



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

EFFECTOS DE LOS INFORMES FINANCIEROS DE LOS BANCOS DE INVERSIÓN SOBRE LAS COTIZACIONES DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35

Autor: Laura Roquero Alvendín
Director: Miguel Ángel López Gómez

MADRID | marzo 2026

Resumen

Este Trabajo Fin de Grado analiza la reacción del mercado español a 49 informes sell-side publicados en 2024 por Barclays, J.P. Morgan y Deutsche Bank sobre cinco compañías del IBEX 35 (Santander, Iberdrola, Inditex, Repsol y Telefónica). Mediante un estudio de eventos diario, se estiman rendimientos anormales (AR) y su acumulado en ventana de días (CAR) con un modelo de mercado frente al IBEX 35 Total Return y se mide la actividad mediante el volumen relativo (RVOL). Los resultados muestran una reacción más consistente en volumen que en precio: el RVOL aumenta alrededor del día del informe y se normaliza gradualmente, mientras que los AR/CAR medios no presentan un patrón único al agregar todos los eventos. Se observa heterogeneidad por tipo de señal y posible asimetría en la intensidad ante señales negativas, aunque condicionada por submuestras pequeñas. El análisis se ve limitado por solapamiento y contaminación por resultados, por lo que las conclusiones deben interpretarse con cautela.

Palabras clave: Estudio de eventos, informes sell-side, rendimientos anormales, volumen relativo, modelo de mercado, IBEX 35 Total Return, precio objetivo.

Abstract

This Bachelor's thesis examines how the Spanish equity market reacts to 49 sell-side reports published in 2024 by Barclays, J.P. Morgan, and Deutsche Bank on five IBEX 35 firms (Santander, Iberdrola, Inditex, Repsol, and Telefónica). Using a daily event-study framework, abnormal returns (AR) and their cumulative value over a window of days (CAR) are estimated with a market model against the IBEX 35 Total Return benchmark, and activity is measured with relative volume (RVOL). Results show a more consistent response in volume than in prices: RVOL rises around the report date and gradually normalizes, while mean AR/CAR do not display a single stable pattern when aggregating all events. Reactions differ by signal type and may be more intense for negative signals, although evidence is constrained by small subsamples. Overlapping reports and earnings-related contamination limit the analysis, so conclusions should be interpreted cautiously.

Key words: Event study, sell-side research, abnormal returns, relative volume, market model, IBEX 35 Total Return, target price.

Estructura del trabajo

I. INTRODUCCIÓN.....	5
1. Objetivos.....	5
2. Justificación del tema elegido.....	6
3. Metodología.....	6
4. Estructura del trabajo.....	7
II. MARCO TEÓRICO.....	9
1. Conceptos clave y medidas.....	9
2. Sell-side research y mecanismos de impacto	14
2.1 Canal informativo: actualización de expectativas y valoración.....	15
2.2 Canal no informativo: presión de precios y liquidez	16
2.3 Asimetría en la reacción: señales negativas vs positivas	17
2.4 Atención y visibilidad: por qué sube el volumen.....	18
2.5 Incentivos y conflictos de interés: impacto inmediato vs calidad ex post.....	19
3. Evidencia previa y hueco en el contexto IBEX.....	19
III. INVESTIGACIÓN.....	23
1. Datos y muestra	23
2. Identificación y clasificación de eventos.....	25
3. Método de análisis	27
IV. RESULTADOS.....	30
1. Descriptivos de la muestra y de los eventos	30
2. Efecto en precio y volumen por tipo de evento	33
2.1 Efecto medio global en precio (AR/CAR) y actividad (RVOL).....	34
2.2 Resultados por cambios de recomendación	36
2.3 Resultados por revisiones de precio objetivo (TP)	37
2.4 Noticias negativas vs positivas: intensidad asimétrica	38
2.5 Contaminación por resultados.....	39
3. Heterogeneidad por banco	40
3.1 Diferencias en la reacción media por emisor.....	40
3.2 Relación Upside–Reacción	41
3.3 “Quién acierta más”	42
V. CONCLUSIONES.....	44
VI. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN.....	46
VII. BIBLIOGRAFÍA.....	49
VIII. ANEXOS.....	52

Índice de Figuras

Figura I: Evolución del IBEX 35 Total Return en el periodo de estudio

Figura II: Repsol vs IBEX 35 Total Return (base 100)

Figura III: Iberdrola vs IBEX 35 Total Return (base 100)

Figura IV: Inditex vs IBEX 35 Total Return (base 100)

Figura V: Santander vs IBEX 35 Total Return (base 100)

Figura VI: Telefónica vs IBEX 35 Total Return (base 100)

Índice de Tablas

Tabla I: Beta estimada β por compañía

Tabla II: Efecto medio global en precio

Tabla III: Efecto medio global en volumen (RVOL)

Tabla IV: Resultados por cambios de recomendación

Tabla V: Resultados por revisiones de precio objetivo

Tabla VI: Intensidad de la reacción en precio según el signo del evento

Tabla VII: Robustez: eventos contaminados por resultados vs no contaminados

Tabla VIII: Impacto medio según el banco

Tabla IX: Relación entre Upside y Reacción

Tabla X: Evaluación ex post

Tabla A1: Base de eventos completa

Tabla A2: Clasificación de eventos: controles de limpieza y evaluación ex post

Tabla A3: “Diccionario” de variables

Índice de Abreviaturas

AR: Rendimiento Anormal (Abnormal Return)

CAR: Rendimiento Anormal Acumulado (Cumulative Abnormal Return)

RVOL: Volumen Relativo

TP: Precio Objetivo (Target Price)

IBEX: Índice Bursátil Español

IBEXT: IBEX 35 Total Return

MCO: Mínimos Cuadrados Ordinarios

CAPM: Modelo de Valoración de Activos de Capital (Capital Asset Pricing Model)

DCF: Descuento de Flujos de Caja (Discounted Cash Flow)

MiFID II: Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros II

BME: Bolsas y Mercados Españoles

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

G7: Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido

Q1/Q2/Q3/Q4: Primer / Segundo / Tercer / Cuarto trimestre

I. INTRODUCCIÓN

En los mercados financieros, donde la atención es escasa y la información se renueva cada minuto, los informes de analistas (*sell-side research*) actúan como un filtro que convierte datos dispersos en señales operativas, como recomendaciones (*Buy/Hold/Sell*)¹ y precios objetivo. La cuestión relevante no es solo si esas señales “tienen razón” a largo plazo, sino si serán capaces de mover el mercado en el momento en que se publican: ¿se reflejarán en el precio de forma inmediata?, ¿aumentará la negociación?, ¿o quedarán diluidas entre el ruido informativo?

Este trabajo examina esa reacción en el mercado español, focalizándose en el IBEX 35 y en una muestra de cinco compañías representativas por sector y liquidez: Banco Santander, Iberdrola, Inditex, Repsol y Telefónica. El objetivo es identificar en qué medida publicaciones comparables, emitidas por distintas entidades y en fechas cercanas, generan movimientos medibles en el corto plazo y si el impacto difiere según el tipo de evento, especialmente en cambios de recomendación o revisiones de precio objetivo. Además, el trabajo no se limita a la reacción inmediata del mercado, sino que también considera la posible consistencia posterior de la señal emitida.

1. Objetivos

De forma más concreta, el presente trabajo persigue tres objetivos específicos.

En primer lugar, cuantificar la reacción del mercado en torno a la publicación de los informes, tanto en términos de precio como de actividad negociadora, utilizando para ello el rendimiento de la acción y el volumen relativo respecto a los días previos. En segundo lugar, comparar si el impacto asociado a señales desfavorables, como los *downgrades*² o los recortes de precio objetivo, es superior al de aquellas favorables.

¹ Son recomendaciones de inversión: *Buy* (Comprar); *Hold* (Mantener); *Sell* (Vender).

² Bajadas de recomendación.

Por último, evaluar el contenido informativo de los informes mediante criterios verificables *ex post*³, con el fin de identificar qué tipo de señal y qué entidades emisoras muestran una mayor capacidad explicativa o predictiva en el horizonte posterior al evento.

2. Justificación del tema elegido

Este Trabajo Fin de Grado responde a una motivación personal y académica: analizar, con herramientas cuantitativas y criterios replicables, qué señales de los analistas aportan valor al inversor y cuáles pueden ser ruido. En un entorno donde la información financiera se difunde con rapidez, pero su relevancia económica no siempre es evidente, resulta especialmente útil distinguir entre publicaciones que generan una reacción significativa del mercado y aquellas cuyo efecto es limitado o indistinguible del movimiento general.

La elección de una muestra de cinco empresas del índice bursátil español responde a razones prácticas y metodológicas. Se trata de compañías con alta capitalización, elevada liquidez y amplia cobertura de analistas, lo que favorece la comparabilidad de los eventos estudiados y reduce problemas derivados de una menor negociación. Asimismo, comparar distintos bancos emisores en eventos similares permite separar dos cuestiones de interés aplicado: (i) qué tipo de informe tiende a generar mayor impacto en el corto plazo y (ii) qué entidades muestran mayor capacidad informativa *ex post* en términos de acierto, evitando depender únicamente de impresiones, titulares o episodios aislados.

3. Metodología

La metodología será cuantitativa, explicativa y aplicada, y se apoyará en un estudio de eventos orientado a medir con rigor el efecto de las publicaciones de *sell-side research* sobre la cotización y la negociación de las compañías analizadas.

La muestra se construirá a partir de eventos extraídos de Bloomberg para las cinco compañías seleccionadas, identificando para cada evento: banco emisor, fecha de publicación, tipo de evento, recomendación anterior y nueva (si aplica), precio objetivo

³ Con información observada y una vez ocurrido el evento, no en base a expectativas previas.

anterior y nuevo (si aplica) y el *upside*⁴ implícito frente al precio del día. El análisis se complementa con la observación de volumen relativo para capturar atención y ejecución de órdenes, y con comparaciones de acierto de las recomendaciones y de la magnitud de la revisión del precio objetivo.

Conscientes de las limitaciones propias de la evidencia de mercado, se han aplicado criterios de limpieza y control: identificación de días con anuncios de resultados, verificación de coherencia de las fechas y pruebas de robustez con ventanas alternativas. Asimismo, se controlará el solapamiento de eventos (varios informes muy próximos en el tiempo).

4. Estructura del trabajo

Respecto a la estructura del trabajo, éste se organiza en varios bloques. Tras esta introducción, el segundo apartado desarrolla el marco teórico, en el que se contextualiza el papel del *sell-side research* en los mercados financieros y se revisa la literatura sobre la capacidad informativa de las recomendaciones y de los precios objetivo, así como la evidencia previa sobre la reacción del mercado ante este tipo de publicaciones. Este bloque permite situar la contribución del estudio dentro de un marco conceptual y empírico sólido, además de justificar el enfoque metodológico elegido.

A continuación, se desarrolla la parte empírica relativa a la muestra, los datos y su construcción. En esta sección se describe el proceso de extracción de la información, la selección de las compañías y de los bancos emisores, la clasificación de los eventos en categorías comparables y el tratamiento aplicado a la muestra. También se introducen las principales variables utilizadas en el análisis y los criterios de depuración y control incorporados para reducir sesgos habituales en este tipo de estudios de mercado.

El siguiente bloque expone la metodología del estudio de eventos, que constituye el núcleo analítico del trabajo. En él se explica cómo se estima la reacción del mercado a partir de la comparación entre el rendimiento observado de la acción y un rendimiento

⁴ Potencial implícito del precio objetivo respecto al precio de mercado.

esperado de referencia. Para ello, el análisis se estructura en ventanas temporales centradas en el evento (± 1 , ± 2) y horizontes posteriores (0,+3) y (0,+10), que permiten medir reacciones inmediatas y ajustes más graduales. Asimismo, se justifica el uso del IBEX 35 *Total Return* como *benchmark*⁵ de contraste, a fin de determinar si el movimiento posterior al informe responde a una señal informativa específica de la compañía o a un factor general del mercado.

Posteriormente, se presentan los resultados de forma ordenada, atendiendo a criterios de comparabilidad y consistencia, con el objetivo de responder a las preguntas planteadas al inicio del trabajo. Por último, se recogen las conclusiones, las principales limitaciones del diseño y de la muestra utilizada, y las posibles líneas de investigación futura que se derivan del análisis realizado.

⁵ Referencia de mercado.

II. MARCO TEÓRICO

La literatura financiera ha abordado desde distintos ángulos el papel de los intermediarios informativos en la formación de precios. Este trabajo se apoya en esa base para construir un marco en tres niveles complementarios: primero, la definición rigurosa de los objetos y métricas con los que se observará el mercado; segundo, la conceptualización del *sell-side research* como producto informativo con formato estandarizado; y tercero, la evidencia acumulada en la literatura internacional que orienta qué relaciones son plausibles y qué preguntas siguen abiertas cuando se cambia de país o de mercado. La idea es que cada sección aporte lo necesario para interpretar los resultados posteriores.

1. Conceptos clave y medidas

Este apartado establece las definiciones operativas y concretas que se usarán como base para llevar a cabo el análisis empírico.

En primer lugar, el IBEX 35 es el principal índice de referencia de la Bolsa española para los valores de gran capitalización. Está diseñado con el fin de representar el comportamiento de las 35 empresas más líquidas y de mayor capitalización del mercado español y servir como subyacente⁶ de productos de inversión (BME, s.f.). Metodológicamente, el IBEX 35 es un índice ponderado por capitalización bursátil⁷, ajustado por el *free float*⁸ (Bestinver, s.f.). En su versión “estándar” (índice de precios), no incorpora dividendos, ya que solo refleja subidas y bajadas de cotización. Por ello, al calcular rendimientos conviene diferenciar entre el índice de precios y las versiones “con dividendos” previstas en la normativa del propio índice: el IBEX 35 *Total Return*, que incorpora el importe bruto de los dividendos mediante un ajuste técnico en cada pago, y el IBEX 35 *Net Return*, que incorpora el importe neto, es decir, tras aplicar la retención fiscal definida en la metodología del índice (BME, 2025).

⁶ La referencia sobre la que se construyen y se valoran otros productos de inversión.

⁷ Valor de mercado de la compañía, calculado como precio actual de la acción por número de acciones en circulación.

⁸ Capital flotante: el número de acciones disponibles en el mercado que pueden negociarse públicamente y no están restringidas.

En el presente análisis acerca del impacto de los informes de analistas conviene delimitar, primero de todo, qué se entiende exactamente por un informe de *sell-side equity research* y qué “señales” transmite al mercado. Dichos informes son documentos elaborados por bancos de inversión y brókeres⁹ que sintetizan el análisis de una empresa cotizada con un objetivo práctico: orientar la decisión de inversión mediante una recomendación (Buy/Hold/Sell o equivalentes) y un precio objetivo, normalmente asociado a un horizonte temporal, como pueden ser 6 o 12 meses, y al potencial implícito (*upside/downside*) frente al precio actual (Vipond, 2025). En la práctica, estos informes sirven a inversores institucionales y clientes de ventas y *trading*¹⁰ como “pieza de referencia” para decidir si ajustar posiciones, reevaluar escenarios o priorizar seguimiento de una compañía; y, desde el lado del banco, también cumplen una función comercial al apoyar la relación con clientes, y, por tanto, la actividad de intermediación (Vipond, 2025).

Pese a que no existe un único formato, los informes más completos tienen en común bloques esenciales. Suelen empezar con una ficha básica del valor que permite rápidamente identificar el activo y situarlo en su contexto de mercado, que incluye: *ticker*¹¹ (código de cotización), bolsa o mercado principal donde cotiza, sector e industria de referencia, precio actual de la acción en el momento de publicación y la capitalización bursátil (CFA Institute, 2020). El informe continúa con la recomendación de inversión y el precio objetivo y, a partir de ahí, el cuerpo se desarrolla de la siguiente manera: (1) una descripción del negocio, mencionando sus productos o servicios, así como su modelo y sus principales motores de ingresos y costes, (2) un marco sectorial y de competencia, que aborda la dinámica de la industria y su posicionamiento competitivo y (3) un resumen de inversión que condensa la tesis, incluyendo hechos recientes relevantes, previsiones de resultados, síntesis de valoración y la acción recomendada, explicando con claridad qué está descontando mal el mercado y qué catalizadores podrían llevar a una revalorización o corrección (CFA Institute, 2020).

⁹ Bróker: intermediario financiero que facilita la compra y venta de activos (acciones, divisas, criptomonedas) entre inversores y mercados.

¹⁰ Negociación.

¹¹ Por ejemplo, el *ticker* del Banco Santander es SAN.

En ocasiones, esta ficha incluye también métricas rápidas de valoración, como por ejemplo de múltiplos, datos de liquidez (volumen medio negociado) y el capital flotante, por su relevancia para inversores institucionales, ya que afecta a la manera en que grandes inversores pueden entrar o salir sin afectar el precio.

Finalmente, un *sell-side equity report* incluye una sección explícita de riesgos y advertencias para contextualizar limitaciones y posibles conflictos de interés.

