

Analistenanalyse 2017

- De favorieten van analisten presteerden in 2017 ruim 2 procent beter dan de markt; minst geliefde aandelen deden het ruim 3 procent slechter dan marktgemiddelde.
- Analisten ook in 2017 optimistisch: koopadviezen maakten 53% uit van de uitstaande adviezen.
- Jefferies gaf de hoogst renderende koopadviezen; Credit Suisse 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 2017, waarbij de onderzoeksperiode eindigt op 15 december. In totaal zijn er 3364 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 rangschikking van de portefeuilles is gelijk aan het enthousiasme van analisten. De aandelen waarover analisten het meest positief gestemd waren, hebben het gemiddeld 2,2 procent beter gedaan dan het marktgemiddelde, terwijl de aandelen waarover analisten het minst positief waren, 3,2 procent achterbleven bij de markt.

Inzoomend op individuele aandelen valt op dat halfgeleiderbedrijven ASMI (+33%) en ASML (+38%) een groot deel van het jaar tot de topportefeuille behoorden. Ook ING (+21%) en TKH Group (+44%) waren in deze portefeuille te vinden. Binnen de Flopportefeuille hadden de analisten het bij het rechte eind bij bijvoorbeeld Binck (-14%), Fugro (-18%) en Vopak (-16%).

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.

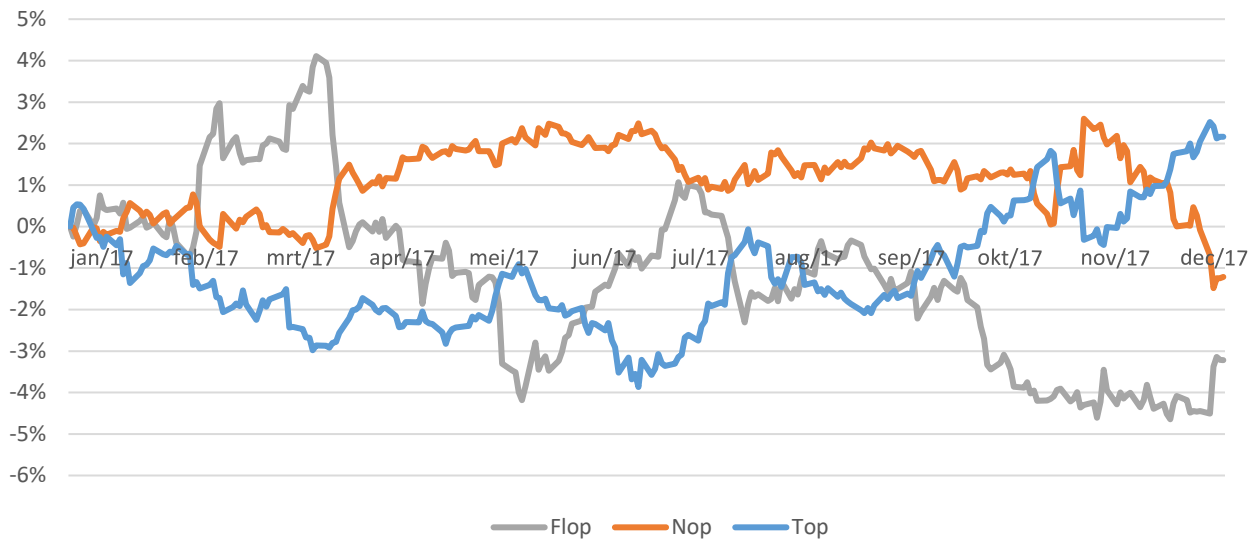
³ Trivano rapporteert de letterlijke adviezen van de bank. Ten behoeve van dit onderzoek zijn deze adviezen omgezet naar een driepuntsschaal, te weten koop, houd, en verkoop.

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.

