

Bank Central Asia (BCA)

Price: Rp 2.625

HOLD (Maintain)

12m Target Price: Rp 2.800

Setelah Divestasi, Fokus ke Fundamental

- Kinerja 2001 di atas ekspektasi.
- Namun kinerja jangka pendek akan tertekan tren penurunan suku bunga SBI.
- Jangka panjang, suku bunga SBI juga berpotensi untuk terus turun sehubungan rencana penerbitan *T-Bills*.
- Dalam jangka pendek dengan valuasi P/E yang rendah BCCA berpotensi terangkat mengikuti momentum positif IPO Bank Mandiri. Namun jangka panjang harga telah mendekati target P/BV wajar 1.5x. Maintain HOLD

Kinerja 2001 di atas ekspektasi. Kinerja Bank Central Asia (BCA) FY01 melewati ekspektasi kami di semua level. Pendapatan bunga bersih (*net interest income*) meningkat 123% YoY menjadi Rp5,13 triliun atau 14% di atas ekspektasi kami sebelumnya. Marjin bunga bersih (*net interest margin*) meningkat tajam dari 2.6% menjadi 5.6% yang termasuk tertinggi di sektor perbankan (rata-rata *Bloomberg* 2.3%).

Laba bersih FY01 tercatat sebesar Rp3,12 triliun meningkat 97% YoY atau 39% di atas ekspektasi kami. Profitabilitas *bottomline* juga termasuk tertinggi di sektornya dengan *Return on Average Equity* (ROAE) mencapai 37.2% vs rata-rata sektor 14.1% (*Bloomberg*).

(Rp bn)	2000A	2001A	YoY	2001E	01A/01E
Net Interest Income	2,299	5,125	123%	4,481	114%
Pre-provisioning op profit	1,598	3,743	134%	3,355	112%
Operating Profit	1,566	3,116	99%	2,767	113%
Pre-Tax Profit	1,605	3,158	97%	2,811	112%
Net Profit	1,802	3,119	73%	2,248	139%
EPS (Rp)	306	529		382	
Net Interest Margin (%)	2.6	5.6		5.0	

Source: Company and SSI

Peningkatan Kinerja 4Q01 dipicu tingginya suku bunga SBI.

Dengan sebagian besar aset produktif berupa obligasi rekap berbunga mengambang (Rp58.2 triliun atau 61.8% dari aset produktif), pendapatan bunga BCCA sangat sensitif terhadap perubahan suku bunga SBI (dalam hal ini yang menjadi patokan adalah suku bunga SBI 3 bulan). Sebaliknya dari sisi beban bunga dengan *deposit mix* yang sebagian besar dari giro dan tabungan (70.3% dari total deposit vs 29.7% untuk deposito), *cost of fund* BCCA relatif tidak sensitif terhadap perubahan suku bunga deposito. Maka secara netto pendapatan bunga bersih BCCA sangat sensitif terhadap perubahan suku bunga SBI. Secara kuartalan di FY01 lalu, dengan tingkat suku bunga SBI mencapai puncaknya di 4Q01 (rata-rata 17.6% atau 4.1% di atas suku bunga deposito) BCCA memperoleh pendapatan bunga bersih terbesar di 4Q01 sebesar Rp1,5 triliun dan *Net Interest Margin* tertinggi sebesar 6.8%.

Average Rate (%)	1Q01	2Q01	3Q01	4Q01	1Q02
SBI Rate - 3 month (a)	14.8	15.8	17.0	17.6	17.2
BCCA Deposit Rate - 1 month (b)	12.3	12.5	13.5	13.5	15.0
Spread (a-b)	2.4	3.3	3.5	4.1	2.2
Net Interest Margin (Annualized)	4.8	5.1	5.9	6.8	n.a

Source: Bloomberg and SSI

Jangka pendek: Turunnya suku bunga SBI di awal tahun mengancam penurunan *Net Interest Margin*. Dibanding awal tahun suku bunga SBI 3 bulan telah turun 1.334% menjadi 16.291%. Di lain sisi BCCA telah meningkatkan suku bunga deposito sejak Januari lalu sebesar 150 basis dari 13.5% menjadi 15%. Maka dalam jangka pendek, kami melihat adanya ancaman menurunnya *Net Interest Margin* untuk 1Q02 secara *Quarter on Quarter*.