Dado que el mercado ya se mueve cada día por múltiples factores (noticias macro, sectoriales y flujo de órdenes), el reto es separar el movimiento “normal” del movimiento atribuible al informe. Por ello, el enfoque clásico en un estudio de eventos consiste en medir el rendimiento observado de la acción en torno a la fecha del evento y compararlo con un rendimiento esperado estimado a partir de un modelo o referencia (*benchmark*). La diferencia entre ambos se interpreta como rendimiento anormal (AR). Al sumar esos rendimientos anormales a lo largo de una ventana temporal concreta, se obtiene el rendimiento anormal acumulado (CAR), que resume el impacto total del evento en el intervalo analizado (MacKinlay, 1997).

En la práctica, el rendimiento esperado puede aproximarse de varias formas. Una opción habitual es usar el índice de mercado como referencia o estimar un *market model* (modelo de mercado), que relaciona el rendimiento de la acción con el del mercado para capturar el componente sistemático y aislar el exceso atribuible al evento. En este trabajo el rendimiento esperado se estima únicamente mediante el modelo de mercado¹² (α , β) sobre el IBEX 35 *Total Return*. No se implementa un enfoque alternativo ‘*benchmark-adjusted*’, ni un grupo de comparables. Ambas alternativas se consideran posibles extensiones para investigaciones futuras.

A continuación, el precio objetivo (*target price*) es la estimación del precio al que el analista espera que cotice la acción en un determinado horizonte temporal, de 12 meses normalmente, y que constituye, junto con la recomendación, una de las señales más

¹² Modelo estadístico que relaciona el rendimiento de cada acción con el del índice para aislar el efecto del evento.

visibles del informe de *equity research* (Al J. G., 2022). Debido a eso aparece en la “ficha” inicial del reporte, junto al precio actual y la capitalización, con el objetivo de que el lector identifique de inmediato la implicación del análisis en términos de potencial de recorrido. El *target price* funciona como un resumen “en un solo número” del informe. Al reflejar la estimación del analista sobre el valor razonable¹³ y, al compararlo con el precio actual, permite derivar el potencial implícito: *upside* cuando el valor estimado se sitúa por encima del precio de mercado y *downside* cuando queda por debajo (Al, 2012). En la literatura, el *target price* se trata explícitamente como un pronóstico susceptible de evaluación *ex post*, por ejemplo, verificando si el precio objetivo se alcanza dentro del horizonte de previsión o cuantificando el error de predicción al final de dicho periodo (Al M. T., 2012).

El *target price* no es un número “aislado”, sino la traducción final de un ejercicio de valoración. Normalmente se deriva de uno o varios enfoques (por ejemplo, DCF y/o múltiplos comparables¹⁴) y de un conjunto de supuestos sobre ingresos, márgenes, inversión, coste de capital y riesgos (Al J. G., 2022). El informe suele acompañarlo de la tesis de inversión (qué debe ocurrir para que el precio converja hacia el objetivo) y de riesgos que podrían impedir alcanzar ese nivel.

Desde el punto de vista de su utilidad, se ha señalado que las revisiones del precio objetivo contienen información relevante para el mercado y pueden provocar reacción en precios, en ocasiones incluso con un impacto más marcado que revisiones comparables en otras variables del informe (Alon Brav, 2003).

Por último, su “calidad” no es uniforme: hay diferencias entre analistas en la capacidad de emitir targets más o menos acertados, y también variación por países/entornos institucionales en la precisión (Al M. T., 2012), lo que refuerza el interés de analizar el caso español (IBEX 35) con métricas verificables.

¹³ Precio objetivo.

¹⁴ Son dos métodos de valoración. DCF: Discounted Cash Flow (Descuento de Flujos de Caja) basado en estimar los flujos de caja futuros del negocio y descontarlos a valor presente. Múltiplos comparables: valorar la empresa por comparación con otras similares (o transacciones recientes) aplicando múltiplos de mercado.

Junto a la reacción en precio, además de observar cómo cambia éste, conviene mirar el volumen, porque aporta una segunda dimensión: indica cuánta atención recibe la noticia, cuántas órdenes se ejecutan y si los inversores ajustan sus carteras. Por ello se emplea volumen relativo, comparando el volumen del día del evento con la media de días anteriores (Burns, s.f.).

En conjunto, precio (reacción del mercado medida mediante AR/CAR) y actividad (volumen relativo) suelen mostrar dos patrones típicos: (i) suben o bajan precio y volumen a la vez, lo que sugiere una reevaluación real por nueva información, o (ii) hay un pico de volumen, pero el precio apenas se mueve, lo que apunta a mucha atención, pero sin un cambio claro en la valoración (por ejemplo, por desacuerdo entre inversores) (Amihud & Mendelson, 1986).

La beta (β) es una medida de riesgo sistemático¹⁵ que resume cuánto de sensible es el rendimiento de una acción a los movimientos del mercado. En términos empíricos, β se interpreta como la pendiente al relacionar los rendimientos de la acción con los rendimientos del índice de mercado, como en este caso el IBEX 35 (BBVA, s.f.).

Una $\beta \approx 1$ indica que la acción tiende a moverse “en línea” con el mercado, $\beta > 1$ sugiere mayor sensibilidad (más exposición a shocks comunes, más “agresiva”) y si $\beta < 1$, suele moverse menos que el mercado (más “defensiva”). Esta idea es coherente con el marco del CAPM¹⁶ (Sharpe, 1964), donde esta sensibilidad (β) refleja el riesgo de mercado que no se puede eliminar diversificando, por lo que los inversores suelen exigir una rentabilidad adicional cuanto mayor sea la beta (MacKinlay, 1997).

En este análisis, la beta (β) se utiliza como herramienta empírica para separar el componente sistemático del rendimiento de cada acción respecto al mercado. Para estimar el efecto del informe, el rendimiento esperado se calcula mediante un modelo de mercado estimado en una ventana previa $(-40, -11)$ frente al IBEX 35 *Total Return*, obteniendo $\hat{\alpha}$ y $\hat{\beta}$. El rendimiento anormal se define como $AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t})$,

¹⁵ Riesgo de mercado.

¹⁶ *Capital Asset Pricing Model*: Modelo de Valoración de Activos de Capital.

y el rendimiento anormal acumulado como $CAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i,t}$.¹⁷ Con este enfoque, el ‘exceso’ recoge la parte del movimiento no atribuible al factor general de mercado.

En este trabajo, la beta estimada se interpreta como una medida empírica de la sensibilidad de cada acción al mercado y se utiliza de forma operativa dentro del modelo de mercado. En concreto, β (junto con α) permite calcular el rendimiento esperado frente al IBEX 35 *Total Return* en la ventana previa $(-40, -11)$ y, a partir de ahí, obtener los rendimientos anormales y acumulados. Por tanto, en este estudio la beta no se emplea para construir carteras de comparables, sino como parámetro clave del ajuste por componente sistemático en la estimación de AR/CAR.

Finalmente, es importante precisar qué se entiende por “calidad” del informe en un enfoque aplicado. En este trabajo se interpreta como capacidad informativa evaluable *ex post*: (i) si la señal emitida (recomendación y/o revisión del precio objetivo) se alinea con la evolución posterior del precio en un horizonte definido y (ii) si el *target* resulta razonablemente alcanzable dentro del periodo considerado o, al menos, se aproxima mejor al precio observado que la cotización previa al informe. Esta distinción es relevante porque un informe puede generar reacción a corto plazo y, aun así, ser poco útil para el inversor si su acierto posterior es bajo.

2. Sell-side research y mecanismos de impacto

Aunque gran parte de la información contable y regulatoria es pública, el mercado puede reaccionar a un informe *sell-side*, ya que no es una mera “repetición” de datos, sino que agrupa y convierte mucha información dispersa en una señal accionable (recomendación, precio objetivo, tesis y riesgos) y la difunde hacia inversores con capacidad de mover capital en un momento concreto. Por ello, la literatura suele explicar su impacto combinando mecanismos informativos y no informativos (flujo de órdenes), útiles para interpretar movimientos en rendimientos anormales (AR/CAR) y en volumen relativo alrededor de la publicación (L.Womack, 1996).

¹⁷ Fórmulas explicadas en el apartado de Investigación.

Antes de analizar empíricamente la reacción del mercado, conviene explicar cómo y por qué un informe *sell-side* puede trasladarse a variaciones observables en precio y volumen. En primer lugar, el informe puede aportar información relevante (o una actualización creíble de expectativas) que lleve a revisar la valoración de la empresa. En segundo lugar, incluso cuando no incorpora “noticias” estrictamente nuevas, puede reducir la incertidumbre al interpretar escenarios complejos, ordenar riesgos y sintetizar implicaciones para el valor. En tercer lugar, la reputación del banco o del analista puede reforzar la credibilidad de la señal y acelerar su incorporación a precios. Por último, la propia publicación puede aumentar la visibilidad del valor y activar un mayor flujo de negociación (más órdenes y operaciones), generando efectos de corto plazo en volumen y, potencialmente, en precio (L.Womack, 1996).

A continuación, se detallan estos canales para vincular el marco teórico con las métricas del estudio de eventos (AR, CAR y volumen relativo) y precisar en qué contextos el efecto debería ser más intenso o más duradero.

2.1 Canal informativo: actualización de expectativas y valoración

El mecanismo más directo es el canal informativo. Un informe puede aportar información nueva o una reinterpretación creíble de la información existente, sobre beneficios esperados, riesgos o valoración, llevando a inversores a actualizar su estimación de valor razonable. En ese caso, la reacción se manifiesta como movimientos anormales de precio. Éste se ajusta y puede observarse un rendimiento anormal (AR) en torno a la fecha del informe y un rendimiento anormal acumulado (CAR) en la ventana del evento. Este ajuste del precio suele ir acompañado de un aumento del volumen, debido al reajuste de carteras y a la ejecución de nuevas órdenes tras la actualización de expectativas (L.Womack, 1996).

En este canal, la evidencia empírica documenta reacciones significativas del precio cuando el informe incorpora una “sorpresa” significativa respecto a lo descontado por el mercado, como, por ejemplo, un cambio de recomendación o una revisión relevante del precio objetivo.

Los analistas no se limitan a “leer” información pública, sino que la procesan, la integran en modelos de valoración, contrastan supuestos y elaboran pronósticos. A veces también incorporan perspectivas obtenidas de la interacción con la empresa o del seguimiento del sector. Debido a esto, un cambio de recomendación o una revisión considerable pueden revelar información que el mercado no había incorporado completamente, generando una reacción en precios en torno al anuncio. En suma, el informe aporta información nueva, un valor añadido del analista, sugiriendo que estas señales contienen información útil para el mercado.

Junto a este componente, existe un canal interpretativo. Incluso cuando el informe no incluye información y hechos estrictamente nuevos, puede mover el mercado debido a su capacidad de interpretar y priorizar variables relevantes. Explica “qué está mal descontado en el mercado” y construye escenarios y catalizadores que puedan corregirlo, ayudando a reducir incertidumbre y a coordinar expectativas (Bradshaw, 2011). Este rol es especialmente importante en entornos de incertidumbre (regulación, shocks de energía, cambios de ciclo, etc.), en momentos en los que el precio depende de escenarios y no solo de datos puntuales.

En esta línea el analista actúa como intérprete, no solo “descubre información”, sino que es capaz de reducir su complejidad y facilitar una lectura coordinada del mercado.

2.2 Canal no informativo: presión de precios y liquidez

Además de los mecanismos informativos, donde el informe aporta datos y análisis nuevos, existe otra vía para entender estas reacciones: la presión de precios o canal de liquidez. Incluso si el contenido “nuevo” fuera limitado, una recomendación o cambio de señal (por ejemplo, pasar de *Hold* a *Buy*) emitido por una entidad o analista, puede derivar en flujos de órdenes, es decir, desencadenar en compras o ventas de inversores (clientes, fondos). Si de repente entra mucha demanda u oferta, se genera un desequilibrio temporal entre ambas: hay más gente queriendo comprar que vender, o al revés, y por ello se mueve el precio, con el fin de ajustar ese equilibrio.

En términos de microestructura del mercado¹⁸, el precio no solo se mueve por noticias, sino que también como respuesta al flujo de órdenes: cuando llegan muchas órdenes en la misma dirección, el mercado tiende a mover el precio. Este impacto suele ser mayor cuando la liquidez es menor (pocas órdenes) o cuando los intermediarios deben absorber desequilibrios (ese exceso de compras o ventas) (S.Kyle, 1985).

Este canal ayuda a interpretar por qué a veces se observan picos de volumen y movimientos de precio muy concentrados en pocos días tras un informe, sin necesidad de asumir que toda la reacción proviene de “nueva información”, sino que puede ser el resultado de muchas operaciones ejecutándose a la vez en la misma dirección.

2.3 Asimetría en la reacción: señales negativas vs positivas

Un patrón que se observa con frecuencia es que el mercado reacciona más fuerte a las noticias “malas” (bajadas de recomendación o recortes de precio objetivo) que a las “buenas”. Es decir, un *downgrade* (rebaja de recomendación) suele mover más el precio que un *upgrade* (mejora de recomendación) (L.Womack, 1996). Esto se debe a varias razones.

En primer lugar, las señales negativas son menos habituales, por lo que, cuando tienen lugar, llaman más la atención y se interpretan como algo más serio. Además, un analista suele ser más “cauto” al empeorar una recomendación, porque en caso de hacerlo, puede suponer más riesgo y ser más polémico para su reputación y su relación con la compañía. Por eso, al emitir una señal negativa, el mercado tiende a verla como más creíble. Por último, una recomendación negativa puede activar reacciones rápidas de control de riesgo: algunos inversores venden para reducir exposición, ajustar carteras o cumplir límites internos.

El análisis acerca de las recomendaciones de los analistas también refleja que, tras el evento, el precio puede seguir moviéndose en la misma dirección durante varios días, lo que se conoce como tendencia posterior al evento (*drift*)¹⁹, y ese efecto suele ser más

¹⁸ La microestructura del mercado estudia los mecanismos, reglas y procesos detallados mediante los cuales se negocian los activos financieros.

¹⁹ La tendencia del precio a seguir moviéndose en esa dirección después del anuncio.

marcado en aquellos eventos negativos (Al N. J., 2004). Debido a esto, en el análisis empírico conviene comprobar si los rendimientos anormales acumulados (CAR) son mayores en valor absoluto cuando la señal es negativa que cuando es positiva, es decir, si las caídas asociadas a eventos negativos suelen ser más intensas que las subidas asociadas a eventos positivos.

2.4 Atención y visibilidad: por qué sube el volumen

Además de aportar información o provocar compras o ventas, los informes de analistas también funcionan como “disparadores de atención”. Una vez se publica un informe, la acción aparece más en noticias, terminales y resúmenes de mercado, y eso hace que más inversores la miren al mismo tiempo. Solo por ese aumento de visibilidad, puede subir el volumen negociado, aunque el precio no se mueva en gran medida (Odean, 2007).

Además, algunos inversores grandes, como fondos, siguen determinadas reglas internas para decidir cuándo comprar o vender. Esto quiere decir que, si una acción recibe una mejora o una rebaja de recomendación, éstos pueden ajustar automáticamente su posición sin tener que decidirlo manualmente, porque aplican reglas predefinidas: venden una parte para reducir riesgo o compran para aumentar exposición, con el objetivo de reequilibrar la cartera y mantenerla dentro de sus límites internos. Cuando muchos inversores actúan así al mismo tiempo, se nota sobre todo en el volumen relativo, porque se realizan más operaciones de lo normal alrededor del informe. Además, si en ese momento hay poca liquidez (pocas órdenes disponibles en el mercado), esas compras o ventas extra pueden mover el precio con más facilidad, haciendo que el efecto sea todavía más fuerte.

Por otro lado, importa mucho quién firma el informe, porque no todos los bancos y analistas tienen el mismo peso en el mercado. La reacción puede depender de su credibilidad y reputación: por ejemplo, si el banco es seguido por grandes fondos, si el analista está especializado en el sector o si tiene un buen historial de aciertos. Además, hay evidencia de que algunos analistas ajustan el momento de publicar recomendaciones, especialmente las favorables, alrededor de cierres trimestrales, en línea con los incentivos de sus clientes institucionales y sin deteriorar su reputación (Anna Agapova, 2023).

2.5 Incentivos y conflictos de interés: impacto inmediato vs calidad ex post

Por último, el *sell-side research* no es totalmente neutral, sino que suele estar influido por incentivos comerciales y por la relación del banco con las empresas que cubre. Eso puede suponer que las recomendaciones estén sesgadas (por ejemplo, más “positivas” de lo que serían en un entorno neutral) o que el tono del informe sea más prudente al criticar.

Es por ello que conviene distinguir entre dos elementos: el impacto a corto plazo del informe (impacto inmediato que puede darse porque atrae atención o genera flujos de compras y ventas) y la calidad *ex post* como pronóstico, es decir, si el informe realmente acierta con el tiempo. En otras palabras, un informe puede mover el precio y volumen en el corto plazo, aunque después no resulte especialmente preciso prediciendo la evolución futura del valor. Este contexto institucional ayuda a interpretar por qué un informe puede mover el mercado incluso si su “calidad” como predicción no es necesariamente alta (Roni Michaely, 1999).

3. Evidencia previa y hueco en el contexto IBEX

Este bloque sitúa el estudio en el marco de la evidencia internacional y justifica por qué tiene sentido replicar en el IBEX 35 metodologías ya consolidadas, como el estudio de eventos basado en rendimientos anormales (AR), rendimientos anormales acumulados (CAR) y medidas de volumen, para analizar recomendaciones y revisiones de precio objetivo.

