

## Analistenfavorieten presteerden goed in 2012; Société Générale beste tipgever

- In 2012 hebben – net als in 2010 en 2011 – de meest aanbevolen aandelen beter gepresteerd dan de minst aanbevolen aandelen.
- Analisten bleken ook in 2012 zeer optimistisch gemutst: gemiddeld stonden er 50% koopadviezen uit, 41% houdadviezen en slechts 9% verkoopadviezen.
- De beste adviezen waren afkomstig van Société Générale: een long/short strategie waarbij de aandelen met een koopadvies werden aangekocht en die met een houd- of verkoopadvies werden verkocht, leverde ruim 17% rendement op.

### Introductie

In het onderzoek hebben wij aandelenadviezen onderzocht (gepubliceerd door de website Analist.nl) van de 25 banken die de meeste adviezen hebben gepubliceerd. In totaal zijn er 2344 adviezen onderzocht. De onderzoeksperiode loopt tot en met 24 december 2012. Advieswijzigingen worden op dagelijkse basis meegenomen in dit onderzoek waarbij een advieswijziging vandaag gevolgen kan hebben voor de verschillende aandelenmandjes morgen.<sup>1</sup> We delen het onderzoek op in twee stukken. 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-25 van adviesgevers actief op de Nederlandse markt.

### 1. 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. De gecreëerde portefeuilles worden gelijk gewogen en de resultaten worden vergeleken met een gelijk gewogen gemiddelde van alle in Nederland genoteerde aandelen. Figuur 1 beschrijft het verloop van de portefeuilles. De Top-portefeuille heeft het beste gedaan met een rendement dat ruim 7% boven het marktgemiddelde ligt. Zowel de Nop- als de Flop-portefeuille hebben slechter gepresteerd dan het marktgemiddelde.

De Flop-portefeuille laat enkele uitschieters zien. Het overnamebod op TNT Express in februari 2012 zorgde voor een stijging van de waarde van deze portefeuille: zowel PostNL als TNT Express stegen sterk en beide aandelen zaten in de Flop-portefeuille. Enkele maanden later daalde de waarde weer flink: AMT daalde toen sterk en dit aandeel trok deze portefeuille mee naar beneden. De daling aan het einde van het jaar wordt mede veroorzaakt door de koersval van KPN.

Als we verder inzoomen op individuele aandelen dan zien we dat SBM Offshore, Arcadis, Fugro, Reed Elsevier en DSM als favorieten aan het jaar begonnen. Ook aan het einde van het jaar staan die nog altijd in de top-25%-aandelen van het analistengilde. Opvallende verschuivingen vinden we bij Royal Dutch Shell, Accell, Imtech en ArcelorMittal: analisten begonnen het jaar ook over deze aandelen zeer optimistisch maar ze eindigden in de laagste 25%.<sup>2</sup>

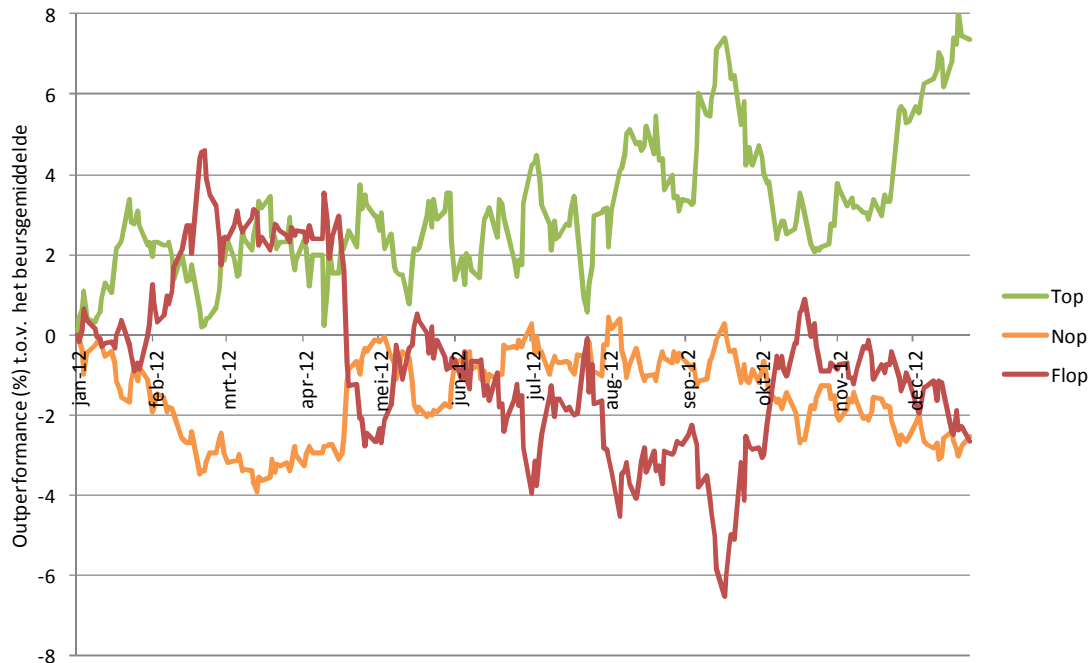
---

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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  $C=2$ .

