

Analistenanalyse 2020: Goed resultaat beleggingsanalisten

- De favorieten van analisten presteerden in 2020 zo'n 17 procent beter dan de markt; de minst geliefde aandelen deden het bijna 18 procent slechter dan marktgemiddelde.
- Analisten ook in 2020 optimistisch: koopadviezen maakten 52% uit van de uitstaande adviezen.
- Kempen & Co nummer 1 in het klassement door zowel goed renderende koopadviezen als relatief lage rendementen voor aandelen met houd- en verkoopadviezen.

1. Introductie

In dit jaarlijkse onderzoek worden beleggingsadviezen ten aanzien van aandelen genoteerd op de Nederlandse beurs nader bekeken. Meer in het bijzonder richten we ons op de aandelen opgenomen in de AEX All Share index. Hiertoe gebruiken we gegevens afkomstig van Trivano.com¹. De focus ligt op adviezen afkomstig van de twintig banken die de meeste adviezen hebben afgegeven gedurende 2020, waarbij de onderzoeksperiode eindigt op 16 december. In totaal zijn er 4828 adviezen onderzocht.

Het onderzoek bestaat uit twee delen. Allereerst onderzoeken we de waarde van de gemiddeld uitstaande adviezen per aandeel, ook wel consensusadviezen genoemd. Op basis hiervan kunnen we conclusies trekken over de prestaties van de 'gemiddelde' analist. Daarnaast nemen we de koop-, houd-, en verkoopadviezen per bank onder de loep. Op basis van het koersverloop na afgifte van het advies stellen we een top-20 samen van adviesgevers op de Nederlandse markt.

2. Consensusadviezen

Op dagbasis² berekenen we het gemiddeld uitstaande advies³ per aandeel⁴. De 25% aandelen met de meest positieve adviezen verschijnen in de Topportefeuille. De 25% aandelen waarover analisten het meest negatief zijn, komen terecht in de Flopportefeuille, en de overige aandelen eindigen in de Noppportefeuille.⁵

Figuur 1 laat het verloop van de drie portefeuilles⁶ zien ten opzichte van het beursgemiddelde. De aandelen waarover analisten het meest positief waren in hun oordeel, presteerden het best met een rendement dat 18,4 procent hoger ligt dan dat van de markt. De aandelen waarover analisten het minst positief gestemd waren, hebben het gemiddeld 16,8 procent slechter gedaan dan het marktgemiddelde. De aandelen waarover analisten het minst uitgesproken waren, presteerden nagenoeg gelijk aan het marktgemiddelde.

Inzoomend op individuele aandelen valt op dat halfgeleiderbedrijven ASMI (+69 procent) en ASML (+46 procent) het gehele jaar tot de topportefeuille behoorden. Ook aandelen als Just Eat Takeaway (+6 procent) en Prosus (+37 procent) waren een groot deel van het jaar in de topportefeuille te vinden en presteerden bovengemiddeld. Binnen de Flopportefeuille hadden de analisten het bij het rechte eind bij bijvoorbeeld financiële waarden zoals

¹ Wij zijn Trivano zeer erkentelijk voor het beschikbaar stellen van de data.

² Daar we uitgaan van het nut voor particuliere beleggers, d.w.z. beleggers die doorgaans met enige vertraging handelen, heeft een advieswijziging op dag t gevolgen voor de portefeuillesamenstelling vanaf dag $t+1$. Met andere woorden, als een aandeel op bijv. 1 december afgewaardeerd wordt door een analist waardoor het aandeel van portefeuille wisselt, telt het rendement van de dag van afwaardering nog mee in de oorspronkelijke portefeuille.

³ Trivano rapporteert de letterlijke adviezen van de bank. Ten behoeve van dit onderzoek zijn deze adviezen omgezet naar een driepuntsschaal, te weten koop, houd, en verkoop.

