

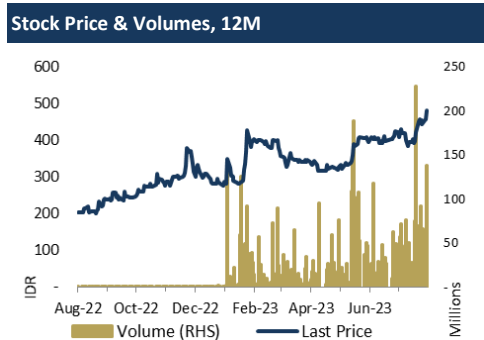
BUY (Initiation)

Target Price (IDR)	560
Potential Upside (%)	21.2

Price Comparison	
Cons. Target Price (IDR)	512
SSI vs. Cons. (%)	109.4

Stock Information	
Last Price (IDR)	462
Shares Issued (Mn)	33,435
Market Cap. (IDR Bn)	15,447
52-Weeks High/Low (IDR)	486/198
3M Avg. Daily Value (IDR Bn)	20.5
Free Float (%)	22.2
Shareholder Structure:	
PT Sumber Alfaria Trijaya (%)	77.1
Public (%)	22.9

Stock Performance				
(%)	YTD	1M	3M	12M
Absolute	64.1	10.0	40.1	128.8
JCI Return	0.4	2.4	1.4	(3.2)
Relative	63.8	7.6	38.7	132.0



Company Background
Didirikan pada tahun 2007, PT Midi Utama Indonesia Tbk. mengelola jaringan distribusi minimarket yang menjual barang-barang kebutuhan pokok sehari-hari. Beberapa brand di bawah naungan MIDI adalah Alfamidi, Alfamidi Super, Midi Fresh, dan Lawson.

Pebe Peresia
+62 21 2854 8339
pebe.peresia@samuel.co.id

Ashalia Fitri
+62 21 2854 8389
ashalia.fitri@samuel.co.id

Aggressive Is the Name of the Game

MIDI, peritel di bawah naungan Alfamart, saat ini telah mengoperasikan lebih dari >2,600 gerai dan terus berkembang melalui pembukaan gerai-gerai baru di seluruh Indonesia. Hingga akhir tahun FY23F, MIDI menargetkan 700 gerai baru, merepresentasikan strategi ekspansi yang agresif di tahun ini (rata-rata pembukaan 3 tahun terakhir: 246 gerai), dengan mayoritas pembukaan gerai Lawson (+500 gerai, FY22: +127 gerai), setelah sebelumnya Lawson stagnan hanya memiliki 65 total gerai selama ~10 tahun berdiri). Kami memperkirakan pembukaan gerai tersebut berpotensi membuahkan hasil yang signifikan terhadap laba bersih MIDI di FY24F (+19.4% YoY), seiring dengan estimasi pencapaian >1,000 toko Lawson dan potensi menurunnya cost/sales yang meningkatkan NPM FY24F MIDI. Kami menginisiasi MIDI dengan rekomendasi BUY di TP IDR 560, merepresentasikan 0.9x P/S FY24F, setara dengan peers retail staples. Risiko upside/downside: 1) Pembukaan gerai melebihi/ di bawah target dan 2) Penjualan dan margin keuntungan Lawson lebih tinggi/ rendah.

