuente: FRED/EIA [S001][S002]; Yahoo Finance [S003]; EIA [S004]; AIE [S005]; OPEP [S007]; Kpler vía OilPrice [S009]; cálculo SDN.

01 La guerra de Irán cerró Ormuz y el Brent pasó de US$71 a US$138 en cinco semanas

QUÉ HA PASADO EN 2026

El petróleo entró en 2026 barato. El Brent físico (Dated) valía US$62,5 de media en diciembre y US$71,32 el 27 de febrero, el último cierre antes de la guerra [S001]. En los primeros días de marzo empezó el conflicto con Irán y el tráfico por el estrecho de Ormuz se hundió; por allí pasaban unos 17 mb/d, cerca de una sexta parte del consumo mundial [S009][S011]. El Dated llegó a US$138,2 el 7 de abril y su media de marzo fue de US$103 [S001]. Desde entonces el precio ha ido y venido con las noticias: un alto el fuego y la declaración de Ormuz como «abierto» en abril, una caída hasta mínimos de US$72 a principios de julio, y un nuevo ascenso desde finales de julio con ataques a petroleros y a infraestructuras [S011].

EXHIBIT 1 BRENT FÍSICO (DATED), FUTURO DE BRENT Y WTI AL CONTADO, CADA TRES SEMANAS (US$/BBL)



Fuente: FRED/EIA [S001][S002]; Yahoo Finance, futuro continuo BZ=F [S003]. Último dato: 14-10-2026 (cierre de la semana, cada tres semanas hacia atrás). La serie de futuros enlaza vencimientos; los saltos de enlace no se ajustan.

EXHIBIT B **CRONOLOGÍA DEL AÑO: LOS SEIS HECHOS QUE MUEVEN EL PRECIO**

FECHA	HECHO	PRECIO DE REFERENCIA
27-02-2026	Último cierre antes de la guerra; el Dated se movía entre US$62 y US$71 desde el otoño de 2025	Dated US$71,32 [S001]
Marzo	Comienza la guerra; Ormuz casi cerrado; la AIE aprueba (11-03) la mayor liberación de reservas de su historia, de unos 400 M de barriles	Dated, media de marzo: US$103 [S001][S005][S009]
7-04 y 17-04	Máximo del Dated; alto el fuego a mediados de abril y declaración de Ormuz «abierto» que no se sostiene	Dated US$138,2 el 7-04 [S001] [S011]
Junio y 1-07	Esperanza de acuerdo y tránsitos de petroleros; el futuro cae hasta mínimos del año	Futuro Brent ~US$72 el 1-07 [S011]
Julio–septiembre	Ataques a petroleros e instalaciones del Golfo; bloqueo y sanciones de EE. UU.; el 11-09 se bombardea el oleoducto Este-Oeste de Arabia Saudí	Dated, media de septiembre: US$116,89 [S005][S011]
15–16 oct	Ataques a petroleros en el estrecho; la AIE acelera la entrega de unos 100 M de barriles que faltan de la acción colectiva	Futuro dic-26 US$109,7; Dated US$126,5 (14-10) [S003][S009]

Fuente: FRED [S001]; AIE [S005]; OilPrice [S009]; cronología de Wikipedia, solo para el orden de los hechos [S011]; Yahoo Finance [S003].

DETALLE QUE IMPORTA

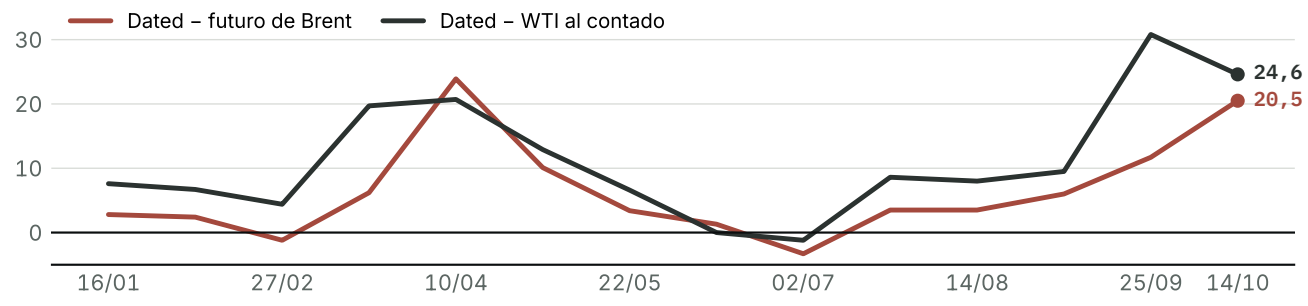
OPEP+ ya no es la variable. Los siete países que ajustan la producción acordaron el 4 de octubre mantener en noviembre las cuotas de septiembre y se reúnen de nuevo el 1 de noviembre [S007]. Con las exportaciones del Golfo en el 75 % de su nivel previo, lo que limita la oferta no son las cuotas sino la logística: la producción de OPEP+ subió a 34,8 mb/d en septiembre, +2,1 mb/d, con Arabia Saudí pasando de 6,0 a 8,3 mb/d al usar el oleoducto y el terminal del Mar Rojo [S005]. La capacidad ociosa, que en otros ciclos frena los precios, aquí está atrapada detrás del mismo estrecho.

