

Analistenanalyse 2013:

Meest aanbevolen aandelen hebben de markt verslagen

- De favoriete aandelen van beleggingsanalisten hebben 11% beter gepresteerd dan de markt.
- Analisten waren goedgehumt: gemiddeld stonden er 47% koopadviezen uit, 42% houdadviezen en slechts 11% verkoopadviezen.
- De beste adviezen waren afkomstig van de analisten van Barclays: het opvolgen van hun koopadviezen leverde 30% rendement op.

Introductie

In het onderzoek hebben wij aandelenadviezen onderzocht (gepubliceerd door de website Analist.nl) van de 20 banken die de meeste adviezen hebben gepubliceerd.¹ In totaal zijn er 2731 adviezen onderzocht. De onderzoeksperiode loopt tot en met 20 december 2013. Advieswijzigingen worden op dagelijkse basis meegenomen in dit onderzoek waarbij een advieswijziging vandaag gevolgen kan hebben voor de verschillende aandelenmandjes morgen.² Het onderzoek is gesplitst in twee delen. Ten eerste onderzoeken we de consensusadviezen (gemiddelde adviezen) ten aanzien van de Nederlandse aandelen. Hier beoordelen we de prestaties van de gehele analistengemeenschap. Ten tweede onderzoeken we de koop-, houd- en verkoopadviezen per bank. Aan de hand daarvan maken we een top-20 van adviesgevers actief op de Nederlandse markt.

1. Consensusadviezen

Op dagbasis houden we bij welke 25% aandelen het meest worden aanbevolen (Top-aandelen), welke 50% aandelen een gemiddeld advies krijgen (Nop-aandelen) en welke 25% van de aandelen het minst door analisten worden aanbevolen (Flop-aandelen). De gecreëerde portefeuilles worden gelijkgewogen en de resultaten worden vergeleken met een gelijkgewogen gemiddelde van alle in Nederland genoteerde aandelen. Figuur 1 beschrijft het verloop van de portefeuilles. De Top-portefeuille heeft het het beste gedaan met een rendement dat 11% boven het marktgemiddelde ligt.³

Als we inzoomen op individuele aandelen dan zien we dat bijvoorbeeld ING, Reed Elsevier, Delta Lloyd en Aalberts het gehele jaar tot de favorieten van het analistengilde behoorden. Philips voegde zich vanaf de tweede jaarhelft tot de top-25%-aandelen van de analisten.

Een opvallende verschuiving vinden we bij Ziggo: dit aandeel begon als een favoriet, maar zakte langzaam weg naar een middenmotor. Dit heeft wellicht met lopende overnamegesprekken te maken. Ook Fugro vertoont een interessant verloop: analisten begonnen het jaar zeer optimistisch, maar het aandeel eindigde in de laagste 25%.⁴ Over de vooruitzichten van Imtech zijn analisten het gehele jaar somber geweest. Dit zelfde geldt voor Akzo Nobel, Corio, Heineken en Accell.