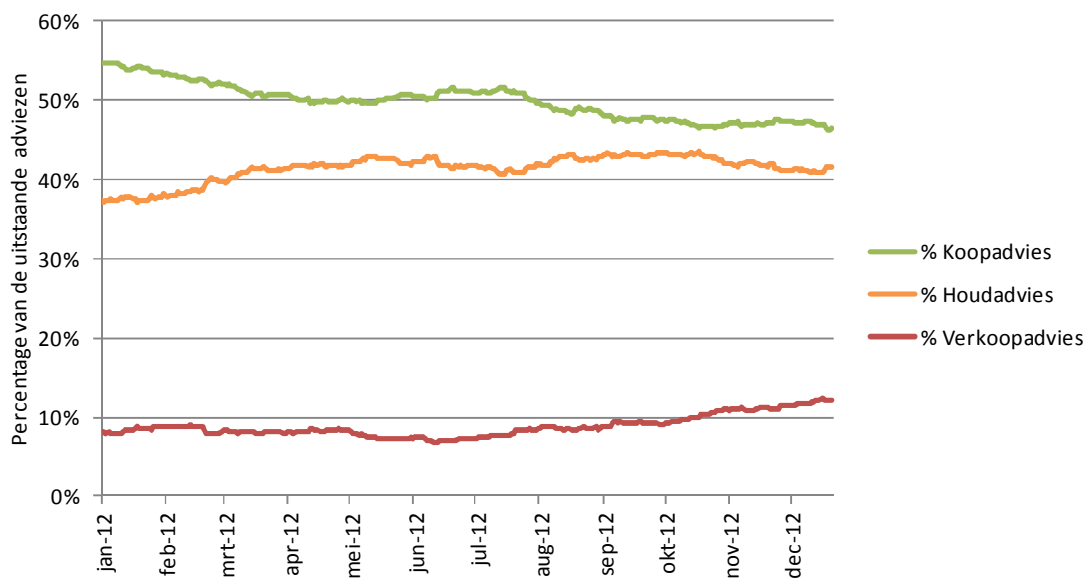
Over de vooruitzichten van TNT Express zijn analisten het gehele jaar somber geweest. Hetzelfde geldt voor TomTom, Heineken en AirFrance-KLM. USG People is daarentegen een stijger vanuit het Flop-mandje op 1 januari naar het Top-mandje aan het eind van 2012.

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



De Nop-portefeuille is een typisch mandje: a priori verwacht men hier vooral houdadviezen te zien, echter, ook hier domineren de koopadviezen. Dit komt doordat analisten gemiddeld gezien zeer positief zijn. In 2012 waren alle uitstaande adviezen op te splitsen in 50% koopadviezen, 41% houdadviezen en slechts 9% verkoopadviezen. Het verloop van de adviezen is weergegeven in Figuur 2. Opvallend is het dalende verloop van het percentage koopadviezen terwijl het percentage verkoopadviezen is toegenomen gedurende het jaar.