Rencana ekspansi agresif MIDI di FY23F. MIDI merupakan anak usaha AMRT yang juga bergerak di bisnis ritel staples dengan membawa brand Alfamidi (brand utama, 81% dari total gerai MIDI), Alfamidi Super, Midi Fresh, dan Lawson. Jika dibandingkan dengan Alfamart, Alfamidi memiliki area penjualan yang lebih besar (~300m2, Alfamart: ~150 m2), dan memiliki jumlah SKU yang lebih banyak. Terkait brand MIDI lainnya, Alfamidi super memiliki area penjualan yang mendekati supermarket yaitu >500 m2 dan Midi fresh berkonsep gerai produk segar dengan ukuran kecil (30-60 m2), sementara Lawson (yang dioperasikan melalui anak usaha MIDI, PT Lancar Wiguna Sejahtera atau "LWS") lebih berfokus pada penjualan produk ready-to-eat (RTE) dan ready-to-drink (RTD) yang mencapai 70% dari total penjualannya. Tahun ini, MIDI menargetkan pembukaan gerai yang agresif yaitu mencapai 700 gerai dengan mayoritas 500 gerai Lawson dan 200 gerai alfamidi. Adapun kedua brand tersebut memiliki target area pembukaan gerai yang berbeda, yaitu Alfamidi akan berfokus pada luar Jawa sedangkan Lawson berfokus di wilayah Jawa. Hingga 1H23, Lawson telah mencatatkan pembukaan gerai terbanyak diantara brand MIDI lainnya, yaitu mencapai 250 gerai (102 format standalone dan 148 format store-in-store), sejalan dengan target yang ditetapkan. Secara total MIDI saat ini mengoperasikan 2,640 toko yang tersebar di seluruh Indonesia. Sejalan dengan hal tersebut, kontribusi Lawson terhadap total penjualan MIDI juga meningkat menjadi 5.7% di 1H23 dari 3.2% di tahun sebelumnya (FY22).

Potensi pertumbuhan GPM dari Lawson. Untuk pembukaan gerai Lawson tersebut, MIDI menganggarkan IDR 600 miliar dari total IDR 1.6 triliun. Adapun per gerai Lawson membutuhkan capex yang lebih kecil dibandingkan alfamidi, yaitu ~2 miliar untuk *standalone* (Alfamidi ~3 miliar) dan IDR 500 juta untuk *store-in-store*. Kami menilai format gerai store-in-store menguntungkan bagi MIDI karena selain membutuhkan capex yang lebih kecil, format tersebut juga berpotensi menghasilkan GPM yang lebih tinggi karena hanya fokus menjual produk RTE dan RTD. Perlu dicatat, GPM RTE dan RTD dapat mencapai ~50%, sedangkan produk kebutuhan sehari-hari (*dry groceries*) hanya mencapai ~20%.

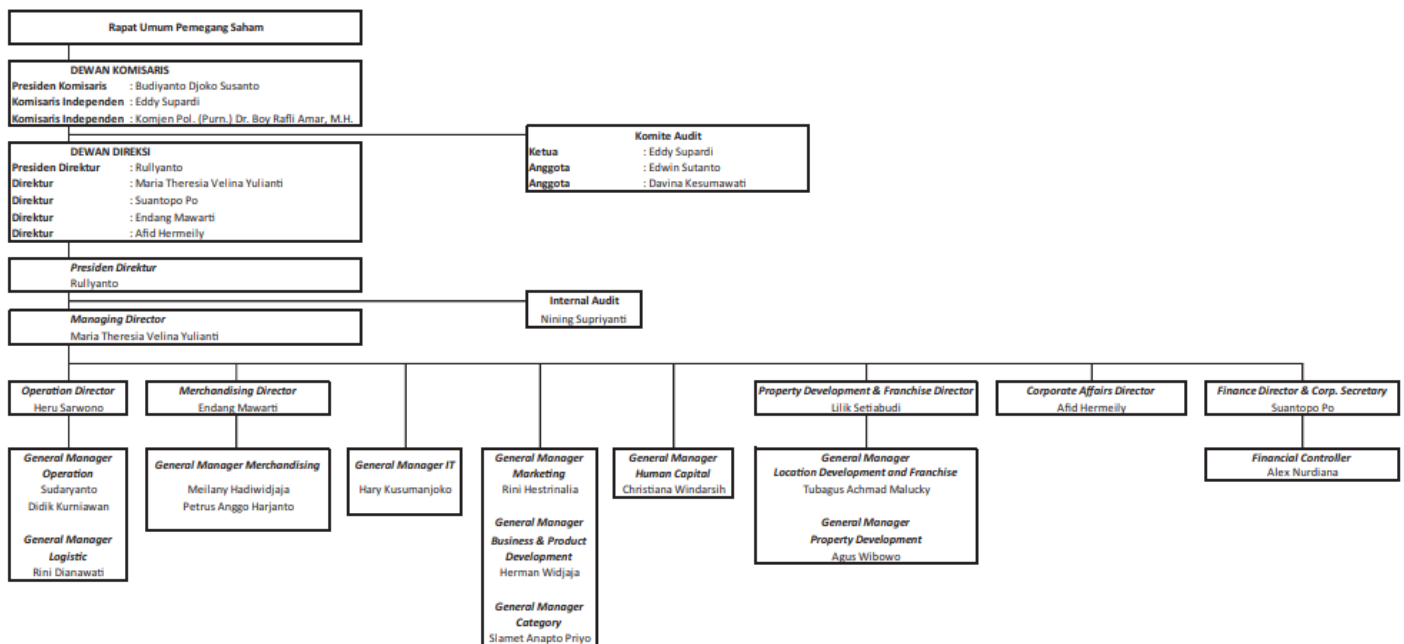
BUY, TP IDR 560. Sejalan dengan beberapa katalis yang kami jabarkan di atas, kami memperkirakan pendapatan dan laba bersih MIDI FY23F/FY24F masing-masing dapat bertumbuh +18.1% YoY/+15.3% YoY dan +17.9% YoY/+19.4%. Kami menilai dampak signifikan pembukaan gerai Lawson akan terlihat di FY24F, seiring dengan rencana penambahan kembali 500 gerai baru di tahun depan (estimasi total gerai Lawson di FY24F: ~1,100 gerai) yang berpotensi menurunkan cost/ gerai serta meningkatkan OPMnya (terutama untuk wilayah Jawa Tengah dan Jawa Timur). Kami menilai saat ini MIDI diperdagangkan pada valuasi menarik, dengan rasio *price-to-sales* yang berada di 0.7x FY24F, di bawah AMRT (1.0x). Kami menginisiasi rekomendasi BUY untuk MIDI dengan TP IDR 560, merepresentasikan 0.9x P/S FY24F, level yang setara dengan peers di sektor retail staples.