02 El barril de hoy vale US$20 más que el futuro, y la curva descuenta que la crisis se acaba

BRENT Y CURVA

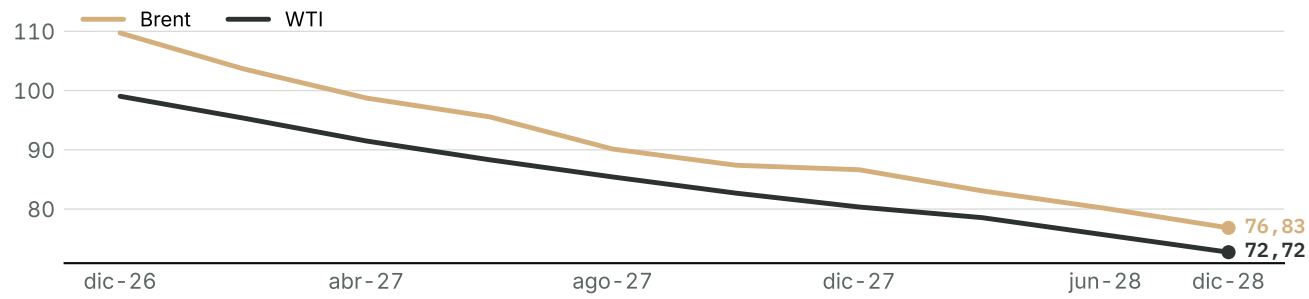
Dated y futuro miden cosas distintas y hoy se han separado. El Dated es el precio del cargamento que se entrega en las próximas semanas en el mar del Norte; el futuro de referencia es el contrato de diciembre. Con el mercado en backwardation, parte de la diferencia es solo tiempo (dos meses de plazo); el resto es una prima física por tener el barril ya. El 14-10 el Dated cerró en US$126,55 y el futuro en US$106,06, una prima de US$20,5; la AIE cifra el Dated en unos US$134 al cierre de su informe frente a un futuro de US$107 [S001] [S003][S005]. SDN no puede separar con datos públicos cuánto es plazo y cuánto es escasez física: SIN VERIFICAR esa descomposición.

EXHIBIT 2 **PRIMA DEL BRENT FÍSICO: DATED MENOS FUTURO, Y DATED MENOS WTI AL CONTADO (US$/BBL)**



Fuente: FRED/EIA [S001][S002]; Yahoo Finance [S003]; cálculo SDN. Último dato: 14-10-2026.

EXHIBIT 3 CURVA DE FUTUROS DE BRENT Y WTI A 16-10-2026 (US$/BBL, CONTRATOS MENSUALES)



Fuente: Yahoo Finance, contratos NYMEX [S003]. Cierres del 15 y 16-10-2026; faltan algunos vencimientos de 2028.

LEYENDO AL MERCADO

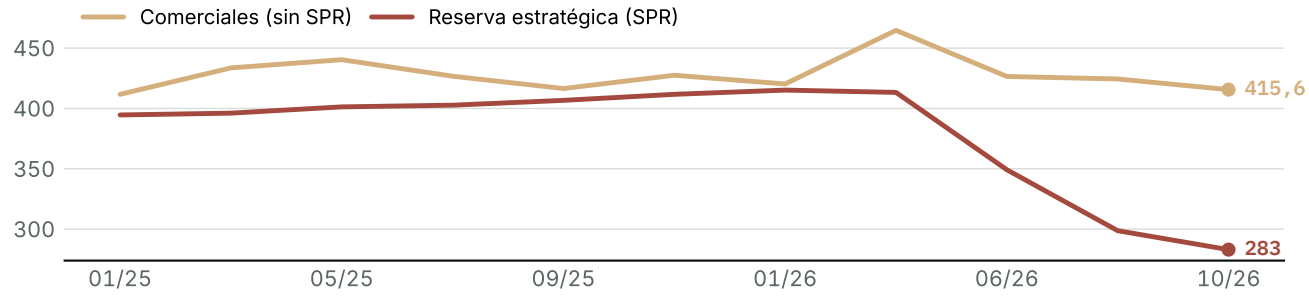
La curva dice que el shock dura un año, no tres. Del Brent de diciembre de 2026 (US$109,7) al de diciembre de 2027 (US$86,6) hay un −21 %, y a diciembre de 2028 US$76,8, solo US$4 por encima del cierre prebélico. La EIA coincide en la forma: Brent medio de US$96 en 2026 y US$84 en 2027, con US$105 en el 4T26 [S006]. El mercado no paga el petróleo caro para siempre: paga una prima de escasez que se disipa. La acción de una petrolera, en cambio, se mueve con el barril que se vende ahora.

03 Los stocks han puesto el colchón; los de EE. UU. parecen normales solo porque la reserva estratégica se vacía

INVENTARIOS Y BALANCE

La AIE calcula que los inventarios mundiales están 509 millones de barriles por debajo de los de fin de febrero, un consumo de 2,4 mb/d durante siete meses; en septiembre bajaron 10 Mb en total (−113 Mb en tierra, +103 Mb de petróleo en el mar) [S005]. En EE. UU., los stocks comerciales de crudo eran de 415,6 Mb el 9 de octubre, 2,7 % por debajo de la media de cinco años y 1,9 % por debajo de hace un año (−8,6 Mb en la última semana) [S004]. La cifra engaña: la reserva estratégica (SPR) ha pasado de 407,7 Mb a 283,0 Mb, 125 Mb menos, y en total EE. UU. almacena un 16 % menos que hace un año [S004].

