

Good earnings momentum may sustain

Prasetya Gunadi
+62 21 2854 8320
prasetya.gunadi@samuel.co.id

Samuel Research Team
+62 21 2854 8148
riset@samuel.co.id

Review 4Q22. Tujuh puluh dua emiten di bawah coverage kami telah merilis laporan kinerja 4Q22. Dari ke-72 emiten tersebut, 21% membukukan kinerja 4Q yang sesuai estimasi kami, 39% di atas estimasi dan 40% di bawah estimasi. Sektor perbankan mengalami kuartal yang solid, didorong oleh pertumbuhan pinjaman dan penurunan biaya provisi, sementara pemain consumer staples berhasil melalui lonjakan harga komoditas (terutama gandum dan CPO), didukung oleh kenaikan ASP yang agresif. Sektor pertambangan logam juga memberikan kontribusi pendapatan yang kuat di 4Q22 didukung kenaikan harga nikel (+28% YoY dan +15% QoQ).

Outlook yang lebih positif ke depan. IHSG masih menunjukkan ketangguhannya sepanjang tahun ini, bahkan setelah lonjakan besar tahun lalu. Kami mengamati bahwa investor asing mulai masuk kembali ke pasar saham pada Feb-23, dengan rata-rata arus masuk modal asing bulanan sebesar IDR 5.2tn. Posisi investor asing tetap OW di Indonesia, khususnya di sektor perbankan, dan mereka juga mulai masuk ke sektor telekomunikasi dan pertambangan logam di 1Q23. Kami mempertahankan optimisme kami untuk outlook yang lebih positif di 2H23, didukung arus masuk modal investor asing ke pasar saham seiring dengan peningkatan pertumbuhan ekonomi Indonesia yang didukung permintaan domestik (sebagian karena belanja terkait pemilu) di tengah volatilitas makroekonomi global. Selain itu, kami percaya bahwa The Fed akan mengevaluasi kembali sikap hawkishnya dan mengubah kebijakan moneternya di 2H23. Kami percaya bahwa investor asing tidak akan menjadi satu-satunya yang akan mendorong pasar ke depan, dan para pemain lokal juga akan memainkan peran besar, karena tingkat suku bunga kemungkinan telah mencapai puncaknya dan IHSG saat ini diperdagangkan pada nilai yang menarik (13.4x forward P/E; di bawah -1,5sd).

Bertahan di saham dengan fundamental kuat. Kami meyakini saham-saham dengan fundamental dan prospek laba yang kuat akan mengungguli performa IHSG. Menurut kami, sektor perbankan akan tetap menjadi pendorong utama pertumbuhan pendapatan IHSG di tahun 2023, karena kami percaya bahwa bank-bank dalam coverage kami dapat menyerap potensi risiko kenaikan NPL serta meningkatkan NIM-nya di tahun 2023 (terutama bank-bank besar) di tengah lingkungan suku bunga tinggi, dan mendukung pertumbuhan pendapatan sebesar +12.4% di 2023F. Pemain consumer staples juga diperkirakan akan terus mencetak margin yang solid, meskipun mereka harus lebih berhati-hati dalam menaikkan harga untuk mempertahankan pangsa pasar mereka. Kami juga masih menyukai sektor telco karena kami melihat potensi katalis positif dari efek trickle-down terkait pemilu di 2H23 serta persaingan yang lebih matang. Kami memproyeksikan pertumbuhan satu digit dalam ARPU emiten telco Indonesia pada 2023F, sedangkan untuk lalu lintas data, kami memperkirakan pertumbuhan ~30% YoY pada 2023F (pertumbuhan 2022F: ~20%), didorong oleh momentum pemilu.

Pertahankan target IHSG di 7,600. Pasca rilis kinerja FY22, kami memproyeksikan laba IHSG akan tumbuh sebesar 10.5% di 2023F. Dengan proyeksi tersebut, target skenario fundamental kami untuk IHSG di 2023F adalah 7,600, dengan P/E 15.0x. Arus masuk ke pasar obligasi yang kuat (YTD: IDR 55.7tn) turut mendongkrak rupiah ke titik IDR 14,800 (vs. IDR 15,600 di akhir FY22) serta yield obligasi menjadi 6.7% (vs. 7.1% di akhir FY22), yang kami yakini dapat membantu meningkatkan nilai ekuitas dalam jangka panjang, karena Indonesia dianggap sebagai 'safe haven' di tengah meningkatnya volatilitas makro global, didukung konsumsi rumah tangga domestik. Top pick kami adalah BBNI, BBRI, ISAT, JSMR, NCKL, BIRD, RAJA, dan ICBP.

Table 1. 12-month top picks

Ticker	Recommendation	CP IDR	TP IDR	Upside %	Net Profit Growth (%)		ROE (%)		ROA (%)	
					23F	24F	23F	24F	23F	24F
BBNI	BUY	9.450	12.700	34%	19,4%	10,1%	15,0	14,5	2,1	2,1
BBRI	BUY	4.990	6.200	24%	10,5%	11,3%	18,2	18,7	3,0	3,2
ISAT	BUY	6.650	10.500	58%	-54,5%	8,9%	6,7	7,0	1,9	2,0
JSMR	BUY	3.290	4.900	49%	-21,4%	8,7%	7,3	7,4	2,1	2,2
NCKL	BUY	1.400	2.000	43%	97,84%	18,17%	38,4	27,0	25,8	21,9
BIRD	BUY	1.640	2.000	22%	7,0%	15,4%	6,9	7,6	4,7	5,2
RAJA	BUY	950	1.500	58%	166,2%	0,6%	11,5	10,1	6,2	5,8
ICBP	BUY	10.225	12.000	17%	13,3%	12,8%	19,1	18,9	6,7	7,1

Source: SSI Research

Pasca rilis kinerja 4Q22 dan prospek 2023F:

1) Perbankan (Overweight)

- Kami meyakini sebagian besar bank di Indonesia akan terus memprioritaskan kualitas aset di 2023F dan tetap berhati-hati saat memberikan pinjaman. Terkait NIM, sebagian besar bank memperkirakan NIM akan relatif stabil atau membaik dibanding 2022. Selain itu, biaya kredit akan kembali menurun pada tahun 2023F, mengingat provisi yang memadai dan keputusan OJK memperpanjang masa relaksasi restrukturisasi kredit perbankan hingga 31 Maret 2024. Kami percaya bahwa bank-bank dalam coverage kami dapat menyerap potensi risiko kenaikan NPL dan meningkatkan NIM pada tahun 2023 (terutama bank-bank besar) di tengah lingkungan suku bunga yang tinggi, mendukung pertumbuhan pendapatan sebesar +12.4% pada tahun 2023F.
- BBNI (BUY, IDR 12,700) dan BBRI (BUY, IDR 6,200) menjadi top pick kami di sektor perbankan. BBNI telah melakukan pembenahan internal yang mengesankan, yang akan membantu meningkatkan kualitas aset, dan kami meyakini jarak antara valuasi BBNI dengan pesaing terdekatnya (BMRI) akan semakin menyempit. Sementara itu, BBRI berpotensi membukukan pertumbuhan pinjaman dua digit pada 2023F, dibantu oleh program Kupedes, yang akan mendongkrak NIM meskipun ada tekanan dari CoF. Di samping itu, BBRI memiliki struktur permodalan yang solid, dengan CAR sebesar 23.3% di 12M22.

