

Analistenanalyse 2014:

Favorieten blijven dicht bij huis; floppers presteren slecht

- De favoriete aandelen van beleggingsanalisten hebben 3% slechter gepresteerd dan de markt.
- Minst geliefde aandelen doen het 16% slechter; “gemiddelde” aandelen de winnaar van 2014
- Analisten waren optimistisch: gemiddeld stonden er 47% koopadviezen uit, 42% houdadviezen en slechts 11% verkoopadviezen.
- De beste adviezen waren afkomstig van de analisten van KBC Securities: een long-short strategie op basis van hun adviezen leverde 26% rendement op.

1. Introductie

In het onderzoek hebben wij aandelenadviezen onderzocht (gepubliceerd door de website Analist.nl) van de 20 banken die de meeste adviezen hebben gepubliceerd. In totaal zijn er 2610 adviezen onderzocht. De onderzoeksperiode loopt tot en met 17 december 2014. Advieswijzigingen worden op dagelijkse basis meegenomen in dit onderzoek waarbij een advieswijziging vandaag gevolgen kan hebben voor de verschillende aandelenmandjes morgen.¹ 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.

2. 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 minst geliefde aandelen lieten een grote underperformance lieten zien (-16%), terwijl ook de Topportefeuille het niet droog hield (-3% t.o.v. de markt). De Nopportefeuille heeft het in 2014 het beste gedaan met een rendement dat 11% boven het marktgemiddelde ligt.²

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

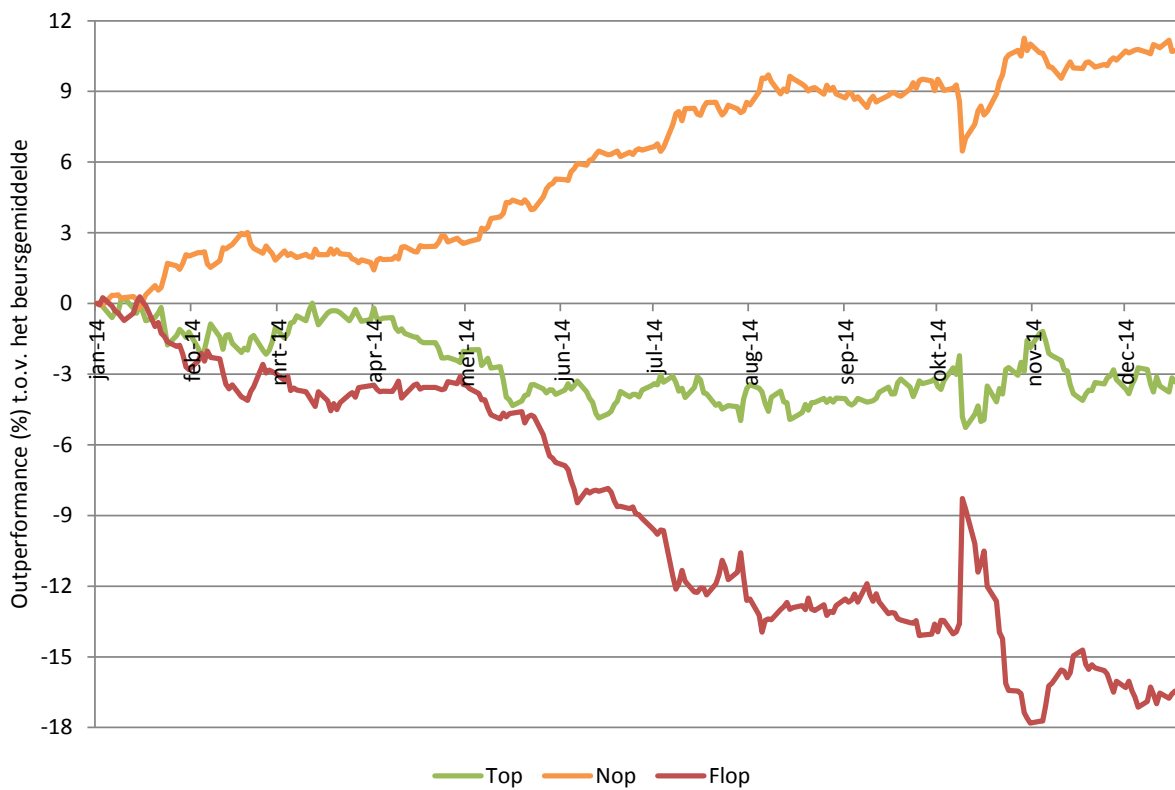
Andere opvallende verschuivingen vinden we bij Brunel en Reed Elsevier: deze aandelen begonnen als favorieten, maar zakten langzaam weg naar minst geliefde aandelen.³ Over de vooruitzichten van Imtech zijn analisten het gehele jaar somber geweest. Dit zelfde geldt onder meer voor TomTom, TNT Express en Fugro.

