

## Analistenanalyse 2018

- De favorieten van analisten presteerden in 2018 zo'n 5 procent slechter dan de markt; de minst geliefde aandelen deden het bijna 9 procent slechter dan marktgemiddelde.
- Analisten ook in 2018 optimistisch: koopadviezen maakten 54% uit van de uitstaande adviezen.
- Bryan Garnier gaf de hoogst renderende koopadviezen; ABN AMRO 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.com<sup>1</sup>. De focus ligt op adviezen afkomstig van de twintig banken die de meeste adviezen hebben afgegeven gedurende 2018, waarbij de onderzoeksperiode eindigt op 14 december. In totaal zijn er 3379 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 dagbasis<sup>2</sup> berekenen we het gemiddeld uitstaande advies<sup>3</sup> per aandeel<sup>4</sup>. 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.<sup>5</sup>

Figuur 1 laat het verloop van de drie portefeuilles<sup>6</sup> zien ten opzichte van het beursgemiddelde. De aandelen waarover analisten het minst uitgesproken waren in hun oordeel, presteerden het best met een rendement dat 10,6 procent hoger ligt dan dat van de markt. De aandelen waarover analisten het meest positief gestemd waren, hebben het gemiddeld 5,3 procent slechter gedaan dan het marktgemiddelde, terwijl de aandelen waarover analisten het minst positief waren, 8,6 procent achterbleven bij de markt.

Inzoomend op individuele aandelen valt op dat halfgeleiderbedrijven ASMI (-30 procent) en ASML (-28 procent) het gehele jaar tot de topportefeuille behoorden. Ahold Delhaize (+28 procent), Galapagos (+18 procent) en Unilever (+9 procent) waren positieve uitschieters die een groot deel van het jaar in de topportefeuille zaten. Binnen de Flopportefeuille hadden de analisten het bij het rechte eind bij bijvoorbeeld AirFrance KLM (-32

---

<sup>1</sup> Wij zijn Trivano zeer erkentelijk voor het beschikbaar stellen van de data.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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.

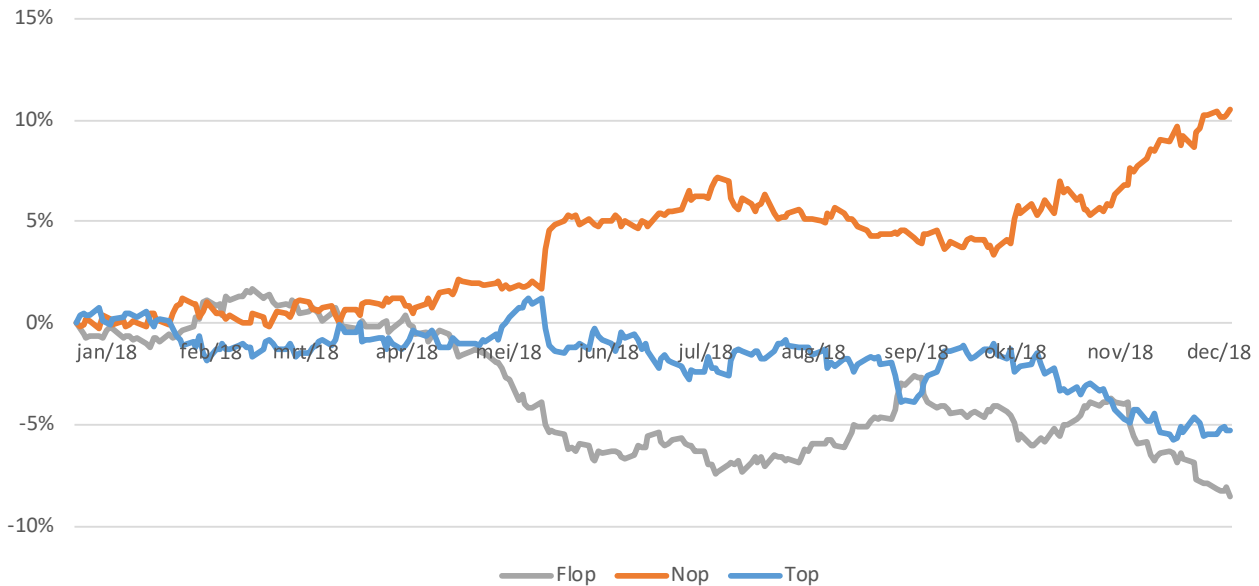
<sup>4</sup> Om tot het consensusadvies per aandeel te komen, hanteren we het Bayesiaanse gemiddelde met  $C=2$ .