La literatura documenta de forma recurrente que estas señales pueden generar ajustes en precio y/o volumen. No obstante, la magnitud del efecto, la velocidad de incorporación de la información y su posible persistencia pueden variar entre mercados por diferencias en la estructura de negociación, la liquidez, la cobertura de analistas, la regulación y la composición de los inversores.

Por ello, contrastar estos resultados en el caso español no es redundante, sino una extensión natural que permite evaluar la validez externa de la evidencia previa y determinar en qué medida las características del mercado español condicionan la reacción a este tipo de informes.

A partir de este punto, el marco se apoya en la evidencia empírica de EE. UU. como referencia, porque es el mercado donde la literatura sobre *sell-side research* está más desarrollada y donde se han establecido diseños “canónicos” de estudio de eventos para medir reacciones a recomendaciones y revisiones de precio objetivo.

En relación con las recomendaciones (*Buy/Sell*), la referencia clásica es Womack (L.Womack, 1996), que documenta reacciones significativas del mercado alrededor de nuevas recomendaciones, especialmente cuando se producen revisiones. Además, el autor muestra que el ajuste no necesariamente se concentra en el día del evento, sino que puede observarse una tendencia posterior compatible con una incorporación gradual de la información. Esta evidencia resulta especialmente pertinente para el presente análisis, ya que se vincula de forma directa con el diseño de estudio de eventos (AR/CAR) y ayuda a interpretar por qué una “señal” *sell-side* puede ser relevante incluso cuando parte de la información subyacente es pública.

En cuanto a los precios objetivo, el trabajo de referencia es Brav y Lehavy (Alon Brav, 2003) que trata los *target prices* como una señal cuantitativa evaluable y, analiza, por un lado, su contenido informativo a corto plazo (la reacción en torno al anuncio o revisión) y, por otro, la relación entre precios objetivo y precios de mercado a lo largo del tiempo. Un aspecto especialmente útil para este estudio es que este enfoque permite aislar la señal numérica del precio objetivo del resto del “paquete” informativo y evaluar si aporta contenido incremental incluso controlando por recomendaciones y otras revisiones.

La evidencia internacional sugiere que las revisiones de los analistas financieros generan reacción del mercado en numerosos países, sin embargo, este impacto no es uniforme en todos los mercados. Por ejemplo, en comparaciones entre países desarrollados (G7), se observan reacciones significativas alrededor de revisiones de recomendación, aunque, tanto la fuerza del efecto inicial como su persistencia en el tiempo varían entre naciones, siendo especialmente intensas en Estados Unidos (Narasimhan Jegadeesh, 2006). Asimismo, la precisión de las predicciones (precios objetivo) difiere sistemáticamente según el país analizado. En consecuencia, estas variaciones estructurales impiden aplicar automáticamente las conclusiones del mercado estadounidense al IBEX 35, haciendo

indispensable realizar estudios específicos con datos propios de la bolsa española (García-Blandón, 2012).

Esta falta de homogeneidad en la evidencia internacional indica que el efecto de los analistas no opera de forma automática, sino que depende del entorno institucional donde ocurre. Por tanto, la divergencia que se observa entre los patrones estadounidenses y el comportamiento del mercado español no es fortuita, sino coherente con la presencia de factores endógenos que condicionan tanto la producción de información como su posterior incorporación a los precios.

Para comprender por qué los resultados estadounidenses no son extrapolables de forma automática al ámbito nacional, es necesario examinar los rasgos que caracterizan la arquitectura financiera española, estructurados fundamentalmente en torno a dos ejes: el impacto del reciente marco regulatorio europeo y la microestructura específica de la negociación en el IBEX 35.

(a) Un entorno regulatorio europeo que ha reconfigurado el mercado de research:

Desde la entrada en vigor de MiFID II²⁰ (CNMV, 2018) en 2018 en el marco europeo, se promovió que el *research* dejara de ir “incluido” de forma implícita en las comisiones de intermediación y pasara a pagarse de manera separada (separación de costes de *research*) (Amzallag, 2020). Este cambio podía tener efectos muy directos sobre el mercado de informes: podía reducir la cantidad de *research* disponible o la cobertura de determinadas compañías (especialmente las de menor tamaño), modificar qué tipo de informes demandan los gestores y cuánto están dispuestos a pagar por ellos y, en consecuencia, afectar a la capacidad de una recomendación o de una revisión del precio objetivo para captar atención y provocar ajustes en las órdenes, el volumen negociado y los precios. Por ello, la variable central de este estudio (informes, recomendaciones y *target prices*) se

²⁰ *Markets in Financial Instruments Directive II* es una normativa europea que regula los servicios de inversión y los mercados financieros para aumentar la transparencia y proteger mejor a los inversores.

observa en un marco institucional distinto al estadounidense, lo que hace razonable esperar diferencias en la magnitud y dinámica de la reacción.

(b) Particularidades del mercado español y del IBEX 35:

Aunque se emplee la misma metodología (estudio de eventos con AR/CAR y medidas de volumen), la magnitud y la dinámica de la reacción del mercado pueden variar entre países si el entorno de negociación y la base inversora no son iguales. En el caso español, diferencias en la liquidez y en la microestructura de negociación (y cómo se reparte el volumen entre distintos centros) pueden condicionar tanto la velocidad con la que se ajusta la información al precio como la intensidad del ajuste en volumen. En este sentido, BME aporta evidencia sobre la evolución reciente de la negociación y de la liquidez en los valores del IBEX 35 (BME, 2025), mientras que la CNMV ayuda a contextualizar cómo se ejecutan las órdenes en un entorno con negociación fragmentada y bajo reglas de transparencia, mejor ejecución y supervisión (CNMV, 2025). Del mismo modo, la composición de la base inversora y el contexto del mercado de capitales (quién participa y bajo qué pautas) pueden hacer que una recomendación o una revisión de precio objetivo genere un impacto más fuerte, más débil o menos persistente que el observado en otros mercados.

En consecuencia, en el presente análisis, se busca trasladar al IBEX 35 un diseño estándar de estudio de eventos, ampliamente utilizado en la evidencia estadounidense, para evaluar si la publicación de informes *sell-side* se asocia con rendimientos anormales (AR/CAR) y con aumentos de actividad (volumen relativo). Dado que el mercado español opera en un entorno europeo, donde MiFID II ha reconfigurado el mercado de *research* y donde la microestructura y la liquidez presentan rasgos propios, el interés de dicho trabajo está en comprobar si los patrones documentados en otros mercados se mantienen o difieren en este contexto institucional y de negociación.

III. INVESTIGACIÓN

Como se ha introducido previamente, este trabajo analiza la reacción del mercado español ante la publicación de informes *sell-side* sobre acciones del IBEX 35, utilizando un diseño de estudio de eventos en frecuencia diaria.

1. Datos y muestra

La fuente principal del trabajo son los propios informes de los analistas obtenidos a partir de Bloomberg para las compañías incluidas en la muestra durante el año 2024. El análisis de estos documentos ha permitido identificar los campos necesarios para caracterizar cada publicación. De ellos se ha extraído la entidad emisora, la fecha de publicación, el tipo de evento que tiene lugar, la recomendación del analista y el precio objetivo. Asimismo, los informes suelen indicar un precio de referencia (habitualmente el cierre del día anterior) y, en algunos casos, el *upside/downside* aparece reportado de forma explícita, y cuando no figura, se calcula a partir del precio objetivo y del precio de referencia.

Como complemento a los informes, se extraen asimismo de Bloomberg series históricas diarias para cada acción de la muestra, es decir, registros por día de negociación que recogen el precio de cierre y el volumen negociado. Siempre que sea posible se utiliza el precio de cierre ajustado (ajustado por dividendos y otras acciones corporativas), para que las variaciones mecánicas debidas a dividendos u otras acciones corporativas no distorsionen el cálculo de rendimientos.

En paralelo, se obtiene la serie del IBEX 35 *Total Return* (IBEXT *Index*) como referencia del mercado, ya que esta versión del índice hace que el *benchmark* incorpore también el efecto de los dividendos, a diferencia del IBEX estándar.

Estas series son relevantes para calcular rendimientos y métricas de actividad necesarias para el estudio de eventos y cuantificar la reacción en torno a cada publicación.

Además, se obtienen de Bloomberg las fechas de publicación de los resultados de cada compañía para detectar si algún informe coincide temporalmente con esos anuncios. Se etiqueta un evento como contaminado cuando $t=0$ cae dentro de una ventana corta

alrededor de la publicación de resultados de la compañía (por ejemplo, ± 1 sesión y, como contraste, ± 2), dado que la reacción en precio y volumen podría estar impulsada por los resultados y no por el informe *sell-side*. Asimismo, se identifica solapamiento cuando varias entidades publican sobre la misma empresa en la misma sesión (o en fechas muy próximas), ya que en esos casos la reacción observada puede reflejar una agrupación informativa (*cluster*) más que el efecto aislado de un único emisor. El fin último de esta sección es evitar confundir “el efecto del informe del analista” con el “efecto de publicar resultados”.

Respecto al universo y al período analizado, la muestra abarca el ejercicio 2024 y, en la medida de lo posible, se han recopilado informes correspondientes a los cuatro trimestres (Q1, Q2, Q3 y Q4). Para la construcción del universo, el análisis se ha centrado en el mercado español, tomando como referencia el IBEX 35, y se ha seleccionado una muestra de cinco compañías representativas por capitalización, liquidez y cobertura de analistas: Banco Santander, Iberdrola, Inditex, Repsol y Telefónica.

La selección de las entidades bancarias emisoras se basa en la disponibilidad de los informes para cada compañía durante dicho periodo, con el fin de tener cobertura suficiente por entidad y poder así comparar patrones de reacción. En consecuencia, el conjunto de informes no pretende representar la totalidad del *research* disponible en el mercado, sino una muestra trazable y replicable que permite aplicar de forma consistente el diseño de estudio de eventos.

La muestra final incluye 49 informes/eventos publicados por tres bancos (Barclays, J.P. Morgan y Deutsche Bank) sobre cinco compañías, con un rango de datos de mercado que se extiende aproximadamente desde finales de 2023 hasta finales de 2024 para el *benchmark*. Debido a que la serie diaria del IBEX *Total Return* finaliza el 12/12/2024 en los datos descargados, un informe fechado el 23/12/2024 no permite calcular AR/CAR con el *benchmark* y se excluye de los cálculos del estudio de eventos (pero se mantiene en la base descriptiva).

2. Identificación y clasificación de eventos

Cada evento se identifica como la fecha de publicación del informe *sell-side*. Se define como fecha del evento ($t = 0$), es decir, el día en que Bloomberg registra la publicación o actualización relevante del *research*. Dado que el análisis es diario, la identificación se realiza en frecuencia diaria y se trabaja con ventanas de días alrededor de $t = 0$.

Las entidades utilizan escalas de recomendación heterogéneas, por lo que las recomendaciones se reclasifican en tres categorías homogéneas (positiva, neutral y negativa), con el fin de garantizar la comparabilidad entre informes.

Categoría	Incluye
Positiva	Buy, Overweight, Outperform
Neutral	Hold, Neutral, Equal Weight
Negativa	Sell, Underweight, Underperform

Una vez identificada la fecha del evento ($t = 0$), cada observación se clasifica en una única categoría principal, definida por la acción informativa contenida en el informe.

En primer lugar, si el informe incorpora un cambio de recomendación, el evento se clasifica como *Upgrade* o *Downgrade* (mejora o rebaja de recomendación, respectivamente) según el sentido de la variación en la recomendación normalizada. Se daría la primera opción si mejora la recomendación, y la segunda en caso de que empeore ésta.

En segundo lugar, si no existe cambio de recomendación, pero sí una actualización del precio objetivo, el evento se clasifica como revisión de TP, distinguiendo entre *TP Up*, si hay un incremento del precio objetivo respecto al anterior y *TP Down*, si hay una reducción del precio objetivo respecto al anterior.

No obstante, en la muestra se identifican tres informes en los que coexisten simultáneamente un cambio de recomendación y una revisión de precio objetivo. Para mantener la clasificación en categorías mutuamente excluyentes y evitar dobles conteos, en estos casos se agrupan dentro de la categoría principal de cambio de recomendación,

registrándose en paralelo la revisión de TP como atributo adicional del evento. De este modo, cada informe se contabiliza una sola vez en la muestra principal, conservando la información completa del contenido del *research* para análisis complementarios posteriores.

Este criterio permite comparar eventos homogéneos y evita que un mismo informe compute simultáneamente en varias categorías.

Además de estas categorías principales, se construyen variables que capturan la magnitud del cambio, con el objetivo de permitir segmentaciones posteriores en el análisis.

Para los cambios de recomendación, se registra el rating previo y el rating nuevo, es decir, tanto el que figura en el informe en su escala original como en su versión normalizada. Cuando resulta útil para el tratamiento cuantitativo, la recomendación normalizada puede codificarse en una escala numérica (por ejemplo, Negativa = 1, Neutral = 2 y Positiva = 3), de manera que la magnitud del cambio se represente como $\Delta\text{Rating} = \text{Rating nuevo} - \text{Rating previo}$. En la práctica, ΔRating se utiliza para clasificar el evento en *Upgrade* ($\Delta\text{Rating} > 0$), *Downgrade* ($\Delta\text{Rating} < 0$) o *Sin cambio* ($\Delta\text{Rating} = 0$). El cálculo requiere un informe previo dentro del rango observado, en caso contrario se etiqueta como “Sin previo/no comparable”.

Respecto a los cambios en el precio objetivo, también se registran el TP previo y el TP nuevo, calculando el cambio relativo, mediante: $\Delta TP\% = \frac{TP_{\text{nuevo}} - TP_{\text{previo}}}{TP_{\text{previo}}} \times 100$, que mide la magnitud de dicha actualización. Aunque el TP no cambie (o, aunque en ocasiones no esté definido el TP previo), lo que interesa es analizar si dicho *target price* está por encima o por debajo del precio actual. Para ello se puede calcular el *upside implícito* respecto al precio de mercado en $t = 0$, como: $Upside\% = \frac{TP_{\text{nuevo}} - P_{t=0}}{P_{t=0}} \times 100$, donde $P_{t=0}$ es el precio de cierre. Estas medidas se emplean posteriormente para caracterizar la intensidad de la señal del informe frente al mercado en ese momento.

3. Método de análisis

Siguiendo una metodología de estudio de eventos, se puede aislar el efecto de dicho evento (en este caso de la publicación del informe) del movimiento general del mercado, utilizando como referencia el IBEX 35 (*Total Return*), y medir así tanto la reacción inmediata como su posible persistencia durante días posteriores.

Dado que la muestra abarca aproximadamente desde finales de 2023 hasta finales de 2024, el rendimiento “normal” de cada acción se estima utilizando un periodo anterior a la fecha del informe. En concreto, para cada evento se utiliza una ventana de estimación (-40,-11) días hábiles respecto a $t=0$. Esto implica que para cada evento se toman de los 40 a los 11 días hábiles previos a $t=0$ como ventana de estimación, lo que proporciona 30 sesiones para estimar el rendimiento esperado. Los días inmediatamente anteriores al evento no se incluyen para mantener una separación y evitar que posibles movimientos vinculados al informe distorsionen la estimación del rendimiento esperado.

Para captar el impacto inmediato y un posible ajuste posterior, se analiza la reacción mediante ventanas alrededor de $t=0$. En este caso se consideran las ventanas (0, +1), (-1, +1) y (-2, +2) que permiten evaluar el efecto el día del informe, su extensión al día siguiente y la dinámica en un horizonte corto.

Como contraste adicional alineado con el objetivo de observar persistencia, se calcula también la evolución en horizontes posteriores (0, +3) y (0, +10) cuando los datos lo permiten, reportando siempre el tamaño muestral efectivo de cada ventana.

Para cada acción i y para el índice de mercado m (IBEX 35 *Total Return*), se calculan los rendimientos diarios a partir de los precios de cierre. Se emplean rendimientos simples para mantener consistencia con el tratamiento de series y facilitar interpretación en porcentajes:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1, R_{m,t} = \frac{M_t}{M_{t-1}} - 1$$

Donde $R_{i,t}$ es la rentabilidad diaria de la acción i en el día t , calculada con su precio de cierre ajustado $P_{i,t}$ y el del día anterior $P_{i,t-1}$. De igual forma, $R_{m,t}$ es la rentabilidad

diaria del mercado, obtenida a partir del nivel del IBEX 35 *Total Return* M_t y su valor del día previo M_{t-1} .

Para estimar el rendimiento “normal” o esperado de cada acción se utiliza un modelo de mercado estimado por MCO²¹ en una ventana de estimación de (-40, -11) sesiones hábiles respecto a $t = 0$ (30 observaciones). Esta elección responde al compromiso entre disponer de suficiente información previa por evento en un periodo acotado a 2024 y de mantener separación temporal para reducir la posible anticipación del evento (MacKinlay, 1997). El modelo estimado es:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

donde $R_{m,t}$ corresponde al rendimiento de dicho índice de referencia (IBEX 35 *Total Return*). Con los parámetros estimados $\hat{\alpha}_i$ y $\hat{\beta}_i$, el rendimiento anormal se define como:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t})$$

Esta medida permite aislar el efecto específico del informe del movimiento general del mercado, de modo que $AR_{i,t}$ recoge la parte de la variación del precio no atribuible a la evolución del IBEX.

