

TCM funds ziet waarde in Nigeriaanse banken

De Nigeriaanse beursindex is dit jaar met 10% gedaald, vergeleken met een winst van 15% voor de Frontier Markets index. Buitenlandse investeerders zijn gefrustreerd over een gebrek aan beleidsvoortgang sinds president Muhammadu Buhari in februari verkiezingen won. Desondanks herstelt de Nigeriaanse economie zich langzaam van de recessie uit 2016 en voorspelt het Internationaal Monetair Fonds dat de groei dit jaar zal versnellen tot 2,1%, van 1,9% in 2018. Daarmee is het land nog steeds één van de langzaamst groeiende economieën van Afrika en is de groei bovendien lager dan die van de bevolking (3%). De Verenigde Naties verwachten dat de totale bevolking van Nigeria tegen het einde van het jaar 2050 ongeveer 398 miljoen zal bereiken. Met die cijfers zal Nigeria het derde meest bevolkte land ter wereld zijn na China en India.

Met het huidige bevolkingsaantal is er nu al dringend behoefte aan investeringen in infrastructuur, gezien de constante stroomuitval en chaos in de belangrijkste havens, wat drukt op de economische groei. Omdat zo weinig Nigerianen en bedrijven belasting betalen, heeft de natie één van de laagste inkomsten/bbp-ratio's ter wereld, namelijk ongeveer 7%. Daarom kan de overheid weinig geld uitgeven aan scholen, ziekenhuizen en infrastructuur. Er is ook een groeiende bezorgdheid over hoeveel van het budget opgaat aan rentebetalingen op de staatschuld. Toch is Buhari een voorstander van lage benzineprijzen, in de overtuiging dat Nigerianen hier recht op hebben, omdat het land een oliestaat is. Nigeria is het zesde goedkoopste land ter wereld om uw tank te vullen. Dat kostte vorig jaar bijna \$2 miljard aan subsidies volgens het IMF, dat de regering heeft aangespoord om de prijzen te verhogen.

De kredietgroei zal naar verwachting gematigd blijven bij de huidige ondermaatse groei van de economie. De grootste banken van Nigeria hebben echter een manier gevonden om de inkomsten op peil te houden, namelijk door het kopen van lokale staatsobligaties die één van de hoogste rendementen in opkomende markten bieden. Banken kunnen bijvoorbeeld 364-daags schatkistpapier kopen met een rendement van ongeveer 15%, een vrijwel risicovrije manier om geld te verdienen. Daarom is er weinig prikkel om te lenen en dat is nou precies wat de toezichthouder wil veranderen.

In een poging de economische groei te stimuleren, geeft Nigeria zijn banken de keuze: leen meer geld, of hevel het over aan de centrale bank en verdien er niets aan. Banken zouden eind september minstens 60% van hun deposito's moeten gebruiken voor leningen, aldus de centrale bank. Voor degenen die dat niet doen, zullen de kasreserve-eisen worden verhoogd, wat betekent dat ze gedwongen worden om meer geld bij de centrale bank te parkeren. De banken van Nigeria behoren tot de meest terughoudende kredietverstrekkers in de opkomende markten, met een gemiddelde lening/deposito-ratio van minder dan 60%. Ter vergelijking, in de rest van Afrika ligt dit gemiddeld op 78%, volgens gegevens verzameld door Bloomberg. Dit percentage is meer dan 90% in Zuid-Afrika en ongeveer 76% in Kenia.

De circulaire van de centrale bank heeft tot aanzienlijke onrust geleid. Een index van lokale bank aandelen is met 23% gedaald ten opzichte van het hoogtepunt in februari 2019. Kredietverstrekkers vrezen dat het gedwongen lenen onder de huidige macro-economische situatie, met een inflatie van meer dan 11%, het financiële systeem in gevaar zou kunnen brengen door een toename van niet-renderende leningen (non-performing loans of NPL's).

Na de crisis van drie jaar geleden lag het NPL percentage op 17%. Nu dit is teruggebracht tot minder dan 10%, zijn banken op dit moment juist zeer voorzichtig met het uitgeven van leningen.

