

Analistenanalyse 2015

- De favorieten van analisten presteerden in 2015 6 procent beter dan de markt; minst geliefde aandelen bleven 10 procent achter.
- Analisten ook in 2015 optimistisch: koopadviezen maakten 49% uit van de uitstaande adviezen.
- KBC Securities gaf de hoogst renderende koopadviezen; Deutsche Bank nummer 1 in het klassement door zowel goed renderende koopadviezen als lage rendementen bij 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 de twintig banken die de meeste adviezen hebben afgegeven gedurende 2015, waarbij de onderzoeksperiode eindigt op 15 december. In totaal zijn er 2690 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. Opvallend is dat de rangschikking van de portefeuilles in overeenstemming is met het enthousiasme van analisten. De aandelen waarover analisten het meest positief gestemd waren, hebben het gemiddeld 6 procent beter gedaan dan het marktgemiddelde. Voorbeelden van aandelen waar analisten het gehele jaar optimistisch over waren, zijn ING Groep (+17%)⁷, Euronext (+70%) en USG People (+46%). Over Fagron (-87%) was het analistengilde in het begin van dit jaar goed geluimd, maar dit bedrijf eindigde als een van de minst geliefde onder analisten.

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 $C=2$.

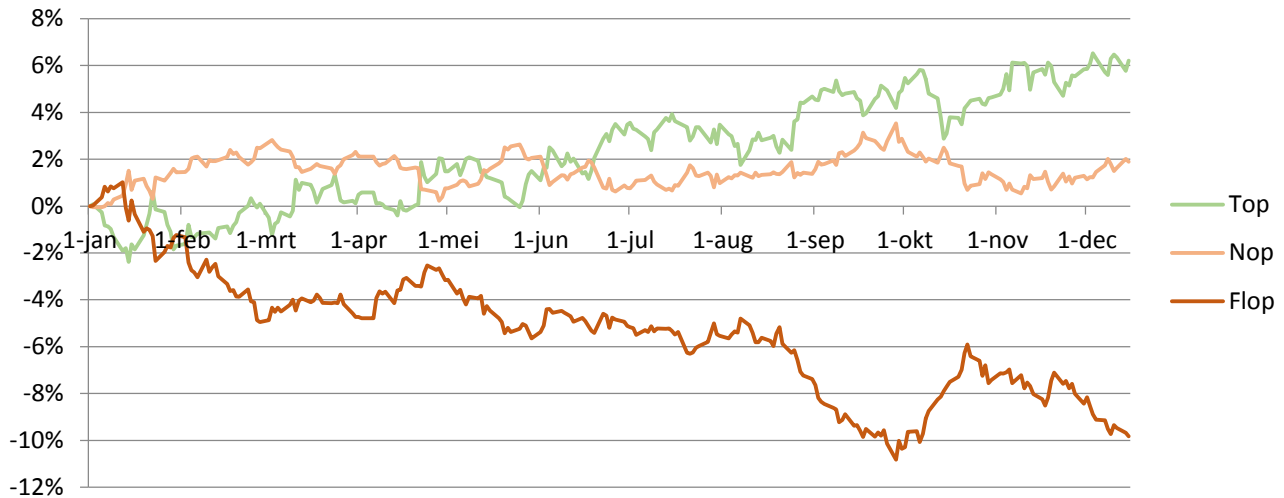
⁵ De rendementen van de aandelen binnen de portefeuilles worden naar gewogen naar marktwaarde van de bedrijven. Om de portefeuilles gebalanceerd te houden is de maximale marktwaarde afgetoet op 10 miljard euro. Dit correspondeert met een maximum gewicht van grofweg 10-15 procent in een portefeuille.

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

⁷ De gepresenteerde rendementen in dit onderzoek betreffen behaalde rendementen inclusief geherinveestende ontvangen dividenden tot en met 15 december 2015.

