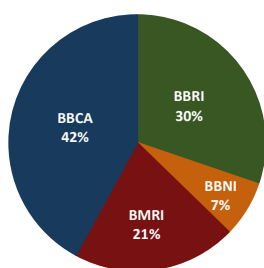


## Overweight

### Stock Recommendation

Ticker	Rating	Price (IDR)	TP (IDR)	Upside
BBCA	BUY	8.950	10.500	17,3
BBRI	BUY	5.250	6.100	16,2
BMRI	BUY	5.825	7.200	23,6
BBNI	BUY	4.940	5.800	17,4
BBTN	HOLD	1.215	1.300	7,0

### Sector Market Cap Weighting



Prasetya Gunadi

+62 21 2854 8320

prasetya.gunadi@samuel.co.id

Brandon Boedhiman

+62 21 2854 8100

brandon.boedhiman@samuel.co.id

## Banking 3Q23 Round-Up

### 3Q23: Pertumbuhan laba bersih +13.5% YoY

Empat bank besar Indonesia (BBRI, BMRI, BBKA, dan BMNI) telah merilis laporan keuangan 3Q23 mereka, dengan pertumbuhan laba bersih (konsolidasi) sebesar +13.5% YoY (+4.0% QoQ). Patut digarisbawahi bahwa BMRI adalah satu-satunya yang berhasil melebihi proyeksi laba bersih kami dan konsensus kontra (laba bersih tiga bank lainnya sesuai dengan proyeksi), didukung oleh rendahnya biaya kredit yang hanya mencapai 0.96%, lebih rendah dari guidance BMRI (1.1-1.3%). Pertumbuhan laba bersih keempat bank tersebut terutama didorong oleh dua faktor: naiknya pertumbuhan kredit dan penurunan biaya provisi. Penurunan biaya provisi terbesar dilaporkan oleh BMRI (-63.6% YoY), disusul BBNI (-12.9% YoY), sedangkan BBRI menjadi satu-satunya di antara 4 bank tersebut yang melaporkan kenaikan Cost of Credit (CoC) pada 3Q23, sejalan dengan peningkatan rasio NPL karena BBRI baru-baru ini mendowngrade beberapa pinjaman yang direstrukturisasi akibat Covid-19 dan beberapa debitur yang terkena dampak El-Nino menjadi 'NPL'. Terkait pertumbuhan kredit, keempat bank tersebut melaporkan pertumbuhan kredit (secara konsolidasi) sebesar +11,8% YoY dan +3.7% QoQ pada 3Q23, terutama didorong oleh kredit konsumen (+13.3% YoY) dan kredit korporasi (+13.1% YoY). Meskipun terjadi pengetatan likuiditas di sektor perbankan, keempat bank mampu membukukan kenaikan NIM di 3Q23 (+17bps QoQ dan +16bps YoY), didukung oleh peningkatan imbal hasil pinjaman, terutama di segmen korporasi, yang membantu mengimbangi peningkatan CoF (+9bps QoQ dan +74bps YoY).