De soep wordt nooit zo heet gegeten als ze wordt opgediend en vaak kan een markt onder stress interessante koopmogelijkheden bieden voor de langere termijn. Vooral voor de grootste geldschietters van het land, zoals Guaranty Trust Bank, United Bank for Africa (UBA) en Zenith Bank met sterke balansen en lage NPL ratio's van ongeveer 5%. Deze drie banken handelen momenteel op een koers van slechts 3-4 keer de winst, wat een korting betekent van 35% op hun 5-jarig historisch gemiddelde. Hoewel de Nigeriaanse aandelenmarkt de afgelopen 15 jaar verschillende keren hard is gekelderd door crisissen en devaluaties, vertoonden Guaranty (+ 18%), UBA (+ 6,7%) en Zenith (+ 9,8%) hun veerkracht met behoorlijke jaarrendementen (berekend als geannualiseerd rendement in euro), vergeleken met een jaarlijks index-equivalent van -1,1% over de periode. Met dit in gedachten en gezien hun solide dividendrendementen, hoge ROE's en verwachte winstgroei per aandeel, houdt TCM funds deze namen met vertrouwen in portefeuille.

Een ontwikkeling die in de nabije toekomst een positieve katalysator voor de markt zou kunnen vormen, is het Petroleum wetsvoorstel. Een revisie van het oliebeleid dat al meer dan tien jaar aan de gang is, is één van de vele wetten die president Muhammadu Buhari in zijn tweede termijn door het parlement zou kunnen loodsen om investeringen in de olie-afhankelijke economie te stimuleren. De vertragingen van deze revisie hebben volgens het Ministerie van Petroleum het afgelopen decennium naar schatting \$15 miljard per jaar gekost aan financiering voor de industrie. Als gevolg hiervan stagneren de ruwe productie en reserves van Nigeria en zijn doelen om reserves van 40 miljard vaten en een productie van 4 miljoen vaten per dag te bereiken meer dan 15 jaar teruggedrongen. De hervormingen van de wet zullen, als het voorstel nu wel wordt doorgevoerd, de broodnodige investeringen in olie-exploratie en productie stimuleren die voorheen uitbleven vanwege de onzekerheden van het beleid.

Overzicht 3 Nigeriaanse banken:

UBA	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
EPS	2,17	2,3	2,64	2,91
P/E (x)	5,01	3,2	2,68	2,42
P/B (x)	0,81	0,54	0,41	0,37
Div Yield	5,50%	7,20%	6,40%	6,80%
Payout Ratio	30%	37%	28%	27%
ROE	16,10%	15,20%	15,40%	15,20%

Guaranty	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
EPS	5,79	6,27	6,86	7,52
P/E (x)	5,35	4,94	4,52	4,12
P/B (x)	1,47	1,59	1,53	1,41
Div Yield	8,71%	8,87%	9,19%	9,68%
Payout Ratio	47%	44%	40%	40%
ROE	27,11%	32,08%	33,73%	34,30%

Zenith	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
EPS	5,67	6,16	6,49	6,95
P/E (x)	3,63	3,34	3,17	2,96
P/B (x)	0,79	0,79	0,78	0,74
Div Yield	13,14%	13,63%	14,11%	14,60%
Payout Ratio	48%	45%	45%	43%
ROE	21,91%	23,71%	24,76%	24,92%

Sources:

- *Juicy Nigerian yields may just spare banks from profit pains, Bloomberg Feb 19, 2019
- *Growth-Hungry Nigeria tells banks to use or lose their money, Bloomberg Jul 4, 2019
- *Nigeria Stocks extend slump on policy delays, central banks steps, Bloomberg Jul 16, 2019
- *Nigeria urges banks to lend or lose access to yields of 14%, Bloomberg, May 22, 2019
- *Nigeria's first-quarter GDP slows after oil sector contracts, Bloomberg, May 20, 2019
- *Guaranty Trust Bank Plc, PAC Research, May 14, 2019
- *Zenith Bank Plc, PAC Research, May 7, 2019
- *United Bank for Africa, Coronation research, April 24, 2019