THE LONG THESIS | Chevron Corp | CVX

Análisis editorial V1 · Metodología V1.0 · Publicación: 22/10/2026

Fecha del informe y precio de referencia: 15/10/2026 | 222.00 USD | Ticker: CVX

Empresa: 8,00/10

Oportunidad actual: 6,20/10

NOTA FINAL: 7,00/10

ESPERAR / VIGILAR · Riesgo: Alto — ciclo de materias primas y ejecución

Precio del informe original; no es cotización actual ni cierre bursátil verificado. Análisis propio de The Long Thesis. El ProResearch original se conserva en el expediente privado.

Negocio, beneficio y caja

Chevron reúne upstream, refino, química y LNG, con recursos y capacidades operativas difíciles de replicar. Guyana, Permian y Tengiz mejoran profundidad y coste del portafolio; la integración amortigua algunos ciclos, sin cancelar la exposición al petróleo y márgenes de refino. Los activos físicos se agotan y requieren gasto para reemplazar producción, de modo que el EBITDA o la depreciación no son caja distribuible por sí solos. La tesis de 5–10 años descansa en ejecutar activos competitivos y capital disciplinado, no en prolongar indefinidamente un precio de crudo elevado por conflictos.

El Q2 primario confirma beneficio atribuible de 12.072 millones USD, BPA diluido de 6,11 y ajustado de 6,06. El 10-Q distingue ventas operativas de 67.199 millones, ingreso de participadas 2.125 y otros ingresos 731: total ingresos y otros 70.055. No se intercambia con 67.868 de la tabla del proveedor sin conciliar definición y reclasificaciones. El BPA usa 1.975,087 millones de acciones medias diluidas Q2 y 1.980,464 H1, frente a unas 1.975,771 al cierre. La adquisición Hess cambió materialmente acciones, deuda y producción: el crecimiento del grupo no es todo orgánico.

La mejora Q2 combina precios de hidrocarburos, refino, producción y unos 1.400 millones USD de efectos temporales favorables según el comunicado. El Brent medio del trimestre, 104 USD, frente a 81 en Q1 y 68 un año antes, impide anualizar 6,06 USD de BPA como renta normal. Producción de 4,07 millones de barriles equivalentes diarios creció 20% interanual, en gran parte por Hess además del crecimiento orgánico. Los ahorros de costes y sinergias son útiles y no deben descartarse como puro ciclo, pero no se vuelve a sumar el ahorro anual al beneficio que ya lo incorpora. La tesis debe funcionar con realizaciones y márgenes más modestos.

El puente trimestral en millones USD distingue conceptos: CFO 22.633 − capex 4.538 = FCF 18.095. Retirar liberación de circulante de 2.945 y añadir 283 de ventas/retornos de inversión produce FCF ajustado 15.433. Los 19.688 millones son CFO sin circulante, no CFO GAAP. En H1, CFO 25.147 − capex 8.601 = 16.546; FCF ajustado 19.560 incorpora eliminar la absorción de circulante de 1.680, más 355 de desinversiones y 979 de devoluciones netas de préstamos de participadas. Ni ventas de activos ni cobros de principal son renta operativa perpetua. No se añade otra vez el dividendo de filiales ya incluido en CFO ni se restan intereses e impuestos pagados dentro de él. SBC está parcialmente dentro de otros ajustes; sin reconstruir su importe no certifico este FCF como caja sostenible tras remuneración económica.

La revisión financiera adicional de Notes 3, 17 y 18 del 10-Q separa efectivo de 8.527 millones USD y caja restringida de 1.055 millones: el total de flujos de 9.582 no es todo utilizable. Los cobros H1 de participadas de 3.344 millones ya están incluidos en CFO, frente a ingresos devengados de 2.870; el ajuste de +474 no permite sumar de nuevo las distribuciones. Las salidas netas de minoritarios de 269 millones son financiación y reducen caja atribuible. El presupuesto futuro reserva conjuntamente 2.000 millones para usos económicos adicionales no contenidos ya en CFO/capex, incluidos minoritarios, SBC, desembolsos de abandono y aportaciones extra a JV. Es una sensibilidad de presupuesto, no la afirmación de que esas partidas observadas sumen exactamente 2.000 ni una normalización certificada. La disponibilidad de FCF ajustado para todo el accionista sigue condicionada a esos derechos y usos.

La conciliación primaria Q2 verifica 12.072 millones USD de beneficio atribuible menos ganancia de venta de activos 230, más coste neto de pensiones 86 y pérdida cambiaria 49 = 11.977 millones ajustados, o 6,06 USD por acción. Los 86 netos proceden de 113 antes de impuestos y 27 de beneficio fiscal; no se usa 86 como importe bruto. Estos ajustes corporativos no eliminan los efectos de timing favorables ni convierten un Brent trimestral de 104 USD en normal. La retirada de una ganancia extraordinaria no prueba un BPA de ciclo y tampoco impone una rebaja automática de nota.