EXHIBIT 4 CRUDO ALMACENADO EN EE. UU.: STOCKS COMERCIALES Y RESERVA ESTRATÉGICA (MILLONES DE BARRILES)



Fuente: EIA, series semanales WCESTUS1 y WCSSTUS1 [S004]. Último dato: 09-10-2026.

Reservas estratégicas: hay munición, pero se acaba. La AIE aprobó en marzo la mayor acción colectiva de su historia, de unos 400 M de barriles según la prensa; a comienzos de octubre se habían entregado unos 325 M y quedaban unos 100 M, que el 15-10 se decidió acelerar, con prioridad al gasóleo [S009][S012]. Otras fuentes hablan de solo 70 M pendientes: SIN VERIFICAR el saldo exacto. Los gobiernos conservan unos 1.100 M de barriles de stocks públicos de emergencia [S012]. EE. UU. ha anunciado además un intercambio de 40 M de barriles de la SPR el 29-09 [S006]. Cada barril liberado es un barril que habrá que reponer, y esa demanda futura es parte del argumento de la OPEP para 2027.

VARIABLE CLAVE

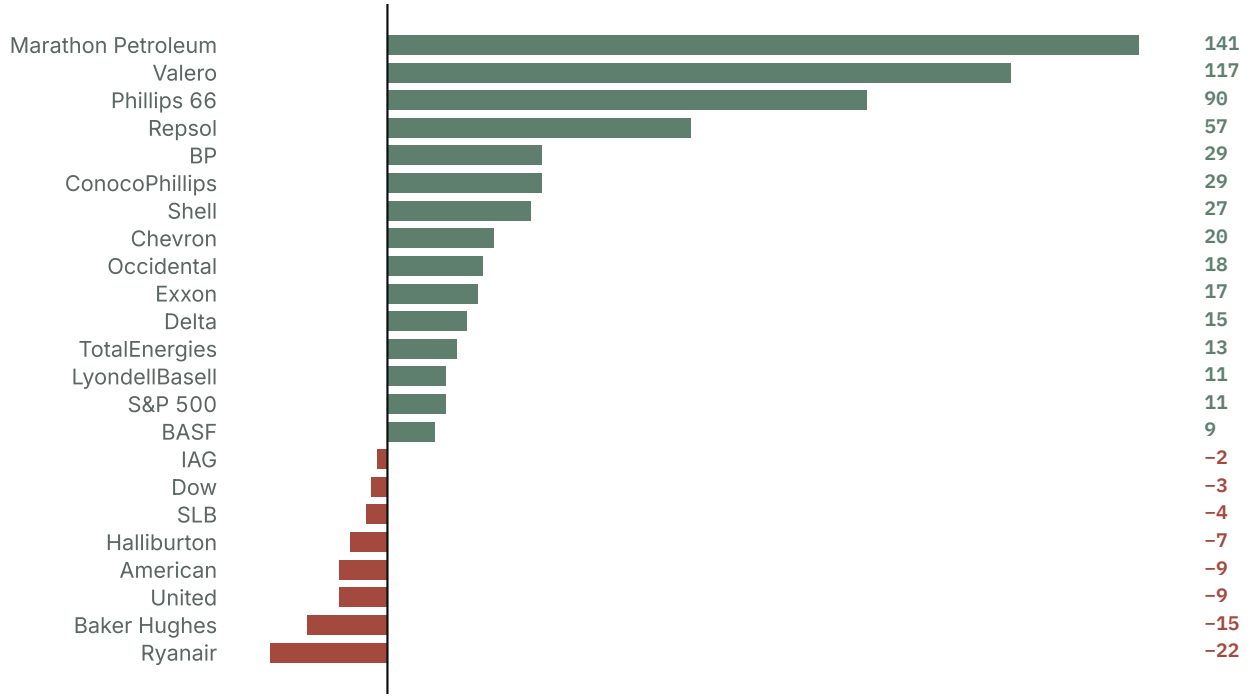
La brecha entre la AIE y la OPEP en 2027 es de casi 4 mb/d, y decide si el mercado vuelve al exceso o sigue tenso. La AIE ve una demanda de 102,4 mb/d en 2026 y una oferta de 100,7 (96,4 en el 2T26 y 101,4 en el 2S26); para 2027 prevé +7,7 mb/d de oferta (108,4 mb/d) y una demanda de 104,4: un exceso de unos 4 mb/d si Ormuz se normaliza (cálculo SDN) [S005]. La OPEP ve una demanda de 105,7 mb/d en 2026 y 108,3 en 2027, con la reposición de inventarios incluida, y por tanto un mercado equilibrado [S008]. Los escenarios de la sección 07 recogen las dos lecturas: el bajista asume la de la AIE; el base, una mezcla.

