

Analistenanalyse 2016

- De favorieten van analisten presteerden in 2016 4 procent slechter dan de markt; minst geliefde aandelen deden het maar liefst 11 procent beter.
- Analisten ook in 2016 optimistisch: koopadviezen maakten 54% uit van de uitstaande adviezen.
- RBC gaf de hoogst renderende koopadviezen; Jefferies nummer 1 in het klassement door zowel goed renderende koopadviezen als relatief 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 adviezen afkomstig van de twintig banken die de meeste adviezen hebben afgegeven gedurende 2016, waarbij de onderzoeksperiode eindigt op 14 december. In totaal zijn er 2808 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 tegengesteld is aan het enthousiasme van analisten. De aandelen waarover analisten het meest positief gestemd waren, hebben het gemiddeld 4 procent slechter gedaan dan het marktgemiddelde, terwijl de aandelen waarover analisten het minst positief waren, de markt juist met 11 procent versloegen. Dit verschil werd voornamelijk in het eerste kwartaal van 2016 gerealiseerd. Analisten waren in dat kwartaal bijvoorbeeld negatief over ArcelorMittal (+32% rendement in het 1^e kwartaal), Air France-KLM (+19%), Gemalto (+18%) en Wolters Kluwer (+13%). Voorbeelden van aandelen waar analisten gedurende dat kwartaal positief waren, zijn Galapagos (-35%), ING (-15%), ABN Amro en Aegon (beide -13%). Over Arcadis,

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.

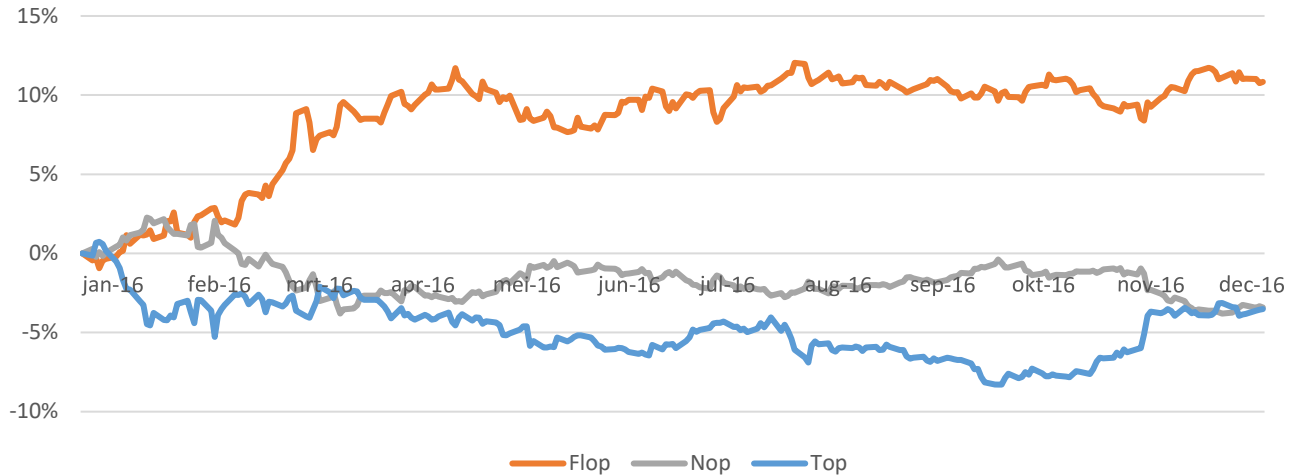
⁴ Om tot het consensusadvies per aandeel te komen, hanteren we het Bayesiaanse gemiddelde met $C=2$.

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 afgetopt 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.