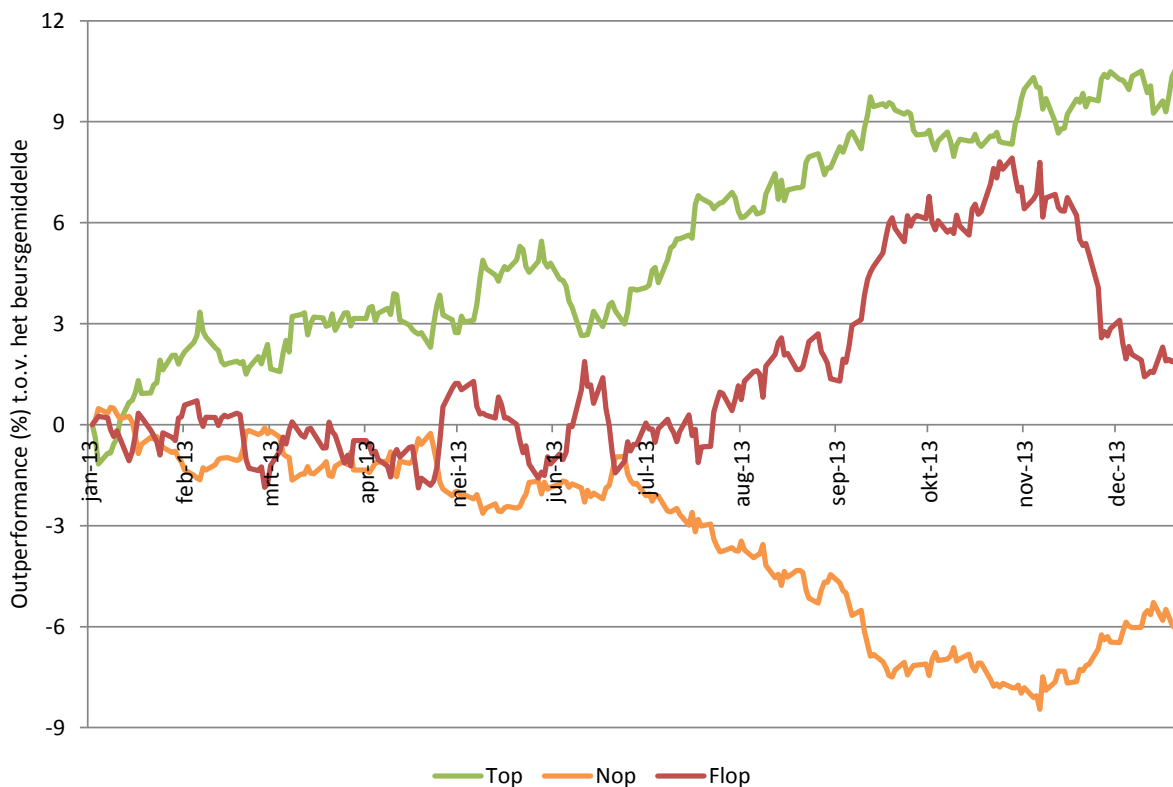
¹ Een additionele eis was dat er voldoende houd- en verkoopadviezen zijn gegeven om zo de resultaten van een beleggingsstrategie te kunnen analyseren.

² Hiermee gaan we er dus van uit dat de doorsnee belegger pas handelt tegen de slotkoers van de dag waarop het advies wordt uitgegeven. Dit is een realistische aanname, daar de meeste beleggers niet snel genoeg zijn om direct bij publicatie van het advies te profiteren van een koersverandering.

³ Het marktgemiddelde is een gelijkgewogen gemiddelde van alle aandelen uit de AEX All Share index waar analistenadviezen over uitstaan.

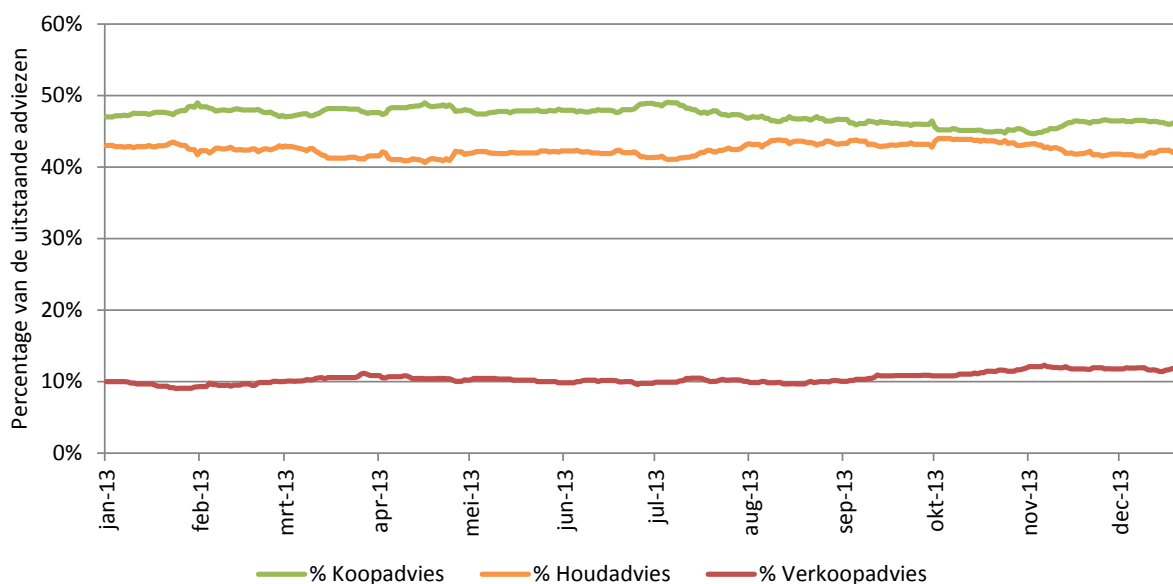
⁴ Het consensusadvies wordt berekend door te kijken naar het percentage uitstaande koopadviezen en verkoopadviezen per bedrijf. In de berekening van de gemiddelde adviezen hebben we het Bayesiaanse gemiddelde toegepast met $C=2$.