04 Gana quien vende producto y barril en el mercado fuerte; pierden los que lo compran, salvo los que se cubren

GANADORES Y PERDEDORES

Desde el 27 de febrero el Brent futuro sube un 51 % y el Dated un 77 %; el S&P 500, un 11 % [S003][S013]. Los refinadores son los grandes ganadores (Marathon +141 %, Valero +117 %, Phillips 66 +90 %); ya se analizaron en el informe 016 (gasolina) y aquí solo importan como parte del reparto [S013][S016]. Las integradas suben entre un 13 % (TotalEnergies) y un 57 % (Repsol). Los servicios petroleros suben entre un 25 % y un 54 % en 12 meses, pero no se han movido con la guerra: SLB −4 %, Halliburton −7 %, Baker Hughes −15 % [S013].

EXHIBIT 5 VARIACIÓN EN BOLSA DESDE EL 27-02-2026, ANTES DE LA GUERRA, HASTA EL 16-10-2026 (%)



Fuente: Yahoo Finance, cierres del 27-02-2026 y precio del 16-10-2026 (intradía en EE. UU., cierre en Europa), en moneda local y sin dividendos [S013]; cálculo SDN.

EXHIBIT C QUIÉN GANA Y QUIÉN PIERDE: POR QUÉ SE MUEVE CADA GRUPO

GRUPO	DESDE 27-02	MECANISMO	QUÉ LO CAMBIARÍA
Refino (VLO, MPC, PSX)	+116 %	Compran crudo estadounidense con descuento frente al Brent y venden producto a precio mundial; el diésel superó los US$200/bbl en septiembre [S005]	Cierre del diferencial Brent–WTI o normalización de Ormuz
Integradas (XOM, CVX, SHEL, TTE, BP, REP)	+27 %	Cobran el barril más caro en upstream y parte del margen de refino; la subida de acciones es mucho menor que la del crudo [S013]	Un Brent estable por debajo de US$85 llevaría el EBITDA a niveles de 2025
E&P (COP, OXY)	+23 %	Exposición pura al precio; sin refino que amortigüe una caída	Descuento de la curva a dic-27 (US$87)
Servicios (SLB, HAL, BKR)	−8 %	Venden a los productores, que no aumentan el gasto con una curva en backwardation; contratos de varios años	Capex de los productores en 2027
Aerolíneas (DAL, UAL, AAL, IAG, RYAAY)	−6 %	El combustible es una parte grande del coste; las que se cubren (Ryanair históricamente) o tienen refinería (Delta, propietaria de Trainer) amortiguan [S013]	Jet por debajo de US$130 o cobertura expirada
Químicas (DOW, LYB, BAS)	+6 %	Las de etano estadounidense (Dow, LyondellBasell) compiten mejor que las de nafta europea (BASF); resultado mixto [S013]	Precio del gas y de la nafta

Fuente: Yahoo Finance [S013]; AIE [S005]; informe 016 de SDN [S016]. Medias simples dentro de cada grupo. Los mecanismos son análisis de SDN, no cifras de las compañías.

> NO CONTAR DOS VECES
>
> **Las aerolíneas no son «perdedoras» por igual.** Delta sube (+15 %) mientras United y American bajan alrededor de un 9 % y Ryanair, un 22 %, pese a que todas compran queroseno al mismo mercado [S013]. Atribuir todo el movimiento al petróleo exagera el efecto: hay también demanda, divisas y cobertura de cada compañía.

05 Las seis grandes cotizan a 5–10 veces EBITDA de 12 meses, pero a 3–9 veces el del último semestre

LAS PETROLERAS

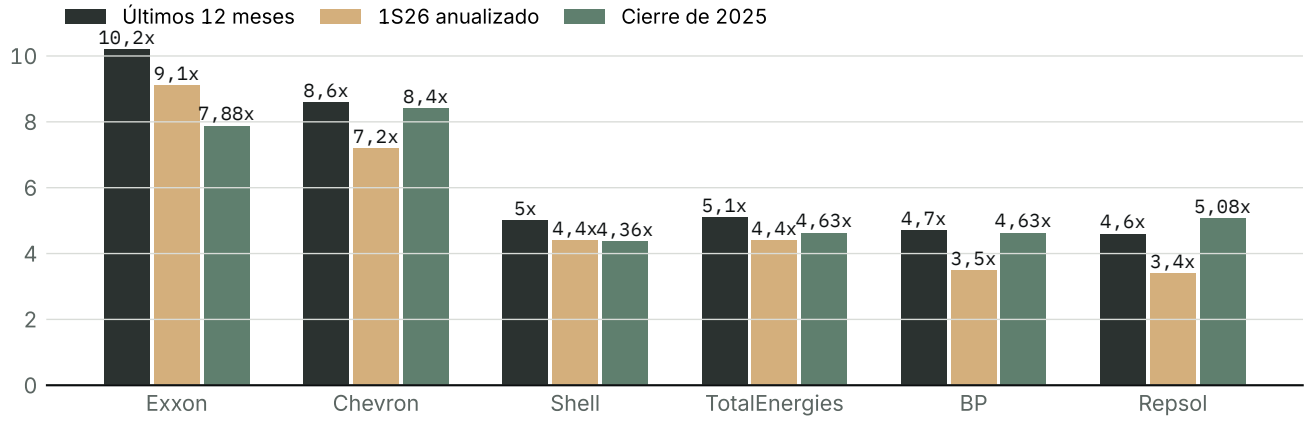
El múltiplo cambia de lectura según el EBITDA que se mire. Los últimos doce meses mezclan un segundo semestre de 2025 de precios moderados con un primer semestre de 2026 de US$92 de Brent de media. Con ellos, Exxon cotiza a 10,2x y Chevron a 8,6x; con el primer semestre de 2026 anualizado, a 9,1x y 7,2x [S014][S017][S018][S019][S020][S021]. En cambio, Shell, TotalEnergies, BP y Repsol cotizan a unas 4,6–5,1x de 12 meses y a 3,4–4,4x del primer semestre de 2026 [S014][S017][S018][S019][S020][S021]. El consenso espera un BPA menor en 2027 que en 2026 en las seis: de −7 % en TotalEnergies y −8 % en Exxon (BPA de 11,55 frente a 12,56) a −25 % en Repsol y −30 % en BP, coherente con una curva que baja [S015].