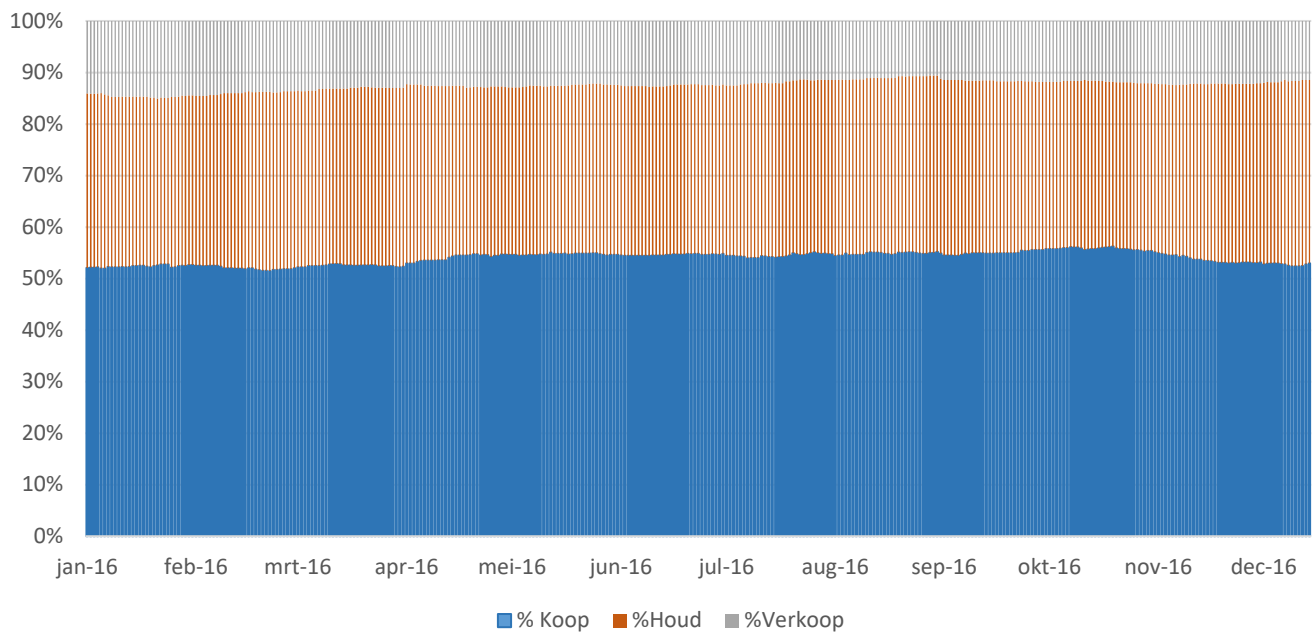
Aegon en BESI was het analistengilde in het begin van dit jaar goed geluimd, maar deze bedrijven eindigden als minder geliefd onder analisten. Het omgekeerde geldt voor NN Group, Refresco en Ahold Delhaize.

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 54 procent koopadviezen uit, 34 procent houdadviezen en slechts 13 procent verkoopadviezen. Ten opzichte van het gemiddelde van 2015 is het gemiddelde percentage koopadviezen met 5 procentpunt gestegen, ten koste van zowel houdadviezen als verkoopadviezen. Figuur 2 schetst het verloop in adviezen in 2016.

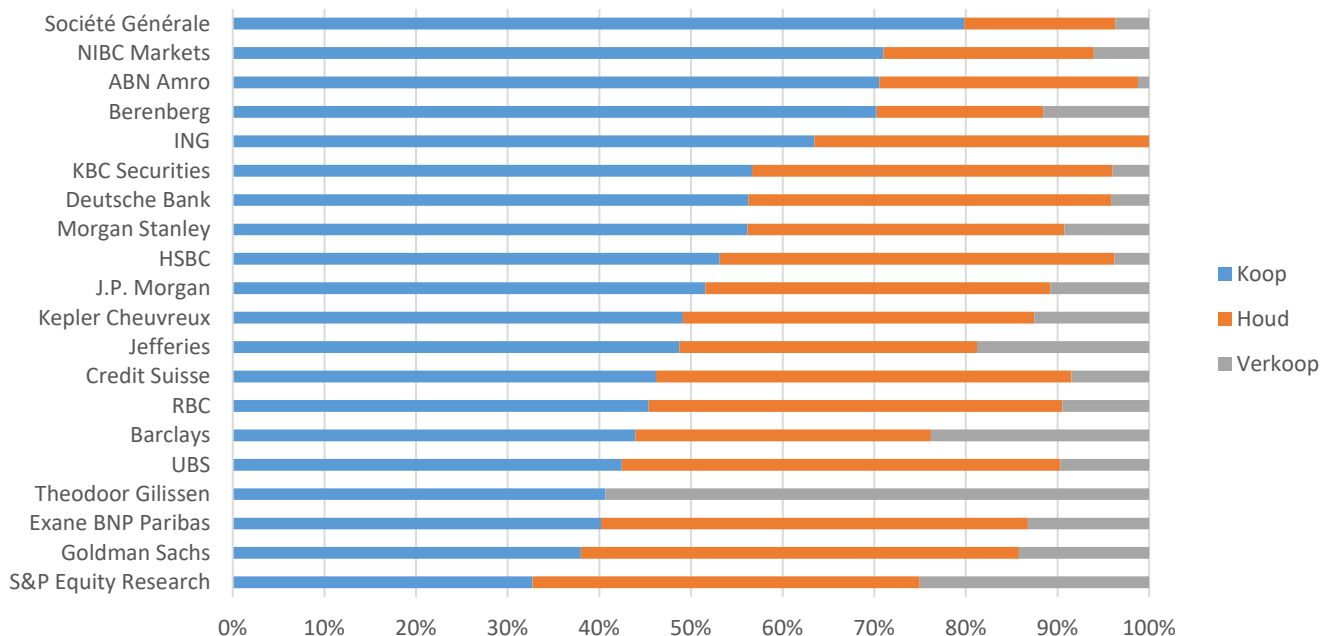
Figuur 2. De uitstaande adviezen onderverdeeld