Para capturar la persistencia del efecto, se calcula el rendimiento anormal acumulado en ventanas alrededor del evento:

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i,t}$$

La actividad de negociación se aproxima mediante el volumen relativo (RVOL), para evaluar si la publicación del informe se asocia con un aumento de atención y negociación. Para cada evento i , el volumen ‘normal’ se define como la media del volumen diario en la ventana previa (-40, -11), que se utiliza como ventana de referencia de

²¹ Mínimos Cuadrados Ordinarios

volumen (coincidente con la ventana de estimación empleada para el modelo de mercado):

$$RVOL_{i,t} = \frac{V_{i,t}}{\bar{V}_{i, [-40, -11]}}$$

Un valor $RVOL > 1$ indica una negociación superior a lo habitual. Adicionalmente, se calcula el promedio del volumen relativo (como media aritmética de $RVOL$) en ventanas como $(0, +1)$ para capturar la persistencia de la reacción.

En línea con las limitaciones habituales de los estudios de eventos, se aplican controles y criterios de limpieza para reducir sesgos de atribución. En primer lugar, se marca cada informe como potencialmente contaminado cuando su fecha cae dentro de ± 1 sesión de una publicación de resultados de la compañía (y, como contraste, se calcula también ± 2), de modo que el movimiento observado no se confunda con información fundamental ajena al informe. En segundo lugar, se identifica el solapamiento de eventos cuando varios informes sobre la misma empresa se publican en fechas muy próximas o en el mismo día, ya que puede existir interferencia informativa. Adicionalmente, se verifica la coherencia de fechas y la correcta alineación con días de negociación del índice y de las acciones, y se reporta el tamaño muestral efectivo por ventana, dado que las ventanas más largas requieren disponibilidad de datos posteriores.

Cabe señalar que, en los casos en que existe solapamiento, el diseño no permite aislar el efecto del informe analizado frente al de otras publicaciones simultáneas. En consecuencia, la variación de precio observada puede recoger el efecto conjunto de varios informes emitidos ese día, lo que constituye una limitación inherente al uso de datos diarios sin información sobre el orden intradía de publicación.

Finalmente, los AR , CAR y $RVOL$ se agregan por tipo de evento para comparar la reacción media entre categorías (por ejemplo, cambios de recomendación frente a revisiones de TP, o noticias negativas frente a positivas), y se complementan con análisis por banco emisor.

IV. RESULTADOS

A continuación, se presenta el bloque de resultados del estudio de eventos, estructurado para exponer primero la evidencia agregada y, después, su comparación por ventanas y submuestras relevantes en precio (AR/CAR) y actividad (RVOL). En cada tabla se informa el “n” efectivo por ventana, ya que los horizontes más largos requieren disponibilidad de datos posteriores y no todos los eventos son calculables en todos los casos.

La significatividad (estadística) se evalúa mediante un test “t”²² de una muestra, contrastando AR/CAR frente a 0 y RVOL frente a 1. Dado el contexto informativo de algunas fechas y la posible concurrencia de publicaciones, los resultados se interpretan principalmente como evidencia descriptiva.

1. Descriptivos de la muestra y de los eventos

La muestra está formada por 49 informes/eventos publicados durante 2024 sobre cinco compañías del IBEX 35 y emitidos por tres bancos de inversión. La distribución por entidad emisora es equilibrada: 18 eventos corresponden a Barclays, 18 eventos a J.P. Morgan y 13 eventos a Deutsche Bank. Por compañía, la cobertura queda repartida del siguiente modo: Inditex (12), Banco Santander (11), Iberdrola (9), Telefónica (9) y Repsol (8).

En términos de disponibilidad de datos para el estudio de eventos, el *benchmark* diario finaliza el 12/12/2024 en la descarga utilizada, por lo que un informe fechado el 23/12/2024 no permite calcular AR/CAR con la referencia de mercado. Por esta razón, el análisis econométrico en precio se reporta sobre 48 eventos calculables, y el tamaño muestral puede reducirse ligeramente en ventanas que requieren más días posteriores (por ejemplo, CAR (0, +10)).

²² Contrasta si la media poblacional es igual a un valor de referencia (0 para AR/CAR y 1 para RVOL).

Dado que los bancos emplean escalas heterogéneas, las recomendaciones se reclasifican en tres categorías comparables. Tras esta normalización, la muestra está dominada por recomendaciones intermedias: Neutral 27 (55,1%), Positiva 16 (32,7%) y Negativa 6 (12,2%).

Al comparar cada informe con el informe previo de la misma entidad sobre la misma empresa (cuando existe dentro del rango observado), se identifican cambios explícitos de recomendación en pocos casos: 2 *upgrades*, 3 *downgrades*, 30 sin cambio y 14 sin previo/no comparable. Este último grupo (“sin previo”) recoge eventos para los que no hay un informe anterior observable en la ventana disponible; por transparencia se mantiene como categoría propia, ya que puede reflejar iniciaciones/reanudaciones o simplemente ausencia de histórico en el archivo.

En cuanto al precio objetivo (TP), se clasifica la variación respecto al TP previo cuando es comparable. El reparto es: 17 *TP up*, 8 *TP down*, 9 sin cambio y 15 sin previo/no comparable (por ausencia de TP anterior o por no comparabilidad, por ejemplo, cuando la divisa impide construir un ΔTP homogéneo). Este patrón anticipa una limitación relevante: al segmentar por tipo de cambio de recomendación la potencia estadística será baja, mientras que la segmentación por revisiones de TP y por “sin previo” resulta más informativa en esta muestra.

Existen dos características del conjunto de eventos especialmente importantes para interpretar los resultados:

- Contaminación por resultados: 32 de 49 eventos (65,3%) ocurren dentro de ± 1 sesión de una publicación de resultados de la compañía. Esto implica que parte de la reacción observada puede estar impulsada por información fundamental (resultados) y no exclusivamente por el informe *sell-side*, por lo que se reportan resultados globales y una posterior distinción entre eventos contaminados y no contaminados.
- Solapamiento de informes: 33 de 49 eventos (67,3%) tienen lugar en días en los que más de un banco publica informe sobre la misma empresa (mismo día), lo cual sugiere que, en una fracción relevante de la muestra, el “día de evento” puede

recoger un entorno informativo más amplio y no una señal aislada de un único emisor.

Dado que los AR/CAR se estiman descontando el componente sistemático del mercado, se resume a continuación la beta estimada ($\hat{\beta}$) por compañía como contexto de su exposición al *benchmark*.

Tabla I. Beta estimada $\hat{\beta}$ por compañía

Compañía	Promedio de beta	N de beta
IBE	0,5171	9
ITX	0,9336	12
REP	0,3075	8
SAN	1,5465	11
TEF	0,5185	9
Total general	0,8162	49

Tabla de elaboración propia desde Excel

Como información complementaria, la Tabla I resume la beta estimada por compañía. Como se detalla en el marco teórico, β se obtiene por evento mediante el modelo de mercado y refleja la sensibilidad de la acción a los movimientos del benchmark (IBEX 35 *Total Return*). Por tanto, el “Promedio de beta” recoge la media de esas β en los eventos de cada compañía, y “N de beta” indica el número de eventos con β calculada.

A la vista de los resultados, se aprecia una dispersión clara entre compañías: Santander presenta la beta media más elevada (1,5465), mientras que Repsol muestra la más baja (0,3075), lo que sugiere perfiles de sensibilidad sistemática distintos dentro de la muestra. Además, el “N de beta” ayuda a contextualizar la lectura de los promedios: compañías con mayor número de eventos ofrecen una media más representativa en el periodo analizado. En términos interpretativos, betas superiores a 1 implican una sensibilidad mayor que el *benchmark*, mientras que betas inferiores a 1 son consistentes con un comportamiento relativamente más defensivo.

La siguiente figura refleja el *benchmark* (IBEX 35 *Total Return*) empleado en el modelo de mercado para estimar rendimientos esperados y calcular AR/CAR.



The BLOOMBERG PROFESSIONAL service, BLOOMBERG Data and BLOOMBERG Order Management Systems (the "Services") are owned and distributed locally by Bloomberg Finance L.P. ("BFLP") and its subsidiaries in all jurisdictions other than Argentina, Bermuda, China, India, Japan and Korea (the "BFLP Countries"). BFLP is a wholly-owned subsidiary of Bloomberg L.P. ("BLP"). BLP provides BFLP with all global marketing and operational support and service for the Services and distributes the Services either directly or through a non-BFLP subsidiary in the BFLP Countries. The Services include electronic trading and order routing services, which are available only to sophisticated institutional investors and only where necessary legal clearances have been obtained. BFLP, BLP and their affiliates do not provide investment advice or guarantee the accuracy of prices or information in the Services. Nothing on the Services shall constitute an offering of financial instruments by BFLP, BLP or their affiliates. BLOOMBERG, BLOOMBERG PROFESSIONAL, BLOOMBERG MARKET, BLOOMBERG NEWS, BLOOMBERG ANYWHERE, BLOOMBERG TRADEBOOK, BLOOMBERG BONDTRADER, BLOOMBERG TELEVISION, BLOOMBERG RADIO, BLOOMBERG PRESS and BLOOMBERG.COM are trademarks and service marks of BFLP, a Delaware limited partnership, or its subsidiaries.

Bloomberg @Charts

1 - 1

Figura I: Evolución del IBEX 35 Total Return en el periodo de estudio obtenida de Bloomberg

2. Efecto en precio y volumen por tipo de evento

Como contexto previo al estudio de eventos, se compara la evolución de una acción representativa de la muestra con el *benchmark* del mercado. La Figura II muestra la trayectoria de Repsol frente al IBEX 35 Total Return (series indexadas a 100). Esta comparación ilustra que la cotización de una acción puede divergir del mercado por múltiples factores y que, por tanto, para evaluar el impacto específico de la publicación de un informe *sell-side* es necesario ajustar por el movimiento general del mercado mediante rendimientos anormales (AR) y rendimientos anormales acumulados (CAR), tal como se aplica en el apartado siguiente.



The BLOOMBERG PROFESSIONAL service, BLOOMBERG Data and BLOOMBERG Order Management Systems (the "Services") are owned and distributed locally by Bloomberg Finance L.P. ("BFLP") and its subsidiaries in all jurisdictions other than Argentina, Bermuda, China, India, Japan and Korea (the "BFLP Countries"). BFLP is a wholly-owned subsidiary of Bloomberg L.P. ("BLP"). BLP provides BFLP with all global marketing and operational support and service for the Services and distributes the Services either directly or through a non-BFLP subsidiary in the BFLP Countries. The Services include electronic trading and order-routing services, which are available only to sophisticated institutional investors and only where necessary legal clearances have been obtained. BFLP, BLP and their affiliates do not provide investment advice or guarantee the accuracy of prices or information in the Services. Nothing on the Services shall constitute an offering of financial instruments by BFLP, BLP or their affiliates. BLOOMBERG, BLOOMBERG PROFESSIONAL, BLOOMBERG MARKET, BLOOMBERG NEWS, BLOOMBERG ANYWHERE, BLOOMBERG TRADEBOOK, BLOOMBERG BONDTRADER, BLOOMBERG TELEVISION, BLOOMBERG RADIO, BLOOMBERG PRICE and BLOOMBERG.COM are trademarks and service marks of BFLP, a Delaware limited partnership, or its subsidiaries.

Bloomberg @Charts

1 - 1

Figura II: Repsol vs IBEX 35 Total Return (base 100) obtenida de Bloomberg

2.1 Efecto medio global en precio (AR/CAR) y actividad (RVOL)

Al observar el conjunto de eventos, se aprecia un contraste claro: el volumen reacciona de forma sistemática, mientras que el precio no muestra una respuesta media consistente en el muy corto plazo.

Los resultados de precio se reportan mediante AR y CAR estimados con el modelo de mercado descrito en la Metodología (*benchmark: IBEX 35 Total Return*).

Tabla II. Efecto medio global en precio (medias de AR/CAR; contraste frente a 0)

Métrica	Media	N	P-valor
AR (0)	0,64%	49	0,0606
CAR (-1,+1)	0,33%	48	0,5745
CAR (-2,+2)	0,12%	48	0,8442
CAR (0,+1)	0,68%	48	0,1399
CAR (0,+10)	0,95%	48	0,1663
CAR (0,+3)	0,29%	48	0,5516

Tabla de elaboración propia desde Excel

En torno al día del informe, las medias sugieren un comportamiento irregular y con elevada dispersión entre eventos: el rendimiento anormal del propio día es $AR(0) = +0,64\%$, calculado sobre $n = 49$ eventos (donde n indica el número de informes para los que existe información suficiente) y con $p = 0,0606^{23}$, lo que indica que la media no difiere de 0 al 5% (aunque queda cerca del 10%). En términos sencillos, que el p-valor sea superior a 0,05 implica que no puede descartarse que la media observada sea compatible con un efecto nulo. Es decir, la variación registrada podría deberse al azar y no a un impacto sistemático de los informes sobre el precio.

De manera consistente, los rendimientos anormales acumulados en ventanas cortas tampoco se distinguen estadísticamente de cero: $CAR(0, +1) = 0,68\%$ ($n=48$; $p=0,1399$), $CAR(-1, +1) = +0,33\%$ ($n=48$; $p=0,5745$) y $CAR(-2, +2) = 0,12\%$ ($n=48$; $p=0,8442$); en estas expresiones, $CAR(\tau_1, \tau_2)$ agrega la reacción desde el día τ_1 hasta τ_2 alrededor del evento.

En términos prácticos, esto implica que, aunque existan casos individuales con movimientos relevantes, al promediar el conjunto de informes, la reacción inmediata en precio queda “diluida” y no puede afirmarse un efecto medio robusto en ventanas de hasta ± 2 sesiones.

Al ampliar el horizonte, el acumulado posterior sigue sin mostrar un efecto medio robusto: $CAR(0, +10) = 0,95\%$ ($n=48$; $p=0,1663$). En conjunto, los resultados sugieren que el impacto medio en precio, cuando se promedian todos los informes, es débil y muy sensible a la heterogeneidad entre eventos.

En volumen, la reacción se mide mediante volumen relativo (RVOL), definido como el cociente entre el volumen negociado en el evento y el volumen “normal” estimado en la ventana de referencia. Los resultados muestran un patrón mucho más estable que en precio.

²³ Los p-valores evalúan si la media es distinta del valor ‘sin efecto’. Para AR/CAR, ‘sin efecto’= 0. Para RVOL, ‘sin efecto’= 1 (volumen habitual). Por solapamientos y posible dependencia entre observaciones, los p-valores se interpretan como orientativos, y en submuestras pequeñas como descriptivos.

Tabla III. Efecto medio global en volumen (RVOL; contraste frente a 1)

Métrica	Media	N	P-valor
RVOL (0)	1,59x	48	0,00024
RVOL medio (0,+1)	1,36x	48	0,00034
RVOL medio (0,+10)	1,10x	48	0,03629
RVOL medio (0,+3)	1,22x	48	0,00326

Tabla de elaboración propia desde Excel

El volumen relativo del día del informe aumenta de forma clara, con RVOL (0) = 1,59× (n=48; p=0,00024), lo que implica que, en promedio, se negocia un 59% más que en un día habitual y que ese incremento es estadísticamente significativo.

Este efecto persiste en el corto plazo, aunque con intensidad decreciente: el promedio en (0, +1) es RVOL medio (0, +1) = 1,36× (n=48; p=0,00034) y en (0, +3) es RVOL medio (0, +3) = 1,22× (n=48; p=0,00326), lo que sugiere que el pico de actividad se concentra alrededor del evento y se va normalizando conforme pasan las sesiones.

En un horizonte más largo, el efecto se atenúa, pero no desaparece: RVOL medio (0, +10) = 1,10× (n=48; p=0,03629), lo que indica que, en promedio, el volumen sigue por encima de lo normal durante el periodo posterior, aunque con un incremento reducido.

En conjunto, estos valores indican que, aunque el precio no muestre una dirección media clara en ventanas cortas, la publicación de informes se asocia de manera consistente con un aumento del volumen de negociación, especialmente en el propio día del informe y en las sesiones inmediatamente posteriores.

2.2 Resultados por cambios de recomendación

Tabla IV. Resultados por cambios de recomendación (*rating events*)

Recomendación	N	Promedio de CAR_0_1	Promedio de CAR_0_10	Promedio de RVOL_t0
Downgrade	3	0,42%	2,32%	0,735460624
Sin cambio	30	0,82%	0,77%	1,539029219
Sin previo / no comparable	14	0,40%	0,51%	1,795696208
Upgrade	2	0,62%	4,11%	1,315684109
Total general	49	0,66%	0,93%	1,55404844

Tabla de elaboración propia desde Excel

Los resultados indican que, en esta muestra, los cambios explícitos de recomendación son relativamente poco frecuentes: solo se observan 2 mejoras y 3 rebajas de recomendación, frente a 30 informes sin cambio y 14 casos sin antecedente comparable (debido a la muestra obtenida). En términos de precio, las diferencias medias de corto plazo son moderadas: el CAR (0, +1) se sitúa entre 0,40% y 0,82% según categoría, con el grupo “sin cambio” mostrando el mayor CAR (0, +1) medio (0,82%). En horizontes más amplios, los *upgrades* presentan un CAR (0, +10) relativamente superior (4,11%), aunque este resultado debe interpretarse con cautela por el tamaño muestral muy reducido (n=2), que lo hace sensible a episodios individuales.