2) Telekomunikasi (Overweight)

- Kami memproyeksikan pertumbuhan satu digit di ARPU emiten telco Indonesia pada 2023F, sedangkan untuk lalu lintas data, kami memperkirakan pertumbuhan ~30% YoY (pertumbuhan 2022F: ~20%), didorong oleh momentum pemilu. Berdasarkan penelitian kami, perusahaan telekomunikasi di negara lain (Malaysia, Thailand, China, dan India) mulai mencatat kenaikan trafik data dua kuartal menjelang pemilu, berkisar antara ~+4-100%. Kami juga memperkirakan persaingan di pasar fixed broadband akan tetap ketat di 2023F, mengingat penetrasi fiber yang relatif rendah di Indonesia (~30%).
- Kami melihat potensi katalis positif dari trickle-down effect terkait pemilu di 2H23, serta persaingan yang lebih matang di industri ini. Urutan top pick kami untuk sektor ini adalah ISAT (TP: IDR 10,500) > TLKM (TP: IDR 5,000) > EXCL (TP: IDR 2,700), dengan mempertimbangkan dampak integrasi jaringan IoH pada 1Q23, pertumbuhan pelanggan anorganik, dan neraca yang kuat, yang menempatkan IoH dalam posisi yang sangat baik untuk bersaing dalam lelang spektrum pada 2H23.

3) Consumer staples (Overweight).

- Secara umum, sebagian besar emiten consumer staples mencatatkan pertumbuhan positif di FY22, bahkan di tengah lonjakan harga komoditas (terutama harga gandum dan CPO karena perang Rusia-Ukraina), didukung oleh kenaikan ASP yang agresif. Kedepannya, kami meyakini emiten-emiten ini akan lebih berhati-hati dalam menaikkan harga untuk mempertahankan pangsa pasar. Didukung dengan stabilnya IKK (indeks kepercayaan konsumen) >100, momentum positif rupiah, dan penurunan harga komoditas, semua emiten consumer staples yakin dapat mencapai pertumbuhan positif tahun ini.
- Sebagai sektor defensif, sebagian besar emiten consumer staples berhasil membukukan pertumbuhan pendapatan yang stabil bahkan selama pandemi COVID-19, dengan ICBP sebagai emiten consumer staples dengan kinerja terbaik dalam coverage kami (+53.2% pendapatan 2019), sementara UNVR masih belum berhasil menyamai kinerjanya sebelum pandemi (-4.0% pendapatan 2019).

4) Migas (Overweight).

- Bahkan dengan penurunan proyeksi ICP baru-baru ini ke level IDR 70/bbl, kami meyakini harga minyak akan tetap tinggi, mencapai USD 86/bbl tahun ini, akibat keputusan OPEC untuk memangkas produksi sebesar 1.16 mmbopd yang berpotensi mendongkrak harga. Namun, emiten migas Indonesia kini cenderung lebih fokus pada gas alam, karena harganya yang stabil (harga Henry Hub: USD 2.13/mmbtu) dan posisinya sebagai proksi energi terbarukan. Beberapa perusahaan migas akan melakukan aksi korporasi tahun ini, di antaranya divestasi blok Fasken (PGAS) dan IPO Amman (MEDC). Di samping itu, konsumsi bensin diproyeksikan meningkat menjadi 670 mbopd pada tahun 2023, yang akan menguntungkan sektor migas.

5) Otomotif (Overweight).

- Industri otomotif Indonesia mencatatkan pertumbuhan yang mengesankan di 2022, khususnya sektor 4W, yang penjualan FY22-nya (1.05 juta unit, +18.1% YoY) melampaui proyeksi kami (960,000; 109.2% dari proyeksi FY22 SSI) dan bahkan angka pra-pandemi (2019: 1.03 juta unit). Kami juga melihat angka penjualan yang memuaskan dari sektor 2W (5.2 juta unit, +3.2% YoY), bahkan dengan masalah pasokan semikonduktor yang sangat berdampak pada angka penjualan 2Q22 (-14,9% YoY).
- Kami memperkirakan industri otomotif Indonesia akan kembali mengalami tahun yang positif di 2023, dengan proyeksi penjualan 4W sebanyak 1 juta unit dan penjualan 2W sebanyak 5.5 juta unit, sejalan dengan target Asosiasi Industri Sepeda Motor Indonesia (AISI). Ke depannya, kami perkirakan penjualan EV di Indonesia akan meningkat, didukung oleh insentif pemerintah seperti subsidi IDR 7 juta untuk 2W (Gesits, Selis, Volta, United, Smoot, Viar, Rakata, dan Polytron) dan insentif pajak untuk 4W (Hyundai Ioniq 5 & Wuling Air EV). Insentif akan diberikan untuk 200,000 unit 2W EV (UMKM akan diprioritaskan), 50,000 unit 2W konversi, 35,900 unit 4W EV, dan 138 unit bus listrik.

6) Semen (Overweight).

- Industri semen Indonesia mengalami tahun yang sulit di FY22, terutama karena lonjakan harga batu bara dan bahan bakar, inflasi, dan kelebihan pasokan. Kelebihan pasokan membuat sebagian besar pemain semen kesulitan menaikkan ASP mereka untuk mengimbangi kenaikan biaya, yang berujung pada penurunan margin. Juga, penurunan daya beli akibat inflasi menyebabkan penurunan konsumsi semen sebesar -3.4% YoY di FY22.
- Kami percaya bahwa industri semen Indonesia akan mengalami rebound pada FY23F bahkan di tengah kelebihan pasokan, didukung oleh penurunan harga batu bara dan bahan bakar, serta peningkatan alokasi APBN untuk infrastruktur sebesar +7%. Selain itu, proyek IKN dapat membantu meningkatkan permintaan semen di FY23F (INTP memproyeksikan permintaan dari IKN dapat mencapai 500 ribu – 1 juta ton tahun ini).

7) Telco infra (Overweight).

- Kami yakin sektor menara telekomunikasi Indonesia akan terus berkembang, terutama di era 5G. Menurut kami, Indonesia masih memiliki ruang yang besar untuk ekspansi 4G dan 5G, mengingat tingkat penetrasi 4G yang relatif rendah (66%) dengan kecepatan internet rata-rata 15.1 Mbps (rata-rata Asia: 20.6 Mbps), yang akan mendorong kenaikan permintaan infrastruktur data. Selain itu, pesatnya pertumbuhan penggunaan data di Indonesia (CAGR 2017-2021: +64,4%) akan 'memaksa' perusahaan telekomunikasi untuk mengembangkan infrastruktur mereka untuk memenuhi permintaan dan bersaing satu sama lain, sehingga mendorong permintaan infrastruktur lebih jauh lagi.
- Faktor lain yang dapat membantu meningkatkan permintaan menara telekomunikasi dan infrastruktur telekomunikasi lainnya termasuk coverage menara yang rendah (1:2,700), permintaan dari MNO yang berencana memperluas jaringan mereka, dan permintaan menara dan jalur fiber optik baru untuk mendukung penetrasi 5G (yang diperkirakan akan dimulai pada tahun 2025).

8) Perkebunan (Overweight).

- Pada 2023, kami menilai permintaan CPO masih cenderung solid, dengan dukungan dari pulihnya ekonomi pasca Covid-19, terutama di China, India dan Pakistan. Selain itu, permintaan dari program biodiesel Indonesia juga akan naik sekitar 15% seiring dengan transisi dari B30 menjadi B35. Di sisi lain, permintaan dari Eropa diperkirakan akan terus melambat. Meskipun harga CPO sudah turun dari puncak tertingginya pada 2022 akibat normalisasi harga komoditas dunia, kami menilai harga CPO akan bertahan di level MYR 4,000/ton atau IDR 12,000/kg, yang tetap lebih tinggi dibanding masa pre-Covid. Oleh sebab itu, kami mempertahankan rekomendasi Overweight untuk sektor CPO.