La adquisición de Hess costó aproximadamente 48.000 millones USD de contraprestación, incluida emisión de unas 301,25 millones de acciones en julio de 2025, más principal de deuda asumida de unos 8.800 millones. Ese coste y el nuevo denominador importan al retorno: no se presenta Guyana como una opción obtenida gratis ni producción adquirida como crecimiento orgánico. La provisión de indemnizaciones pasó de 683 a 378 millones en H1 tras ajustes −86 y pagos −219; ahorro anualizado no equivale a caja de reestructuración gratuita. El anuncio original del contrato eléctrico, consultado adicionalmente, condiciona FID a otros requisitos y prevé primera electricidad en 2028: la TIR comercial objetivo no incluye prueba de todos los costes de capital y no equivale a rentabilidad del accionista que paga 222 USD.

Valoración y comparación

A 222 USD, los BPA estimados del PDF de 17,06 para 2026, 13,38 para 2027 y 12,05 para 2028 implican 13,01, 16,59 y 18,42 veces. La caída 17,06 a 13,38 es 21,57%, no el 13,5% rotulado; 13,38 a 12,05 equivale a 9,94%, no 12,7%. La tabla de revisiones describe además otro ejercicio: no se convierte en verificación del consenso actual. La expansión del PER al normalizar beneficios es más importante que un PEG bajo. Un beneficio económico contemporáneo de 15 USD a 14,8 veces o 12 USD a 18,5 veces es compatible con el precio: no son DCF ni valor intrínseco certificado. El yield de FCF de portada no es una promesa a través del ciclo.

Sensibilidad propia a cinco años desde 15/10/2026 a 15/10/2031: BPA terminal de 9, 13,5 o 18 USD y múltiplo 12, 14 o 16 veces, no una extrapolación del trimestre. Dividendos anuales iniciales de 7,12 USD, equivalentes a 1,78 trimestral, se mantienen planos o crecen 3%/5%, con pagos ilustrativos cada 15 de octubre de 2027 a 2031. El terminal se cobra junto al último pago. scenarios.json conserva fechas y TIR aritmética, no rentabilidad esperada ni umbral metodológico. En el central, el terminal de 189 USD exige poco más que BPA 2027 del proveedor en 2031, pero la suma de dividendos compensa apenas la contracción del precio: el riesgo cíclico no obtiene una remuneración claramente convincente. Sensibilidades fechadas: adverso: terminal 108.00 USD, dividendos acumulados 35.60 USD y TIR aritmética -9.11%; central: terminal 189.00 USD, dividendos acumulados 38.94 USD y TIR aritmética 0.57%; favorable: terminal 288.00 USD, dividendos acumulados 41.31 USD y TIR aritmética 8.68%. La TIR usa días reales/365 y cada distribución en su aniversario, sin reinversión. No atribuye probabilidad a estos resultados ni representa retorno esperado.

Presupuesto ilustrativo anual del central: CFO de 40.000 millones USD después de intereses e impuestos, capex consolidado completo de 20.000 y una reserva explícita conjunta de 2.000 para remuneración económica, abandono y aportaciones adicionales a participadas no contenidas en CFO/capex dejan 18.000. No es una normalización certificada ni una resta de costes ya incluidos: es margen de presupuesto para usos no reconstruidos. Dividendos de unos 14.000 dejan unos 4.000 para principal, caja o recompra; se mantiene un mínimo hipotético de 5.000 de la liquidez histórica y no se reparte todo. Un adverso conjunto con CFO 30.000 y capex 22.000 deja sólo 6.000 después de esa reserva, insuficiente para dividendo 14.000 antes de vencimientos: obliga a frenar recompras, usar caja, vender activos o refinanciar. El favorable CFO 50.000 con capex 21.000 deja 27.000 tras reserva y permite distribución mayor, sin acreditar por sí solo duración de precios. No se suma principal renovado como ganancia ni se resta deuda completa dos veces al BPA después de financiación.

ExxonMobil es el par más defendible por escala integrada, hidrocarburos, Guyana, refino y exigencia de capital. Su Q2 también mostró fuerte caja y beneficios: eso respalda el buen entorno del sector pero es contraejemplo a atribuir todo a la ventaja exclusiva de Chevron. Sus definiciones de FCF incluyen distintos retornos de inversión y ajustes; no transfiero directamente un múltiplo o yield sin homogeneizar. ConocoPhillips es más upstream y Suncor combina moneda canadiense y mayor intensidad de oil sands; sirven para entender sensibilidad al ciclo, no para fijar una media de PER como valor. No se usaron notas previas de ninguna de estas compañías.