En volumen, el patrón más claro aparece en la actividad: los informes sin previo/no comparable registran un RVOL (0) medio de 1,80×, por encima de los demás grupos, lo que sugiere que los episodios en los que no hay referencia previa comparable tienden a coincidir con mayor atención del mercado.

En conjunto, estos resultados apuntan a que, más que el “cambio de rating” en sí (escaso en la muestra), la reacción en volumen parece asociarse a la intensidad informativa del informe, mientras que las diferencias en CAR por categoría de recomendación son en media contenidas.

2.3 Resultados por revisiones de precio objetivo (TP)

Tabla V. Resultados por revisiones de precio objetivo (TP)

Revisión TP	N	Promedio de CAR_0_1	Promedio de CAR_0_10	Promedio de RVOL_t0
Sin previo / no comparable	15	0,21%	0,23%	1,770044457
TP down	8	0,24%	1,68%	1,046652396
TP sin cambio	9	0,27%	0,11%	1,597382642
TP up	17	1,48%	1,63%	1,579296693
Total general	49	0,66%	0,93%	1,55404844

Tabla de elaboración propia desde Excel

La tabla muestra que las revisiones al alza del precio objetivo (*TP up*) concentran la reacción media más visible en el corto plazo: estos eventos (n=17) presentan un CAR (0, +1) medio del 1,48%, claramente superior al observado en el resto de categorías ($\approx 0,21\%$ – $0,27\%$). Este patrón es consistente con una idea sencilla: las revisiones al alza del precio

objetivo funcionan como una señal positiva fácil de interpretar (“mejoran las perspectivas”), actualizan las expectativas del mercado y pueden dar lugar a ajustes relativamente rápidos del precio en el muy corto plazo.

En horizontes más amplios, la diferencia se modera: el CAR (0, +10) se sitúa en torno a 1,63% para *TP up* y 1,68% para *TP down* (n=8), mientras que los grupos “sin previo/no comparable” (n=15) y “TP sin cambio” (n=9) muestran efectos medios muy reducidos ($\approx 0,11\%$ – $0,23\%$).

En actividad, el volumen anormal (RVOL) es elevado en todos los grupos, pero destaca especialmente el grupo sin previo/no comparable (RVOL (0) = $1,77\times$), lo que sugiere que la ausencia de un antecedente comparable puede coincidir con episodios de mayor atención o incertidumbre informativa.

Este grupo de resultados apuntan a que las revisiones al alza del TP son el tipo de señal que, en media, genera una reacción más consistente en el precio en el muy corto plazo, mientras que en ventanas más largas las diferencias entre categorías se estrechan y el volumen tiende a reflejar un componente adicional de “intensidad informativa” más allá del signo de la revisión. En este sentido, el volumen parece reaccionar no solo al contenido direccional de la revisión, sino también al grado de sorpresa o atención que acompaña a la publicación del informe.

2.4 Noticias negativas vs positivas: intensidad asimétrica

Tabla VI. Intensidad de la reacción en precio según el signo del evento

Reacciones	CAR_0_1 (absoluto)	N
Negativos	3,53%	6
Positivos	2,38%	16
Total general	2,70%	22

Tabla de elaboración propia desde Excel

La Tabla V muestra evidencia de asimetría en la intensidad de la reacción cuando se clasifica el evento por el signo de la recomendación. En promedio, los eventos negativos (n=6) generan una magnitud de reacción en precio superior, con un

|CAR (0, +1)| medio del 3,53%, frente al 2,38% en los eventos positivos (n=16). Este patrón es coherente con la idea de que las señales desfavorables (rebajas de recomendación) tienden a provocar ajustes más bruscos en el corto plazo, bien por mayor sorpresa informativa, bien por la presencia de fricciones (aversión a pérdidas, ventas forzadas o mayor atención del mercado a noticias negativas).

Dicho esto, el tamaño muestral de eventos negativos es reducido (n=6), por lo que la comparación debe interpretarse con cautela: la diferencia en magnitudes puede estar influida por unos pocos episodios especialmente intensos. En conjunto, el resultado sugiere que, aun cuando la reacción media agregada pueda ser moderada, la “intensidad” del movimiento es mayor en eventos de signo negativo, lo que refuerza la conveniencia de analizar no solo el signo del CAR, sino también su magnitud absoluta para captar efectos asimétricos.

2.5 Contaminación por resultados

Tabla VII. Robustez: eventos contaminados por resultados vs no contaminados (± 1 sesión)

Evento	N	Promedio de CAR_0_1	Promedio de CAR_0_10	Promedio de RVOL_t0
Contaminado	32	0,76%	1,07%	1,868252572
No contaminado	17	0,47%	0,65%	0,962605368
Total general	49	0,66%	0,93%	1,55404844

Tabla de elaboración propia desde Excel

La presente tabla sugiere un patrón muy claro: la actividad (volumen) reacciona mucho más cuando el evento coincide con periodo de resultados, mientras que el efecto medio en precios (CAR) cambia poco.

En concreto, los eventos contaminados (n=32) presentan un RVOL (0) medio de 1,87×, frente a 0,96× en los no contaminados (n=17). Es decir, alrededor de resultados, la negociación se intensifica de forma notable (casi el doble), lo que es coherente con un entorno informativo “cargado” en el que llegan simultáneamente varias señales al mercado (resultados + informe del analista), elevando la atención y el volumen.

En cuanto al precio, el impacto medio es ligeramente mayor en los contaminados, pero no de forma extrema: $CAR(0, +1) = 0,76\%$ vs $0,47\%$ y $CAR(0, +10) = 1,07\%$ vs $0,65\%$. Esto apunta a que, aunque en torno a resultados haya más movimiento y más “ruido informativo”, la reacción media en rentabilidades anormales atribuible al evento no se dispara, sino que se mantiene en magnitudes moderadas y del mismo signo.

Desde el punto de vista metodológico, estos resultados refuerzan la idea de que la contaminación por resultados es relevante sobre todo para medidas de actividad (volumen) y, en menor medida, para el promedio de CAR. Por ello, es conveniente reportar el contraste “contaminado vs no contaminado” como robustez, y advertir que en los días cercanos a resultados el volumen puede estar capturando tanto el efecto del informe como el efecto del propio anuncio de resultados.

3. Heterogeneidad por banco

3.1 Diferencias en la reacción media por emisor

Tabla VIII. Impacto medio según el banco

Banco	Promedio de AR_t0	Promedio de CAR_0_1	Promedio de CAR_0_3	Promedio de RVOL_t0	N
Barclays	0,38%	0,06%	-0,17%	1,469770945	18
Deutsche Bank	0,81%	1,16%	0,64%	1,766289981	13
J.P. Morgan	0,78%	0,91%	0,49%	1,485040378	18
Total general	0,64%	0,66%	0,29%	1,55404844	49

Tabla de elaboración propia desde Excel

En dicho análisis se separan los resultados por banco para comprobar si, de media, la reacción del mercado en precio (rendimientos anormales) y en volumen (volumen relativo) cambia según quién publica cada informe.

En términos de precio, la reacción media en el día del evento es positiva en los tres grupos, aunque más elevada en Deutsche Bank (0,81%) y J.P. Morgan (0,78%) que en Barclays (0,38%). En la ventana inmediata posterior, el patrón se mantiene: $CAR(0, +1)$ es mayor para Deutsche Bank (1,16%) y J.P. Morgan (0,91%), mientras que para Barclays es prácticamente nulo (0,06%). En $CAR(0, +3)$, Barclays presenta una media negativa (-0,17%) frente a medias positivas en Deutsche Bank (0,64%) y J.P. Morgan (0,49%).

Esto sugiere que, en esta muestra, los informes asociados a Deutsche Bank y J.P. Morgan tienden a coincidir con una reacción media de precio más apreciable en el muy corto plazo, mientras que en Barclays la respuesta media es más débil y se desvanece rápidamente. Sin embargo, estas diferencias deberían interpretarse con cautela debido a la desigualdad en el tamaño muestral (N=18, 13 y 18 respectivamente) y por la posible variación en la composición y el contexto de los eventos (tipo de recomendación, entorno informativo y solapamientos que pueden inducir reacciones idénticas para varias entidades).

En cualquier caso, la heterogeneidad es más visible en volumen que en precio. Aunque las medias de CAR a corto plazo son moderadas y sensibles a contaminación por resultados y solapamientos, el volumen relativo muestra un patrón más estable: RVOL (0) > 1 para los tres bancos, y Deutsche Bank presenta el mayor RVOL medio (aprox. 1,77×, frente a 1,47× en Barclays y 1,49× en J.P. Morgan), lo que sugiere una mayor concentración de actividad en torno a sus informes. Interpretativamente, estas diferencias en volumen pueden reflejar la visibilidad o capacidad de generar atención del informe, pero también la mezcla de contextos en los que cada banco tiende a publicar.

En términos generales, estos resultados se presentan como evidencia descriptiva y se complementan con la partición contaminado vs. no contaminado para evitar atribuir al emisor efectos que provienen del entorno de publicación. Un punto relevante es que un mayor RVOL asociado a un emisor no implica necesariamente una mayor reacción media en precio: el volumen captura principalmente intensidad informativa y ejecución de órdenes, mientras que el ajuste en precio depende en mayor medida del contenido, el contexto y los solapamientos con otras noticias.

3.2 Relación Upside–Reacción

Tabla IX. Relación entre Upside y Reacción

Relación entre Upside y Reacción	Promedio de AR_t0	Promedio de CAR_0_1	Promedio de CAR_0_10	Promedio de RVOL_t0	N
<0%	1,60%	2,16%	2,30%	1,923711571	18
>20%	-0,19%	0,03%	0,49%	1,22602413	11
0–10%	-0,73%	-1,04%	-0,37%	1,511999562	9
10–20%	0,98%	0,16%	0,11%	1,456509443	9
NO UPSIDE	1,26%	0,67%	0,57%	0,659359409	2
Total general	0,64%	0,66%	0,93%	1,55404844	49

Tabla de elaboración propia desde Excel

La tabla analiza si la “intensidad” de la señal del analista, aproximada por el *upside* implícito del precio objetivo, se asocia a una reacción más fuerte del mercado. Los resultados en ventanas muy cortas sugieren que la relación no es monótona: los informes con *upside* negativo ($<0\%$) muestran, en promedio, un CAR (0, +1) elevado (2,16%) y también el mayor incremento de volumen (RVOL (0) =1,92), lo que es coherente con que señales negativas o revisiones a la baja concentren más atención e induzcan ajustes rápidos. En cambio, el grupo de *upside* $>20\%$ presenta un CAR (0,+1) prácticamente nulo (0,03%) y un AR (0) ligeramente negativo (-0,19%), lo que indica que un *upside* alto no garantiza una reacción positiva inmediata, posiblemente por menor sorpresa, información ya incorporada o por el contexto de publicación.

En volumen, todos los grupos con *upside* disponible registran RVOL (0) > 1 , reforzando que los informes tienden a aumentar la actividad incluso cuando el impacto medio en precio no sigue un patrón uniforme. El grupo “NO UPSIDE” (N=2) debe interpretarse con cautela debido a su reducido tamaño muestral y se mantiene únicamente con el fin de no perder observaciones.

3.3 “Quién acierta más”

Tabla X. Evaluación ex post

Banco	N	Acierto %
Barclays	9	33,33%
Deutsche Bank	4	75,00%
J.P. Morgan	9	11,11%
Total general	22	31,82%

Tabla de elaboración propia desde Excel

Bajo una evaluación *ex post* y verificable del “acierto” en sentido direccional, se adopta un criterio coherente con el estudio de eventos: un informe se considera acertado cuando el signo de la señal implícita en la recomendación normalizada coincide con el signo del CAR (0, +10). En concreto, a las recomendaciones Positivas se les asigna un signo esperado positivo y a las Negativas un signo esperado negativo, y se define acierto si $\text{Signo Esperado} \times \text{CAR}(0, +10) > 0$. Las recomendaciones Neutrales se excluyen de este ejercicio por no incorporar una dirección clara; por ello, el análisis se realiza sobre un N efectivo de 22 observaciones (de 49 eventos totales), y la métrica debe interpretarse

como una aproximación que capta la coherencia de signo, no la magnitud del impacto ni el cumplimiento de un precio objetivo.

Los resultados muestran diferencias entre bancos: Deutsche Bank presenta la mayor tasa de acierto observada (75%, $n=4$), seguida de Barclays (33,31%, $n=9$) y J.P. Morgan (11,11%, $n=9$). Sin embargo, como se ha mencionado antes, dichas comparaciones deben interpretarse con precaución por dos motivos. Primero, el tamaño muestral por banco es reducido, especialmente en Deutsche Bank ($n=4$), lo que hace que los porcentajes sean sensibles a pocos episodios individuales. Segundo, el CAR dentro de la ventana (0, +10) puede estar influido por noticias simultáneas, por lo que la medida no permite atribuir causalidad exclusiva al informe.

En consecuencia, este ejercicio se interpreta como un indicador aproximado de coherencia direccional entre recomendación y reacción posterior, útil para complementar el análisis principal de AR/CAR y RVOL, pero no como una medida definitiva de “calidad” predictiva de los informes.

V. CONCLUSIONES

Este trabajo examina la reacción del mercado ante la publicación de 49 informes *sell-side* emitidos en 2024 por Barclays, J.P. Morgan y Deutsche Bank sobre Banco Santander, Iberdrola, Inditex, Repsol y Telefónica, utilizando como *benchmark* el IBEX 35 *Total Return*. Mediante un estudio de eventos en frecuencia diaria, se estiman rendimientos anormales (AR) y acumulados (CAR) con un modelo de mercado y se analiza la actividad mediante volumen relativo (RVOL) respecto a una ventana de referencia previa.

El hallazgo principal es que la respuesta del mercado se manifiesta de forma más consistente en volumen que en precio. En torno al día del evento, el RVOL aumenta de manera sistemática y se normaliza gradualmente al ampliar el horizonte posterior. En cambio, al agregar todos los eventos, la evidencia en AR/CAR es más heterogénea y no muestra una dirección media estable en ventanas cortas, lo que sugiere que el ajuste en precios depende del contenido de la señal y del contexto informativo de publicación.

Las divisiones por tipo de evento refuerzan esta lectura. Las revisiones de precio objetivo muestran patrones más interpretables que los cambios explícitos de recomendación, cuya evaluación queda limitada por tamaños muestrales reducidos. La comparación entre señales negativas y positivas apunta a asimetría en intensidad en el corto plazo, y la evaluación *ex post* (“quién acierta más”) ofrece una aproximación verificable a la direccionalidad de las recomendaciones, con alcance principalmente descriptivo.

La interpretación está condicionada por limitaciones del diseño y de la muestra. Hay algunas subcategorías con N muy bajo (por ejemplo, mejoras $n=2$, rebajas de recomendación $n=3$), elevada coincidencia de eventos con resultados (contaminación) y solapamientos en la misma sesión que generan agrupaciones informativas con reacciones idénticas, lo que afecta especialmente a las comparaciones por banco. Al trabajar con datos diarios, no se separan con precisión reacciones intradía de ajustes dentro de la sesión. En particular, dado que los analistas suelen revisar sus valoraciones en torno a la publicación de resultados u otros eventos corporativos, es habitual que varios informes sobre una misma compañía se publiquen el mismo día. En esos casos, la variación de precio atribuida al evento no puede interpretarse como el efecto aislado de un único

informe, lo que limita las conclusiones sobre la capacidad informativa individual de cada publicación.

En conjunto, los resultados sugieren que, en el contexto analizado, el *research sell-side* se asocia de forma más clara con incrementos de negociación que con un impacto medio estable en precio, y que la heterogeneidad observada exige una lectura prudente ante la coincidencia de información y el solapamiento temporal de publicaciones.

Los gráficos y la base completa de eventos y variables calculadas se incluyen en el Anexo. El uso de herramientas de inteligencia artificial generativa en la elaboración de este trabajo se detalla al final del documento.

VI. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Los resultados obtenidos en este trabajo sugieren diversas líneas de desarrollo que podrían reforzar la solidez de las conclusiones y ampliar el alcance del análisis.

En primer lugar, el uso de datos intradía permitiría identificar con mayor precisión el momento en que la información se incorpora al precio, superando la limitación inherente de la frecuencia diaria, que no permite distinguir entre reacciones previas o posteriores al cierre de la sesión.

En segundo lugar, una ampliación de la muestra, tanto en número de compañías (abarcar el conjunto del IBEX 35), como en el horizonte temporal analizado, aumentaría la potencia estadística del estudio, especialmente en aquellas subcategorías con un número reducido de observaciones, como los cambios explícitos de recomendación.

En tercer lugar, el elevado grado de solapamiento detectado en la muestra (67,3% de los eventos) pone de manifiesto la conveniencia de emplear diseños que permitan aislar mejor el efecto individual de cada informe, ya sea mediante modelos con efectos fijos por empresa o, cuando la información esté disponible, a través de la identificación de la hora exacta de publicación.

En cuarto lugar, el marco regulatorio europeo ofrece una extensión especialmente relevante: comparar la reacción del mercado antes y después de la entrada en vigor de MiFID II en 2018 permitiría evaluar en qué medida el proceso de separación de cobros ha alterado el impacto informativo del *sell-side research* en el mercado español.