Valuations (at closing price IDR 462 per share)					
Y/E Dec	21A	22A	23F	24F	25F
Revenue (IDR bn)	13,584	15,624	18,452	21,281	24,110
EBITDA (IDR bn)	745	853	1111	1453	1752
EV/EBITDA(x)	22.6	19.4	14.8	11.6	9.7
Net Profit (IDR bn)	270	399	470	561	669
EPS (IDR)	8.1	11.9	14.1	16.8	20.0
P/E Ratio (x)	57.3	38.7	32.9	27.5	23.1

Company Background

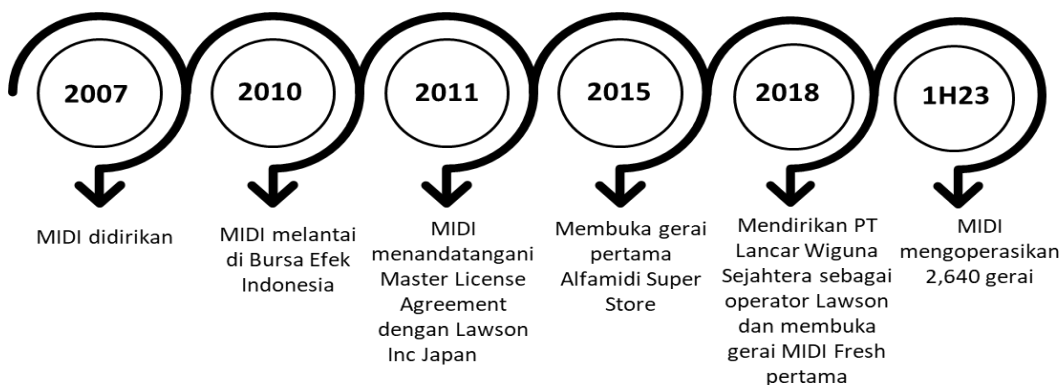
PT Midi Utama Indonesia Tbk (MIDI), didirikan pertama kali pada tahun 2007, merupakan anak usaha dari PT Sumber Alfaria Trijaya (AMRT) yang mengelola jaringan ritel melalui 4 jenis brand yang berbeda yakni Alfamidi, Lawson, Alfamidi Super, dan MIDI Fresh dengan format dan target pelanggan yang berbeda-beda. Berbeda dengan Alfamidi (minimarket), Lawson berfokus pada produk *ready to eat* (RTE) dan *ready to drink* (RTD), sementara Alfamidi Super merupakan gerai MIDI dengan konsep supermarket yang memiliki area penjualan yang lebih dan Midi Fresh berfokus pada produk buah segar dan sayur. Semua gerai MIDI memiliki fokus pembukaan lokasi di wilayah dekat perumahan, perkantoran dan tempat transportasi umum seperti stasiun dan bandara, sehingga dapat menjangkau pelanggan lebih mudah. Hingga saat ini, MIDI terus aktif melakukan ekspansi melalui pembukaan gerai dengan target 700 gerai baru di FY23F, meliputi 200 gerai alfamidi dan 500 gerai Lawson.