Financiación y riesgos

Al 30/06, deuda contable total de 37.075 millones USD y efectivo, depósitos y valores de unos 8.500 millones sustentan una posición manejable, no un saldo actual certificado de octubre. La reducción de deuda de unos 8.400 millones es trimestral, mientras la variación semestral es distinta; una reducción de saldo no equivale automáticamente a principal cancelado por generación recurrente. El 10-Q identifica 11.300 millones de deuda y leases con vencimiento contractual inferior a un año, de los cuales 10.900 se reclasifican a largo por intención y capacidad de refinanciar apoyada en líneas comprometidas de 11.400 millones. Esa clasificación no elimina la obligación ni hace la línea un ingreso libre. No se duplican leases incluidos en deuda. Se distingue rollover de nueva liquidez y se sensibiliza coste/acceso.

La inversión de 18.000–19.000 millones USD que cita el informe es previsión de ejercicio; no basta llamar al trimestre de bajo capex caja permanente. Se carga mantenimiento, desarrollo, seguridad y reposición necesarios antes de repartir. El capex de participadas de 558 millones H1 es cobertura distinta del consolidado: no se descuenta mecánicamente todo dos veces si ya reduce dividendos recibidos, y cualquier aportación adicional requiere presupuesto. El plan venezolano de más de 7.000 millones en cinco años corresponde a joint ventures y objetivo bruto de aproximadamente 600.000 barriles diarios; no es producción íntegra atribuible a Chevron. La financiación con caja de esas JV reduce lo distribuible al grupo, no es crecimiento sin coste. Irak sigue sujeto a términos y Project Kilby tiene contrato de compra de electricidad pero requiere capital y ejecución: no se capitaliza una TIR comercial anunciada como beneficio ya realizado.

El anuncio y 8-K del 06/10 son materialmente relevantes al corte: Chevron acordó transferir participaciones en Hess Midstream y activos DJ a cambio de términos comerciales mejorados y 200 millones USD de contraprestación en efectivo. Prevé una pérdida neta extraordinaria de unos 3.000–4.000 millones al cierre y deconsolidar Hess Midstream. Es una transacción sujeta a aprobaciones y cierre previsto a final de 2026, no pérdida ni cobro ya ejecutados el 15/10. El menor coste logístico esperado debe compararse con activos y distribuciones cedidos: no se suma todo como creación gratuita de valor. No proyecto una deuda o EBITDA pro forma exactos sin ese perímetro.

Juicio y condiciones de revisión

Empresa 8,00/10: recursos, ejecución y balance son buenos, con mejoras reales de coste y cartera; ciclo, agotamiento, reinversión, riesgos políticos y obligaciones ambientales limitan durabilidad del beneficio. Oportunidad 6,20/10: el precio de 222 USD parece moderado sólo sobre BPA alto de 2026 y depende de mantener realizaciones favorables o ejecutar crecimiento suficiente para compensar normalización. Nota Final 7,00/10: juicio propio sobre franquicia, precio y resistencia financiera, sin media ni penalización fija por sector. ESPERAR / VIGILAR para nuevas entradas; no se propone vender una posición existente sólo por estar cerca de máximos ni se supone su coste fiscal o concentración.

Por qué podemos estar equivocados: Guyana, Tengiz, eficiencia y energía contratada pueden sostener más caja con menos capital por barril incluso si el petróleo baja, y una oferta mundial restrictiva puede durar. La producción y ahorros observados son contraevidencia útil a la simple tesis de pico. Qué dato nos haría cambiar de opinión: varios periodos de caja atribuible después de reposición y usos de JV que cubran dividendo y principal con realizaciones normalizadas, y costes/plazos de proyectos coherentes; también una combinación de precio y expectativas menos exigente. Qué parte de la valoración tiene menos respaldo: precio/márgenes de hidrocarburos y BPA terminal de 2031, y cuánto del ahorro o contrato eléctrico se convierte en caja después de inversión. Una décima de PER no cambia el juicio; perder esa caja sí.

Fuentes y alcance

Resultados Q2 2026 y conciliaciones: https://chevroncorp.gcs-web.com/node/38551

10-Q semestre terminado el 30/06/2026:
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/93410/000009341026000167/cvx-20260630.htm

Acuerdo Hess Midstream de 06/10/2026:
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/93410/000009341026000192/cvx-20261006.htm

Contrato de electricidad con Microsoft: https://chevroncorp.gcs-web.com/news-releases/news-release-details/chevron-signs-20-year-power-agreement-microsoft-west-texas-data

Corte informativo propio de cada informe, separado de la fecha editorial. Alcances de lectura y lagunas se indican en el análisis. Sensibilidades propias, sin probabilidades ni rentabilidades esperadas. Revisión interna, no auditoría independiente. Notas justificadas por separado, sin media automática. Horizonte 5–10 años.