9) Kesehatan (Netral)

- Pada 2023F, kami memperkirakan emiten kesehatan di bawah coverage kami akan membukukan pertumbuhan pendapatan dua digit, didukung oleh lalu lintas pasien dan pendapatan per pasien. Mengingat tren peningkatan kompleksitas base case pada 4Q22 (ALOS kumulatif 4Q22: ~2.84 hari vs. ALOS 4Q19 ~2,80 hari), kami perkirakan ALOS akan tetap stabil di ~2.9 hari pada 2023F. Terkait tarif INACBG baru, kami memperkirakan dampaknya mungkin tidak sebesar estimasi awal kami; SILO mengindikasikan bahwa dampak dari tarif INACBG baru pada laba bersihnya diproyeksikan mencapai ~IDR 75-100 miliar (perkiraan kami: + IDR 113 miliar), sementara MIKA dan HEAL memberikan proyeksi margin EBITDA ~36-38% (perkiraan: ~39%) dan ~28 -30% (perkiraan: ~31,1%). Namun, kami melihat potensi dampak positif dari skema CoB baru dan peraturan baru yang memungkinkan pasien kelas 2 untuk naik kelas ke kelas VIP.
- Kami memilih HEAL sebagai top pick kami, dengan rekomendasi BUY dan TP IDR 1,700 (15.1x EV-to EBITDA 23F). Kami percaya bahwa tarif INACBG dan skema CoB yang baru akan menguntungkan mereka yang memiliki pangsa pengguna JKN yang lebih besar, memberikan emiten-emiten tersebut fleksibilitas untuk menyesuaikan ASP dalam jangka panjang.

10) Batu bara (Netral).

- Pada 2023F, kami memperkirakan sebagian besar emiten batu bara dalam coverage kami akan meningkatkan produksi: ADRO diperkirakan akan meningkatkan volume produksi batubara sebesar 1.5%, PTBA sebesar 10.5%, dan BUMI sebesar 4%-11%, sedangkan volume produksi batubara ITMG diproyeksikan cenderung flat.
- Kami memberikan proyeksi harga batu bara global sebesar USD 220/ton (37% lebih rendah dari tahun 2022), yang turut berdampak pada proyeksi laba bersih emiten pertambangan batu bara. Kami memperkirakan ADRO, ITMG, dan PTBA akan mencatatkan penurunan laba bersih YoY masing-masing sebesar -25%, -44%, dan -13%, di 2023F. Di sisi lain, kami perkirakan BUMI akan membukukan pertumbuhan laba bersih sebesar 5.9%, didukung penurunan beban bunga, karena perusahaan telah melunasi utangnya menggunakan dana hasil penerbitan non-preemptive rights (NPR).

11) Pertambangan logam (Netral).

- Sejalan dengan proyeksi kami terkait pertumbuhan industri nikel, kami memperkirakan akan ada lebih banyak surplus produksi di 2023F. Karenanya, kami memperkirakan harga nikel global akan turun menjadi USD 23,500 per ton (-9.6% YoY) di 2023F. Terlepas dari asumsi harga nikel yang lebih rendah, kami yakin sebagian besar emiten pertambangan logam dalam coverage kami akan melaporkan pertumbuhan pendapatan yang solid di 2023F, didorong oleh pendapatan tambahan dari proyek-proyek baru. Di sisi biaya, kami perkirakan biaya input pemain nikel dalam coverage kami menurun, terutama mereka yang memiliki blast furnace dan smelter RKEF, karena kami memproyeksikan harga komoditas energy (minyak mentah dan batu bara) akan merosot di 2023F. Mengenai prospek emas, kami tetap lebih menyukai emas daripada logam lainnya, terutama karena kenaikan inflasi, perlambatan ekonomi, dan kemungkinan melambatnya kenaikan suku bunga Fed.
- Di antara perusahaan pertambangan nikel dalam coverage kami, kami memilih NCKL sebagai top pick, mengingat posisinya sebagai produsen nikel terintegrasi yang memproduksi feronikel dan senyawa nikel-kobalt menggunakan smelter RKEF (~26ktpa) dan pabrik peleburan HPAL (~37ktpa) (NCKL adalah salah satu pionir di sektor HPAL Indonesia). Kapasitas produksi FeNi perusahaan diproyeksikan mencapai 305ktpa pada 2025E (didukung oleh proyek RKEF), sedangkan kapasitas produksi HPALnya diproyeksikan mencapai 120ktpa pada 1Q24, dengan asumsi utilisasi 100%. Analisis kami memperkirakan pertumbuhan pendapatan sebesar +165% YoY dan +39% YoY dan pertumbuhan laba bersih sebesar +98% YoY dan +18% YoY pada 2023E-24E, terutama didorong oleh kenaikan volume produksi. Bahkan setelah kenaikan harga sahamnya sebesar 10% setelah IPO, saham NCKL masih diperdagangkan pada ~8x P/E 2023E (34% lebih rendah dari rata-rata industri). Kami memberikan rating BUY untuk NCKL dan TP berbasis SOTP sebesar IDR 1,700 per saham (11.2x P/E 2023F).

12) Properti (Netral).

- Kami melihat tahun 2023 berpotensi menjadi titik balik bagi sektor properti. Seiring dengan makin dekatnya puncak suku bunga acuan BI, kenaikan suku bunga KPR mungkin akan berhenti, dan bisa jadi mulai menurun begitu BI memutuskan untuk menurunkan BI 7DRR. Selain itu, beberapa bank besar masih memberikan promosi KPR yang menarik, dan kami juga mengharapkan peningkatan pendapatan berulang seiring dengan pulihnya mobilitas. Namun, pemerintah telah menghentikan berbagai insentif untuk sektor property, yang berpotensi menurunkan minat pembelian properti. Kami juga menyukai pengembang kawasan industri, mengingat pembangunan infrastruktur yang sedang berlangsung dan potensi permintaan dari berbagai industri, termasuk pusat data, logistik, dan otomotif. Oleh karena itu, kami memberikan rating NETRAL untuk sektor properti dengan BSDE (BUY, IDR 1,240) dan SSIA (BUY IDR 450) sebagai top pick kami.

13) Teknologi (Netral).

- Dengan PHK dan pembekuan pendanaan, kami meyakini 'tech winter' akan terus berlangsung, setidaknya hingga akhir tahun. Emiten-emiten teknologi saat ini lebih fokus untuk mencapai profitabilitas (BUKA dan GOTO menargetkan untuk membukukan EBITDA positif pada EBITDA 4Q23). Menurut kami, BUKA akan menjadi yang pertama mencapai profitabilitas, mengingat kemampuannya untuk mengurangi biaya S&M dan meningkatkan take rate dengan 'specialty verticalnya'. GOTO, di sisi lain, mungkin mengalami tahun yang sulit, mengingat kerugian -IDR 40 triliun yang diderita di FY22 dan mempertahankan bisnisnya dengan arus kas internalnya. Faktor lain yang berpotensi mempengaruhi sektor teknologi adalah EV, mengingat NFCX menjadi salah satu perusahaan produsen 2W EV yang akan mendapat subsidi (IDR 7 juta), yang dapat mendorong penjualan Volta.

14) Unggas (Netral).