Figure 1. Organization Structure



Source: Company

Figure 2. Milestone



Source: SSI Research

Business Overview

MIDI bergerak di bidang perdagangan eceran melalui jaringan minimarket dengan brand Alfamidi, jaringan toko buah dan sayur melalui gerai Midi fresh, jaringan supermarket melalui Alfamidi Super, serta jaringan convenience store RTE & RTD melalui Lawson.

Alfamidi

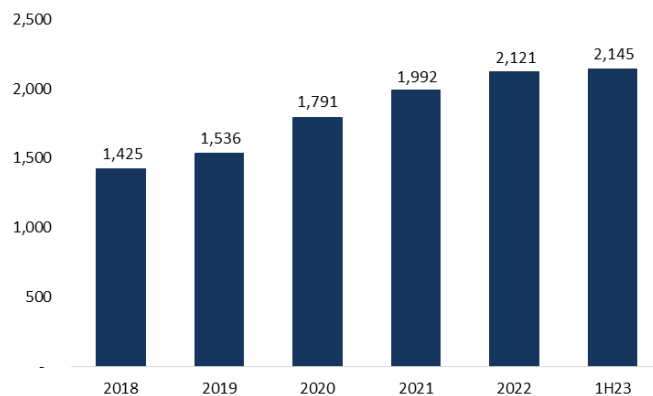
Alfamidi store merupakan jenis gerai minimarket pertama MIDI yang berdiri pada tahun 2007 dan memiliki area penjualan 200 – 400 meter persegi. Alfamidi menyediakan item ~7,000 SKU meliputi bahan makanan, *home care*, *personal care*, alat tulis, daging olahan, barang makanan segar, dan lain sebagainya. Hingga saat ini (1H23), Alfamidi telah mengoperasikan sebanyak 2,145 gerai yang tersebar di seluruh Indonesia dengan rata-rata pertumbuhan gerai baru per tahun selama 3 tahun terakhir mencapai 195 gerai.

Figure 3. Alfamidi Store



Source: Company

Figure 4. Total Gerai Alfamidi



Source: Company

Alfamidi Super

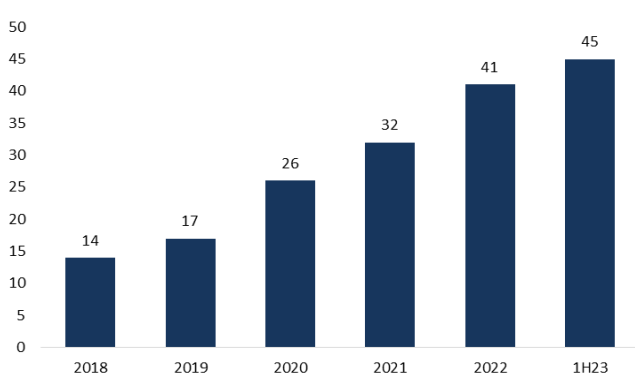
Alfamidi super diperkenalkan pertama kali pada tahun 2015 dan memiliki konsep supermarket dengan luas area penjualan yang lebih besar. Alfamidi super memiliki area penjualan lebih dari 500 meter persegi dan 25% wilayah penjualannya dialokasikan untuk produk makanan segar. Selain itu Alfamidi super menyediakan item sebanyak ~10,000 SKU. Hingga 1H23, Alfamidi super telah beroperasi sebanyak 45 gerai dengan rata-rata pertumbuhan gerai baru per tahun selama 3 tahun terakhir mencapai 8 gerai.