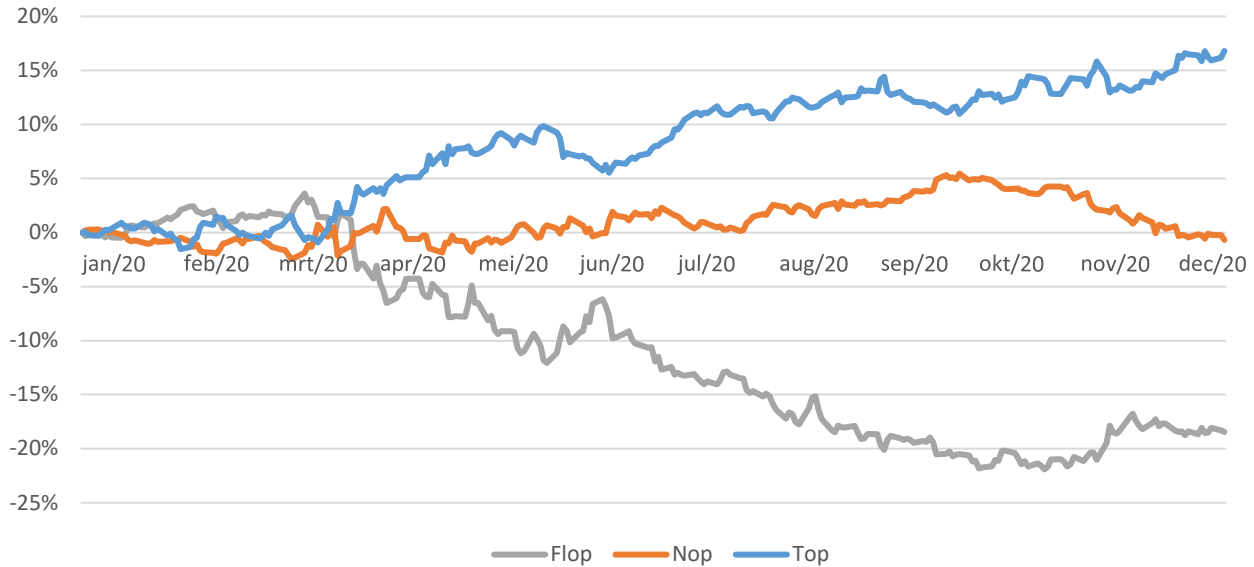
⁴ Om tot het consensusadvies per aandeel te komen, hanteren we het Bayesiaanse gemiddelde met $C=2$.

⁵ De rendementen van de aandelen binnen de portefeuilles worden gewogen naar freefloat marktwaarde van de bedrijven. Om de portefeuilles gebalanceerd te houden is de maximale marktwaarde afgetopt op 10 miljard euro.

⁶ Het rendement van de aandelen in portefeuilles is inclusief het geherinvesteerde dividendrendement. Transactiekosten worden buiten beschouwing gelaten.

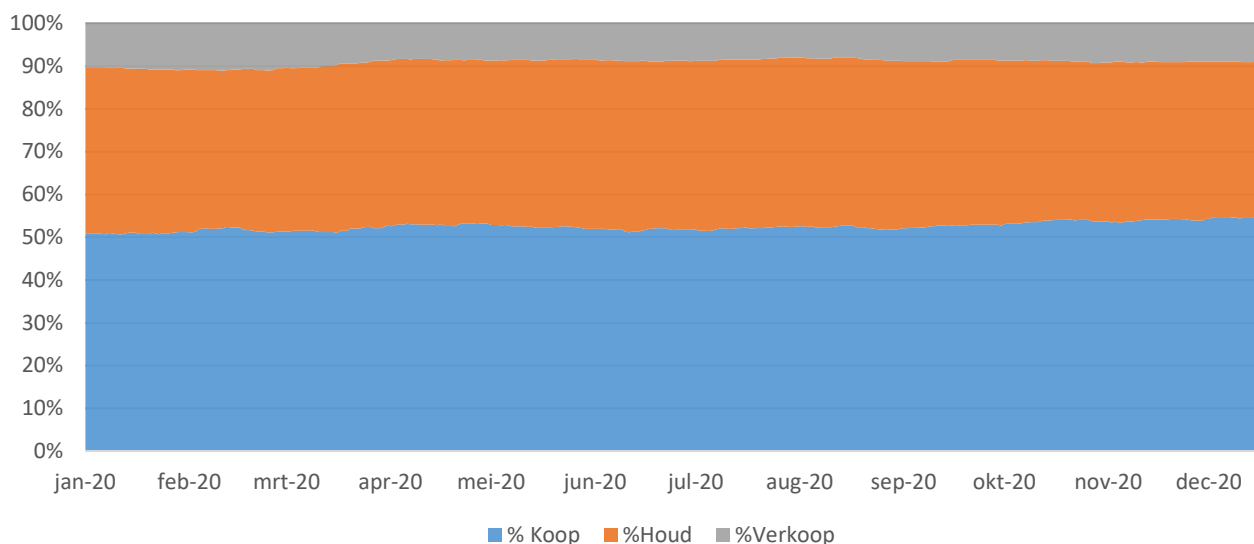
ABN Amro (-49 procent) en Aegon (-23 procent). Ook AirFrance KLM (-50 procent), BAM Groep (-36 procent) en Galapagos (-48 procent) maakten een groot deel van het jaar het minst geliefd bij analisten. Analisten leken dit jaar de impact van de coronacrisis op de verschillende aandelen goed in te schatten.