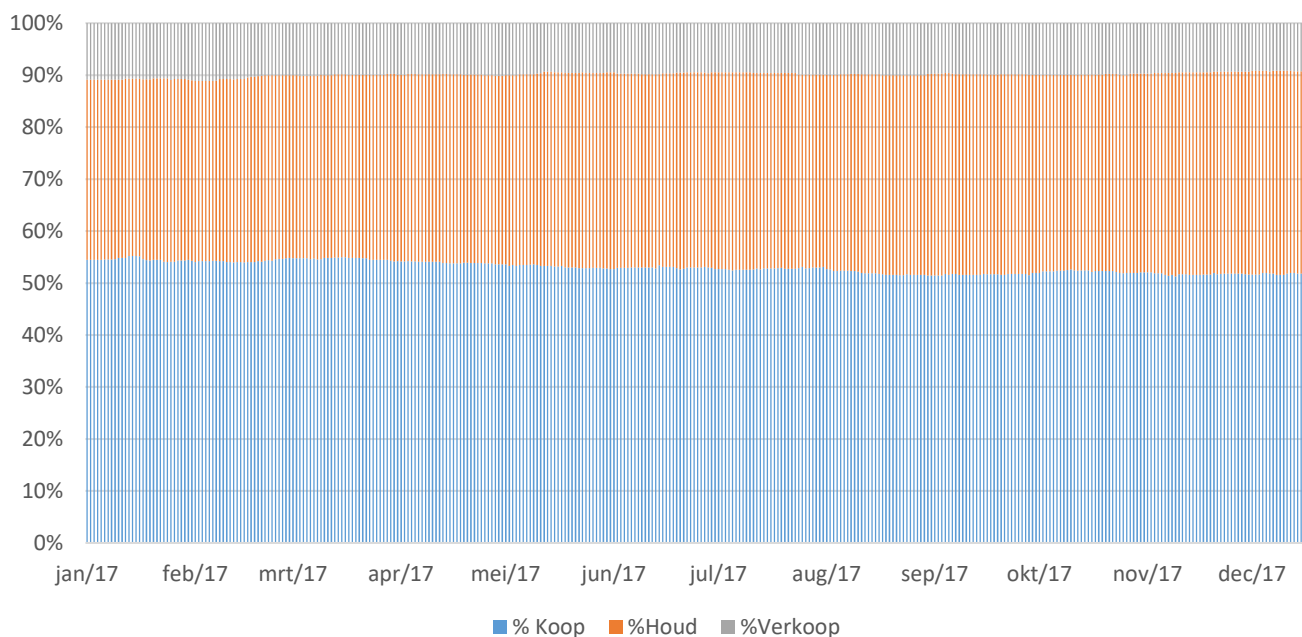
⁶ Het rendement van de aandelen in portefeuilles is inclusief het geherinvesteerde dividendrendement. Transactiekosten worden buiten beschouwing gelaten.

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 Noppportefeuille 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 53 procent koopadviezen uit, 37 procent houdadviezen en slechts 10 procent verkoopadviezen. Ten opzichte van het gemiddelde van 2016 is het gemiddelde percentage koopadviezen met 1 procentpunt gedaald, en het aantal houdadviezen met 3 procentpunt gestegen. Figuur 2 schetst het verloop in adviezen in 2017.

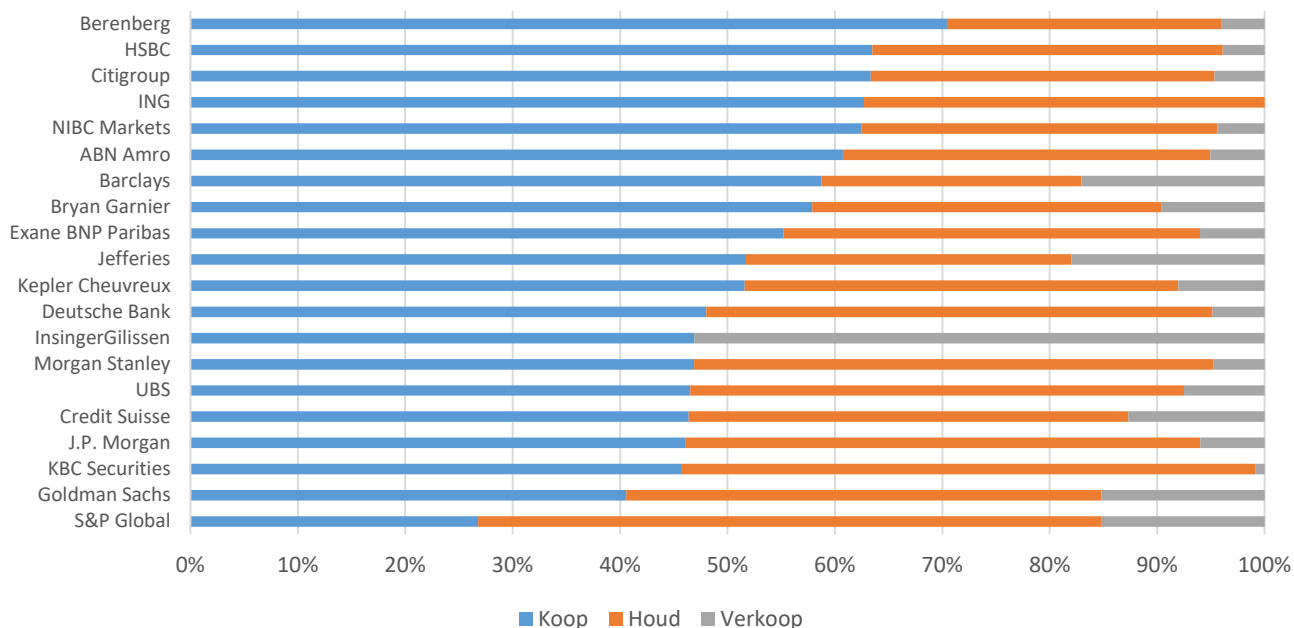
Figuur 2. De uitstaande adviezen onderverdeeld