- Kami memperkirakan industri unggas akan merasakan dampak lonjakan harga bahan baku dan rendahnya permintaan ayam broiler & DOC, setidaknya hingga akhir 1H23. Satu hal yang dapat meringankan beban tersebut adalah produksi dan ekspor bungkil kedelai (soybean meal) yang solid dari Argentina dan Brasil, yang menurut USDA, akan membantu menekan harga bungkil kedelai menjadi USD 550/kg pada tahun 2023 (vs. USD 575/kg pada tahun 2022). Kami memproyeksikan industri unggas akan mengalami rebound di 2H23, didukung oleh peningkatan permintaan seiring dengan makan pulihnya kondisi makroekonomi global dan domestik. Sektor unggas juga akan diuntungkan oleh kebijakan terkait unggas, termasuk pemusnahan (culling) 104 juta DOC FS dari 25 Februari – 15 April, dan kami meyakini akan ada lebih banyak instruksi culling di bulan-bulan mendatang.

15) Media (Netral).

- Riset kami mengungkapkan bahwa pada FY22, perusahaan FMCG memotong anggaran iklan mereka sebesar -624 bps, sementara perusahaan teknologi melakukan pemotongan sebesar -1,123 bps, dan mungkin akan ada lebih banyak pemotongan di masa mendatang, yang dapat menyebabkan penurunan rate card dan menekan kinerja emiten media. Bahkan dengan potensi permintaan iklan FTA dari partai politik menjelang tahun pemilu, karena keterbatasan anggaran, permintaan tersebut mungkin tidak cukup untuk menopang pasar FTA di 2023.

16) Retail (Netral).

- Didukung oleh penurunan kasus Covid-19 di Indonesia (yang menyebabkan pemulihan mobilitas), semua emiten ritel dalam coverage kami membukukan pertumbuhan pendapatan yang positif di FY22, dengan MAPI melaporkan pertumbuhan pendapatan terbaik (+46.2% YoY) sekaligus menjadi satu-satunya peritel dalam coverage kami yang berhasil melampaui angka pendapatan sebelum pandemi (FY19; +24.5%). Kami berharap momentum positif di sektor ritel akan berlanjut tahun ini (FY23F), didukung oleh pencabutan PPKM (pembatasan sosial), ekspansi agresif yang dilakukan oleh emiten-emiten ritel, dan penguatan rupiah.

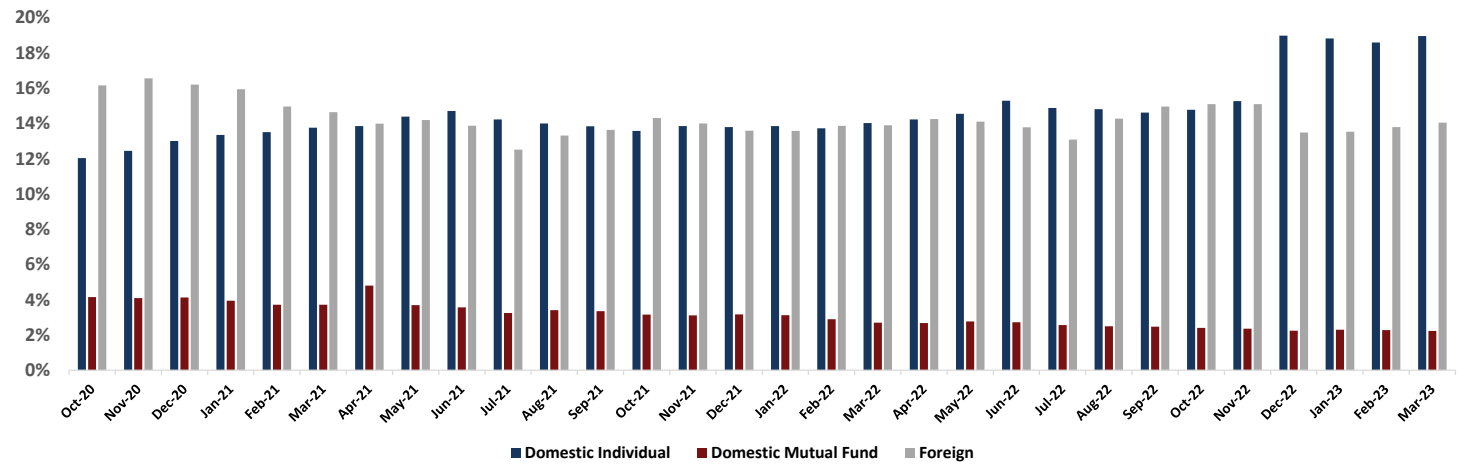
17) Rokok (Underweight).

- Kami meyakini bahwa perbedaan besaran pajak antara produsen Tier I dan Tier II (~40%) akan menyulitkan produsen Tier I (seperti HMSP dan GGRM) untuk meningkatkan pangsa pasar tanpa kehilangan margin. Di sisi lain, volume konsumsi rokok nasional diperkirakan tumbuh tipis pada FY23F, didukung oleh pemulihan ekonomi pasca pandemi.

18) Konstruksi (Underweight).

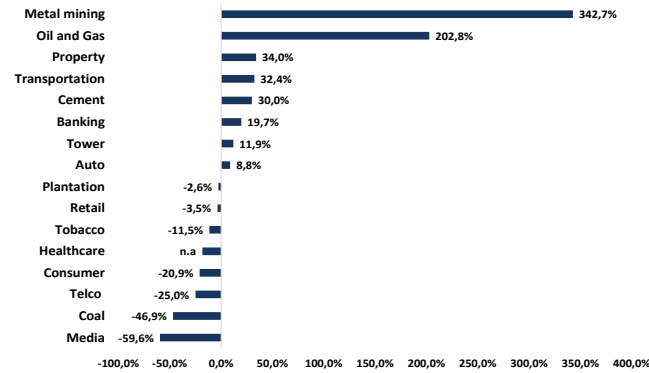
- Emiten konstruksi Indonesia mendapatkan kontrak baru sebesar IDR 108.5 triliun di FY22 (+29.5% YoY). Untuk tahun 2023, kami memperkirakan emiten-emiten tersebut akan membukukan pertumbuhan kontrak baru yang moderat (~10%). Ketidakpastian di sektor konstruksi menjelang tahun politik (pemilu 2024) mendorong pemilik proyek (terutama swasta) untuk lebih berhati-hati. Oleh karena itu, kami yakin sebagian besar kontrak baru untuk perusahaan konstruksi pada 2023F akan datang dari pemerintah, termasuk proyek strategis dan kontrak terkait IKN. Meski mendapat katalis dari IKN dan peningkatan anggaran infrastruktur, sektor konstruksi masih dibebani utang dan suku bunga tinggi. Selain itu, kenaikan harga bahan bangunan, seperti ditunjukkan oleh Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB) bahan bangunan (Maret 2023: 117.20, Maret 2022: 11.95), akan semakin menekan kinerja emiten-emiten tersebut. Oleh karena itu, kami percaya bahwa sektor konstruksi akan tetap berada di bawah tekanan pada tahun 2023, mendorong kami untuk memberikan rating 'Underweight' dengan ADHI (BUY, IDR 480) sebagai top pick, terutama karena dua faktor: 1) membaiknya neraca perseroan pasca rights issue, memungkinkan perusahaan untuk mengambil lebih banyak kontrak baru, dan 2) perusahaan berhasil melampaui angka kontrak baru pra-pandemi di FY22.