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> Het rendement van de aandelen in portefeuilles is inclusief het geheinvesteerde dividendrendement. Transactiekosten worden buiten beschouwing gelaten.

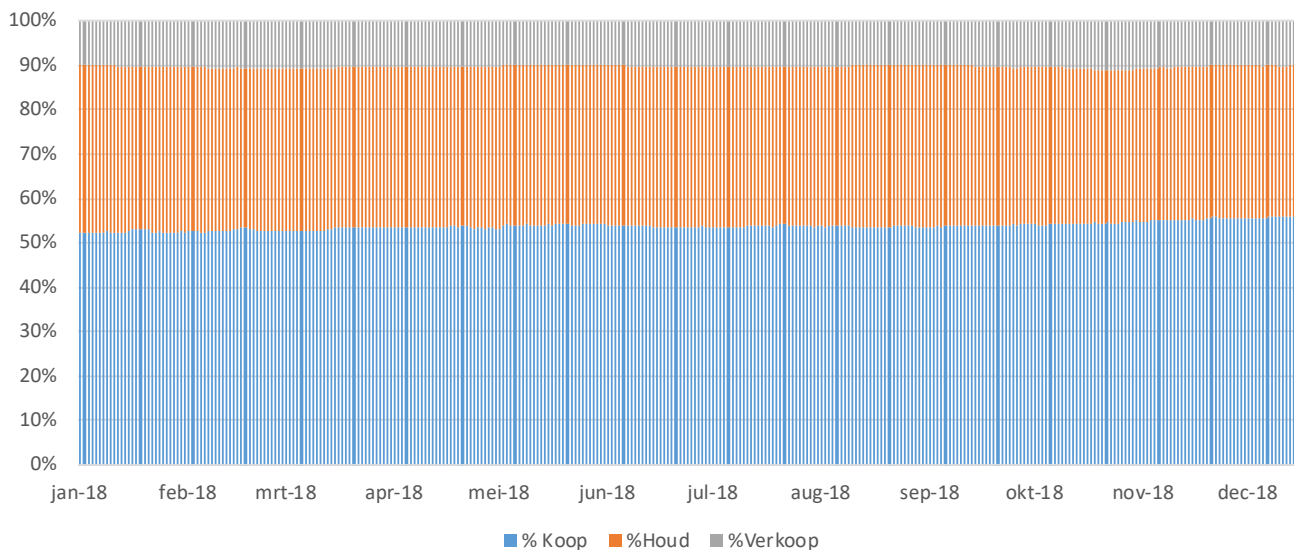
procent), Arcadis (-41 procent) en Signify (-32 procent). Wolters Kluwer was een van de aandelen die het gehele jaar in de nopportefeuille zat, maar wel goed rendeerdde met +25 procent rendement.

**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 Nopportefeuille 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 54 procent koopadviezen uit, 36 procent houdadviezen en slechts 10 procent verkoopadviezen. Ten opzichte van het gemiddelde van 2017 is het gemiddelde percentage koopadviezen met 1 procentpunt gestegen, en het aantal houdadviezen met 1 procentpunt gedaald. Figuur 2 schetst het verloop in adviezen in 2018.