EXHIBIT D MÚLTIPLOS DE LAS SEIS INTEGRADAS A 16-10-2026

EMPRESA	PRECIO	EV (BN)	EV/ EBITDA 12 M	EV/ EBITDA 1S26 ANUAL.	PER 12 M	PER 2026E	PER 2027E	RENT. DIV. 2025	FCF/ CAP.
Exxon	178,44	772	10,2x	9,1x	22,4x	14,2x	15,4x	2,2 %	4,2 %
Chevron	224,65	478	8,6x	7,2x	21,6x	13,0x	14,8x	3,0 %	6,1 %
Shell	106,42	348	5,0x	4,4x	11,4x	8,5x	9,9x	2,7 %	10,0 %
TotalEnergies	90,93	240	5,1x	4,4x	11,3x	7,7x	8,3x	n. d.	8,0 %
BP	50,19	183	4,7x	3,5x	25,1x	6,4x	9,1x	3,9 %	11,7 %
Repsol	29,80	41	4,6x	3,4x	9,4x	5,0x	6,7x	n. d.	6,8 %

Fuente: Precios: Yahoo Finance del 16-10-2026 [S013]; consenso a 15-10-2026 [S015]. EBITDA, deuda, caja, minoritarios, flujo de caja, beneficio y acciones de los filings: 10-Q y 10-K de la SEC (Exxon, Chevron), 20-F y 6-K del semestre (Shell, TotalEnergies, BP) y cuentas de la CNMV (Repsol) [S014][S017][S018][S019][S020][S021]. EV = capitalización + deuda − caja + minoritarios (cálculo SDN); capitalización = precio × acciones del filing ÷ acciones por ADS. EBITDA 12 m = 3T25–2T26 en Exxon y Chevron; en las demás, ejercicio 2025 + 1S26 − 1S25. PER 12 m = capitalización sobre beneficio atribuido de 12 meses. Rent. div. 2025 = dividendo de 2025 por acción (pagado en Exxon, Shell y BP; declarado en Chevron) por ADS sobre el precio; n. d. = sin dato en los filings (TotalEnergies y Repsol). FCF/cap. = flujo de caja operativo menos inversiones de 12 meses sobre capitalización. Precio en moneda de cotización (dólares; Repsol, euros); EV en miles de millones de esa moneda. BP: el PER 12 m es alto porque el beneficio de 2025 atribuible a los accionistas fue de solo US$55 M; el resto del resultado fue para los minoritarios, que incluyen los bonos híbridos.

EXHIBIT 6 EV/EBITDA: ÚLTIMOS 12 MESES, 1S26 ANUALIZADO Y CIERRE DE 2025 (VECES)



Fuente: Precios de Yahoo Finance [S013]; EBITDA y balance de los filings [S014][S017][S018][S019][S020][S021]; cálculo SDN. El múltiplo de cierre de 2025 usa el EV de diciembre (precio, deuda, caja y minoritarios) y el EBITDA del año completo.

DETALLE QUE IMPORTA

Repsol es la integrada más barata y la que más ha subido (+57 % desde el 27-02, +108 % en un año). Cotiza a 5,0x BPA de 2026E y 4,6x EBITDA de 12 meses, y es la que menos EBITDA gana por cada dólar más de Brent (0,20 bn al año, con un R^2 de 0,79 en la regresión de la sección siguiente): su EBITDA depende del refino y de la química tanto como del upstream [S013][S014][S017][S018][S019][S020][S021][S015].