### Tetap positif di sisa tahun ini

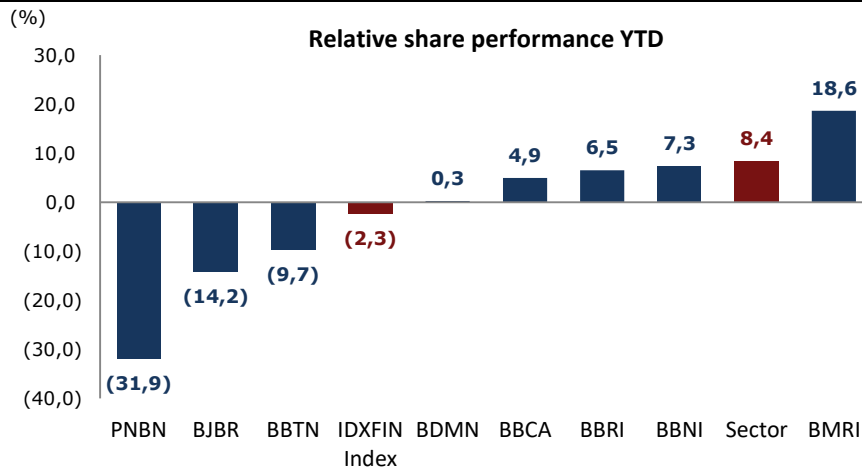
Menyusul rilis kinerja 3Q23, sebagian besar dari keempat bank tersebut yakin dapat memenuhi target pertumbuhan kredit dan NIM tahun ini, sementara BBKA telah mengisyaratkan niatnya untuk fokus mungkin akan fokus pada pertumbuhan kredit tahun depan, didukung oleh fakta bahwa BBKA mampu menurunkan LAR dan mempertahankan NIM. Mengenai NIM, meskipun ada risiko bahwa suku bunga Fed mungkin akan tetap tinggi untuk waktu yang lebih lama dari perkiraan pasar, keempat bank tersebut yakin mampu mempertahankan NIM mereka; BBKA masih memiliki rasio CASA tertinggi di antara keempatnya (79.9% di 9M23) dengan rasio LDR yang rendah (67.4% di 9M23), BBRI akan terus mendorong pertumbuhan Kupedes dan pinjaman ultra mikro dengan imbal hasil tinggi lainnya (PNM dan Pegadaian) untuk mengimbangi kenaikan CoF, sementara BMRI dan BBNI masih memiliki ruang untuk melakukan repricing imbal hasil kredit korporasi. Terkait kualitas aset, sebagian besar dari keempat bank tersebut cukup yakin bahwa LAR mereka dapat semakin membaik di masa depan, dan mereka sudah cukup puas dengan rasio coverage LAR dan NPL yang ada saat ini, yang menunjukkan bahwa CoC mungkin masih akan menurun di tahun-tahun mendatang.

### OVERWEIGHT, BMRI dan BBNI sebagai top picks

Kami mempertahankan rating Overweight untuk sektor perbankan, mengingat kinerjanya yang solid di 3Q23, terutama dibandingkan dengan sektor lain. Urutan top pick kami kami adalah sebagai berikut: BMRI (IDR 7,200/saham), BBNI (IDR 5,800/saham), BBRI (IDR 6,100/saham), dan BBKA (IDR 10,500/saham). Kami memilih BMRI sebagai top pick kami, terutama karena 1) coverage yang memadai, 2) pertumbuhan kredit yang kuat dan kualitas aset yang terus membaik, dan 3) ekspansi NIM, didukung CASA yang kuat. Manajemen BBNI akan terus menyempurnakan sistem manajemen risikonya, dan kami yakin BBNI akan terus meningkatkan pangsa pasar di antara korporasi papan atas di Indonesia. Risiko: pertumbuhan ekonomi yang lebih lambat dari perkiraan, pertumbuhan pinjaman dan NIM yang lebih rendah dari perkiraan, dan kenaikan biaya kredit.