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



De Nop-portefeuille is een typisch mandje: a priori verwacht men hier vooral houdadviezen te zien, echter, ook hier domineren de koopadviezen. Dit komt doordat analisten gemiddeld gezien zeer positief zijn. In 2013 waren alle uitstaande adviezen op te splitsen in 47% koopadviezen, 42% houdadviezen en slechts 11% verkoopadviezen. Het verloop van de adviezen is weergegeven in Figuur 2. Opvallend is het licht dalende verloop van het percentage koopadviezen terwijl het percentage verkoopadviezen licht is toegenomen van 10% tot 12% van het totaal aantal uitstaande adviezen.

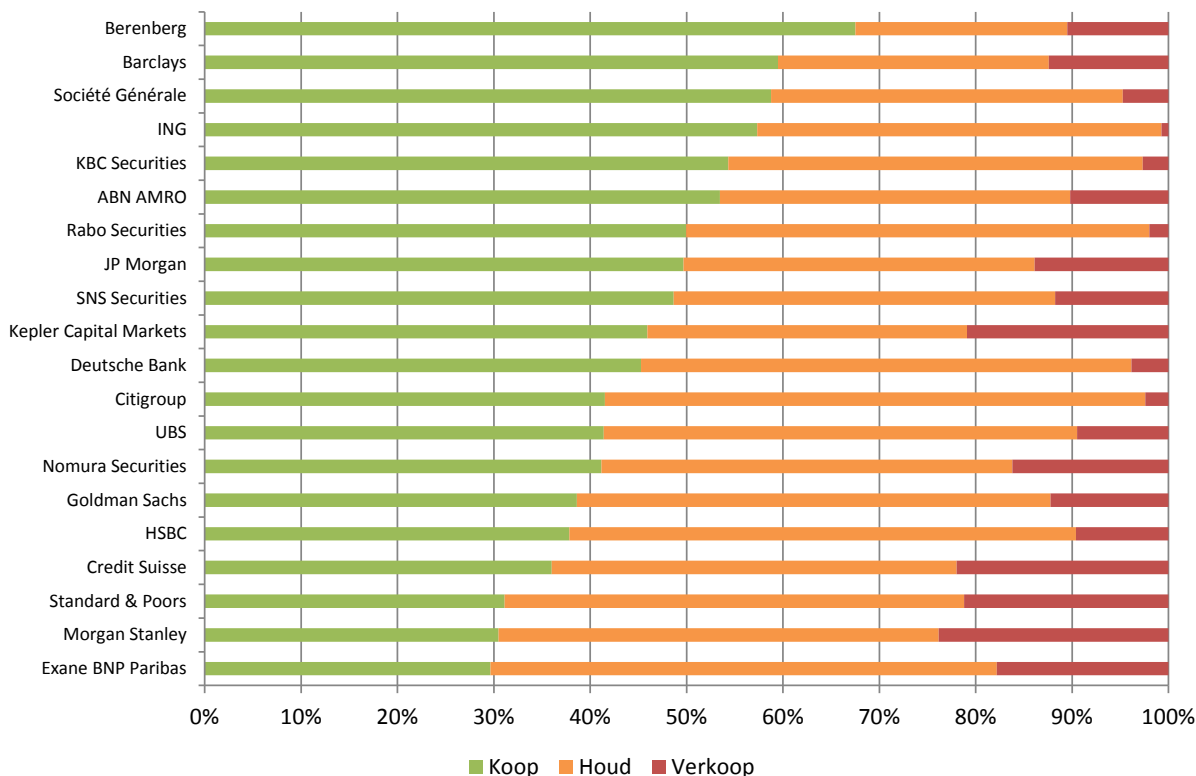
Figuur 2 Het verloop van het percentage uitstaande koop-, houd- en verkoopadviezen



2. Resultaten per bank

Als vervolg op Figuur 2 hebben we de onderverdeling naar koop-, houd-, en verkoopadviezen ook per bank gemaakt. Figuur 3 laat zien dat Berenberg het hoogste percentage koopadviezen heeft: tweederde van de uitstaande adviezen in 2013 is hier een koopadvies geweest. Voor acht van de twintig banken geldt dat minstens de helft van het aantal uitstaande adviezen een koopadvies is.