06 Exxon necesita un Brent de US$102 para sostener su múltiplo; las otras cuatro, de US$84–95

LO QUE PIDE EL PRECIO

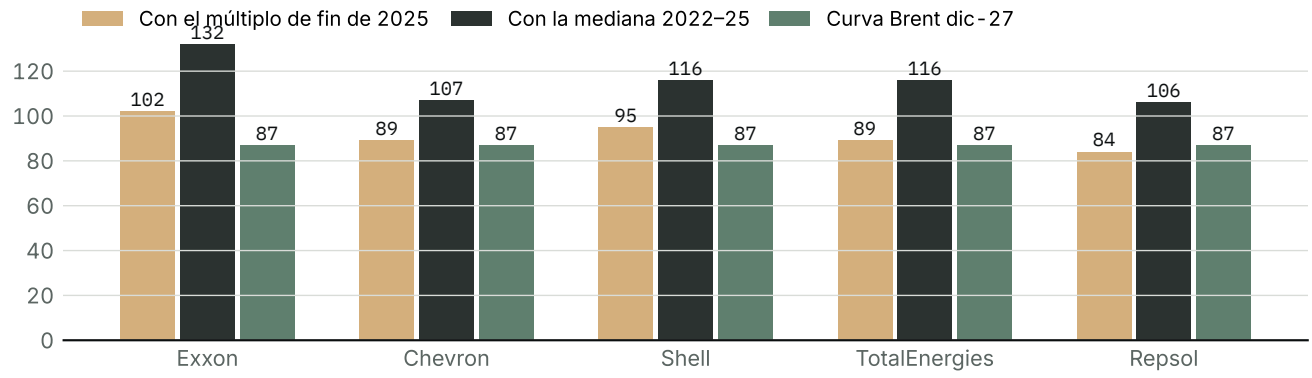
Método: el crudo implícito. SDN ajusta el EBITDA anual de cada compañía al Brent medio con siete observaciones (los años 2022–2025 y los semestres 1S25, 2S25 y 1S26 anualizados) y despeja el Brent que iguala el EV actual a un múltiplo EV/EBITDA dado. Se usan dos múltiplos propios de cada empresa: el de fin de 2025 y la mediana de los cierres de 2022–2025 [S001][S014][S017][S018][S019][S020][S021]. Es un DCF inverso simplificado: dice qué precio de crudo, mantenido, justifica el precio de la acción, no cuál será el precio. Se aplica a las cinco compañías donde el Brent explica al menos el 75 % de la variación del EBITDA (del 79 % al 91 %); en BP el ajuste es peor (R^2 de 0,22) y no se usa.

EXHIBIT E BRENT IMPLÍCITO EN EL PRECIO DE CINCO PETROLERAS A 16-10-2026

EMPRESA	EV (BN)	EBITDA 12 M (BN)	EBITDA POR +US$1 DE BRENT (BN)	R^2 DEL AJUSTE	MÚLTIPLO FIN 2025 → BRENT IMPLÍCITO	MEDIANA 2022–25 → BRENT IMPLÍCITO
Exxon	772	75,8	0,97	0,91	7,9x → US$102	6,1x → US$132
Chevron	478	55,6	0,84	0,80	8,4x → US$89	6,7x → US$107
Shell	348	70,1	0,82	0,89	4,4x → US$95	3,6x → US$116
TotalEnergies	240	47,2	0,63	0,91	4,6x → US$89	3,5x → US$116
Repsol (€)	41	8,7	0,20	0,79	5,1x → US$84	3,3x → US$106

Fuente: Precios de Yahoo Finance [S013]; EBITDA y balance de los filings [S014][S017][S018][S019][S020][S021]; Dated de FRED [S001]; cálculo SDN. Regresión lineal EBITDA = a + b × Brent medio con 7 puntos (años 2022–2025 y semestres 1S25, 2S25 y 1S26 anualizados). Importes en dólares; Repsol, en euros. Muestra pequeña, con adquisiciones y desinversiones por medio: orden de magnitud, no previsión.

EXHIBIT 7 BRENT QUE JUSTIFICA EL PRECIO DE LA ACCIÓN FRENTE A LA CURVA DE FUTUROS (US$/BBL)



Fuente: Cálculo SDN sobre [S001][S013][S014][S017][S018][S019][S020][S021]; curva de futuros de Yahoo Finance [S003].

CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN

El precio de Exxon y Shell ya incorpora un Brent por encima de lo que descuenta la curva a un año; el de Chevron y TotalEnergies, uno parecido, y el de Repsol, algo menor. Con el múltiplo de fin de 2025, Exxon pide US$102, Chevron US$89, Shell US$95, TotalEnergies US$89 y Repsol US$84; con la mediana de 2022–25 (cuando el mercado pagaba menos por el petróleo), US$132, US$107, US$116, US$116 y US$106. La curva a dic-27 está en US$86,6 y la EIA prevé US$84 de media en 2027 [S003] [S006]. Exxon es la más exigente; Shell queda algo por encima de la curva, con un 10 % de rentabilidad de FCF a 12 meses. No es una recomendación; es el crudo que pide cada precio.