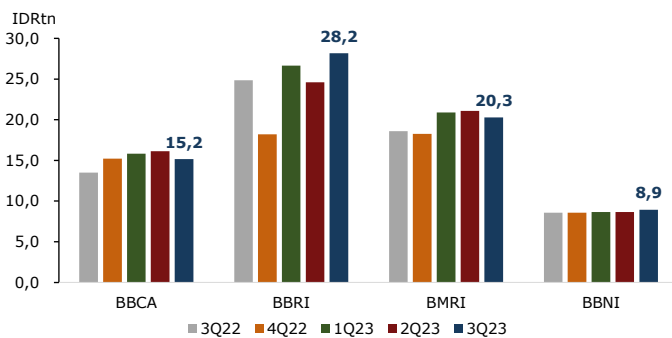
Ticker	Rating	CP IDR	TP IDR	Upside (%)	P/B (x) 23F	Net Profit (IDR Tn)		EPS Growth (%)		ROE (%)		ROA (%)	
						23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
BBKA	BUY	8.950	10.500	17,3	4,1	53,8	59,3	12,2	10,2	21,0	20,8	3,5	3,5
BBRI	BUY	5.250	6.100	16,2	2,4	65,4	73,1	11,3	11,7	19,9	20,8	3,3	3,3
BMRI	BUY	5.825	7.200	23,6	1,9	57,1	62,9	13,1	10,3	21,2	21,2	2,5	2,4
BBNI	BUY	4.940	5.800	17,4	1,1	23,9	26,3	13,5	10,2	15,4	15,6	2,1	2,2
BBTN	HOLD	1.215	1.300	7,0	0,4	3,5	3,9	12,5	12,9	11,6	11,9	0,8	0,8
<b>Sector</b>						<b>203,7</b>	<b>225,6</b>	<b>12,2</b>	<b>10,6</b>	<b>20,3</b>	<b>20,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>