Figure 5. Alfamidi Super Store



Source: Company

Figure 6. Total Gerai Alfamidi Super



Source: Company

MIDI Fresh

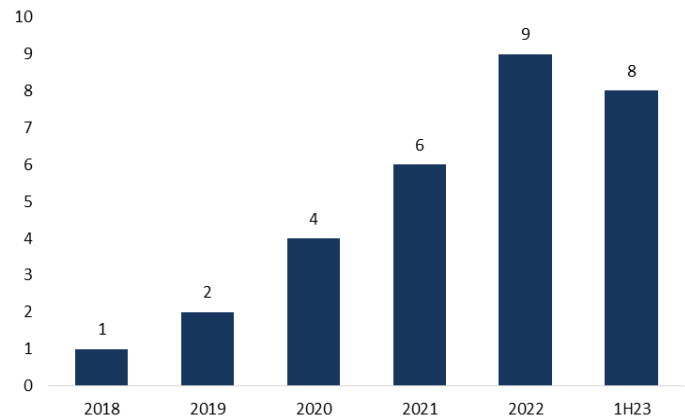
MIDI Fresh merupakan model gerai MIDI paling baru, berdiri pertama kali pada tahun 2018 dan merupakan minimarket yang berfokus menjual buah-buahan segar, sayur dan makanan segar lainnya. MIDI Fresh memiliki luas area penjualan relative kecil yaitu hanya sekitar 30 – 60 meter persegi. MIDI Fresh menyediakan item sebanyak ~1,200 SKU. Hingga 1H23, MIDI Fresh telah mengoperasikan sebanyak 8 gerai.

Figure 7. MIDI Fresh



Source: Company

Figure 8. Total Gerai MIDI Fresh



Source: Company

Lawson

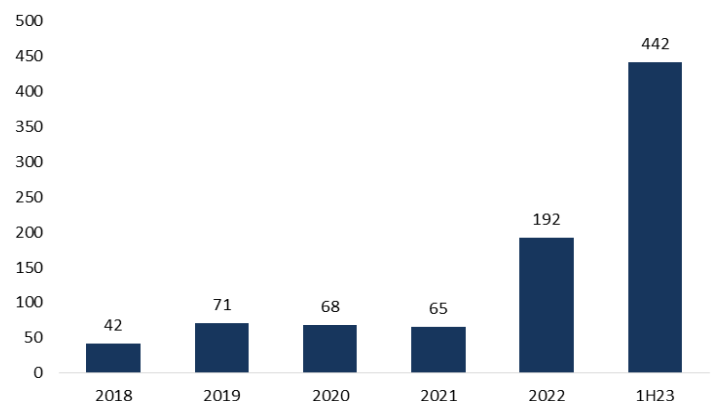
Gerai Lawson dibuka pertama pada tahun 2011 melalui penandatanganan Master License Agreement dengan Lawson Inc. Japan. Di tahun 2018, MIDI mendirikan PT Lancar Wiguna Sejahtera (“LWS”) sebagai perusahaan yang berfokus untuk mengoperasikan Lawson (per 1H23 kepemilikan MIDI terhadap LWS: 99%). Lawson berfokus pada produk RTE dan RTD (70% dari penjualannya), memiliki luas area penjualan 50 – 200 meter persegi, menyediakan ~250-1,200 SKU dan menargetkan kelas menengah-atas. Lawson memiliki 2 jenis gerai yakni (1) tipe *standalone* (berlokasi pada bangunan independen dan menjual berbagai jenis produk tak hanya RTE dan RTD) serta (2) tipe *store-in-store* (berada di dalam gerai Alfamidi dan hanya menjual produk RTE dan RTD). Hingga saat ini Lawson telah mengoperasikan sebanyak 442 gerai (216 gerai standalone dan 226 store in store format). Perlu dicatat, gerai Lawson sempat stagnan selama 10 tahun dimana hanya bertumbuh dari 10 gerai (2011) menjadi 65 gerai di 2021. Namun sejak 2022, Lawson secara agresif melakukan pembukaan gerai lebih >100 gerai per tahun (FY22: +127 gerai). Perusahaan juga menargetkan untuk menambah ~500 gerai baru (campuran antara *stand alone* dan *store-in-store*) di tahun ini (FY23F).