07 El Brent a octubre de 2027 depende de cuánto crudo pase por Ormuz: US$71, US$84 o US$117

ESCENARIOS A 12 MESES

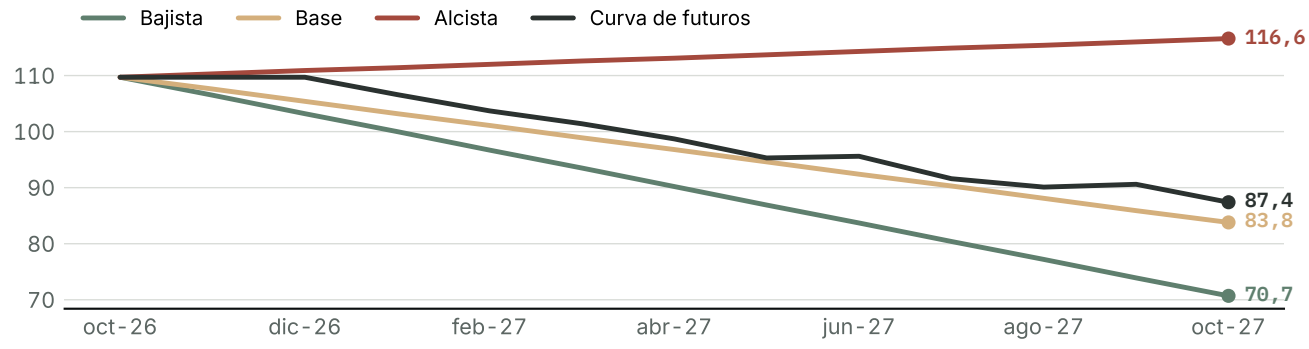
Mecánica: precio = Brent prebélico + k × déficit neto. El déficit neto (mb/d) es la brecha de Ormuz (17,15 mb/d de base menos el flujo medio de los próximos doce meses) menos la demanda destruida y la oferta extra (rutas alternativas, OPEP+ y petróleo de esquisto), más la demanda de reposición de stocks. Hoy: brecha 5,53 − demanda destruida 2,6 = 2,93 mb/d de déficit. La constante k = (futuro de hoy US$109,7 − US$71,3) / 2,93 = **US$13,1 por mb/d**, calibrada con un solo punto [S001][S003][S009][S005]. Es un modelo deliberadamente simple: si el déficit se invierte, el precio no cae linealmente, y se recoge el error con el rango de ±30 % en k.

EXHIBIT F ESCENARIOS DEL BRENT A OCTUBRE DE 2027: INPUTS, FÓRMULA Y RESULTADO

CONCEPTO	BAJISTA: REAPERTURA	BASE: CUELLO DE BOTELLA PARCIAL	ALCISTA: CIERRE PROLONGADO
Flujo medio por Ormuz, próximos 12 m (mb/d)	16,0	13,5	10,0
Brecha frente a 17,15 mb/d	1,15	3,65	7,15
− Demanda destruida (mb/d)	1,0	2,4	3,0
− Oferta extra: bypass, OPEP+, esquisto (mb/d)	1,0	0,8	1,0
+ Reposición de stocks (mb/d)	0,8	0,5	0,3
= Déficit neto (mb/d)	−0,05	0,95	3,45
Brent a oct-27 = 71,3 + 13,1 × déficit (US$)	71	84	117
Rango con k ± 30 % (US$)	70–71	80–88	103–130
Probabilidad (juicio SDN)	30 %	45 %	25 %

Fuente: Cálculo SDN sobre Kpler vía OilPrice [S009], AIE [S005], Dated de FRED [S001] y futuro de Yahoo Finance [S003]. Los inputs de cada escenario y las probabilidades son supuestos de SDN, no previsiones de terceros. Escenarios, no precios objetivo.

EXHIBIT 8 TRAYECTORIAS ILUSTRATIVAS DEL BRENT HASTA OCTUBRE DE 2027 FRENTE A LA CURVA DE FUTUROS (US$/BBL)



Fuente: Cálculo SDN: interpolación lineal desde el futuro de hoy hasta el valor de cada escenario; es una ilustración, no una previsión mes a mes. Curva: contratos de Yahoo Finance [S003] (oct-nov-26 con el contrato de diciembre).

EXHIBIT G QUÉ HACE CADA ESCENARIO AL EBITDA DE LAS PETROLERAS (Y AL MÚLTIPLO AL PRECIO DE HOY)

ESCENARIO (BRENT)	EXXON	CHEVRON	SHELL	TOTALENERGIES	REPSOL
12 m reales (3T25–2T26)	76 bn · 10,2x	56 bn · 8,6x	70 bn · 5,0x	47 bn · 5,1x	9 bn · 4,6x
Bajista (US$71)	67 bn · 11,5x	42 bn · 11,5x	60 bn · 5,8x	40 bn · 5,9x	5 bn · 7,7x
Base (US$84)	80 bn · 9,6x	53 bn · 9,1x	71 bn · 4,9x	49 bn · 4,9x	8 bn · 5,1x
Alcista (US$117)	112 bn · 6,9x	80 bn · 6,0x	98 bn · 3,6x	69 bn · 3,5x	15 bn · 2,8x

Fuente: Regresión de EBITDA sobre Brent de la sección 06 [S014][S017][S018][S019][S020][S021][S001]; EV a 16-10-2026 [S013]; cálculo SDN. EBITDA anual en miles de millones de dólares (Repsol, de euros) y EV/EBITDA al precio actual de la acción.

ASIMETRÍA

Con el Brent base, Exxon cotiza a 9,6x EBITDA; con el bajista, a 11,5x; con el alcista, a 6,9x. Chevron pasa de 11,5x a 6,0x y Shell, de 5,8x a 3,6x. El valor ponderado de nuestros escenarios, US$88, queda cerca de la curva (US$87), así que el mercado de futuros ya paga el caso central; la asimetría está en las acciones: un exceso de oferta pega más a Chevron y Exxon que lo que un cierre prolongado les aporta.