**Figure 1. Indonesian banks' relative share price performance**



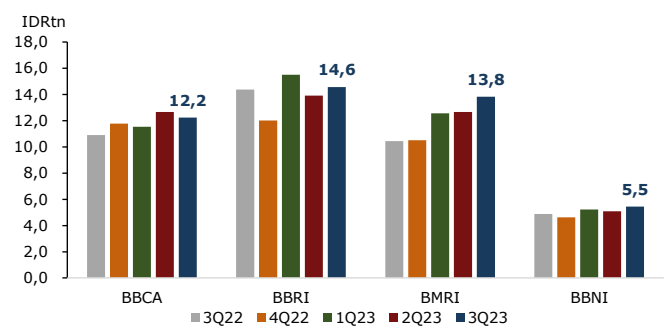
Source: Bloomberg, SSI research

**Figure 2. PPOP (IDR Tn)**



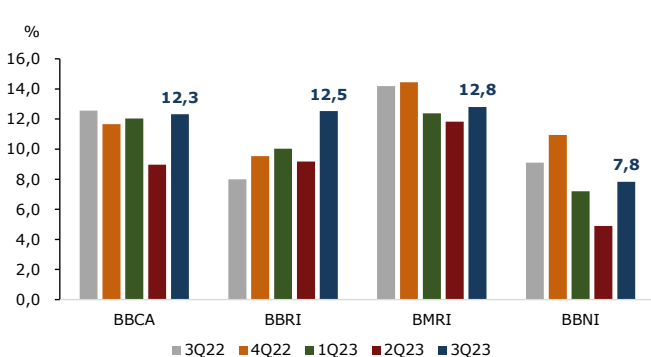
Source: Companies, SSI research

**Figure 3. Net profit (IDR Tn)**



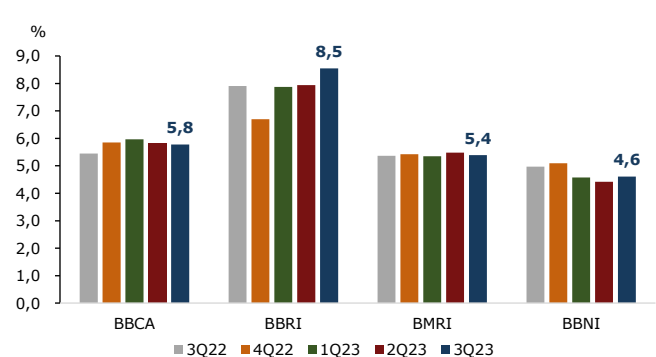
Source: Companies, SSI research

**Figure 4. Loan growth**



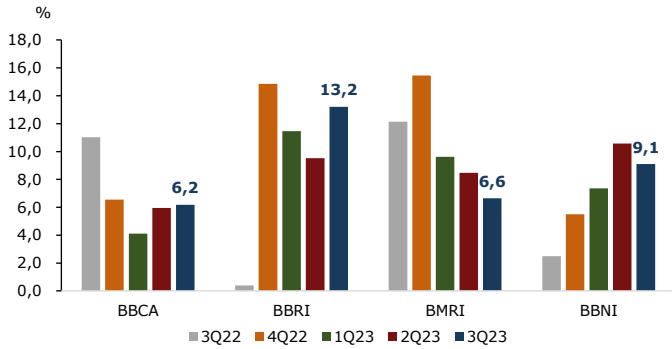
Source: Companies, SSI research

**Figure 5. NIM**



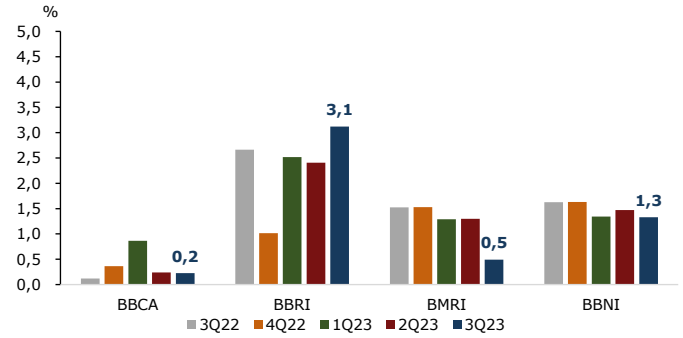
Source: Companies, SSI research

**Figure 6. Total deposit growth**



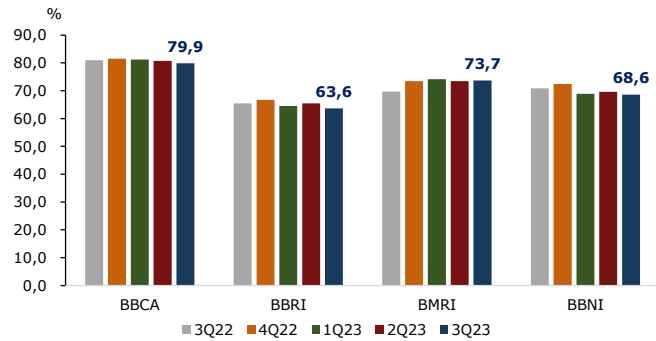
Source: Companies, SSI research

**Figure 7. Cost of credit**



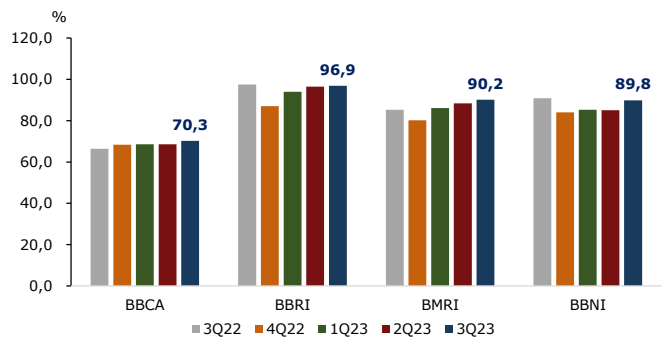
Source: Companies, SSI research

**Figure 8. CASA (%)**



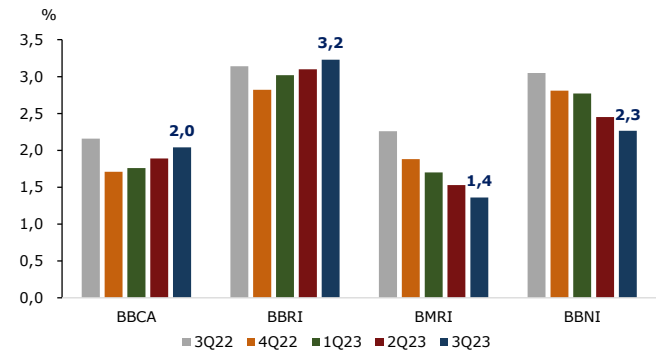
Source: Companies, SSI research

**Figure 9. Loan to deposit (%)**



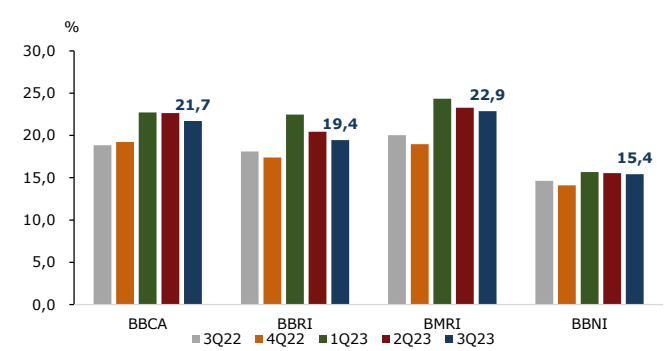
Source: Companies, SSI research

**Figure 10. NPL (%)**



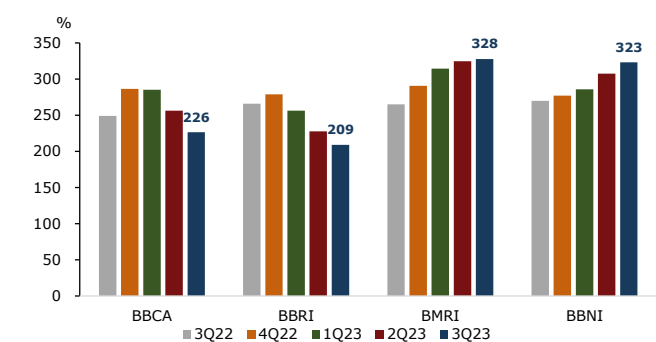