Stock and market Data

JCI Index	: 535
Average Daily Volume (mn shares)	: 15.6
Free Float (%)	: 32.5
Market Capitalization (Rpbn)	: 15,270.0
Nominal value (Rp)	: 250
Share Listed/Issued (mn)	: 5,892
12M Hi/Lo (Rp)	: 850/3275
NBV per share FY02 (Rp)	: 1,843

Profit and Loss Summary

Yr-end Dec (Rp bn)	2000A	2001A	2002F	2003F
Interest Revenue	10,579	13,392	13,893	16,182
Interest Expense	(8,280)	(8,267)	(8,724)	(10,629)
Net Interest Income	2,299	5,125	5,169	5,554
Net Interest Margin (%)	2.6	5.6	5.3	5.3
Non Interest Income	946	1,059	1,247	1,512
Operating Revenue	3,245	6,184	6,416	7,066
Operating Expenses	(1,647)	(2,441)	(2,908)	(3,401)
Pre-provision op profit	1,598	3,743	3,508	3,665
Loan Loss Provision	(32)	(627)	(323)	(458)
Operating profit	1,566	3,116	3,186	3,207
Pre-tax profit (Rp bn)	1,605	3,158	3,232	3,526
Net Profit (Rp bn)	1,802	3,119	3,232	3,256

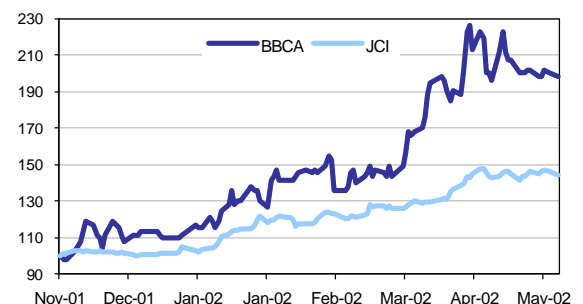
Balance Sheet Summary

Yr-end Dec (Rp Bn)	2000A	2001A	2002F	2003F
Earning Assets	87,288	94,233	100,923	107,996
Total Assets	96,188	103,206	109,633	116,472
Deposits	85,979	90,348	94,865	99,608
Borrowing	1,700	1,491	1,023	1,012
Total Liabilities	89,183	9,773	12,035	14,315
Shareholders' Equity	96,188	103,206	109,633	116,472

Forecast and ratings

Yr-end Dec	2000A	2001E	2002F	2003F
EPS (Rp)	306	529	523	527
EPS Growth (%)	95.6	73.0	-1.3	0.7
DPS (Rp)	-	85	157	158
Dividend Yield (%)	-	7.9	6.0	6.0
ROAA (%)	1.9	3.1	3.0	2.9
ROAE (%)	29.7	37.2	29.6	24.7
P/E Ratio (x)	2.5	2.0	5.0	5.0
P/Pre Prov OPS Ratio (x)	2.8	1.7	4.6	4.4
P/OPS Ratio (x)	2.9	2.0	5.1	5.1
Adj BV per share (Rp)	1,131	1,581	1,843	2,168
P/Adj BV Ratio (x)	0.7	0.7	1.4	1.2

Price Performance Chart



Outlook 2002: T-bills diterbitkan SBI terus turun . Suku bunga SBI kami perkirakan masih akan terus turun. Hal ini terkait dengan rencana pemerintah mengeluarkan *Treasury-bills* yang kemungkinan diterbitkan dengan tingkat suku bunga di atas SBI untuk memberi insentif bagi pasar. Untuk tahap awal, *T-bills* ini akan diterbitkan sebesar Rp3,2 triliun sebagai pengganti obligasi rekap yang jatuh tempo dengan bunga sekitar 17%. Maka kami melihat kemungkinan suku bunga SBI akan turun hingga ke level 15% atau bahkan lebih rendah.

Dengan menggunakan asumsi rata-rata *yield* obligasi pemerintah BBKA 15% (83 basis poin lebih rendah dari rata-rata *yield* FY01) kami memperkirakan *net interest margin* BBKA akan turun ke 5.3% (dari 5.6%). Akibatnya laba operasi sebelum provisi kami perkirakan turun 6.3% menjadi Rp3.5 triliun dan EPS turun tipis 1.3% menjadi Rp523.

Kecukupan Modal dan Non-Performing Loan tidak masalah. Dengan *Capital Adequacy Ratio* (CAR) berada di level 32.64% (vs FY00 33.84%), BBKA tidak mengalami masalah dalam kecukupan modal dan masih memiliki ruang untuk ekspansi aktiva produktif. Dari sisi kredit bermasalah, juga tidak terdapat masalah dengan tingkat *Non-Performing Loan* terhadap Total Loan hanya 3.15% dan provisi sebesar 202% dari *Non-Performing Loan*.