Figure 1. Domestic and foreign ownership for JCI



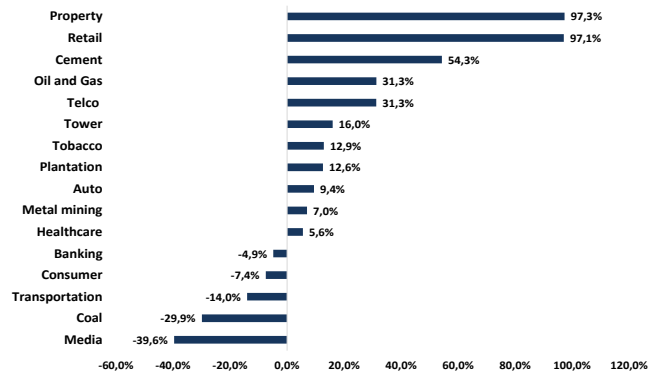
Source: KSEI, SSI Research

Figure 2. SSI sectoral coverage 4Q22 YoY growth



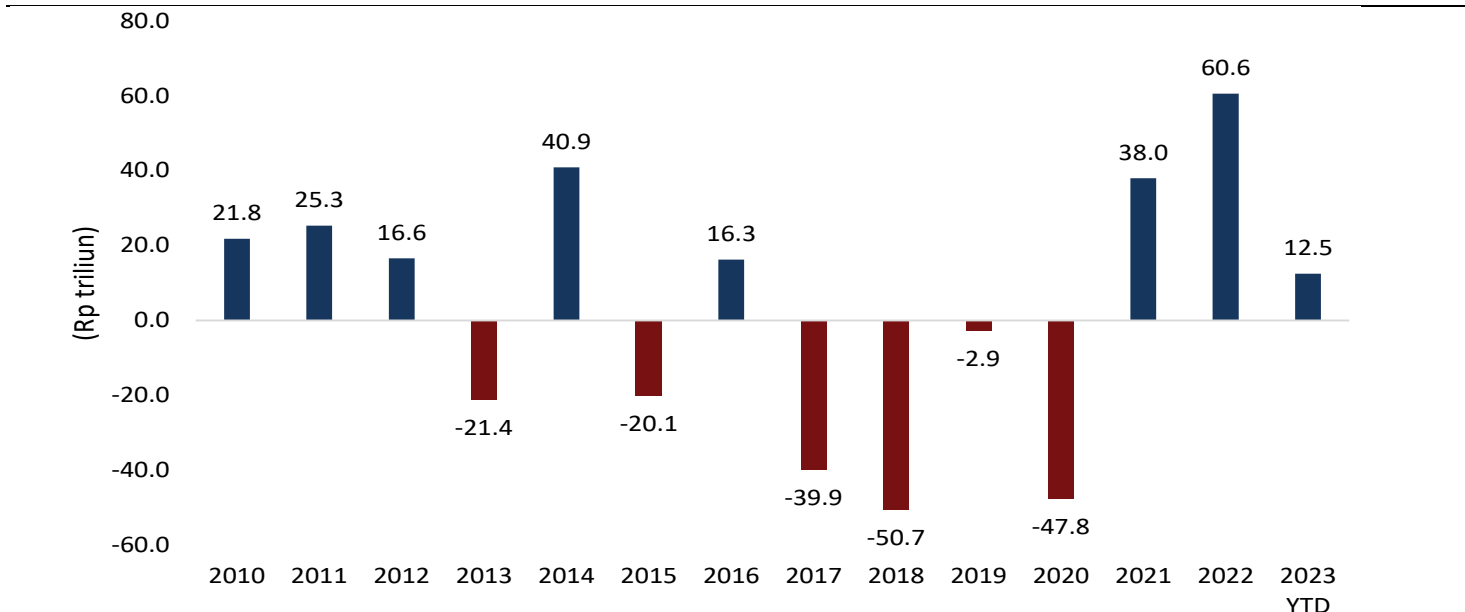
Source: Bloomberg, SSI Research, Companies

Figure 3. SSI sectoral coverage 4Q22 QoQ growth



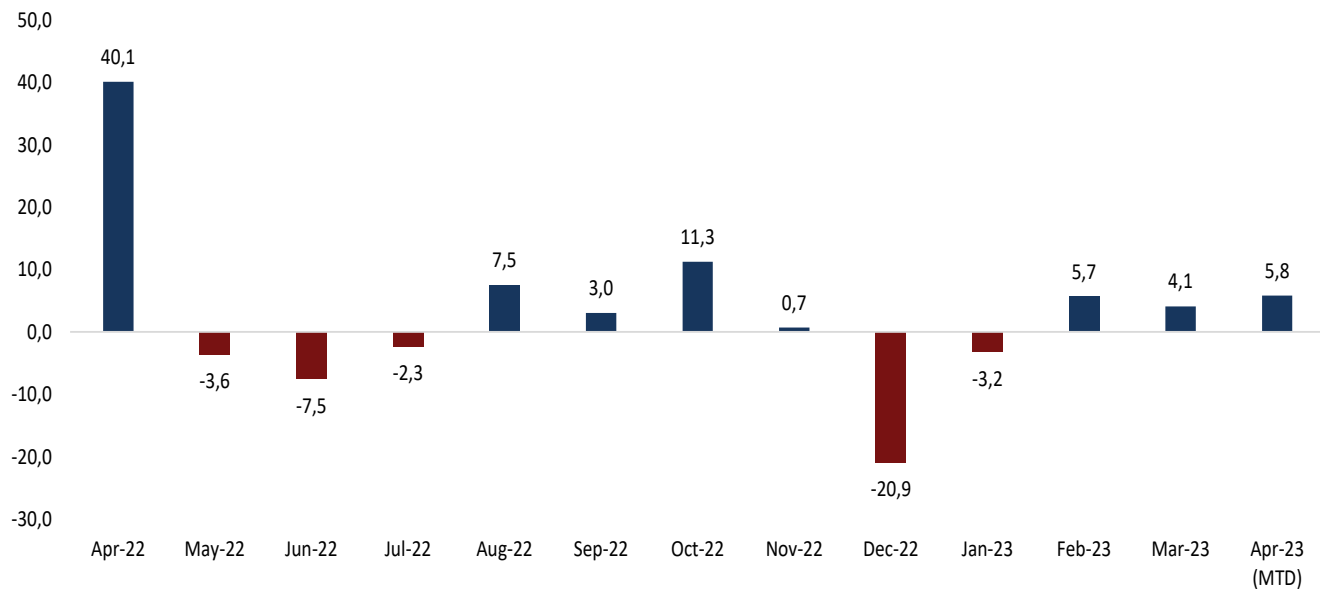
Source: Bloomberg, SSI Research, Companies

Figure 4. Domestic equity foreign flow (IDR, Tn)