Source: Companies, SSI research

**Figure 11. ROE (%)**



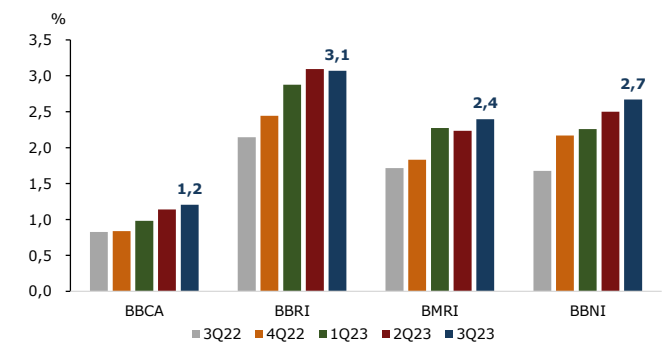
Source: Companies, SSI research

**Figure 12. NPL coverage**



Source: Companies, SSI research

**Figure 13. CoF**



Source: Companies, SSI research

**Table 1. Valuation metrics for conventional banks under our coverage (part-1)**

Ticker		BBCA	BBRI	BMRI	BBNI	BBTN	Sector	Big-4	Non big-4
Rating		BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD		OVERWEIGHT	
Target price	(IDR)	10.500	6.100	7.200	5.800	1.300			
Target PBV	(x)	4,8	2,8	2,4	1,3	0,4	3,5	3,5	0,4
Share price	(IDR)	8.950	5.250	5.825	4.940	1.215			
Up(down)side	(%)	17,3	16,2	23,6	17,4	7,0			
Total mkt cap.	(IDRtn)	1.054	680	440	167	16	2.357	2.342	16
BVPS (IDR)	2024F	2.189	2.233	3.024	4.337	2.952	14.735	11.783	2.952
EPS (IDR)	2024F	437	482	612	641	328	2.499	2.171	328
DPS (IDR)	2024F	225	361	367	282	66	1.301	1.236	66
PBV (x)	2024F	4,1	2,4	1,9	1,1	0,4	2,9	3,0	0,4
PE (x)	2024F	20,5	10,9	9,5	7,7	3,7	14,7	14,7	3,7
Yield (%)	2024F	2,5	6,9	6,3	5,7	5,4	4,7	4,7	5,4