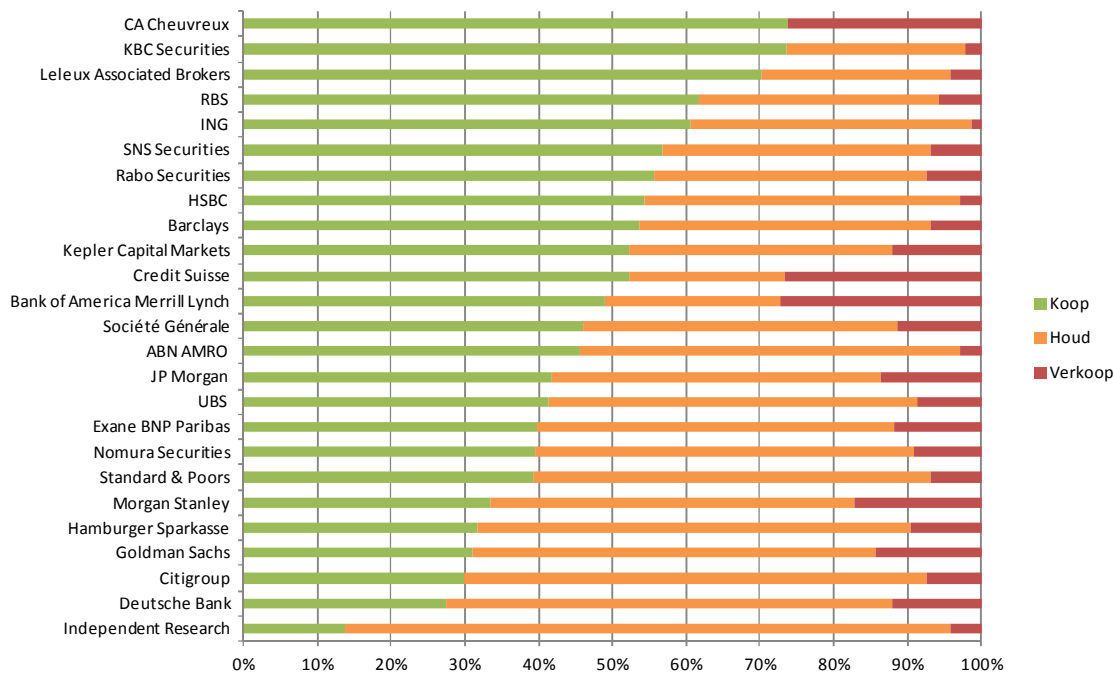
Figuur 2 Het verloop van het percentage uitstaande koop-, houd- en verkoopadviezen



## 2. 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 CA Cheuvreux het hoogste percentage koopadviezen heeft: ruim 70% van de uitstaande adviezen in 2012 is hier een koopadvies geweest. Voor ongeveer de helft van de banken geldt dat meer dan de helft van de adviezen een koopadvies is.

Figuur 3 De onderverdeling van de uitstaande adviezen per bank in 2012



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 op per bank dagelijkse portefeuilles gemaakt met in één 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.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> We hebben ook een rangschikking gemaakt waarbij we hebben gecorrigeerd voor het genomen marktrisico. Deze ranking wijkt nauwelijks af van 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
2012	2011					2012	2011				
1	22	Société Générale	29%	12%	17%	14	11	Standard & Poors	12%	13%	-1%
2	4	CA Cheuvreux	17%	2%	15%	15	24	Morgan Stanley	20%	22%	-2%
3	9	SNS Securities	16%	5%	10%	16	1	Deutsche Bank	23%	29%	-5%
4	3	Rabo Securities	17%	6%	10%	17	-	Indep. Research	2%	9%	-7%
5	5	UBS	25%	17%	8%	18	7	KBC Securities	6%	14%	-8%
6	15	Citigroup	19%	14%	5%	19	6	Nomura Securities	8%	17%	-9%
7	17	Kepler Cap. Markets	17%	13%	4%	20	19	ING	9%	17%	-9%
8	25	Barclays	20%	16%	4%	21	18	RBS	5%	19%	-14%
9	23	JP Morgan	19%	15%	4%	22	10	Goldman Sachs	8%	23%	-15%
10	21	HSBC	13%	10%	3%	23	8	Credit Suisse	4%	27%	-23%
11	20	BoA Merrill Lynch	18%	16%	2%	24	-	Leleux Ass. Brokers	2%	29%	-27%
12	12	Exane BNP Paribas	19%	17%	2%	25	-	Hamburger Spark.	-8%	28%	-37%
13	16	ABN AMRO	11%	11%	-1%						

Tabel 1 laat zien dat Société Générale volgens deze methodiek de beste adviesgever in 2012 is geweest. Het opvolgen van de koopadviezen leverde 29% rendement op. Het aankopen van aandelen met houd- en verkoopadviezen leverde een positief rendement op van 12%. Een long/short strategie zou dus 17% rendement hebben opgeleverd. De top-5 wordt gecompleteerd door CA Cheuvreux, SNS Securities, Rabo Securities en UBS. Interessant is dat deze vier banken nu al drie jaar op rij in het linkerrijtje staan.

### Conclusies

Ondanks dat er gedurende het jaar steeds minder koopadviezen uitstonden en er juist meer verkoopadviezen bij kwamen, blijft het gemiddelde analistenoordeel zeer positief. We hebben de Nederlandse aandelen opgesplitst in vier portefeuilles: Top bevatte de 25% meest aanbevolen aandelen, Nop de 50% middelste, en Flop de 25% minst aanbevolen aandelen. De Top-portefeuille heeft net als in 2010 en 2011 het best gepresteerd. 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 Société Générale.