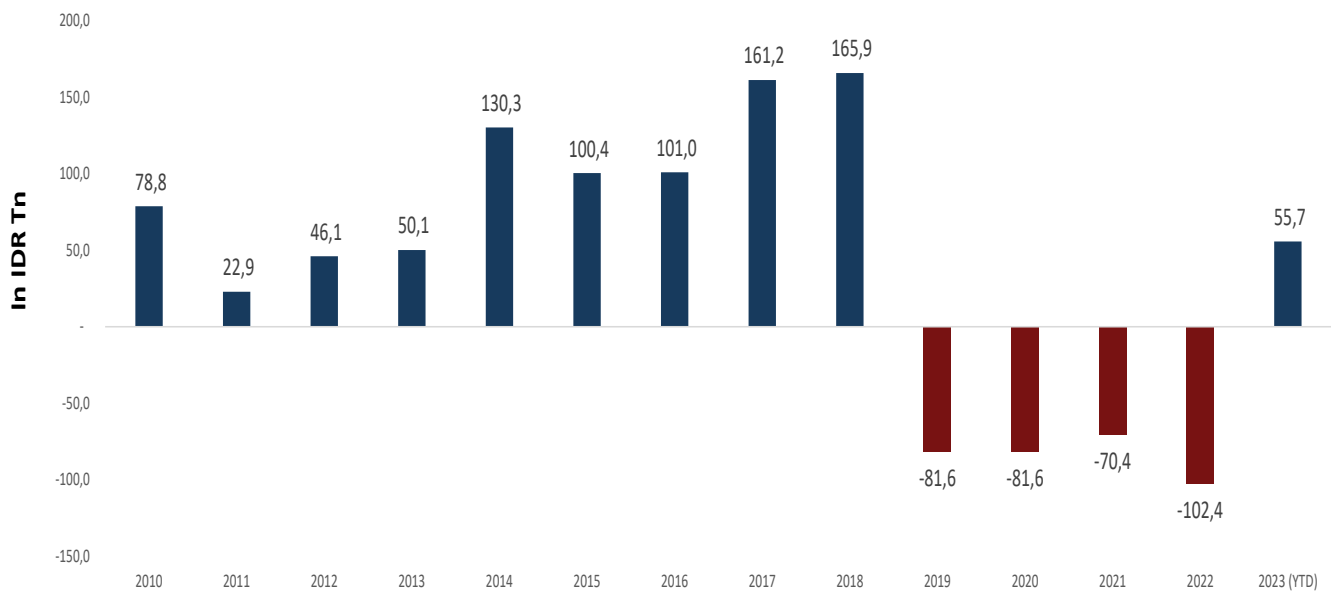
Source: Bloomberg, SSI Research

Figure 5. Domestic monthly equity foreign flow 4M23 (IDR, Tn)



Source: Bloomberg, SSI Research

Figure 6. Domestic monthly bond flow (IDR, Tn)



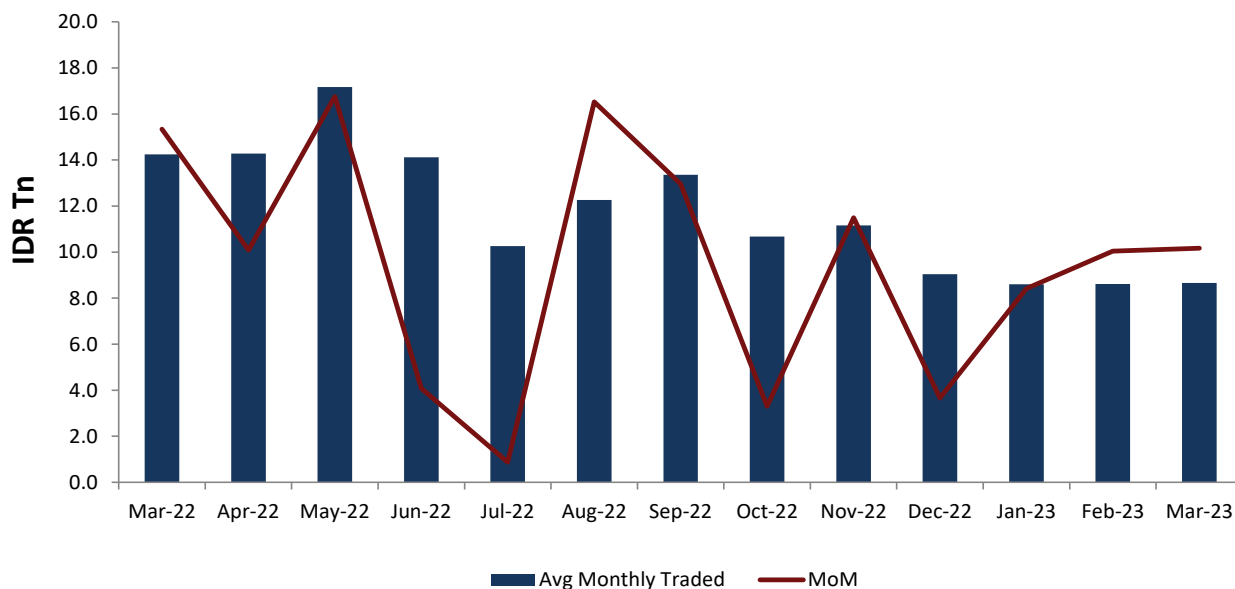
Source: Bloomberg, SSI Research

Table 2. Sectoral distribution of foreign ownership

Sector	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	
Bank	34%	34%	34%	35%	34%	34%	34%	34%	35%	35%
Digital banks	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Consumer Staples	16%	17%	17%	19%	19%	21%	22%	23%	23%	23%
Cigarette	15%	15%	14%	13%	14%	13%	13%	12%	11%	11%
Healthcare	4%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
Poultry	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Retail	20%	20%	20%	20%	19%	18%	17%	16%	14%	14%
Pulp and Paper	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Media	8%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	8%	8%	8%
Telco	19%	17%	13%	14%	14%	15%	15%	15%	15%	15%
Telco Infra	18%	17%	16%	16%	15%	15%	15%	13%	12%	12%
Auto	40%	38%	39%	32%	12%	13%	14%	14%	14%	14%
Mining Contracting	32%	34%	34%	37%	38%	41%	40%	38%	38%	38%
Property	11%	11%	10%	10%	11%	12%	12%	12%	12%	12%
Industrial estate	6%	6%	5%	6%	6%	5%	4%	4%	4%	4%
Construction	7%	7%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	8%
Cement	24%	24%	24%	23%	21%	21%	20%	20%	20%	20%
Precast	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Oil and Gas	10%	10%	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%
Chemical	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	2%	2%
Utilities	18%	17%	17%	17%	16%	16%	16%	17%	20%	20%
Metal	6%	6%	7%	7%	7%	9%	9%	9%	9%	9%
Coal	11%	12%	11%	11%	12%	11%	12%	11%	12%	12%
Plantation	5%	4%	5%	5%	6%	7%	8%	7%	7%	7%
Technology	1%	1%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%