PPOP (IDRtn)	2021	48,6	77,0	57,7	31,1	6,7	221,0	214,3	6,7
	2022	52,6	91,7	72,0	34,4	7,8	258,6	250,7	7,8
	2023F	63,1	102,8	84,3	35,4	8,0	293,7	285,7	8,0
	2024F	70,6	111,8	93,7	39,1	8,7	323,9	315,2	8,7
	2025F	77,7	123,6	102,0	42,6	9,4	355,4	346,0	9,4
Net profit (IDRtn)	2021	31,4	31,1	28,0	10,9	2,4	103,8	101,4	2,4
	2022	40,7	51,2	41,2	18,3	3,0	154,4	151,4	3,0
	2023F	48,0	58,8	50,5	21,1	3,1	181,4	178,3	3,1
	2024F	53,8	65,4	57,1	23,9	3,5	203,7	200,2	3,5
	2025F	59,3	73,1	62,9	26,3	3,9	225,6	221,6	3,9
PPOP growth (%)	2021	12,9	34,1	26,1	11,7	45,0	21,6	21,5	45,0
	2022	8,4	19,1	24,8	10,8	17,6	14,8	14,8	17,6
	2023F	20,0	12,2	17,1	2,9	1,9	15,8	15,9	1,9
	2024F	11,7	8,7	11,2	10,4	8,4	10,7	10,7	8,4
	2025F	10,2	10,5	8,8	9,1	9,1	9,9	9,9	9,1
Net profit growth (%)	2021	15,8	66,5	63,7	232,2	48,3	55,0	55,0	48,3
	2022	29,6	64,7	46,9	68,0	28,1	45,7	45,8	28,1
	2023F	17,8	14,8	22,6	15,0	1,4	17,5	17,6	1,4
	2024F	12,2	11,3	13,1	13,5	12,5	12,2	12,2	12,5
	2025F	10,2	11,7	10,3	10,2	12,9	10,6	10,6	12,9
Loan growth (%)	2021	8,2	10,6	17,6	(0,6)	5,7	10,0	10,0	5,7
	2022	11,7	9,5	14,4	11,0	8,5	11,5	11,5	8,5