¹ 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.

² Het marktgemiddelde is een gelijkgewogen gemiddelde van alle aandelen uit de AEX All Share index waar analistenadviezen over uitstaan.

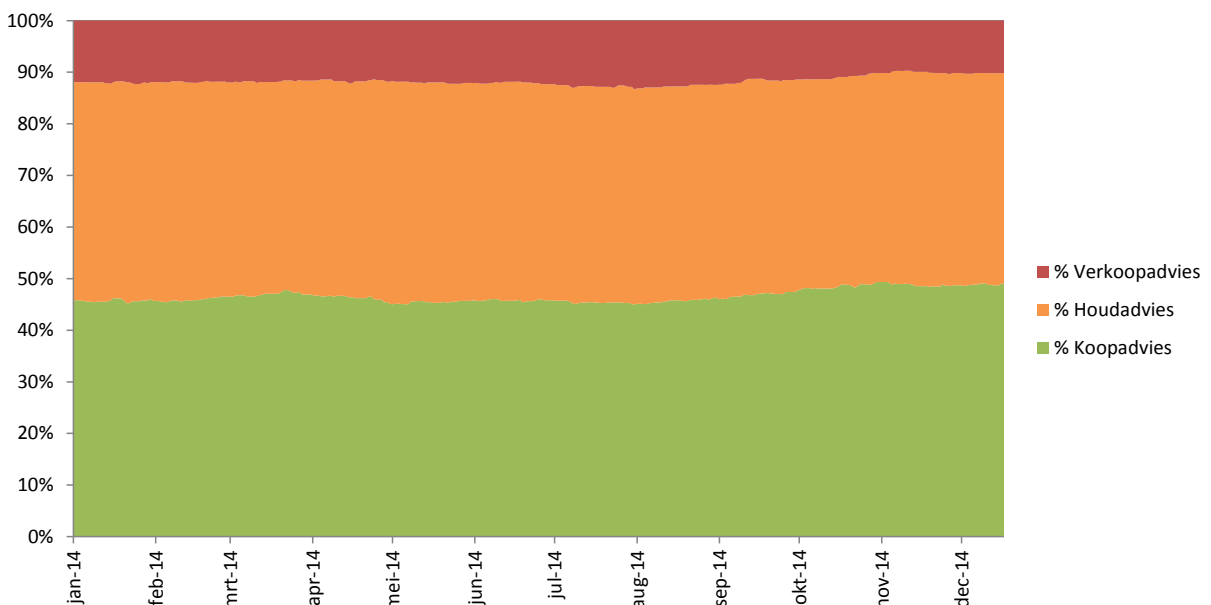
³ Het consensusadvies wordt berekend door te kijken naar het percentage uitstaande koopadviezen en verkoopadviezen per bedrijf. In de berekening van de gemiddelde adviezen hebben we het Bayesiaanse gemiddelde toegepast met $C=2$.

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



De Nopportefeuille is een typisch mandje: a priori verwacht men hier vooral houdadviezen te zien, echter, ook hier zijn koopadviezen goed vertegenwoordigd. Dit komt doordat analisten gemiddeld gezien zeer positief zijn. In 2014 waren alle uitstaande adviezen op te splitsen in 47% koopadviezen, 42% houdadviezen en slechts 11% verkoopadviezen, een zelfde verdeling als in 2013. Het verloop van de adviezen is weergegeven in Figuur 2. Opvallend is het licht stijgende verloop van het percentage koopadviezen (van 46% naar 49%) terwijl het percentage verkoopadviezen licht is afgenomen van 12% tot 10% van het totaal aantal uitstaande adviezen.