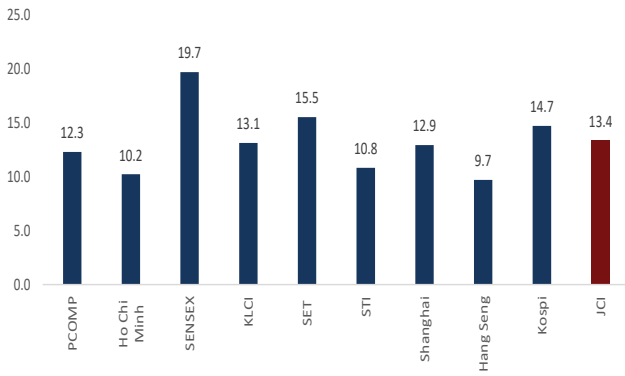
Source: KSEI, SSI Research

Figure 7. Average daily trading value 3M23



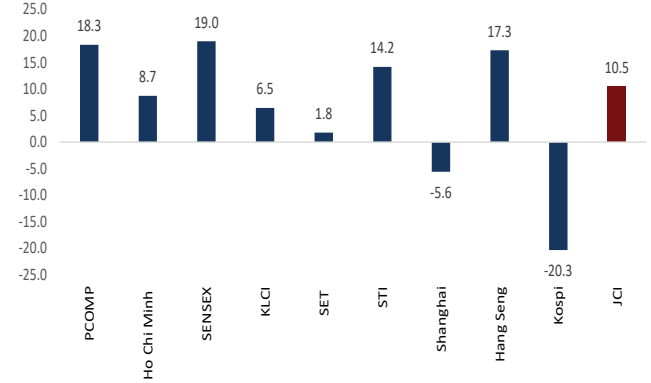
Source: Bloomberg, SSI Research

Figure 8. JCI PE vs. Peers



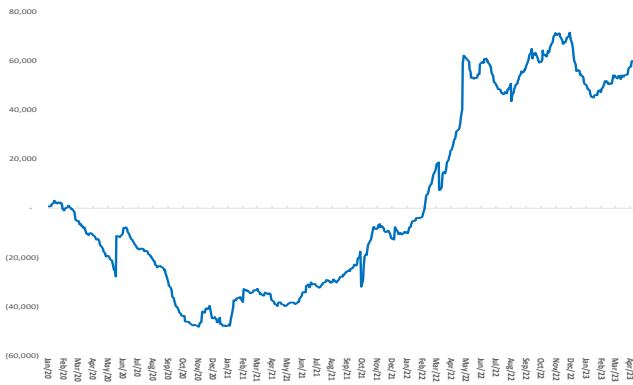
Source: Bloomberg, SSI Research

Figure 9. JCI EPS growth vs. Peers



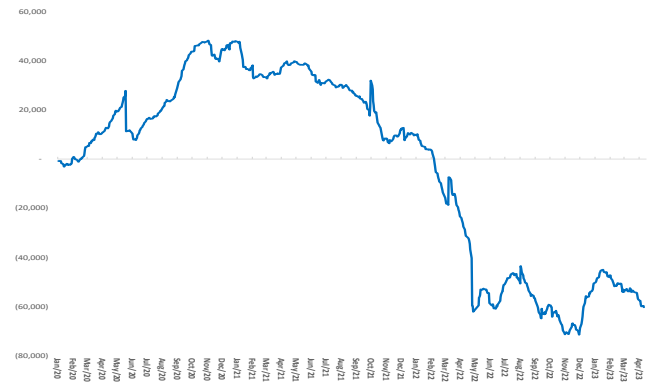
Source: Bloomberg, SSI Research

Figure 10. Foreign flow to JCI



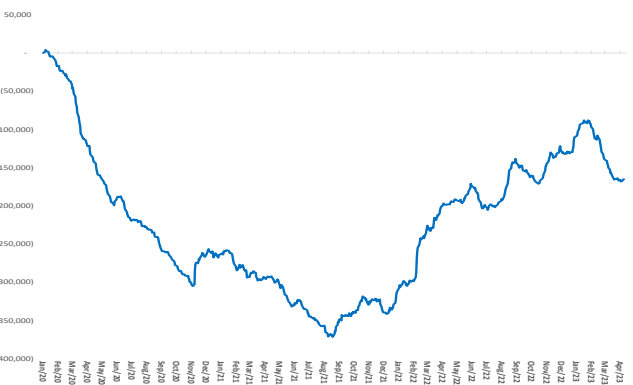
Source: Bloomberg, SSI Research

Figure 11. Domestic flow to JCI



Source Bloomberg, SSI Research

Figure 12. Foreign flow to Thailand



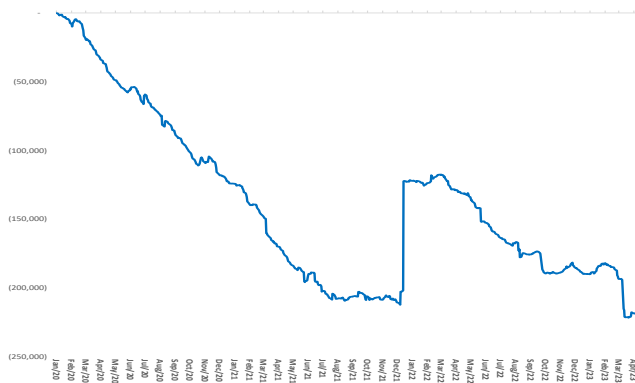
Source: Bloomberg, SSI Research

Figure 13. Foreign flow to South Korea



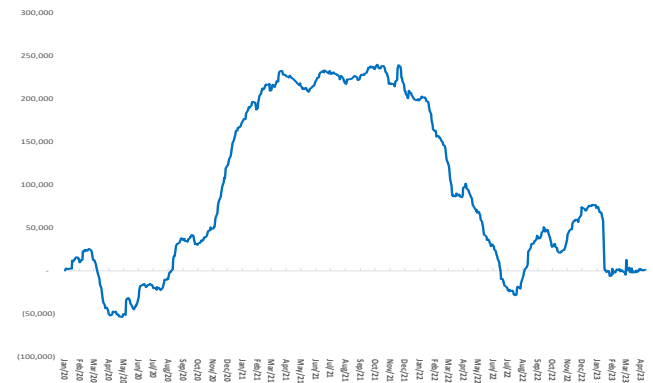
Source Bloomberg, SSI Research

Figure 14. Foreign flow to the Philippines



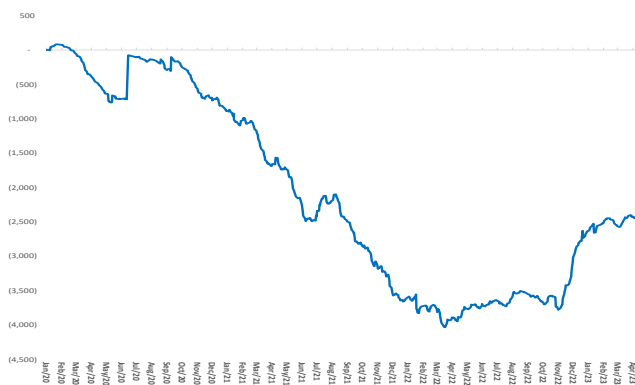
Source: Bloomberg, SSI Research

Figure 15. Foreign flow to India



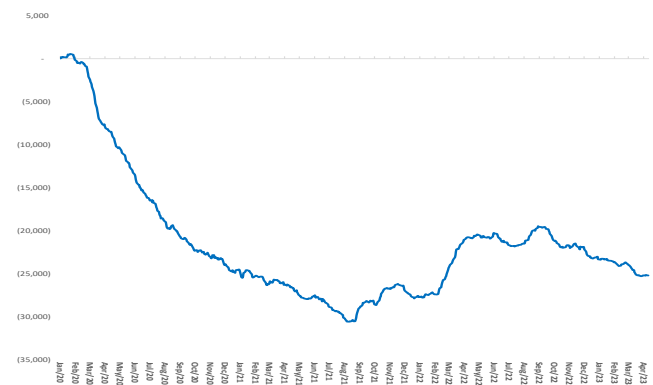
Source Bloomberg, SSI Research

Figure 16. Foreign flow to Vietnam



Source: Bloomberg, SSI Research

Figure 17. Foreign flow to Malaysia



Source Bloomberg, SSI Research

Table 3. JCI vs developed market

NAME	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	% yoy	% yoy	% yoy	% yoy	% yoy	% yoy	%YTD
S&P 500 Index	18.9	-7.5	29.6	15.2	27.9	-19.7	4.4
Nasdaq Composite Index	27.1	-5.3	35.9	42.9	22.0	-33.5	6.8
Taiwan Taix Index	16.3	-8.0	23.9	21.5	25.8	-22.4	5.0
Dow Jones Indus Avg	24.7	-7.1	23.4	6.2	19.7	-8.9	2.3
FTSE 100 Index	8.0	-11.7	12.7	-14.2	12.1	0.7	4.1
KOSPI INDEX	21.9	-17.3	7.7	30.4	6.0	-25.3	6.4
NIKKEI 225	18.9	-12.2	18.2	15.1	7.2	-9.4	4.2
SHANGAI SE COMPOSITE	6.8	-24.3	21.9	13.6	6.5	-14.6	3.5
MSCI ASIA EX JAPAN	39.7	-16.4	16.3	21.8	-4.0	-20.9	7.5
FTSE MALAYSIA	9.7	-4.9	-4.5	2.1	-6.1	-3.1	1.5
HANGSENG INDEX	37.3	-14.6	11.0	-3.8	-12.2	-14.4	7.6
JCI INDEX	19.9	-1.9	1.7	-5.5	8.0	4.1	-1.2