	2023F	11,1	11,3	11,0	8,3	9,3	11,0	11,0	9,3
	2024F	12,0	11,6	12,1	9,9	9,4	11,7	11,7	9,4
	2025F	12,1	12,7	12,0	10,0	9,4	12,1	12,1	9,4
Deposit growth (%)	2021	16,1	1,6	23,4	7,3	6,0	12,6	12,6	6,0
	2022	6,5	14,9	15,5	5,5	8,8	10,6	10,6	8,8
	2023F	8,2	8,6	7,9	6,9	8,7	8,2	8,2	8,7
	2024F	8,1	9,3	8,4	7,9	9,7	8,5	8,5	9,7
	2025F	8,3	9,4	8,4	7,9	9,9	8,6	8,6	9,9
LDR (%)	2021	65,2	91,3	81,0	78,3	92,9	76,8	76,7	92,9
	2022	68,3	87,1	80,2	82,4	92,7	77,1	77,0	92,7
	2023F	70,2	89,3	82,5	83,4	93,2	79,1	79,0	93,2
	2024F	72,7	91,1	85,3	85,0	92,9	81,4	81,3	92,9
	2025F	75,2	93,9	88,2	86,7	92,5	83,9	83,9	92,5
NIM (%)	2021	5,1	7,7	5,1	4,7	4,0	5,8	5,8	4,0
	2022	5,3	7,8	5,5	4,8	4,3	6,0	6,0	4,3
	2023F	5,6	7,9	5,4	4,6	3,8	6,2	6,2	3,8
	2024F	5,7	8,0	5,5	4,7	4,0	6,3	6,3	4,0
	2025F	5,7	8,1	5,6	4,8	4,0	6,3	6,3	4,0
Non-int inc. growth (%)	2021	15,2	42,5	13,0	18,4	(1,2)	22,8	23,0	(1,2)
	2022	1,7	20,1	10,5	14,4	(15,8)	9,5	9,6	(15,8)
	2023F	10,1	4,7	9,1	6,1	49,1	8,3	8,1	49,1
	2024F	6,7	5,9	9,1	6,2	(4,2)	6,8	6,9	(4,2)
	2025F	6,7	6,2	9,1	6,3	5,7	7,0	7,0	5,7