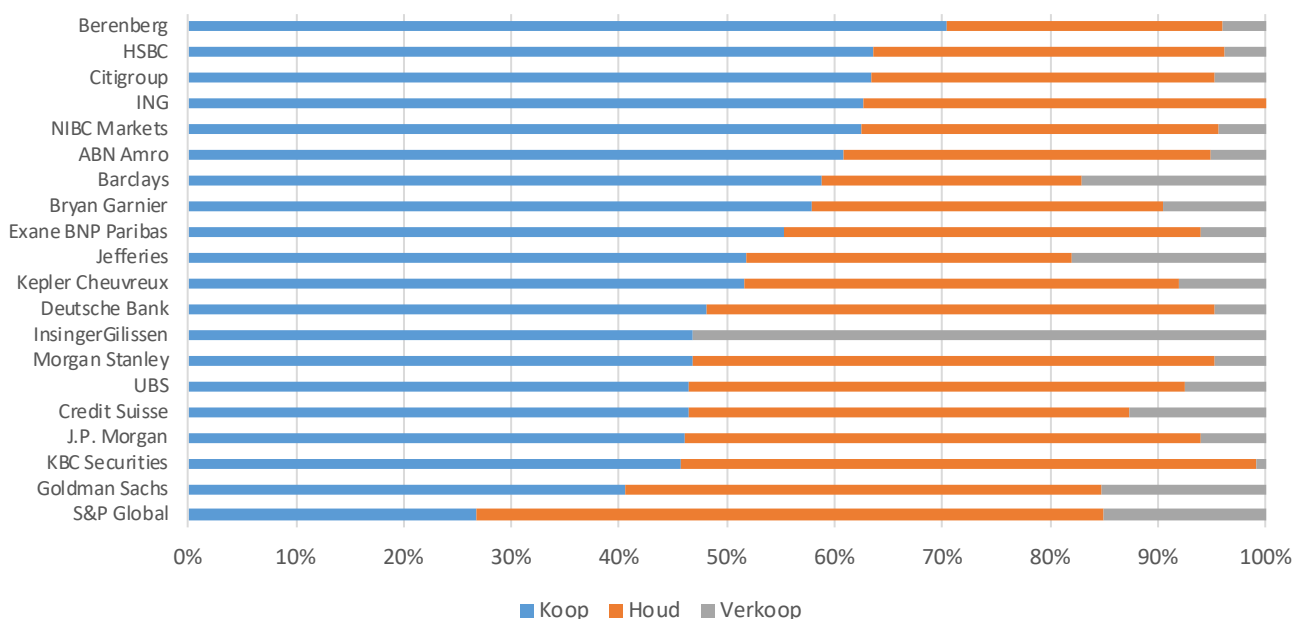
**Figuur 2. De uitstaande adviezen onderverdeeld**



### 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 2017, 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.<sup>7</sup>

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.

<sup>7</sup> Ook bij deze analyse leidt de aanpassing van een advies op dag  $t$  pas tot een portefeuillemwijziging 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**

2018	Positie		Bank	Koop	Houd en Verkoop	Long-Short
	2018	2017				
1	15		ABN AMRO	1%	-27%	27%
2	-		Degroof Petercam	0%	-17%	17%
3	20		Bryan Garnier	8%	-6%	14%
4	-		Kempen	-5%	-15%	10%
5	6		Morgan Stanley	0%	-9%	9%
6	11		NIBC Markets	-5%	-11%	6%
7	8		InsingerGilissen	-6%	-12%	6%
8	4		KBC Securities	-4%	-10%	5%
9	3		Barclays	-2%	-7%	5%
10	5		UBS	-4%	-9%	4%
11	17		ING	-5%	-7%	2%
12	14		Deutsche Bank	-4%	-4%	0%
13	1		Credit Suisse	-4%	-4%	-1%
14	7		Kepler Cheuvreux	-8%	-4%	-4%
15	16		Goldman Sachs	-5%	-1%	-4%
16	9		Citigroup	-6%	-1%	-5%
17	-		CFRA	-9%	-3%	-6%
18	19		Berenberg	-9%	-1%	-8%
19	10		J.P. Morgan	-10%	1%	-11%
20	2		Jefferies	-14%	-2%	-13%

Tabel 1 laat zien dat ABN AMRO volgens deze methodiek de beste beleggingsadviezen heeft gegeven. De portefeuille gebaseerd op koopadviezen leverde 0,6 procent rendement, terwijl de aandelen met houd- en verkoopadviezen maar liefst 26,8 procent daalde. Dit betekent dat wanneer een belegger longposities had genomen in de koopadviezen, en deze posities had gefinancierd met shortposities in de houd- en verkoopadviezen, hij/zij 27,5 procent rendement behaald zou hebben. Bij Degroof Petercam had zo'n strategie 17 procent rendement opgeleverd. Bryan Garnier compleeteert de top drie. Deze bank gaf de best renderende koopadviezen, maar de rendementen na houd- en verkoopadviezen bleven hier iets dichterbij huis.

#### 4. Conclusie

Het loonde in 2018 niet om analistenadviezen op te volgen. De aandelen waar analisten het meest positief over waren, deden het 5,3 procent slechter dan het beursgemiddelde. Ook de minst favoriete fondsen bleven achter, namelijk met 8,6 procent. 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 27 procent tot 70 procent. Ook de behaalde rendementen varieerden sterk per bank. Het opvolgen van de koopadviezen van Bryan Garnier leverde het hoogste rendement, terwijl ABN AMRO 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 ABN AMRO met 27 procent het hoogste rendement.