Figuur 1. De prestaties van de drie portefeuilles t.o.v. het beursgemiddelde



Terwijl het gemiddelde advies binnen de Topportefeuille overduidelijk positief is, en dit binnen de Flopportefeuille relatief negatief, is het gemiddelde advies voor aandelen in de Nopportefeuille minder duidelijk. Hoewel men daar wellicht vooral houdadviezen verwacht tegen te komen, komen ook hier veel koopadviezen in voor. Dit heeft te maken met de scheve verdeling van afgegeven adviezen. Gemiddeld stonden er 52 procent koopadviezen uit, 38 procent houdadviezen en slechts 9 procent verkoopadviezen. Gedurende het jaar is het optimisme van analisten toegenomen; medio december was maar liefst 55 procent van de uitstaande adviezen gelijk aan een koopadvies. Figuur 2 schetst het verloop in adviezen in 2020.

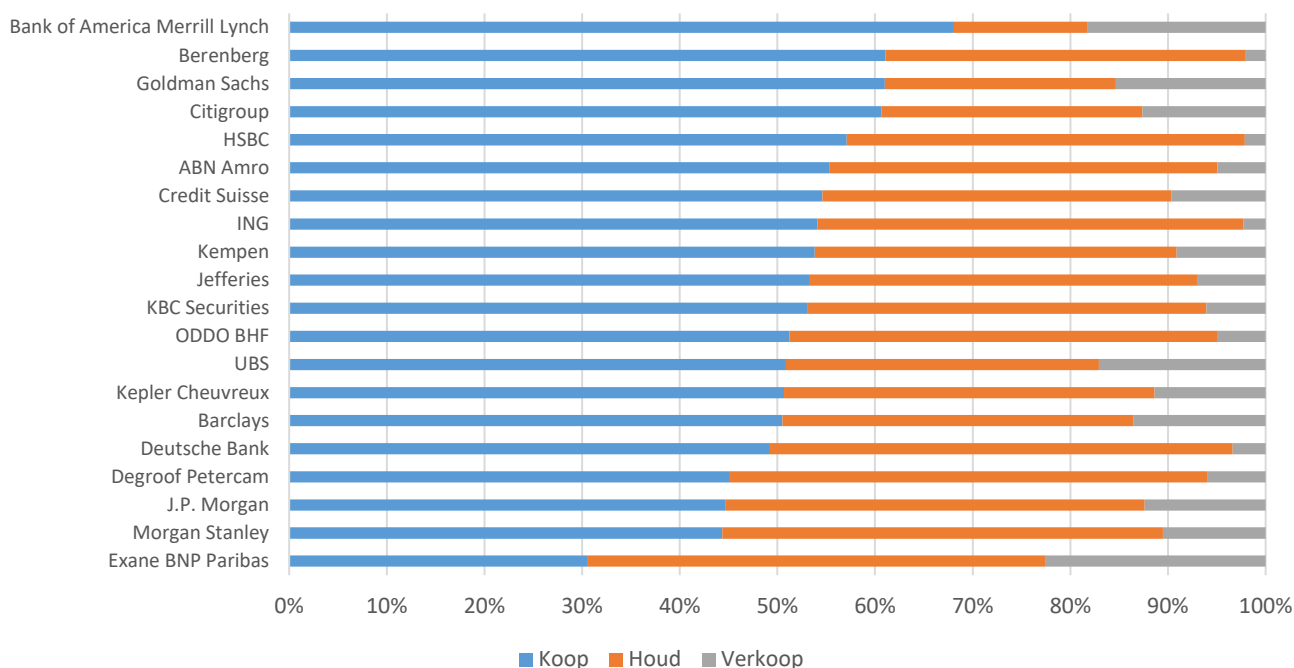
Figuur 2. De uitstaande adviezen onderverdeeld



3. Resultaten per bank

Naast het onderzoeken van de waarde van geaggregeerde adviezen, hebben we per bank gekeken of het loonde om de afgegeven adviezen te volgen. Allereerst geven we in Figuur 3 de onderverdeling in koop-, houd-, en verkoopadviezen per bank. Ongeveer 68 procent van de uitstaande adviezen van Bank of America Merrill Lynch op de Nederlandse markt zijn koopadviezen, waarmee deze bank één van de banken is met de meest positieve blik. Bij vijftien van de twintig onderzochte banken bestond meer dan de helft van de uitstaande adviezen uit koopadviezen.