Source: Bloomberg, companies, SSI research

**Table 2. Valuation metrics for conventional banks under our coverage (part-2)**

Ticker		BBCA	BBRI	BMRI	BBNI	BBTN	Sector	Big-4	Non-big4
Rating		BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	OVERWEIGHT		
Target price	(IDR)	10.500	6.100	7.200	5.800	1.300			
Target PBV	(x)	4,8	2,8	2,4	1,3	0,4			
Share price	(IDR)	8.950	5.250	5.825	4.940	1.215			
Up(down)side	(%)	17,3	16,2	23,6	17,4	7,0			
Total mkt cap.	(IDRtn)	1.054	680	440	167	16	<b>2.357</b>	<b>2.342</b>	<b>16</b>
BVPS (IDR)	2024F	2.189	2.233	3.024	4.337	2.952	<b>14.735</b>	<b>11.783</b>	<b>2.952</b>
EPS (IDR)	2024F	437	482	612	641	328	<b>2.499</b>	<b>2.171</b>	<b>328</b>
DPS (IDR)	2024F	225	361	367	282	66	<b>1.301</b>	<b>1.236</b>	<b>66</b>
PBV (x)	2024F	4,1	2,4	1,9	1,1	0,4	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>0,4</b>
PE (x)	2024F	20,5	10,9	9,5	7,7	3,7	<b>14,7</b>	<b>14,7</b>	<b>3,7</b>
Yield (%)	2024F	2,5	6,9	6,3	5,7	5,4	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>
Non-int inc. to tot inc. (%)	2021	27,6	26,9	31,9	31,5	15,8	<b>28,4</b>	<b>28,5</b>	<b>15,8</b>
	2022	25,4	28,8	30,1	32,8	12,1	<b>27,7</b>	<b>27,8</b>	<b>12,1</b>
	2023F	24,5	28,0	29,5	33,0	17,9	<b>27,0</b>	<b>27,0</b>	<b>17,9</b>
	2024F	23,7	27,5	28,9	32,1	15,8	<b>26,3</b>	<b>26,4</b>	<b>15,8</b>
	2025F	23,2	26,9	28,5	31,4	15,3	<b>25,8</b>	<b>25,8</b>	<b>15,3</b>
Cost to income (%)	2021	55,2	77,8	70,9	81,1	89,3	<b>66,7</b>	<b>66,5</b>	<b>89,3</b>
	2022	49,0	68,2	62,6	69,4	86,4	<b>58,8</b>	<b>58,6</b>	<b>86,4</b>
	2023F	46,0	67,1	59,1	68,3	87,8	<b>56,4</b>	<b>56,2</b>	<b>87,8</b>
	2024F	44,7	66,3	57,9	66,6	87,2	<b>55,2</b>	<b>55,0</b>	<b>87,2</b>
	2025F	44,0	65,4	57,8	66,0	86,8	<b>54,6</b>	<b>54,4</b>	<b>86,8</b>
Credit cost (%)	2021	1,5	3,4	1,8	3,4	1,3	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>1,3</b>
	2022	0,6	2,4	1,3	1,9	1,3	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
	2023F	0,5	2,3	1,0	1,4	1,3	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>
	2024F	0,5	2,1	0,9	1,3	1,2	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>
	2025F	0,4	2,0	0,9	1,2	1,1	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>
NPL ratio (%)	2021	2,2	3,1	2,8	3,7	3,7	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,7</b>
	2022	1,7	3,1	1,9	2,8	3,4	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>
	2023F	1,4	3,2	2,4	2,5	3,6	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,6</b>
	2024F	1,4	3,2	2,4	2,4	3,6	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,6</b>
	2025F	1,4	3,2	2,4	2,3	3,6	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,6</b>
ROA (%)	2021	2,7	1,9	1,8	1,2	0,6	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>0,6</b>
	2022	3,2	2,9	2,2	1,8	0,8	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>0,8</b>
	2023F	3,5	3,1	2,4	2,0	0,7	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>0,7</b>
	2024F	3,5	3,3	2,5	2,1	0,8	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>0,8</b>
	2025F	3,5	3,3	2,4	2,2	0,8	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>0,8</b>
ROE (%)	2021	16,2	12,8	14,2	9,3	11,1	<b>14,3</b>	<b>14,4</b>	<b>11,1</b>
	2022	19,2	17,4	19,0	14,1	11,8	<b>18,2</b>	<b>18,3</b>	<b>11,8</b>
	2023F	20,7	19,1	20,8	14,8	11,4	<b>19,8</b>	<b>19,8</b>	<b>11,4</b>
	2024F	21,0	19,9	21,2	15,4	11,6	<b>20,3</b>	<b>20,3</b>	<b>11,6</b>
	2025F	20,8	20,8	21,2	15,6	11,9	<b>20,5</b>	<b>20,5</b>	<b>11,9</b>
CAR (%)	2021	22,9	27,2	19,6	17,1	19,1	<b>23,1</b>	<b>23,1</b>	<b>19,1</b>
	2022	23,0	25,5	19,6	17,1	21,0	<b>22,7</b>	<b>22,7</b>	<b>21,0</b>
	2023F	29,8	25,2	21,3	23,2	21,5	<b>26,4</b>	<b>26,4</b>	<b>21,5</b>
	2024F	30,6	24,5	22,2	23,2	21,7	<b>26,7</b>	<b>26,7</b>	<b>21,7</b>
	2025F	31,0	24,2	23,4	23,2	22,0	<b>27,0</b>	<b>27,0</b>	<b>22,0</b>
Tier 1 (%)	2021	22,1	26,2	18,4	16,0	13,8	<b>22,1</b>	<b>22,1</b>	<b>13,8</b>
	2022	22,1	24,5	18,6	16,0	17,0	<b>21,7</b>	<b>21,7</b>	<b>17,0</b>
	2023F	28,8	24,2	21,1	21,2	18,3	<b>25,4</b>	<b>25,5</b>	<b>18,3</b>
	2024F	29,5	23,5	22,8	21,2	18,6	<b>25,9</b>	<b>25,9</b>	<b>18,6</b>
	2025F	29,9	23,2	24,3	21,3	19,0	<b>26,2</b>	<b>26,3</b>	<b>19,0</b>

Source: Bloomberg, companies, 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
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
Haikal Putra Samsul	Research Associate	haikal.putra@samuel.co.id	+6221 2854 8353

Equity Institutional Team			
Widya Meidrianto	Head of Institutional Equity Sales	widya.meidrianto@samuel.co.id	+6221 2854 8317
Ronny Ardianto	Institutional Equity Sales	ronny.ardianto@samuel.co.id	+6221 2854 8399
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	Director of Equity	joseph.soegandhi@samuel.co.id	+6221 2854 8872
Damargumilang	Head of Equity Retail	damargumilang@samuel.co.id	+6221 2854 8309
Anthony Yunus	Head of Equity Sales	anthony.yunus@samuel.co.id	+6221 2854 8314
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
Denzel Obaja	Equity Sales	denzel.obaja@samuel.co.id	+6221 2854 8342
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
Saldy Achmad Yanuar	Fixed Income Sales	saldy.achmad@samuel.co.id	+6221 28548384
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.