EXHIBIT H QUÉ INVALIDARÍA CADA ESCENARIO

ESCENARIO	SE CUMPLE SI…	QUEDA INVALIDADO SI…
Bajista: reapertura (Brent ~71)	Los flujos por Ormuz suben por encima de 15 mb/d en el 1T27 y las primas de guerra bajan; la AIE tiene razón sobre un exceso de ~4 mb/d en 2027 [S005]	Los flujos siguen por debajo de 13 mb/d en el 1T27, o el Dated se mantiene más de US$10 por encima del futuro
Base: cuello de botella (Brent ~84)	Flujo de 12–15 mb/d con convoyes y rutas alternativas; la SPR y las reservas se reponen despacio	Un acuerdo que normalice el tráfico (baja a ~71) o un nuevo cierre del Mar Rojo/oleoducto (sube a más de 100)
Alcista: cierre prolongado (Brent ~117)	Flujo por debajo de 11 mb/d hasta la primavera; los stocks públicos se agotan y la demanda no cede más	Ceses de ataques y tránsito sostenido de petroleros durante 8 semanas; la demanda destruida de 2,6 mb/d se confirma como permanente

Fuente: Análisis de SDN con los datos de [S005][S009][S010]. El seguimiento semanal de los flujos de Kpler y del Dated menos futuro es la forma práctica de saber en cuál estamos.

08 Lo que mueve el precio en las próximas semanas es el parte de guerra, no un informe de inventarios

CATALIZADORES Y RIESGOS

QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS

Cuatro riesgos. (1) Un acuerdo político que reabra Ormuz sin avisar: los mercados de predicción que sigue straits.live dan solo un 12 % de probabilidad de tráfico normal a final de año, pero el Brent futuro perdió más de un tercio en seis semanas entre mayo y julio [S010][S011]. (2) Una lectura errónea de la demanda: la AIE ve un recorte de 2,6 mb/d y la OPEP un crecimiento; si la AIE se equivoca, el exceso de 2027 no llega [S005][S008]. (3) Que el modelo sea demasiado simple: k se calibra con un solo punto y el déficit real de stocks no se conoce con precisión. (4) Que las acciones se muevan por otra cosa (tipos, recompras, regulación fiscal) y no por el barril.

- **Calendario.** 1 de noviembre, reunión de los siete países de OPEP+ [S007]; 10 de noviembre, nueva edición del STEO de la EIA [S006]; finales de octubre y principios de noviembre, resultados del 3T26 de las petroleras (fechas no confirmadas por SDN).

- **Flujo por Ormuz (Kpler).** Por encima de 15 mb/d de forma sostenida se acerca al escenario bajista; por debajo de 11, al alcista (hoy 11,6) [S009].
- **Dated menos futuro de Brent.** Una prima de más de US$15 indica escasez física; si baja de US$5, el barril de hoy vuelve a seguir a la curva (hoy US$20).
- **Stocks y SPR de EE. UU.** Los comerciales por debajo de 400 Mb o una SPR por debajo de 250 Mb indicarían que el colchón se ha agotado (hoy 416 y 283) [S004].
- **Curva a dic-27.** Si el futuro de dic-27 cae por debajo de US$80, el mercado está dando por cerrada la crisis y las integradas deberían bajar su múltiplo [S003].

09 Qué es dato, qué es cálculo y qué no hemos podido verificar

METODOLOGÍA Y LÍMITES

Datos. Los precios al contado son de FRED/EIA (cierre del 14-10-2026); los futuros y las cotizaciones, de Yahoo Finance (16-10-2026, con retraso y, en EE. UU., intradía); los inventarios, de las series semanales de la EIA (09-10-2026) [S001][S003][S004][S013]. Las cifras de la AIE se han leído del resumen web de su informe de octubre, no del PDF completo; las de la OPEP, de prensa [S005][S008]. Los flujos de Kpler llegan por OilPrice [S009]. Los resultados, el balance, el flujo de caja, los dividendos y las acciones salen de los filings de cada compañía (SEC y CNMV) [S014][S017][S018][S019][S020][S021] y el consenso, de Yahoo Finance [S015].

Decisiones y límites. (1) El EV usa la deuda financiera del balance de cada filing (con arrendamientos en Shell, TotalEnergies y Repsol) y los minoritarios del balance; en BP son unos US$18 bn, porque incluyen los bonos híbridos, por lo que su múltiplo no es comparable con el de las demás. De las acciones, las de Shell y Repsol son las emitidas (sin descontar autocartera); en Chevron, el balance a 30-06-2026 está leído del texto del 10-Q. (2) El EBITDA no está ajustado y mezcla refino, química y upstream: beneficio antes de impuestos + intereses + amortizaciones en Exxon, Chevron, Shell y TotalEnergies, y beneficio operativo + amortizaciones en BP y Repsol (en Shell, TotalEnergies y Repsol, las amortizaciones incluyen deterioros). Por eso la regresión con el Brent solo se aplica a las cinco con R^2 de 0,75 o más; el de BP es de 0,22. (3) El múltiplo de cierre de cada año usa el número de acciones actual y la deuda, la caja y los minoritarios de ese cierre. (4) La calibración de k y los inputs de los escenarios son supuestos de SDN. (5) SIN VERIFICAR: la descomposición de la prima del Dated entre plazo y escasez; el saldo de la acción colectiva de la AIE (70–100 M de barriles); los detalles de ataques recogidos solo por trackers de terceros [S010]. (6) El informe 016 (gasolina) cubre el refino y la gasolina; aquí solo se cita [S016]. Etiquetas: DATO, CÁLCULO, ANÁLISIS, ESCENARIO y LIMITACIÓN.

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.