Figure 7. Lawson Store



Source: Company

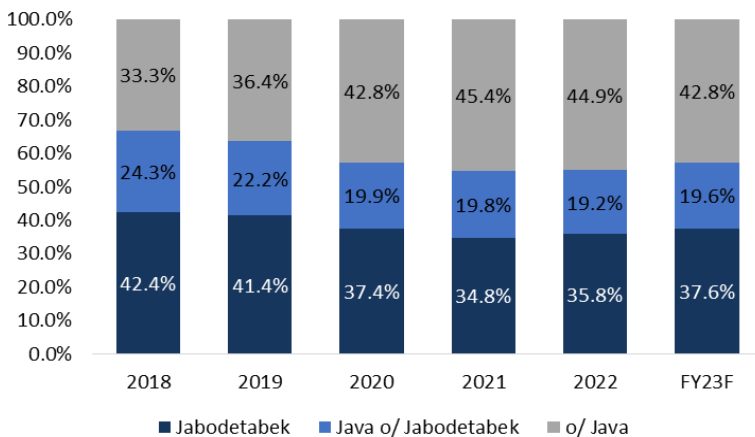
Figure 8. Total Gerai Lawson



Source: Company

Per 1H23, MIDI telah membuka 277 gerai baru (meliputi 24 gerai Alfamidi, 4 gerai Alfamidi Super, 250 gerai Lawson, dan menutup 1 gerai MIDI Fresh) yang menambah jumlah total gerainya menjadi 2,640 gerai. Apabila dibandingkan dengan sebaran tahun 2018, terlihat ada penurunan persentase jumlah gerai wilayah Jabodetabek hingga 2022 (dari 42.4% ke 35.8%) sedangkan wilayah luar Jawa mencatatkan kenaikan (dari 33.3% ke 44.9%) seiring dengan strategi ekspansi melalui brand Alfamidi yang menysasar area luar Jawa. Namun, dengan ekspansi agresif dari pembukaan gerai Lawson sejak 2022 yang berfokus ke area sekitar Jawa, kami menilai proporsi wilayah sekitar Jawa akan turut meningkat di tahun ini (FY23F).

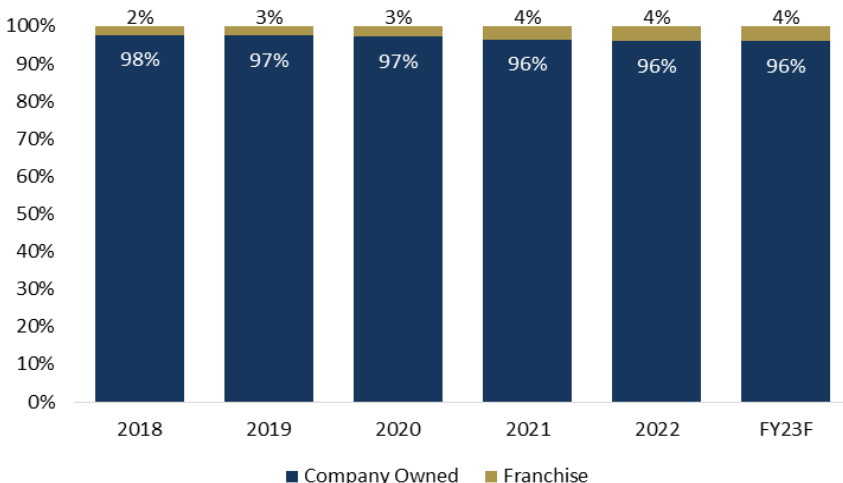
Figure 9. Geographic Breakdown (%)



Source: Company, SSI Research

Perlu diketahui, bahwa tidak semua gerai MIDI dimiliki sepenuhnya oleh perusahaan, melainkan ada yang beroperasi dengan system franchise. Ke depan, kami menilai mayoritas gerai MIDI akan tetap dimiliki oleh perusahaan secara langsung (>90%) dan gerai franchise masih akan berada di angka <10%.