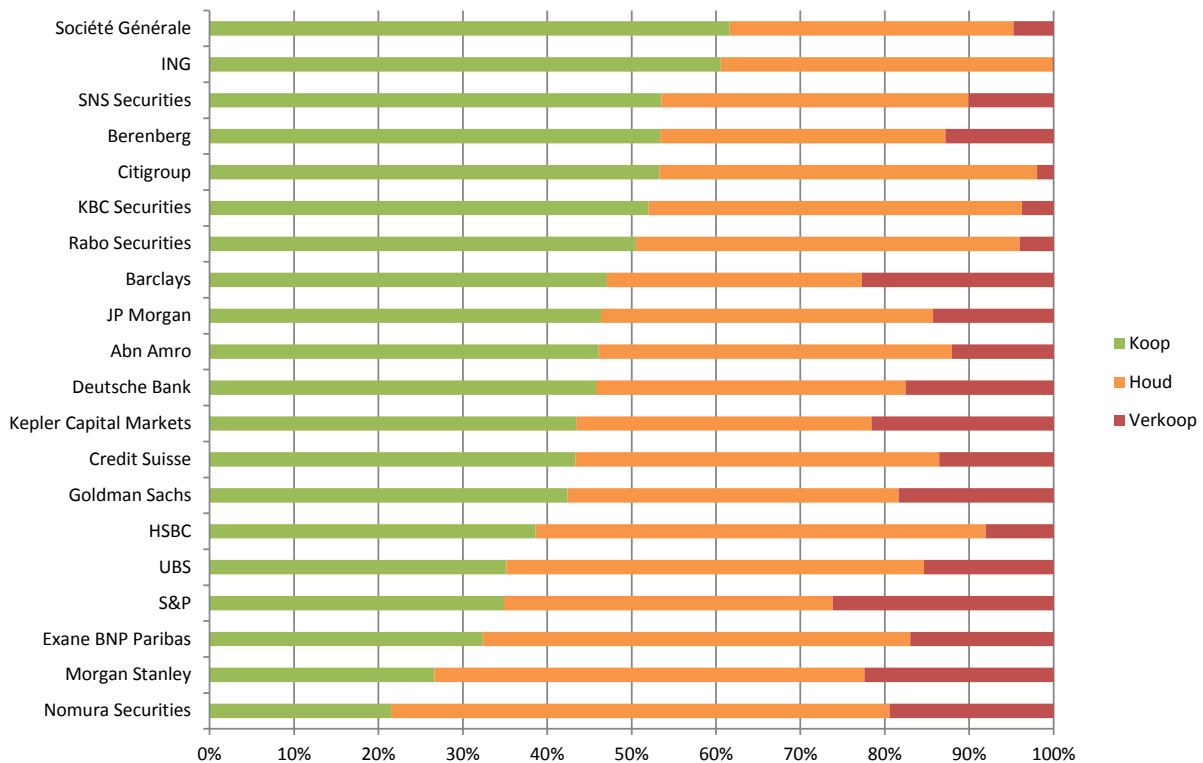
Figuur 2. Het verloop van het percentage uitstaande koop-, houd- en verkoopadviezen



3. 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 Société Générale het hoogste percentage koopadviezen heeft: drievijfde van de uitstaande adviezen in 2014 is hier een koopadvies geweest. Voor zeven 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  n 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 1.⁴

⁴ We hebben ook een rangschikking gemaakt waarbij we hebben gecorrigeerd voor het genomen marktrisico. Deze ranking is identiek aan 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
2014	2013					2014	2013				
1	12	KBC Securities	3%	-23%	26%	11	18	Exane BNP Paribas	-4%	-4%	1%
2	19	Goldman Sachs	10%	-11%	20%	12	4	ABN Amro	-11%	-11%	1%
3	16	Standard & Poor's	7%	-7%	14%	13	5	Citigroup	0%	0%	-1%
4	13	Credit Suisse	-2%	-16%	14%	14	7	ING	-6%	-5%	-1%
5	6	Nomura Securities	0%	-9%	9%	15	10	UBS	-7%	-4%	-3%
6	3	Rabo Securities	-8%	-16%	8%	16	20	HSBC	-9%	-3%	-5%
7	15	Société Générale	9%	1%	8%	17	1	Barclays	-9%	-2%	-7%
8	14	Morgan Stanley	0%	-8%	8%	18	8	Berenberg	-1%	7%	-8%
9	11	SNS Securities	-2%	-9%	7%	19	2	JP Morgan	-2%	8%	-10%
10	9	Kepler Cap. Markets	-9%	-12%	3%	20	17	Deutsche Bank	-5%	9%	-14%

Tabel 1 laat zien dat KBC Securities volgens deze methodiek de beste adviesgever in 2014 is geweest. Het opvolgen van de koopadviezen leverde weliswaar slechts 3% rendement op, maar shortposities in de houd- en verkoopadviezen leverden een additioneel rendement van 23%. Een long/short strategie zou dus 26% rendement hebben opgeleverd. De top-3 wordt gecompleteerd door Goldman Sachs en Standard en Poor's. Interessant is dat slechts drie van de banken in de top-tien van vorig jaar zich dit jaar hebben kunnen handhaven in het linkerrijtje.

4. Conclusies

Het gemiddelde analistenoordeel was ook in 2014 zeer positief, gedurende het jaar kwamen er zelfs meer koopadviezen bij. Dit ging ten koste van zowel houd- als verkoopadviezen. De Nederlandse aandelen zijn opgesplitst in drie portefeuilles: Top bevatte de 25% meest aanbevolen aandelen, Nop de 50% middelste, en Flop de 25% minst aanbevolen aandelen. Waar in de afgelopen vier jaar de Topportefeuille beter presteerde dan het beursgemiddelde, bleef deze portefeuille in 2014 achter bij de markt. De Noportefeuille presteerde in 2014 het best. De aandelen waar het analistengilde het meest negatief over waren, hebben het een stuk slechter gedaan dan het beursgemiddelde. 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 KBC Securities.