Source: Bloomberg, SSI Research

Table 4. JCI and sectoral performance

Index	DoD	WoW	MoM	YoY	YTD
JCI	-0.2	-0.3	0.2	-5.6	-0.8
LQ45	0.1	0.3	0.4	-8.4	0.9
IDXFİN	0.2	0.3	0.6	-12.1	-1.8
IDXBASIC	-0.3	0.0	-0.2	-16.4	-4.9
IDXNCYC	-0.5	-0.4	-1.9	8.3	-1.1
IDXENER	-1.6	-3.7	-1.1	30.0	-9.8
IDXINFRA	0.1	-0.6	-3.2	-15.8	-7.6
IDXCYC	-0.2	-1.1	-2.2	-13.4	-4.6
IDXTECH	-1.5	-4.2	-10.0	-46.3	-7.0
IDXHLTH	-0.5	-0.9	-2.0	3.5	-2.1
IDXPROP	-0.3	0.6	2.0	-3.4	-2.4
IDXINDUS	1.0	1.3	2.5	-0.5	2.3
IDXTRANS	0.3	-0.5	-0.4	-10.7	6.9

Source: Bloomberg, SSI Research

Table 5. JCI Target Scenario

	Bear	Base	Bull
Earnings growth (%)	5,5	10,5	15,5
5 years average JCI index P/E	16,1	16,1	16,1
Fair P/E multiple	15,0	15,0	15,0
EPS 2023	485,2	508,1	586,8
Fair index target	7300	7600	8800

Source: Bloomberg, SSI Research

Figure 15. JCI's 5-year PE band



Source: Bloomberg, SSI Research

Research Team			
Prasetya Gunadi	Head of Equity Research, Strategy, Banking, Digital Banks	prasetya.gunadi@samuel.co.id	+6221 2854 8320
Lionel Priyadi	Macro Equity Strategist	lionel.priyadi@samuel.co.id	+6221 2854 8854
Muhamad Alfatih, CSA, CTA, CFTE	Senior Technical Analyst	m.alfatih@samuel.co.id	+6221 2854 8129
William Mamudi, CFTE, CMT, CCT	Senior Technical Analyst	william.mamudi@samuel.co.id	+6221 2854 8382
Yosua Zisokhi	Cement , Cigarette, Paper, Plantation, Telco Infra, Chemicals	yosua.zisokhi@samuel.co.id	+6221 2854 8387
M. Farras Farhan	Media, Poultry, Oil & Gas, Technology	farras.farhan@samuel.co.id	+6221 2854 8346
Pebe Peresia	Automotive, Consumer Staples, Retail	pebe.peresia@samuel.co.id	+6221 2854 8339
Juan Oktavianus Harahap	Coal, Metal Mining	juan.oktavianus@samuel.co.id	+6221 2854 8846
Jonathan Guyadi	Banking, Healthcare, Telco	jonathan.guyadi@samuel.co.id	+6221 2854 8321
Adolf Richardo	Editor	adolf.richardo@samuel.co.id	+6221 2864 8397
Ashalia Fitri Yuliana	Research Associate	ashalia.fitri@samuel.co.id	+6221 2854 8389
Daniel Aditya Widjaja	Research Associate	daniel.aditya@samuel.co.id	+6221 2854 8322
Laurencia Hiemas	Research Associate	laurencia.hiemas@samuel.co.id	+6221 2854 8392
Brandon Boedhiman	Research Associate	brandon.boedhiman@samuel.co.id	+6221 2854 8392

Equity Institutional Team			
Benny Bambang Soebagio	Head of Institutional Equity Sales	benny.soebagio@samuel.co.id	+6221 2854 8312
Ronny Ardianto	Institutional Equity Sales	ronny.ardianto@samuel.co.id	+6221 2854 8399
Anthony Yunus	Institutional Equity Sales	anthony.yunus@samuel.co.id	+6221 2854 8314
Widya Meidrianto	Institutional Equity Sales	widya.meidrianto@samuel.co.id	+6221 2854 8317
Fachruly Fiater	Institutional Sales Trader	fachruly.fiater@samuel.co.id	+6221 2854 8325
Lucia Irawati	Institutional Sales Trader	lucia.irawati@samuel.co.id	+6221 2854 8173
Alexander Tayus	Institutional Equity Dealer	alexander.tayus@samuel.co.id	+6221 2854 8319
Leonardo Christian	Institutional Equity Dealer	leonardo.christian@samuel.co.id	+6221 2854 8147

Equity Retail Team			
Joseph Soegandhi	Head of Equity	joseph.soegandhi@samuel.co.id	+6221 2854 8872
Damargumilang	Head of Equity Retail	damargumilang@samuel.co.id	+6221 2854 8309
Denzel Obaja	Head of Community & Partnership	denzel.obaja@samuel.co.id	+6221 2854 8342
Clarice Wijana	Head of Equity Sales Support	clarice.wijana@samuel.co.id	+6221 2854 8395
Gitta Wahyu Retnani	Equity Sales & Trainer	gitta.wahyu@samuel.co.id	+6221 2854 8365
Vincentius Darren	Equity Sales	darren@samuel.co.id	+6221 2854 8348
Michael Alexander	Equity Sales	michael.alexander@samuel.co.id	+6221 2854 8369
Sylviawati	Equity Sales	sylviawati@samuel.co.id	+6221 2854 8112
Wandha Ahmad	Equity Sales	wandha.ahmad@samuel.co.id	+6221 2854 8316
Handa Sandiawan	Equity Sales	handa.sandiawan@samuel.co.id	+6221 2854 8302
Wahyudi Budiyo	Dealer	wahyudi.budiyo@samuel.co.id	+6221 2854 8152

Fixed Income Sales Team			
R. Virine Tresna Sundari	Head of Fixed Income	virine.sundari@samuel.co.id	+6221 2854 8170
Rudianto Nugroho	Fixed Income Sales	rudianto.nugroho@samuel.co.id	+6221 2854 8306
Sany Rizal Keliobas	Fixed Income Sales	sany.rizal@samuel.co.id	+6221 2854 8337
Safitri	Fixed Income Sales	safitri@samuel.co.id	+6221 2854 8376
Khairanni	Fixed Income Sales	khairanni@samuel.co.id	+6221 28548104
Nadya Attahira	Fixed Income Sales	nadya.attahira@samuel.co.id	+6221 2854 8305

DISCLAIMER: Analyst Certification: The views expressed in this research accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject securities or issuers and no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be directly or indirectly related to the inclusion of specific recommendations or views in this research. The analyst(s) principally responsible for the preparation of this research has taken reasonable care to achieve and maintain independence and objectivity in making any recommendations. This document is for information only and for the use of the recipient. It is not to be reproduced or copied or made available to others. Under no circumstances is it to be considered as an offer to sell or solicitation to buy any security. Any recommendation contained in this report may not be suitable for all investors. Moreover, although the information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable, its accuracy, completeness and reliability cannot be guaranteed. All rights reserved by PT Samuel Sekuritas Indonesia.