Figuur 3 De onderverdeling van de uitstaande adviezen per bank



Het optimisme zoals geschetst in de voorgaande figuur maakt het voor beleggers soms lastig om adviezen te gebruiken. Immers, het gros van de aandelen moet worden gekocht dan wel aangehouden. Er zijn wetenschappelijke aanwijzingen dat institutionele beleggers houdadviezen daarom interpreteren als verkoopadviezen. Zo ontstaat er weer een evenwichtige verdeling.

In lijn hiermee hebben we per bank dagelijkse portefeuilles gemaakt met in één mandje de koopadviezen en in een ander mandje de houd- en verkoopadviezen van de bank. De beste adviesgever heeft een zo groot mogelijk verschil tussen deze mandjes zodat een long/short strategie (kopen van de koopadviezen en verkopen van de houd- en verkoopadviezen) een zo hoog mogelijk rendement zou hebben opgeleverd. De resultaten van deze strategie staan in Tabel 1.⁵

⁵ We hebben ook een rangschikking gemaakt waarbij we hebben gecorrigeerd voor het genomen marktrisico. Deze ranking wijkt nauwelijks af van de hier gepubliceerde ranglijst.

Tabel 1 Het resultaat van de koopadviezen en de houd- en verkoopadviezen alsmede de long/short strategie

Positie		Bank	Koop	Houd- en Verkoop	Long/Short	Positie		Bank	Koop	Houd- en Verkoop	Long/Short
2013	2012					2013	2012				
1	8	Barclays	30%	12%	18%	11	3	SNS Securities	26%	23%	3%
2	9	JP Morgan	30%	14%	16%	12	18	KBC Securities	22%	21%	2%
3	4	Rabo Securities	22%	8%	15%	13	23	Credit Suisse	14%	13%	0%
4	13	ABN AMRO	28%	15%	13%	14	15	Morgan Stanley	22%	23%	-1%
5	6	Citigroup	27%	15%	12%	15	1	Société Générale	17%	18%	-1%
6	19	Nomura Securities	29%	17%	12%	16	14	Standard & Poors	15%	19%	-4%
7	20	ING	27%	19%	8%	17	16	Deutsche Bank	20%	24%	-4%
8	-	Berenberg	18%	11%	8%	18	12	Exane BNP Paribas	11%	16%	-5%
9	7	Kepler Cap. Markets	22%	16%	6%	19	22*	Goldman Sachs	18%	24%	-6%
10	5	UBS	23%	19%	4%	20	10	HSBC	6%	19%	-13%

* De ranking bevatte 25 banken in 2012.

Tabel 1 laat zien dat Barclays volgens deze methodiek de beste adviesgever in 2013 is geweest. Het opvolgen van de koopadviezen leverde 30% rendement op. Het aankopen van aandelen met houd- en verkoopadviezen leverde een rendement op van 12%. Een long/short strategie zou dus 18% rendement hebben opgeleverd. De top-3 wordt gecompleteerd door JP Morgan en Rabo Securities. Interessant is dat deze drie banken zich in 2012 ook in het linkerrijtje bevonden.

Conclusies

Ondanks dat er gedurende het jaar minder koopadviezen uitstonden en er juist meer verkoopadviezen bij kwamen, blijft het gemiddelde analistenoordeel zeer positief. We hebben de Nederlandse aandelen opgesplitst in vier portefeuilles: Top bevatte de 25% meest aanbevolen aandelen, Nop de 50% middelste, en Flop de 25% minst aanbevolen aandelen. De Top-portefeuille heeft net als in 2010, 2011 en 2012 het best gepresteerd. Ten slotte hebben we de resultaten per bank geanalyseerd. Een strategie waarbij aandelen met een koopadvies werden gekocht en aandelen met een houd- of verkoopadvies werden verkocht, leverde het hoogste rendement op met de adviezen van Barclays.