En quinto lugar, un análisis desagregado por sectores permitiría determinar si la intensidad de la reacción varía de forma sistemática entre industrias, dado que las compañías incluidas en la muestra pertenecen a sectores con dinámicas informativas distintas.

En sexto lugar, ampliar el horizonte de evaluación *ex post* a seis o doce meses permitiría analizar con mayor rigor la capacidad predictiva de los precios objetivo y valorar qué características del informe (banco emisor, magnitud de la revisión o el tipo de evento) se asocian con un mayor grado de acierto en el largo plazo.

Por último, aunque el análisis se basa en un modelo de mercado con el IBEX 35 Total Return como referencia, futuras investigaciones podrían complementar este planteamiento mediante metodologías alternativas, como un enfoque *benchmark-adjusted* o el uso de grupos de empresas comparables, con el propósito de contrastar la robustez de los resultados obtenidos.

Declaración de uso de herramientas de Inteligencia Artificial Generativa

Por la presente, yo, Laura Roquero Alvendín, estudiante de Administración y Dirección de Empresas y Relaciones Internacionales de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado “Efectos de los informes financieros de los bancos de inversión sobre las cotizaciones de las empresas del IBEX 35”, declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
3. **Metodólogo:** Para descubrir métodos aplicables a problemas específicos de investigación.
4. **Interpretador de código:** Para realizar análisis de datos preliminares.
5. **Estudios multidisciplinarios:** Para comprender perspectivas de otras comunidades sobre temas de naturaleza multidisciplinar.
6. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
7. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
8. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he

explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 18 marzo 2026

Firma: Laura Roquero Alvendín

VII. BIBLIOGRAFÍA

- Al, J. G. (31 de marzo de 2022). *The Asymmetric Mispricing Information in Analysts' Target Prices*. Harvard Business School. Obtenido de https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/GHS%20RAST_manuscript_20220411_d23e925c-08fc-4916-9edb-ff40f9eb9ec4.pdf
- Al, M. T. (abril de 2012). *Do Sell-Side Analysts Exhibit Differential Target Price Forecasting Ability?* Obtenido de https://ideas.repec.org/a/spr/reaccs/v18y2013i4d10.1007_s11142-012-9216-5.html?
- Al, N. J. (2004). *Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?* The journal of finance.
- Alon Brav, R. L. (2003). *An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short-term Informativeness and Long-term Dynamics*. The Journal of Finance.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (abril de 1986). *Science Direct*. Obtenido de <https://pdf.sciencedirectassets.com/271671/1-s2.0-S0304405X00X01651/1-s2.0-0304405X86900656/main.pdf?X-Amz-Security-Token=IQoJb3JpZ2luX2VjEBAaCXVzLWVhc3QtMSJHMEUCIQCrI%2FYBxRO0ZbmOsqAmc63n8Irzqex2iRY2PMetI4f3SQIgLDAlSkhgjQrNWwT%2F8p4SUXbZyxgwAxV1IsQHRb73r>
- Amzallag, A. d. (2020). *ESMA*. Obtenido de https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/trv_2020_2-mifid_ii_research_unbundling_first_evidence.pdf
- Anna Agapova, U. F. (2023). *Analysts' Institutional Client Catering and Reputation Tradeoff: Strategic Timing of Recommendations*.
- BBVA. (s.f.). Obtenido de <https://www.bbva.es/diccionario-economico/c/coeficiente-beta.html#:~:text=Es%20el%20coeficiente%20que%20indica,uno%20se%20le%20denomina%20defensivo.>
- Bestinver. (s.f.). Obtenido de <https://www.bestinver.es/terminos/free-float-capital-flotante/#:~:text=El%20free%20float%2C%20tambi%C3%A9n%20conocido%20como%20capital,est%C3%A1n%20restringidas%20a%20personas%20con%20informaci%C3%B3n%20privilegiada.>

- BME. (s.f.). Obtenido de <https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/es/Preguntas-Frecuentes/que-es-ibex-35?>
- BME. (septiembre de 2025). Obtenido de <https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/docsSubidos/Indices/Regulacion/Normas-tecnicas-composicion-calculo-indices-IBEX-estrategia-acciones.pdf>
- BME. (2025). Obtenido de <https://www.bolsasymercados.es/dam/descargas/informes-de-mercado/informe-mercado-bme-2025-es.pdf>
- Bradshaw, M. T. (junio de 2011). *Boston College*. Obtenido de <https://tevgeniou.github.io/EquityRiskFactors/bibliography/AnalystsReview.pdf>
- Burns, R. (s.f.). *IG*. Obtenido de <https://www.ig.com/es/estrategias-de-trading/indicador-de-volumen-relativo--que-es-y-como-funciona-240225#que>
- CFA Institute. (septiembre de 2020). Obtenido de <https://www.cfainstitute.org/sites/default/files/-/media/documents/support/research-challenge/challenge/rc-equity-research-report-essentials.pdf?>
- CNMV. (s.f.). Obtenido de <https://www.cnmv.es/portal/inversor/glosario?id=0&term=Bid%20price,%20Ask%20price&idlang=1&lang=es#:~:text=Búsqueda%20rápida&text=Son%20los%20precios%20de%20demanda,Ver%20Spread.>
- CNMV. (2018). Obtenido de https://www.cnmv.es/portal/mifidii_mifir/mapamifid?lang=es
- CNMV. (mayo de 2025). Obtenido de https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_I_2025_ES_vf.pdf
- García-Blandón, J. e. (2012). *La reacción del mercado de valores español a las revisiones de las recomendaciones de los analistas financieros*. Revista Española de Financiación y Contabilidad.
- L.Womack, K. (marzo de 1996). *Journal of Finance*. Obtenido de <https://www.andreisimonov.com/4106/pdf/womackJF96.pdf>
- MacKinlay, C. (marzo de 1997). *Boston University*. Obtenido de <https://www.bu.edu/econ/files/2011/01/MacKinlay-1996-Event-Studies-in-Economics-and-Finance.pdf?>

- Narasimhan Jegadeesh, W. K. (2006). *Do Analysts Herd? An Analysis of Recommendations and Market Reactions*. SSRN.
- Odean, B. M. (24 de diciembre de 2007). *Berkeley*. Obtenido de https://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers%20current%20versions/allthatglitters_rfs_2008.pdf
- Pictet Asset Management. (agosto de 2025). Obtenido de <https://am.pictet.com/pictetparati/guia-de-finanzas/2025/que-es-la-volatilidad-financiera-como-se-calcula#:~:text=Volatilidad%20implícita:%20lo%20que%20el,incertidumbre%20futura%20entre%20los%20inversores>.
- Roni Michaely, K. L. (1999). *Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations*. Review of Financial Studies.
- S.Kyle, A. (noviembre de 1985). *JSTOR*. Obtenido de <https://people.duke.edu/~qc2/BA532/1985%20EMA%20Kyle.pdf>
- Sharpe, W. F. (10 de septiembre de 1964). *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. The Journal of Finance. Obtenido de <https://universidadeuropea.com/blog/capm/#que-es-el-capm-capital-asset-pricing-model-en-finanzas>
- Vipond, T. (21 de octubre de 2025). *CFI*. Obtenido de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/equity-research-report/>

VIII. ANEXOS

El Anexo incluye partes del archivo del Excel “Maestro”, que recoge la base completa de eventos (49 informes) y el conjunto de variables calculadas para el estudio de eventos.

Para cada evento se incorporan los datos de identificación (fecha, *ticker*, banco y descripción), la clasificación de la señal (recomendación y recomendación normalizada, cambios de rating cuando aplica, revisiones de precio objetivo, *upside*) y los indicadores de control (contaminación por resultados y solapamiento temporal).

Tabla A1. Base de eventos completa (49 informes). Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

Fecha_informe	Ticker	Banco	Evento	Recomendación	Recomendación normalizada	Signo evento	TP	TP	Precio_10	M_0	Upside_Final	P_minus1	M_minus1	R_1_10	R_m_10	alpha	beta
7-3-2024	IBE	Barclays	Auncio OPA minoritarios Avangrid	Equal Weight	Neutral	Neutral	€12.30	12.3	11.1	34608.6	10.81%	10.815	34198.2	2.64%			
7-3-2024	IBE	J. P. Morgan	Iberdrola lanza oferta para excluir de bolsa a Avangrid (\$34.25 por acción)	Underweight (AGR)	Negativa	Negativa			11.1	34608.6		10.815	34198.2	2.64%	1.20%	0.002064	0.630609
13-3-2024	ITX	Barclays	Resultados 4Q/FY23 en línea, dividido +28%	Equal Weight	Neutral	Neutral	€39.00	39.00	44.26	35416.4	-11.88%	41.08	34841	7.74%	1.65%	0.00144	1.188251
13-3-2024	ITX	Deutsche Bank	Resultados FY23 / 4Q23: fuerte año, mayor capex y valoración exigente	Sell	Negativa	Negativos	€35.00	35.00	44.26	35416.4	-20.92%	41.08	34841	7.74%	1.65%	0.00144	1.188251
13-3-2024	ITX	J. P. Morgan	Resultados 4Q23: mixtos, pero trading actual mejor de lo esperado	Overweight	Positiva	Positivos	€42.00	42.00	44.26	35416.4	-5.11%	41.08	34841	7.74%	1.65%	0.00144	1.188251
21-3-2024	IBE	Deutsche Bank	CMD: nueva guía 2023-26, guidance por encima de consenso	Hold	Neutral	Neutral	€11.00	11.00	11.125	36446.2	-1.12%	11.075	36060.5	0.45%	1.07%	0.001137	0.307475
10-4-2024	REP	Barclays	Resultados 1Q24: muy buen inicio de año, downstream mejor de lo esperado	Overweight	Positiva	Positivos	€25.00	25.00	15.66	36444.4	59.64%	15.8	36583.2	-0.89%	-0.38%	0.002585	0.274268
25-4-2024	REP	J. P. Morgan	Resultados 1Q24: EPS +6% vs consenso, cash fuerte	Overweight	Positiva	Positivos	€17.50	17.50	15.005	37168.7	16.63%	15.01	37318	-0.03%	-0.40%	0.002437	0.005208
30-4-2024	SAN	Barclays	Resultados 1Q24: +16% ROTe en línea con guidance, España y EE. UU. fuertes	Overweight	Positiva	Positivos	€5.40	5.4	4.573	36920.8	18.08%	4.7505	37759.1	-3.74%	-2.22%	0.001778	1.316604
30-4-2024	SAN	Deutsche Bank	Resultados 1Q24: sólidos pero sin catalizadores claros; guidance reterada	Buy	Positiva	Positivos	€4.85	4.85	4.573	36920.8	6.06%	4.7505	37759.1	-3.74%	-2.22%	0.001778	1.316604
30-4-2024	SAN	J. P. Morgan	Resultados 1Q24 en línea; guidance FY24 reterada, sin catalizadores	Neutral	Neutral	Neutral	€5.00	5	4.573	36920.8	9.34%	4.7505	37759.1	-3.74%	-2.22%	0.001778	1.316604
9-5-2024	TEF	Barclays	Resultados 1Q24: beat a nivel grupo, debilidad en España y FCF	Equal Weight	Neutral	Neutral	€4.70	4.7	4.159	37648.4	13.01%	4.188	37999.1	-0.69%	-0.92%	0.000586	0.696992
9-5-2024	TEF	Deutsche Bank	Resultados 1Q24: EBITDA en línea, EBITDAat más débil; MOU con DIGI	Hold	Neutral	Neutral	€4.30	4.3	4.159	37648.4	3.39%	4.188	37999.1	-0.69%	-0.92%	0.000586	0.696992
9-5-2024	TEF	J. P. Morgan	Resultados 1Q24: ingresos por encima, EBITDA en línea, FCF débil	Neutral	Neutral	Neutral	€3.50	3.5	4.159	37648.4	-15.85%	4.188	37999.1	-0.69%	-0.92%	0.000586	0.696992
5-6-2024	ITX	Barclays	Resultados 1Q24 mejores de lo esperado	Equal Weight	Neutral	Neutral	€39.00	39	45.57	38714.6	-14.42%	43.93	38487	3.73%	0.59%	0.002971	1.13451
5-6-2024	ITX	Deutsche Bank	Resultados 1Q24: EBIT +2% vs consenso, buen trading	Sell	Negativa	Negativos	€37.00	37	45.57	38714.6	-18.81%	43.93	38487	3.73%	0.59%	0.002971	1.13451
5-6-2024	ITX	J. P. Morgan	Resultados 1Q24: trading actual muy superior a lo esperado	Overweight	Positiva	Positivos	€48.00	48	45.57	38714.6	5.33%	43.93	38487	3.73%	0.59%	0.002971	1.13451
14-6-2024	IBE	Barclays	Earnings forecast change por fuerte producción hidroeléctrica	Equal Weight	Neutral	Neutral	€12.30	12.3	12.125	37484.8	1.44%	12.19	37736.5	-0.53%	-0.67%	0.000638	0.778801
10-7-2024	REP	Barclays	Resultados 2Q24: recorte de estimaciones por menor rentabilidad downstream	Overweight	Positiva	Positivos	€25.00	25	13.99	38150.9	78.70%	13.76	37555.5	1.67%	1.59%	-5.78E-05	0.253279
16-7-2024	IBE	J. P. Morgan	H1 preview: posible nueva subida de guidance 2024	Neutral	Neutral	Neutral	€12.60	12.6	11.77	38215.9	7.05%	11.83	38397	-0.51%	-0.47%	0.000683	0.774718
24-7-2024	REP	J. P. Morgan	Resultados 2Q24: beat vs consenso; foco en refinig y cash return	Overweight	Positiva	Positivos	€18.50	18.5	13.24	38633.2	39.73%	13.27	38642.4	-0.23%	-0.02%	0.002983	0.207668
24-7-2024	SAN	Deutsche Bank	Resultados 2Q24: sólidos, ligera mejora de objetivos FY24	Buy	Positiva	Positivos	€5.45	5.45	4.705	38633.2	15.83%	4.5665	38642.4	3.03%	-0.02%	0.001513	1.482474
24-7-2024	SAN	J. P. Morgan	Resultados 2Q24: mejora de guidance, capital sólido	Neutral	Neutral	Neutral	€5.30	5.3	4.705	38633.2	12.65%	4.5665	38642.4	3.03%	-0.02%	0.001513	1.482474
25-7-2024	SAN	Barclays	Resultados 2Q24 confirman visión positiva; mejora capital y costes	Overweight	Positiva	Positivos	€6.00	6	4.554	38411.2	31.75%	4.705	38633.2	-3.21%	-0.57%	0.001511	1.520621
31-7-2024	TEF	Barclays	Resultados 2Q24: beat mixto, dudas sobre FCF; guidance reterada	Equal Weight	Neutral	Neutral	€4.60	4.6	4.179	38139.9	10.07%	4.21	38613.9	-0.74%	-1.23%	0.003788	0.508468
31-7-2024	TEF	Deutsche Bank	Resultados 2Q24: EBITDAat y FCF por debajo; debilidad en España	Sell	Negativa	Negativos	€3.20	3.2	4.179	38139.9	-23.43%	4.21	38613.9	-0.74%	-1.23%	0.003788	0.508468
31-7-2024	TEF	J. P. Morgan	Resultados 2Q24: fuerte beat en ingresos (Argentina), EBITDAat, algo por debajo	Neutral	Neutral	Neutral	€3.60	3.6	4.179	38139.9	-13.85%	4.21	38613.9	-0.74%	-1.23%	0.003788	0.508468
9-8-2024	REP	Barclays	Model update 3Q24: fuerte recorte de EBIT por márgenes y menor producción	Overweight	Positiva	Positivos	€18.00	18	11.81	38870.2	52.41%	11.725	38526.2	0.72%	0.88%	0.002988	0.710599
11-9-2024	ITX	Barclays	Resultados 2Q/H1/24 ligeramente por encima de consenso	Equal Weight	Neutral	Neutral	€44.00	44	48.38	38895.2	-9.05%	46.28	38635.4	4.54%	0.67%	0.001777	0.799174
11-9-2024	ITX	Deutsche Bank	Resultados 2Q24: en línea, inicio de 3Q sólido	Sell	Negativa	Negativos	€37.00	37	48.38	38895.2	-23.52%	46.28	38635.4	4.54%	0.67%	0.001777	0.799174
11-9-2024	ITX	J. P. Morgan	Resultados 2Q24: actualización sólida; guidance reterada	Overweight	Positiva	Positivos	€48.00	48	48.38	38895.2	-0.79%	46.28	38635.4	4.54%	0.67%	0.001777	0.799174
17-9-2024	IBE	Barclays	Ambiciones para crear un hub de data centers en España	Equal Weight	Neutral	Neutral	€13.40	13.4	13.715	40359.2	-2.30%	13.52	39937.1	1.44%	1.06%	0.002853	0.461415
24-9-2024	REP	J. P. Morgan	Sector report: downgrade Repsol a Neutral por menor TSR	Neutral	Neutral	Neutral	€14.00	14	11.78	40819.9	18.85%	11.765	40685.1	0.13%	0.33%	-0.00366	0.837725
9-10-2024	SAN	J. P. Morgan	Sell-side capital management call: foco en modelo capital-light	Neutral	Neutral	Neutral	€5.80	5.8	4.545	40631.9	27.91%	4.562	40608.6	-0.60%	0.06%	0.002732	1.888724
15-10-2024	IBE	Deutsche Bank	Preview resultados 3Q: fuerte crecimiento EPS, posible subida de guidance	Hold	Neutral	Neutral	€13.00	13	14.07	41285	-7.60%	13.835	41010.7	1.70%	0.67%	0.003177	0.10195
15-10-2024	IBE	J. P. Morgan	3Q preview: resultados sólidos, expectativas y descuentos	Neutral	Neutral	Neutral	€12.60	12.6	14.07	41285	-10.45%	13.835	41010.7	1.70%	0.67%	0.003177	0.10195
29-10-2024	SAN	Deutsche Bank	Resultados 3Q24: sólidos pese a ruido de Argentina; costes y provisiones muy positivos	Buy	Positiva	Positivos	€5.75	5.75	4.493	40818.4	27.98%	4.6325	41194.3	-3.01%	0.91%	0.001521	1.775788
1-11-2024	REP	Barclays	Downgrade a Equal Weight; prediñ macizo y márgenes de refino débiles	Equal Weight	Neutral	Neutral	€13.00	13	11.595	41122.8	29.37%	11.45	40531.3	1.27%	1.44%	0.000741	0.085482
1-11-2024	REP	J. P. Morgan	Model update post-3Q: recorte guidance y revisión de modelo	Neutral	Neutral	Neutral	€13.50	13.5	11.595	41122.8	16.43%	11.45	40531.3	1.27%	1.46%	0.000741	0.085482
7-11-2024	TEF	Barclays	Resultados 3Q24: beat y guidance reterada; FCF fuerte	Equal Weight	Neutral	Neutral	€4.40	4.4	4.196	40258.4	4.86%	4.285	39998.1	-2.08%	0.65%	0.000469	0.349901
7-11-2024	TEF	Deutsche Bank	Resultados 3Q24: pequeño beat en EBITDA, momentum doméstico débil	Sell	Negativa	Negativos	€3.20	3.2	4.196	40258.4	-23.74%	4.285	39998.1	-2.08%	0.65%	0.000469	0.349901
7-11-2024	TEF	J. P. Morgan	Resultados 3Q24: ingresos en línea, beat en EBITDA y FCF; EPS España mejores	Neutral	Neutral	Neutral	€3.60	3.6	4.196	40258.4	-14.20%	4.285	39998.1	-2.08%	0.65%	0.000469	0.349901
4-12-2024	SAN	Barclays	Analyst lunch: confianza en FY25, ROTe hacia parte alta del rango	Overweight	Positiva	Positivos	€6.10	6.1	4.475	41556.8	36.31%	4.439	41354.9	0.81%	0.49%	0.003356	1.63095
4-12-2024	SAN	Deutsche Bank	Meeting con CFO: mensaje realista pero bullish; ROTe -1.7% en 2025	Buy	Positiva	Positivos	€5.80	5.8	4.475	41556.8	29.61%	4.439	41354.9	0.81%	0.49%	0.003356	1.63095
6-12-2024	SAN	J. P. Morgan	Update sectorial Iberian Banks: nuevo impuesto bancario, PT roll-forward	Neutral	Neutral	Neutral	€5.60	5.6	4.643	42045.8	20.61%	4.68	42208.5	-0.79%	-0.39%	4.53E-05	1.669749
11-12-2024	ITX	Barclays	Resultados 3Q24: EBIT -5% vs consenso	Equal Weight	Neutral	Neutral	€48.00	48	51.12	41068	-6.10%	54.7	41681.9	-6.54%	-1.47%	0.000425	0.629467
12-12-2024	ITX	Deutsche Bank	Resultados 3Q24 y recorte de estimaciones; menor apalancamiento operativo	Hold	Neutral	Neutral	€52.00	52	49.67	40983	4.69%	51.12	41068	-2.84%	-0.21%	0.001316	0.604215
12-12-2024	ITX	J. P. Morgan	Resultados 3Q24 más débiles; recorte de estimaciones, mantiene OW	Overweight	Positiva	Positivos	€52.00	52	49.67	40983	4.69%	51.12	41068	-2.84%	-0.21%	0.001316	0.604215
23-12-2024	IBE	Barclays	Confirmación cliente compra minoritarios Avangrid	Equal Weight	Neutral	Neutral	€13.40	13.4	13.08			13.05		0.23%		-0.002036	0.86613