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 70% van de uitstaande adviezen van Berenberg op de Nederlandse markt zijn koopadviezen, waarmee deze bank, net als in 2016, één van de banken is met de meest positieve blik. Bij elf 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

2017	Positie		Bank	Koop	Houd en Verkoop	Long-Short
	2017	2016				
1	3		Credit Suisse	23%	7%	15%
2	1		Jefferies	25%	10%	14%
3	18		Barclays	20%	6%	14%
4	11		KBC Securities	22%	13%	9%
5	6		UBS	22%	14%	7%
6	5		Morgan Stanley	19%	12%	7%
7	4		Kepler Cheuvreux	18%	13%	5%
8	7		InsingerGilissen	23%	19%	4%
9	-		Citigroup	16%	13%	4%
10	14		J.P. Morgan	16%	13%	3%
11	9		NIBC Markets	19%	17%	2%
12	16		Exane BNP Paribas	16%	15%	1%
13	15		S&P Global	18%	19%	0%
14	20		Deutsche Bank	15%	16%	-1%
15	8		ABN Amro	12%	16%	-3%
16	13		Goldman Sachs	12%	17%	-5%
17	19		ING	12%	19%	-8%
18	17		HSBC	7%	17%	-9%
19	12		Berenberg	19%	35%	-16%
20	-		Bryan Garnier	-13%	24%	-37%

Tabel 1 laat zien dat Credit Suisse volgens deze methodiek de beste beleggingsadviezen heeft gegeven. De portefeuille gebaseerd op koopadviezen leverde 22,6 procent rendement. Weliswaar rendeerden ook de aandelen met houd- en verkoopadviezen 7,4 procent, maar het verschil tussen de koopportefeuille aan de ene kant en de houd- en verkoopportefeuille aan de andere kant was bij Jefferies met 15,3 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 15,3 procent rendement behaald zou hebben. Interessant is dat Credit Suisse ook vorig jaar in de topdrie stond. Op het gebied van positief rendement van koopadviezen, deed Jefferies (vorig jaar nummer 1) het nog iets beter dan Credit Suisse met 24,8 procent rendement. Een long-short portefeuille van Jefferies zou 14,5 procent hebben opgeleverd. Barclays completeert de top drie.

4. Conclusie

Het loonde in 2017 om analistenadviezen op te volgen. De aandelen waar analisten het meest positief over waren, deden het 2,2 procent beter dan het beursgemiddelde, terwijl de minst favoriete fondsen juist 3,2% achterbleven. Afgelopen jaar waren analisten gemiddeld gezien wederom optimistisch, daar maar liefst 53 procent van de uitstaande adviezen over Nederlandse aandelen een koopadvies betrof. Het percentage koopadviezen per bank varieerde van 27 procent tot 70 procent. Ook de behaalde rendementen varieerden sterk per bank. Het opvolgen van de koopadviezen van Jefferies leverde het hoogste rendement, terwijl Credit Suisse 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 Credit Suisse met 15 procent het hoogste rendement.