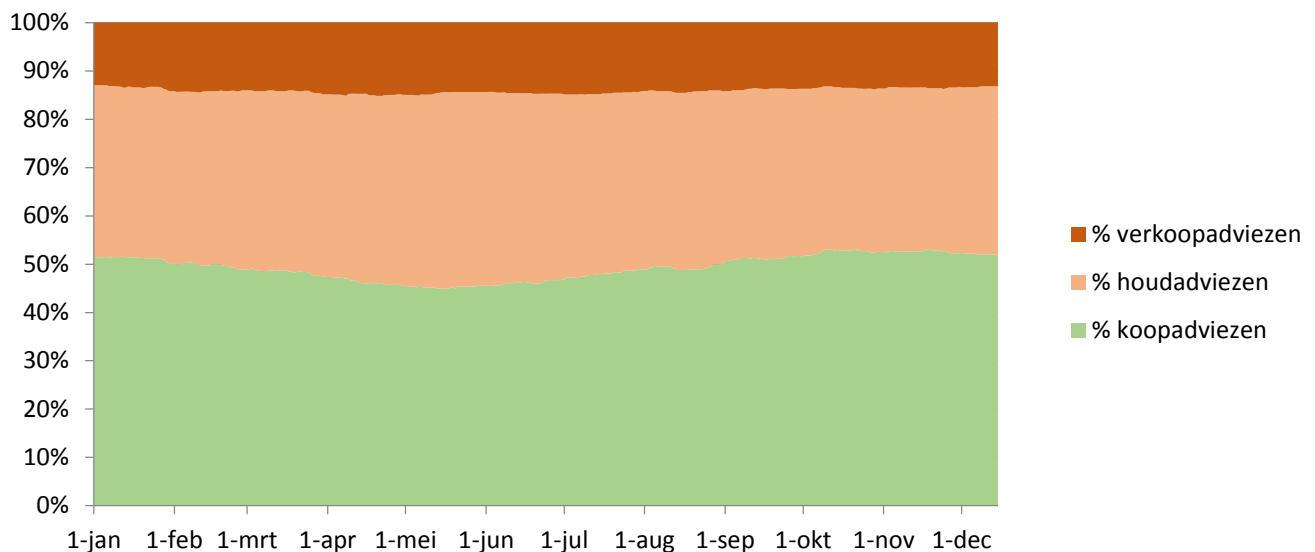
Aandelen die het gehele jaar de handen van analisten niet op elkaar konden krijgen, waren bijvoorbeeld Air France-KLM (-19%), Gemalto (-21%), alsook Imtech, Ballast Nedam en Macintosh Retail. Laatstgenoemde ondernemingen zagen bijna de gehele beurswaarde verdampen in 2015. De portefeuille bestaande uit de 25% minst geliefde aandelen, bleef 10 procent achter bij de Nederlandse aandelenmarkt.

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 negatief, is het gemiddelde advies voor aandelen in de Nopportefeuille minder duidelijk. Hoewel men daar wellicht vooral houdadviezen verwacht tegen te komen, worden de koopadviezen hier ook redelijk gerepresenteerd. Dit heeft te maken met de scheve verdeling van afgegeven adviezen. Gemiddeld stonden er 49 procent koopadviezen uit, 37 procent houdadviezen en slechts 14 procent verkoopadviezen. Ten opzichte van 2014 is zowel het percentage koopadviezen als het percentage verkoopadviezen licht gestegen. Figuur 2 schetst het verloop in adviezen in 2015.

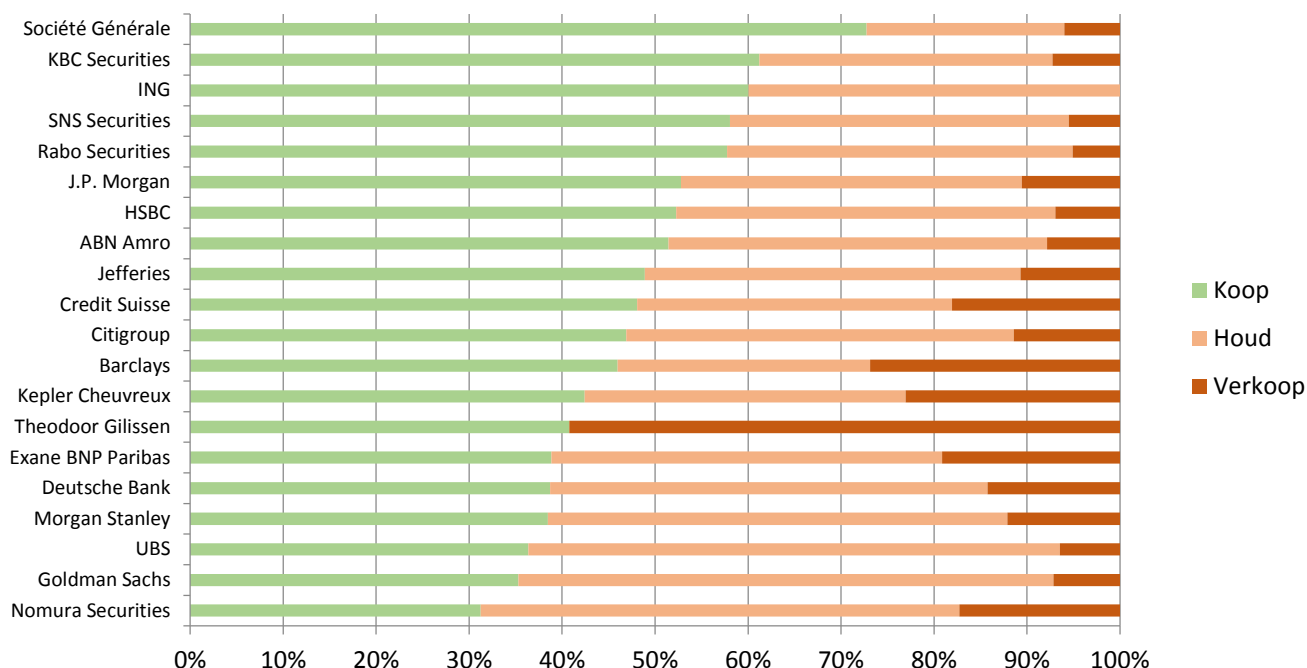
Figuur 2. De uitstaande adviezen onderverdeeld