Tabla A2. Clasificación de eventos: controles de limpieza y evaluación ex post. Fuente: elaboración propia.

Fecha_informe	Ticker	CAR_0_1	CAR_0_10	RVOL_10	Contaminacion_result	Grupo	Banco	Recomendación normalizada	Clave	Categoría TP	Categoría rec
7-3-2024	IBE	1,34%	1,14%	1,318718817	0	No contaminado	Barclays	Neutral	IBE Barclays 07032024	Sin previo / no comparable	Sin previo / no comparable
7-3-2024	IBE	1,34%	1,14%	1,318718817	0	No contaminado	Barclays	Negativa	IBE Barclays 14062024	TP sin cambio	Sin cambio
13-3-2024	ITX	7,41%	3,43%	4,338461972	1	Contaminado	Barclays	Neutral	IBE Barclays 17092024	TP up	Sin cambio
13-3-2024	ITX	7,41%	3,43%	4,338461972	1	Contaminado	Barclays	Negativa	IBE Barclays 23122024	TP sin cambio	Sin cambio
13-3-2024	ITX	7,41%	3,43%	4,338461972	1	Contaminado	Deutsche Bank	Positiva	IBE Deutsche Bank 21032024	Sin previo / no comparable	Sin previo / no comparable
21-3-2024	IBE	1,62%	1,56%	1,265746271	0	No contaminado	Deutsche Bank	Neutral	IBE Deutsche Bank 15102024	TP up	Sin cambio
10-4-2024	REP	-2,90%	-8,39%	2,279560888	0	No contaminado	J.P. Morgan	Positiva	IBE J.P. Morgan 07032024	Sin previo / no comparable	Sin previo / no comparable
25-4-2024	REP	-2,43%	-3,74%	1,41091995	1	Contaminado	J.P. Morgan	Positiva	IBE J.P. Morgan 16072024	Sin previo / no comparable	Upgrade
30-4-2024	SAN	-1,55%	-3,88%	1,565103383	1	Contaminado	J.P. Morgan	Positiva	IBE J.P. Morgan 15102024	TP sin cambio	Sin cambio
30-4-2024	SAN	-1,55%	-3,88%	1,565103383	1	Contaminado	Barclays	Positiva	ITX Barclays 13032024	Sin previo / no comparable	Sin previo / no comparable
30-4-2024	SAN	-1,55%	-3,88%	1,565103383	1	Contaminado	Barclays	Neutral	ITX Barclays 05062024	TP sin cambio	Sin cambio
9-5-2024	TEF	-1,69%	-2,12%	3,500006839	1	Contaminado	Barclays	Neutral	ITX Barclays 11092024	TP up	Sin cambio
9-5-2024	TEF	-1,69%	-2,12%	3,500006839	1	Contaminado	Barclays	Neutral	ITX Barclays 11122024	TP up	Sin cambio
9-5-2024	TEF	-1,69%	-2,12%	3,500006839	1	Contaminado	Deutsche Bank	Neutral	ITX Deutsche Bank 13032024	Sin previo / no comparable	Sin previo / no comparable
5-6-2024	ITX	3,67%	11,97%	1,220448268	1	Contaminado	Deutsche Bank	Neutral	ITX Deutsche Bank 05062024	TP up	Sin cambio
5-6-2024	ITX	3,67%	11,97%	1,220448268	1	Contaminado	Deutsche Bank	Negativa	ITX Deutsche Bank 11092024	TP sin cambio	Sin cambio
5-6-2024	ITX	3,67%	11,97%	1,220448268	1	Contaminado	Deutsche Bank	Positiva	ITX Deutsche Bank 12122024	TP up	Upgrade
14-6-2024	IBE	-1,27%	-0,66%	0,972000627	0	No contaminado	J.P. Morgan	Neutral	ITX J.P. Morgan 13032024	Sin previo / no comparable	Sin previo / no comparable
10-7-2024	REP	-0,84%	-4,46%	0,848735812	0	No contaminado	J.P. Morgan	Positiva	ITX J.P. Morgan 05062024	TP up	Sin cambio
16-7-2024	IBE	0,29%	1,71%	0,637454448	0	No contaminado	J.P. Morgan	Neutral	ITX J.P. Morgan 11092024	TP sin cambio	Sin cambio
24-7-2024	REP	-0,15%	-0,60%	2,035918211	1	Contaminado	J.P. Morgan	Positiva	ITX J.P. Morgan 12122024	TP up	Sin cambio
24-7-2024	SAN	1,01%	-1,30%	1,475290085	1	Contaminado	Barclays	Positiva	REP Barclays 10042024	Sin previo / no comparable	Sin previo / no comparable
24-7-2024	SAN	1,01%	-1,30%	1,475290085	1	Contaminado	Barclays	Neutral	REP Barclays 10072024	TP sin cambio	Sin cambio
25-7-2024	SAN	-2,84%	-3,67%	1,021850866	1	Contaminado	Barclays	Positiva	REP Barclays 09092024	TP down	Sin cambio
31-7-2024	TEF	0,90%	2,61%	0,588174946	1	Contaminado	Barclays	Neutral	REP Barclays 01112024	TP down	Downgrade
31-7-2024	TEF	0,90%	2,61%	0,588174946	1	Contaminado	J.P. Morgan	Negativa	REP J.P. Morgan 25042024	Sin previo / no comparable	Sin previo / no comparable
31-7-2024	TEF	0,90%	2,61%	0,588174946	1	Contaminado	J.P. Morgan	Neutral	REP J.P. Morgan 24072024	TP up	Sin cambio
9-9-2024	REP	-0,53%	-0,21%	1,044687112	0	No contaminado	J.P. Morgan	Positiva	REP J.P. Morgan 24092024	TP down	Downgrade
11-9-2024	ITX	5,76%	6,52%	1,810256074	1	Contaminado	J.P. Morgan	Neutral	REP J.P. Morgan 01112024	TP down	Sin cambio
11-9-2024	ITX	5,76%	6,52%	1,810256074	1	Contaminado	Barclays	Negativa	SAN Barclays 30042024	Sin previo / no comparable	Sin previo / no comparable
11-9-2024	ITX	5,76%	6,52%	1,810256074	1	Contaminado	Barclays	Positiva	SAN Barclays 25072024	TP up	Sin cambio
17-9-2024	IBE	-0,64%	-0,66%	0,964655804	0	No contaminado	Barclays	Neutral	SAN Barclays 04122024	TP up	Sin cambio
24-9-2024	REP	0,26%	6,68%	1,058239335	0	No contaminado	Deutsche Bank	Neutral	SAN Deutsche Bank 30042024	Sin previo / no comparable	Sin previo / no comparable
9-10-2024	SAN	1,20%	2,00%	0,780975732	0	No contaminado	Deutsche Bank	Neutral	SAN Deutsche Bank 24072024	TP up	Sin cambio
15-10-2024	IBE	1,68%	-2,85%	0,964347973	0	No contaminado	Deutsche Bank	Neutral	SAN Deutsche Bank 29102024	TP up	Sin cambio
15-10-2024	IBE	1,68%	-2,85%	0,964347973	0	No contaminado	Deutsche Bank	Neutral	SAN Deutsche Bank 04122024	TP up	Sin cambio
29-10-2024	SAN	-1,00%	0,81%	2,81159361	1	Contaminado	J.P. Morgan	Positiva	SAN J.P. Morgan 30042024	Sin previo / no comparable	Sin previo / no comparable
1-11-2024	REP	2,57%	2,91%	0,71684155	1	Contaminado	J.P. Morgan	Neutral	SAN J.P. Morgan 24072024	TP up	Sin cambio
1-11-2024	REP	2,57%	2,91%	0,71684155	1	Contaminado	J.P. Morgan	Neutral	SAN J.P. Morgan 09102024	TP up	Sin cambio
7-11-2024	TEF	-2,13%	-1,28%	1,324219718	1	Contaminado	J.P. Morgan	Neutral	SAN J.P. Morgan 06122024	TP down	Sin cambio
7-11-2024	TEF	-2,13%	-1,28%	1,324219718	1	Contaminado	Barclays	Negativa	TEF Barclays 09052024	Sin previo / no comparable	Sin previo / no comparable
7-11-2024	TEF	-2,13%	-1,28%	1,324219718	1	Contaminado	Barclays	Neutral	TEF Barclays 31072024	TP down	Sin cambio
4-12-2024	SAN	1,97%	6,20%	0,686290917	0	No contaminado	Barclays	Positiva	TEF Barclays 07112024	TP down	Sin cambio
4-12-2024	SAN	1,97%	6,20%	0,686290917	0	No contaminado	Deutsche Bank	Positiva	TEF Deutsche Bank 09052024	Sin previo / no comparable	Sin previo / no comparable
6-12-2024	SAN	0,89%	4,55%	0,573519815	0	No contaminado	Deutsche Bank	Neutral	TEF Deutsche Bank 31072024	TP down	Downgrade
11-12-2024	ITX	-8,24%	-8,24%	2,255863419	1	Contaminado	Deutsche Bank	Neutral	TEF Deutsche Bank 07112024	TP sin cambio	Sin cambio
12-12-2024	ITX	-2,58%	-2,58%	1,411829694	1	Contaminado	J.P. Morgan	Neutral	TEF J.P. Morgan 09052024	Sin previo / no comparable	Sin previo / no comparable
12-12-2024	ITX	-2,58%	-2,58%	1,411829694	1	Contaminado	J.P. Morgan	Positiva	TEF J.P. Morgan 31072024	TP up	Sin cambio
23-12-2024	IBE	0,00%	0,00%	0	0	No contaminado	J.P. Morgan	Neutral	TEF J.P. Morgan 07112024	TP sin cambio	Sin cambio

Con el fin de no adjuntar los 49 informes sobre los que se ha trabajado, se incluye como ejemplo un informe modelo de cada una de las entidades bancarias utilizadas: uno de Barclays, uno de Deutsche Bank y uno de J.P. Morgan.



Equity Research
European Telecom Services
31 July 2024

Telefonica SA

2Q24 – Mixed quality beat on revs/ EBITDA, question on FCF

Revenues & EBITDA are above expectations but below on EBITDA aL. We note most of the beat is due to Argentina, which is notably volatile. FCF is below consensus impacted by a one-off. So overall, a mixed set of results, in our view. We expect a neutral reaction given the extreme positioning ahead of results (SI close to 15%).

Telefonica Results - 2Q24 Barclays

TEF delivered 2Q24 results above expectations on revenues and EBITDA but below on EBITDA aL. We note, however, that it was mostly due to Argentina, which due to hyperinflation accounting is notably volatile. On the positive we flag Brazil and Germany whilst Spain is in line. FCF is materially below consensus (above BARC) and the FY guidance trajectory but was impacted by a one-off and the company reiterated FY 2024 guidance. TEF also announced a non binding MOU to sell its Colombian asset to Millicom and an exclusive agreement with Vodafone/ Zegona to create an FTTH JV in Spain, which could both prove value-creative. So overall, a mixed set of results, in our view. We would expect a neutral reaction given the extreme positioning ahead of results (SI close to 15%).

Revenues are +2.1%/+3.4% above consensus/BACR, EBITDA underlying is +1.5%/+3.6% ahead and EBITDA aL underlying is +3.3%/-1.0%. FCF is c. -20% below consensus but +18% above BARC: we had included a one-off payment in Peru that consensus may not have included. Net Debt is in line. In Spain, we note revenues/service revenues in line but EBITDA was slightly below consensus (-0.5%) an only accelerating slowly (+0.6% yoy vs +0.2% in 2Q) despite the employee reduction plan. KPIs were broadly in line with strong mobile/broadband although convergent net adds were flat whilst ARPU grew +0.3% yoy (vs a -0.5% decline in 1Q). We note a solid performance of Brazil (that had already published). In Germany the EBITDA performance was strong but MSR declined +1.3%, due to the beginning of the migration of 1&1 clients to the new roaming deal. All guidances were reiterated.

Barclays Capital Inc. and/or one of its affiliates does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

This research report has been prepared in whole or in part by equity research analysts based outside the US who are not registered/qualified as research analysts with FINRA.

Please see analyst certifications and important disclosures beginning on page 4.