Outlook Jangka panjang: Pertumbuhan dari ekspansi kredit. Ke depan dengan suku bunga SBI yang cenderung turun, pemicu pertumbuhan laba BBKA datang dari ekspansi kredit. Posisi kredit disalurkan BBKA saat ini, meski telah meningkat tajam 80% YoY di FY01, masih tergolong rendah dengan *Loan to Deposit Ratio* hanya 16.2%.

Untuk jangka panjang BBKA dituntut mengurangi obligasi pemerintah dan mengkonversinya menjadi aktiva produktif dengan *yield* yang lebih tinggi, selain untuk meningkatkan laba juga untuk mengendalikan resiko. Sampai saat ini obligasi pemerintah merupakan 61.8% aktiva produktif sehingga kinerja BBKA akan sangat rentan terhadap kebijakan pemerintah baik dalam hal suku bunga ataupun kebijakan pembayaran kembali (obligasi rekap BBKA jatuh tempo setiap tahun hingga 2009 dengan konsentrasi terbesar di 2007 dan 2008).

Farralon Capital sebagai pemilik baru BBKA sendiri telah menyatakan rencananya untuk secara aktif mengkonversi obligasi rekap ini kedalam kredit atau aset lain dalam 3-5 tahun.

RUPS 20 Mei: perubahan direksi dan deviden. BBKA akan mengadakan RUPS Tahunan pada tanggal 20 Mei mendatang. Beberapa agenda yang perlu diantisipasi diantaranya adalah perubahan direksi dan deviden. Farralon Capital yang telah memegang 51 persen kepemilikan kemungkinan akan menempatkan wakilnya dalam jajaran direksi menggantikan wakil pemerintah. Sementara untuk deviden dengan pembagian deviden interim Rp85 per saham di tahun lalu dengan perkiraan *dividen payout ratio* 20-30%, masih terdapat kemungkinan deviden tambahan Rp20-74 per saham.

Valuasi dan Rekomendasi. Harga saham BBKA telah mengalami kenaikan signifikan dari awal tahun sebesar 76.3%. Pada harga sekarang di Rp 2625 valuasi *Price to Adjusted Book Value* FY02 BBKA mencapai 1.4x yang berarti hampir mencapai target P/BV wajar kami sebesar 1.5x yang mencerminkan harga Rp2800.

Untuk jangka pendek, dengan adanya momentum IPO Bank Mandiri di pertengahan tahun ini kami melihat potensi sentimen positif bagi saham perbankan. Dan BBKA yang memiliki valuasi P/E FY02 terendah di sektornya, yaitu 5.0x vs rata-rata perbankan (*Bloomberg*) 15.2x, berpeluang untuk mengalami kenaikan. Maka untuk **jangka pendek, kami rekomendasikan untuk melakukan trading buy (dengan target Rp3150 atau P/E 6.0x) memanfaatkan momentum IPO Bank Mandiri.**

Namun **untuk jangka panjang**, karena hanya memiliki *upside* 6.7% terhadap target harga wajarnya kami mempertahankan **rekomendasi HOLD**

Profit and Loss Quarterly Breakdown

(Rp bn)	2Q01	3Q01	4Q01	QoQ
Interest Revenue	3,280	3,487	3,534	1%
Interest Expense	(2,099)	(2,132)	(1,998)	-11%
Net Interest Income	1,180	1,355	1,536	13%
Net Interest Margin (%)	5.1	5.9	6.8	
Non Interest Income	286	171	324	89%
Operating Revenue	1,466	1,526	1,860	22%
Operating Expenses	565	528	855	62%
Pre-provision op profit	901	998	1,005	1%
Loan Loss Provision	155	83	97	16%
Pre-tax profit (Rp bn)	750	925	930	1%

Balance Sheet Strength

Yr-end Dec	2000A	2001E	2002F	2003F
Loan/deposits (%)	9.5	16.2	17.0	23.0
Loans/earning assets (%)	9.4	15.6	16.0	21.2
NPL/loans (%)	4.2	3.2	4.0	4.0
Loan Reserve/NPL (%)	68	202	189	178
Estimated CAR (%)	34	33	36	29

Operating Ratios

Yr-end Dec	2000A	2001E	2002F	2003F
Earning asset yield (%)	12.0	14.8	14.2	15.5
Cost of fund (%)	9.3	9.2	9.3	10.8
Interest spread (%)	2.7	5.6	5.0	4.7
Net Interest margin (%)	2.6	5.6	5.3	5.3
Non-interest rev/Op rev (%)	29.2	17.1	19.4	21.4
Op expenses/Op rev (%)	50.8	39.5	45.3	48.1
Loss provision/Op rev (%)	1.0	10.1	5.0	6.5