Figuur 3. Onderverdeling van de adviezen per bank naar koop-, houd-, en verkoopadviezen



Het geschetste beeld in Figuur 3 bevestigt dat banken aandelen liever aan- dan afraden. Uit de wetenschappelijke literatuur blijkt dan ook dat houdadviezen door institutionele partijen doorgaans ook als verkoopadvies worden geïnterpreteerd. Op deze manier ontstaat er een evenwichtiger beeld waarbij ongeveer de helft van de aandelen aan beleggers wordt aangeraden, en tevens ongeveer de helft van de aandelen afgeraden. In lijn met deze gedachtegang hebben wij per bank twee portefeuilles samengesteld, waarbij de ene portefeuille bestaat uit de aandelen die de bank aanraadt om te kopen, en de andere portefeuille bestaat uit de aandelen waarvoor de bank een houd- of verkoopadvies heeft afgegeven.⁷

Een bank is niet alleen succesvol wanneer de koopadviezen geleid hebben tot een positief rendement, maar ook wanneer de (impliciet) afgerade aandelen gepaard zijn gegaan met negatieve rendementen. De beste adviesgever heeft een zo groot mogelijk verschil tussen deze twee portefeuilles, zodat een long-shortstrategie (het kopen van aandelen met een koopadvies en het verkopen van aandelen met een houd- of verkoopadvies) een zo hoog mogelijk rendement zou hebben opgeleverd. De resultaten van deze strategie, uitgesplitst per bank, staan weergegeven in Tabel 1.

⁷ Ook bij deze analyse leidt de aanpassing van een advies op dag t pas tot een portefeuillevijziging op dag $t+1$. Voorts worden ook in deze analyse de rendementen gewogen naar rato van de afgetopte marktwaarde (maximumwaarde is 10 miljard euro) van de onderneming.

Tabel 1. Het resultaat van de ‘Koop’- en de ‘Houd en verkoop’-portefeuilles per bank

Positie	Bank	Koop	Houd en Verkoop	Long-Short
1	Kempen & Co	27%	-29%	56%
2	Morgan Stanley	23%	-16%	39%
3	UBS	14%	-20%	34%
4	Credit Suisse	16%	-17%	33%
5	ING	16%	-13%	29%
6	Goldman Sachs	10%	-17%	27%
7	Bank of America Merrill Lynch	5%	-21%	26%
8	Jefferies	6%	-16%	22%
9	J.P. Morgan	13%	-8%	20%
10	ODDO BHF	6%	-6%	12%
11	Citigroup	4%	-5%	10%
12	Barclays	6%	-4%	9%
13	HSBC	3%	-6%	9%
14	Degroof Petercam	5%	-1%	6%
15	Berenberg	3%	-2%	5%
16	KBC Securities	6%	1%	5%
17	ABN Amro	5%	9%	-4%
18	Kepler Cheuvreux	-6%	2%	-8%
19	Exane BNP Paribas	-5%	5%	-10%
20	Deutsche Bank	0%	10%	-10%

Tabel 1 laat zien dat Kempen & Co volgens deze methodiek de beste beleggingsadviezen heeft gegeven. De portefeuille gebaseerd op koopadviezen leverde 27 procent rendement, terwijl de aandelen met houd- en verkoopadviezen maar liefst 29 procent daalde. Dit betekent dat wanneer een belegger longposities had genomen in de koopadviezen, en deze posities had gefinancierd met shortposities in de houd- en verkoopadviezen, hij/zij 56 procent rendement behaald zou hebben. Bij Morgan Stanley had zo’n strategie 39 procent rendement opgeleverd. UBS completeert de top drie.

4. Conclusie

Het loonde in 2020 om analistenadviezen op te volgen. De aandelen waar analisten het meest positief over waren, deden het 18 procent beter dan het beursgemiddelde. Ook de minst favoriete fondsen bleven achter, namelijk met 17 procent. Afgelopen jaar waren analisten gemiddeld gezien wederom optimistisch, daar maar liefst 52 procent van de uitstaande adviezen over Nederlandse aandelen een koopadvies betrof. Het percentage koopadviezen per bank varieerde van 30 procent tot 68 procent. Ook de behaalde rendementen varieerden sterk per bank. Niet alleen leverde het opvolgen van de koopadviezen van Kempen & Co het hoogste rendement, ook de (impliciet) afgerade aandelen bleven het meest achter bij de markt. Een theoretische long-shortportefeuille waarbij de aanbevolen aandelen gekocht zouden worden, terwijl de aandelen met houd- of verkoopadvies zouden worden verkocht, leverde bij Kempen & Co met 56 procent het hoogste rendement.