Completed: 31-Jul-24, 06:27 GMT Released: 31-Jul-24, 06:28 GMT Restricted - External

CORE
First Look

TEF.MC/TEF SQ	EQUAL WEIGHT
European Telecom Services	NEUTRAL
Price Target	EUR 4.60
Price (30-Jul-24)	EUR 4.21
Potential Upside/Downside	+9.3%

European Telecom Services

Mathieu Robilliard

+44 (0)20 3134 3288
mathieu.robilliard@barclays.com
BBI, Paris

Ganesha Nagesha

+91 (0)22 6175 1712
ganesha.nagesha@barclays.com
Barclays, UK

Maurice Patrick

+44 (0)20 3134 3622
maurice.patrick@barclays.com
Barclays, UK

Maxime Delaugerre

+44 (0)20 3555 5672
maxime.delaugerre@barclays.com
Barclays, UK

Joseph Fitchet

+44 (0)20 3134 3365
joseph.fitchet@barclays.com
Barclays, UK



Rating
Hold

Europe
Spain

Utilities
Electricity

Company
Iberdrola

Reuters
IBE.MC
Bloomberg
IBE SM
Exchange
MCE
Ticker
IBE
ADR
IBDRY
ISIN
US4507371015

Date
21 March 2024

Forecast Change

Price at 20 Mar 2024 (EUR)	11.07
Price Target (EUR)	11.00
52-week range (EUR)	12.16 - 9.89

Supportive CMD: still on a growth trajectory

Profit guidance ahead of consensus; broadly in-line with DB estimates

Iberdrola today presented its CMD, with confident morning presentations from management. The company issued new guidance for 2025 and 2026, broadly in-line with DB estimates, although ahead of consensus. It targets 2025 net income of E5.3-5.4bn (prior DB estimate E5.48bn, Bloomberg consensus E5.24bn) and 2026 net income of E5.6-5.8bn (prior DB E5.55bn, consensus E5.31bn). The company said that it targets mid-to-high single digit earnings growth from 2022 levels, with this equivalent to 6% p.a. growth from 2023 to the mid-point of the 2026 guide. This is peer group leading among integrated utilities, and is likely to support the maintenance of Iberdrola's sector P/E premium.

The company said that its 2026 guidance was based on a Spanish power price of E60/MWh, above market forwards in the low E50's/MWh. It quantified that every E5/MWh change in market price for that year would impact earnings by E125m, suggesting some downside to guidance if prices remain low. However, it highlighted potential upside from higher allowed returns in Spain (E40m for every 50bp), and emphasised that its guidance tends to be met or conservative.

Still prioritising network investments, with a strong balance sheet

Iberdrola continues to prioritise network investment, with this representing 60% of its programme. It expects to see 9% CAGR RAB growth over 2023-26, which is at the high end of the peer group range. The company anticipates a strong balance sheet in spite of its high investment, with net debt / EBITDA of only 3.2x in 2026.

Updated estimates, with maintained TP and rating

While Iberdrola's CMD targets are ahead of consensus, they are broadly in-line with our estimates, and therefore we make limited changes. Our revised earnings projections are at the top end of the guidance ranges for 2024 (E5.15bn) and 2025 (E5.42bn) and the mid point for 2026 (E5.72bn). We leave our E11.0 TP unchanged and retain our Hold rating. Key risks related to power prices, bond yields, regulation.

Forecasts and ratios				
Year End Dec 31	2023A	2024E	2025E	2026E
DB EPS (EUR)	0.72	0.77	0.82	0.86
OLD DB EPS (EUR)	0.72	0.78	0.83	0.84
P/E (DB EPS) (x)	15.4	14.3	13.6	12.8

Source: Deutsche Bank estimates, company data

Valuation & Risks

James Brand, CFA
Research Analyst
+44-20-754-74705

Olly Jeffery
Research Analyst
+44-20-754-70055

Key changes

DB EPS (EUR)	0.78 to 0.77	↓	-0.5%
Revenue (EURm)	48,746 to 48,688	↓	-0.1%

Source: Deutsche Bank

Price/price relative



Performance (%)	1m	3m	12m
Absolute	1.6	-5.8	0.1
DJ (.STOXXE)	4.3	7.5	16.5

Source: Deutsche Bank

Distributed on: 21/03/2024 14:20:07 GMT

Deutsche Bank AG
IMPORTANT RESEARCH DISCLOSURES AND ANALYST CERTIFICATIONS LOCATED IN APPENDIX 1. Deutsche Bank does and seeks to do business with companies covered in its research reports. Thus, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. MCI (P) 041/10/2023.

EU Oil & Gas

Running the rule over \$70 forward; TSR rebase ~10%;
OW Shell, Eni & UW BP; u/g OMV OW, d/g REP N

No more than \$65 Brent priced in; MTM '25 FCF yield >10%. Following renewed energy macro volatility, we run a *scenario analysis* of EU Oils valuations and cash return at O&G forward strips (\$70/bbl Brent) and mid-cycle refining. We highlight: **1)** the sector is pricing in up to \$65/bbl LT Brent; **2)** the 2025 scenario FCF yield is 10.2%, off 2022/23 highs but comfortably above the historical average (sensitivity ~200bps per \$10/bbl, all-else-equal); **3)** An 8.1x forward P/E implies a wider end of the historical range 40% discount to the EU market. This suggests a competitive set-up which at least partially prices 2025 scenario EPS downside ~10% (range 5-15%), albeit a firmer floor to ST energy S/D fundamentals (ie, demand, [OPEC+ meeting](#)) is likely required to attract meaningful generalist inflows. We estimate 2025/26 distributions would need to rebase 8% (ex-Equinor, buyback-led). This implies a still double-digit 2025 scenario cash yield of 11.1%, of which the div portion yields 5.8% and is covered down to a \$55/bbl breakeven.

Implications for 2025/26 cash return. Prevailing distributions screen as 0.9x covered at forward strips by a NEW 'all-in-FCF' metric designed to accommodate the net/gross capex approach some corporates now utilise, while an 8% rebase to payouts is modelled against % CFFO policies and gearing. We find Shell, Eni, OMV emerge as possessing greatest optionality to sustain distributions at/near existing levels. Conversely, BP (JPMe scenario SBB down to \$1.0bn pq) and Equinor (cash yield from a premium 18% 2024 to 7.5% 2026) appear most vulnerable to more marked resets, while a max 30% CFFO payout assumption under moderated O&G macro caps Repsol's yield upside absent of higher refining.

Majors stock selection - seeking superior barbells of ST resilience, LT leverage. The analysis reinforces **OWs on Shell and Eni (AFL)**. Scope to hold the SBB at a min \$3.25bn pq under forward conditions underlines **Shell's** advantaged leverage to O&G volatility and **self-help**. **Eni's** traditionally macro geared, but a step change in 2H strategic execution-led deleveraging enhances coverage of prevailing TSR to 1.2x and keeps €500m SBB upside in-play into 3Q (yield 12.1%) - **Positive Catalyst Watch** into reporting. **Stay UW BP** as outsized 20%+ scenario TSR downside highlights a need for tightened financial delivery amidst work to do on gearing and TGE (Transition Growth Engines) EBITDA. We are **UW Equinor** on the aforementioned sustained negative rate of change in key fiscal metrics.

Midcaps: Switching into OMV (u/g to OW) over Repsol (d/g to N). Both have performed moderately (YTD, multi-year) and are headline inexpensive ('25 cash yield: OMV 12.4%, REP 13.6%) but possess above average refining exposure. Limited visibility to date on *net* capex delivery and a 2Q signal that moderated O&G macro = a lower TSR ratio render Repsol too reliant on refining recovery. We d/g and a €14 TP (-18%) includes a 10% company specific FV discount for these concerns. We upgrade OMV on; **1)** TSR resilience. Scope to hold the FY24 DPS near flat y/y (JPMe €4.95, -2%) is 10% above BBG consensus; **2)** a stronger EPS outlook supported by high integration and signs of chems [stabilisation](#) (2025 scenario vs. cons; OMV -5%, REP -12%). Clear synergy upside will be key to any Borouge/Borealis deal. A new €46 TP (+7%) implies 24% potential upside.

See page 31 for analyst certification and important disclosures, including non-US analyst disclosures.

J.P. Morgan does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

This document is being provided for the exclusive use of LAURA ROQUERO at UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS.

European Oil & Gas

Matthew Lofting, CFA ^{AC}
(44-20) 7134-6301
matthew.lofting@jpmorgan.com

Christyan F Malek
(44-20) 7134-9188
christyan.f.malek@jpmorgan.com

Tianyu Wu
(44-20) 3493-1281
tianyu.wu@jpmorgan.com

Eduardo F Huizinga Aparicio
(44-22) 372-5243
eduardo.aparicio@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc

Specialist Sales contact details:

Ian Mitchell - Specialist Sales - European Energy
(44-20) 7134-1356
ian.e.mitchell@jpmorgan.com

Contents

Key Charts	2
Integrated Oils Valuation Sensitivities; \$60-100/bbl Brent	3
Rating Changes	4
Assessing EU Oils valuations at the forward strip; No more than \$65/bbl priced in	5
Cash return implications: Near 10% payout downside...Shell, Eni, OMV most resilient	8
EPS revisions; 2024-2026e	13
Appendix - EU Integrated Oils Valuation	14

IBE SM Equity (Iberdrola SA)
IBEX35TR Index (IBEX 35 CON DIVIDENDOS)

Bloomberg



The BLOOMBERG PROFESSIONAL service, BLOOMBERG Data and BLOOMBERG Order Management Systems (the "Services") are owned and distributed locally by Bloomberg Finance L.P. ("BFLP") and its subsidiaries in all jurisdictions other than Argentina, Bermuda, China, India, Japan and Korea (the "BLP Countries"). BFLP is a wholly-owned subsidiary of Bloomberg L.P. ("BLP"). BLP provides BFLP with all global marketing and operational support and service for the Services and distributes the Services either directly or through a non-BFLP subsidiary in the BLP Countries. The Services include electronic trading and order-routing services, which are available only to sophisticated institutional investors and only where necessary legal clearances have been obtained. BFLP, BLP and their affiliates do not provide investment advice or guarantee the accuracy of prices or information in the Services. Nothing on the Services shall constitute an offering of financial instruments by BFLP, BLP or their affiliates. BLOOMBERG, BLOOMBERG PROFESSIONAL, BLOOMBERG MARKET, BLOOMBERG NEWS, BLOOMBERG ANYWHERE, BLOOMBERG TRADEBOOK, BLOOMBERG BONDTTRADER, BLOOMBERG TELEVISION, BLOOMBERG RADIO, BLOOMBERG PRESS and BLOOMBERG.COM are trademarks and service marks of BFLP, a Delaware limited partnership, or its subsidiaries.

Bloomberg ©Charts 1 - 1

Figura III: Iberdrola vs IBEX 35 Total Return (base 100)

ITX SM Equity (Industria de Diseno Textil SA)
IBEX35TR Index (IBEX 35 CON DIVIDENDOS)

Bloomberg



The BLOOMBERG PROFESSIONAL service, BLOOMBERG Data and BLOOMBERG Order Management Systems (the "Services") are owned and distributed locally by Bloomberg Finance L.P. ("BFLP") and its subsidiaries in all jurisdictions other than Argentina, Bermuda, China, India, Japan and Korea (the "BLP Countries"). BFLP is a wholly-owned subsidiary of Bloomberg L.P. ("BLP"). BLP provides BFLP with all global marketing and operational support and service for the Services and distributes the Services either directly or through a non-BFLP subsidiary in the BLP Countries. The Services include electronic trading and order-routing services, which are available only to sophisticated institutional investors and only where necessary legal clearances have been obtained. BFLP, BLP and their affiliates do not provide investment advice or guarantee the accuracy of prices or information in the Services. Nothing on the Services shall constitute an offering of financial instruments by BFLP, BLP or their affiliates. BLOOMBERG, BLOOMBERG PROFESSIONAL, BLOOMBERG MARKET, BLOOMBERG NEWS, BLOOMBERG ANYWHERE, BLOOMBERG TRADEBOOK, BLOOMBERG BONDTTRADER, BLOOMBERG TELEVISION, BLOOMBERG RADIO, BLOOMBERG PRESS and BLOOMBERG.COM are trademarks and service marks of BFLP, a Delaware limited partnership, or its subsidiaries.

Bloomberg ©Charts 1 - 1

Figura IV: Inditex vs IBEX 35 Total Return (base 100)

SAN SM Equity (Banco Santander SA)
IBEX35TR Index (IBEX 35 CON DIVIDENDOS)

Bloomberg



The BLOOMBERG PROFESSIONAL service, BLOOMBERG Data and BLOOMBERG Order Management Systems (the "Services") are owned and distributed locally by Bloomberg Finance L.P. ("BFLP") and its subsidiaries in all jurisdictions other than Argentina, Bermuda, China, India, Japan and Korea (the "BLP Countries"). BFLP is a wholly-owned subsidiary of Bloomberg L.P. ("BLP"). BLP provides BFLP with all global marketing and operational support and service for the Services and distributes the Services either directly or through a non-BFLP subsidiary in the BLP Countries. The Services include electronic trading and order-routing services, which are available only to sophisticated institutional investors and only where necessary legal clearances have been obtained. BFLP, BLP and their affiliates do not provide investment advice or guarantee the accuracy of prices or information in the Services. Nothing on the Services shall constitute an offering of financial instruments by BFLP, BLP or their affiliates. BLOOMBERG, BLOOMBERG PROFESSIONAL, BLOOMBERG MARKET, BLOOMBERG NEWS, BLOOMBERG ANYWHERE, BLOOMBERG TRADEBOOK, BLOOMBERG BONDTTRADER, BLOOMBERG TELEVISION, BLOOMBERG RADIO, BLOOMBERG PRESS and BLOOMBERG.COM are trademarks and service marks of BFLP, a Delaware limited partnership, or its subsidiaries.

Bloomberg ©Charts 1 - 1

Figura V: Santander vs IBEX 35 Total Return (base 100)

TEF SM Equity (Telefonica SA)
IBEX35TR Index (IBEX 35 CON DIVIDENDOS)

Bloomberg



The BLOOMBERG PROFESSIONAL service, BLOOMBERG Data and BLOOMBERG Order Management Systems (the "Services") are owned and distributed locally by Bloomberg Finance L.P. ("BFLP") and its subsidiaries in all jurisdictions other than Argentina, Bermuda, China, India, Japan and Korea (the "BLP Countries"). BFLP is a wholly-owned subsidiary of Bloomberg L.P. ("BLP"). BLP provides BFLP with all global marketing and operational support and service for the Services and distributes the Services either directly or through a non-BFLP subsidiary in the BLP Countries. The Services include electronic trading and order-routing services, which are available only to sophisticated institutional investors and only where necessary legal clearances have been obtained. BFLP, BLP and their affiliates do not provide investment advice or guarantee the accuracy of prices or information in the Services. Nothing on the Services shall constitute an offering of financial instruments by BFLP, BLP or their affiliates. BLOOMBERG, BLOOMBERG PROFESSIONAL, BLOOMBERG MARKET, BLOOMBERG NEWS, BLOOMBERG ANYWHERE, BLOOMBERG TRADEBOOK, BLOOMBERG BONDTTRADER, BLOOMBERG TELEVISION, BLOOMBERG RADIO, BLOOMBERG PRESS and BLOOMBERG.COM are trademarks and service marks of BFLP, a Delaware limited partnership, or its subsidiaries.

Bloomberg ©Charts 1 - 1

Figura VI: Telefónica vs IBEX 35 Total Return (base 100)

Tabla A3: “Diccionario” de variables

Variable	Qué es	Cómo se obtiene / cálculo
Fecha informe	Fecha asignada a t=0 (día de evento)	Extraída de Bloomberg de los informes
Ticker	Identificador de la acción	Extraído del fichero de informes / series
Banco	Banco emisor del informe	Extraído de Bloomberg
Evento	Tipo de evento (clasificación)	Clasificación según contenido
Recomendación	Recomendación del analista	Del informe (normalizada a 3 categorías)
Recomendación normalizada	Normalizada	Del informe (normalizada a 3 categorías)
TP	TP tal como aparece en el informe	Extraído del informe
Precio_t0	Precio de mercado en t=0	Precio de cierre ajustado de la acción en Fecha informe
M_0	IBEX Total Return en t=0	IBEX Total Return Diario en Fecha informe
Upside_final	Upside implícito del TP	$Upside\% = (TP_nuevo - P_t=0) / P_t=0 \times 100$
P_minus1	Precio de cierre ajustado el día anterior a t=0	Extraído de los precios diarios ajustados de Bloomberg
M_minus1	Nivel del IBEX TR el día anterior a t=0	Extraído del IBEX Total Return Diario de Bloomberg
R_i_t0	Rentabilidad diaria de la acción en t=0	$R_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1$
R_m_t0	Rentabilidad diaria del mercado en t=0	$R_{m,t} = \frac{M_t}{M_{t-1}} - 1$
alpha	Intercepto del modelo de mercado	Estimado por MCO en (-40,-11)
beta	Sensibilidad al mercado	Estimado por MCO en (-40,-11)
vol_base	Volumen “normal” de referencia	Media de volumen en la ventana (-40,-11)
Ret_normal	Retorno normal esperado del día del evento	$R_{i,t} = \alpha + \beta R_{m,t}$
AR_t0	Rendimiento anormal el día del evento	$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t})$
CAR_0_1	Rend. anormal acumulado (0,+1)	Suma de AR en t0,t1
CAR_1_1	Rend. anormal acumulado (-1,+1)	Suma de AR en t-1,t0,t1
CAR_2_2	Rend. anormal acumulado (-2,+2)	Suma de AR en t-2,t-1,t0,t1,t2
CAR_0_3	Rend. anormal acumulado (0,+3)	Suma de AR en t0,t1,t2,t3
CAR_0_10	Rend. anormal acumulado (0,+10)	Suma de AR en t0,t1,t2,t3...t10
RVOL_t0	Volumen relativo en t=0	$RVOL = \text{Volumen } t0 / \text{volumen base}$
RVOL_mean_0_1	RVOL medio (0,+1)	Media de RVOL entre t=0 y t=+1
RVOL_mean_0_3	RVOL medio (0,+3)	Media de RVOL entre t=0 y t=+3
RVOL_mean_0_10	RVOL medio (0,+10)	Media de RVOL entre t=0 y t=+10