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 80% van de uitstaande adviezen van Société Générale op de Nederlandse markt zijn koopadviezen, waarmee deze bank, net als in 2015, de meest positieve blik heeft. Bij tien 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.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 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
	2016	2015				
1	19	Jefferies	18%	6%	13%	
2	-	RBC	23%	13%	9%	
3	11	Credit Suisse	16%	8%	8%	
4	16	Kepler Cheuvreux	14%	6%	7%	
5	3	Morgan Stanley	12%	7%	5%	
6	13	UBS	10%	5%	5%	
7	5	Theodoor Gilissen	12%	8%	4%	
8	12	ABN Amro	8%	9%	-1%	
9	15	NIBC Markets	4%	6%	-1%	
10	20	Société Générale	11%	16%	-5%	
11	2	KBC Securities	0%	5%	-5%	
12	-	Berenberg	10%	15%	-5%	
13	7	Goldman Sachs	11%	16%	-6%	
14	18	J.P. Morgan	6%	16%	-10%	
15	-	S&P Equity Research	4%	20%	-16%	
16	9	Exane BNP Paribas	3%	19%	-16%	
17	17	HSBC	4%	22%	-18%	
18	6	Barclays	1%	21%	-20%	
19	10	ING	0%	21%	-21%	
20	1	Deutsche Bank	1%	25%	-23%	

Tabel 1 laat zien dat Jefferies volgens deze methodiek de beste beleggingsadviezen heeft gegeven. De portefeuille gebaseerd op koopadviezen leverde 18,1 procent rendement. Weliswaar rendeerden ook de aandelen met houd- en verkoopadviezen 5,5 procent, maar het verschil tussen de koopportefeuille aan de ene kant en de houd- en verkoopportefeuille aan de andere kant was bij Jefferies met 12,6 procent het hoogst. Dit betekent dat wanneer een belegger longposities had genomen in de koopadviezen, en deze posities had gefinancierd met shortposities in de houd- en verkoopadviezen van Jefferies, hij/zij 12,6 procent rendement behaald zou hebben. Interessant is dat deze bank vorig jaar bijna onderaan stond. Op het gebied van positief rendement van koopadviezen, deed alleen RBC het beter dan Jefferies met 22,5 procent rendement. Een long-short portefeuille van RBC zou 9,2 procent hebben opgeleverd. Credit Suisse completeert de top drie.

4. Conclusie

Het loonde in 2016 niet om analistenadviezen op te volgen. De aandelen waar analisten het meest positief over waren, bleven in 2016 4 procent achter bij het beursgemiddelde, terwijl de minst favoriete fondsen het juist 11% beter deden dan de beurs. Afgelopen jaar waren analisten gemiddeld gezien wederom optimistisch, daar maar liefst 54 procent van de uitstaande adviezen over Nederlandse aandelen een koopadvies betrof. Het percentage koopadviezen per bank varieerde van 33 procent tot 80 procent. Ook de behaalde rendementen varieerden sterk per bank. Het opvolgen van de koopadviezen van RBC leverde het hoogste rendement, terwijl Jefferies in totaliteit de beste adviezen gaf. Een theoretische long-shortportefeuille waarbij de aanbevolen aandelen gekocht zouden worden, terwijl de aandelen met houd- of verkoopadvies zouden worden verkocht, leverde bij Jefferies met 13 procent het hoogste rendement.