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. Ruim 70% van de uitstaande adviezen van Société Générale op de Nederlandse markt zijn koopadviezen, waarmee deze bank, net als in 2014, de meest positieve blik heeft. Bij acht van de twintig onderzochte banken bestonden 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.⁸

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.

⁸ Ook bij deze analyse leidt de aanpassing van een advies op dag t pas tot een portefeuillewijziging 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
	2015	2014				
1	20	Deutsche Bank	22%	-9%	31%	
2	1	KBC Securities	27%	4%	22%	
3	8	Morgan Stanley	15%	3%	12%	
4	6	Rabo Securities	9%	-2%	11%	
5	-	Theodoor Gilissen	13%	4%	8%	
6	17	Barclays	8%	2%	6%	
7	2	Goldman Sachs	7%	2%	4%	
8	13	Citigroup	6%	1%	4%	
9	11	Exane BNP Paribas	6%	3%	3%	
10	14	ING	5%	4%	2%	
11	4	Credit Suisse	5%	4%	1%	
12	12	ABN Amro	10%	11%	-1%	
13	15	UBS	11%	13%	-2%	
14	5	Nomura Securities	6%	8%	-3%	
15	9	SNS Securities	12%	16%	-4%	
16	10	Kepler Cheuvreux	3%	9%	-5%	
17	16	HSBC	0%	6%	-6%	
18	19	J.P. Morgan	3%	9%	-6%	
19	-	Jefferies	-1%	6%	-7%	
20	7	Société Générale	2%	22%	-20%	

Tabel 1 laat zien dat Deutsche Bank volgens deze methodiek de beste beleggingsadviezen heeft gegeven. Niet alleen leverde een portefeuille gebaseerd op koopadviezen 22 procent rendement, de portefeuille met houd- en verkoopadviezen leverde een negatief rendement. Interessant is dat deze bank vorig jaar onderaan stond. KBC Securities, de winnaar van vorig jaar, gaf ook hoog renderende koopadviezen af, maar in tegenstelling tot de adviezen van Deutsche Bank leverden ook de houd- en verkoopadviezen een positief rendement waardoor KBC Securities in 2015 op de tweede plaats eindigt. De top drie wordt gecompleteerd door Morgan Stanley.

4. Conclusie

Het loonde in 2015 om analistenadviezen op te volgen. De aandelen waar analisten het meest positief over waren hebben de beurs in 2015 met 6 procent verslagen, terwijl de minst favoriete fondsen met 10% achterbleven bij het beursgemiddelde. Afgelopen jaar waren analisten gemiddeld gezien weer optimistisch daar maar liefst 49 procent van de uitstaande adviezen over Nederlandse aandelen een koopadvies betrof. Het percentage koopadviezen per bank varieerde van 31 procent tot 73%. Ook de behaalde rendementen varieerden sterk per bank. Het opvolgen van de koopadviezen van KBC Securities leverde het hoogste rendement (+27%), terwijl Deutsche Bank in totaliteit de beste adviezen gaf. Niet alleen rendeerdde de portefeuille bestaande uit koopadviezen goed, ook bleven de minder aanbevolen aandelen 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 Deutsche Bank met maar liefst 31 procent het hoogste rendement.