Figure 10. Company Owned & Franchise Stores

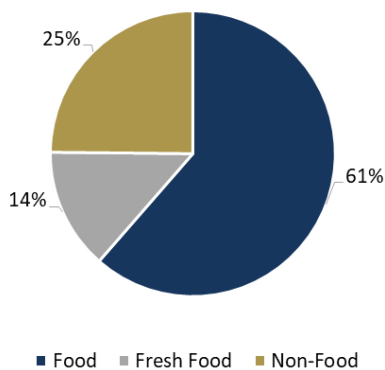


Source: Company, SSI Research

Financial Overview

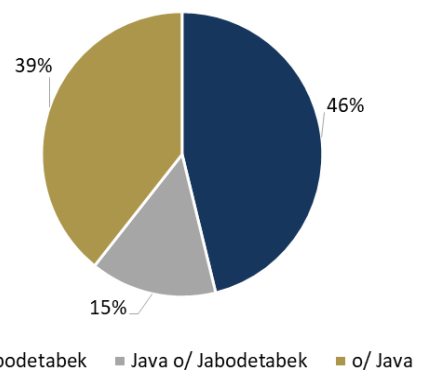
MIDI merupakan salah satu perusahaan yang *resilient* selama pandemi Covid-19 karena masih dapat mencatatkan pertumbuhan penjualan (FY20: +8.9% YoY, FY21:+7.3% YoY). Di 1H23, MIDI juga berhasil membukukan pertumbuhan pendapatan sebesar +12.9% YoY dengan CAGR pertumbuhan tahunan selama 5 tahun terakhir sebesar +11.5%. Pertumbuhan pendapatan MIDI didorong oleh seluruh segmen, terutama segmen utamanya yaitu segmen makanan (61.4% ke total penjualan MIDI) yang tumbuh +17.2% YoY. Di luar itu, penjualan segmen *fresh food* juga bertumbuh +15.5% YoY dan *non-food* tumbuh +2.5% YoY. Secara geografis, seluruh wilayah penjualan MIDI di 1H23 juga mencatatkan pertumbuhan, Jabodetabek tumbuh +16.4% YoY, Jawa luar Jabodetabek +17.6% YoY dan Luar Jawa +8.4% YoY.

Figure 11. Revenue Mix 1H23 (Business)



Source: SSI, Company

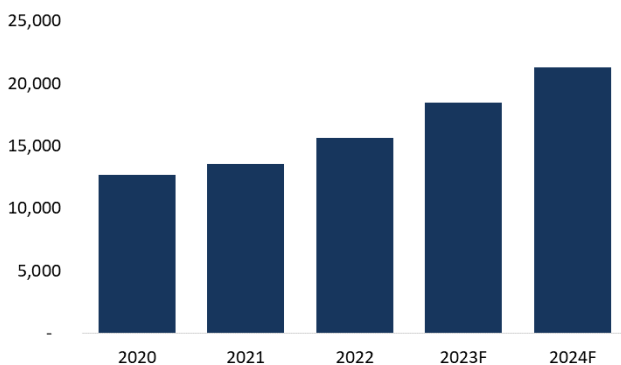
Figure 12. Revenue Mix 1H23 (Geography)



Source: SSI, Company

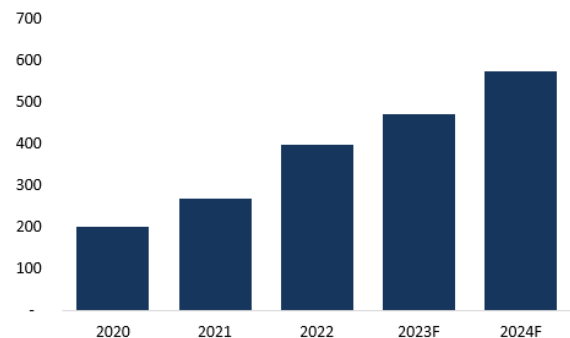
Kami menilai kinerja positif MIDI tersebut akan berlanjut hingga akhir tahun FY23F, seiring dengan strategi pembukaan gerai yang agresif melalui target 200 gerai baru Alfamidi dan 500 gerai baru Lawson di tahun ini. Perlu dicatat, Lawson berpotensi menghasilkan GPM yang lebih tinggi dibandingkan gerai minimarket Alfamidi karena produk RTE dan RTD memiliki GPM yang dapat mencapai ~50%, sedangkan *dry groceries* rata-rata hanya mencapai ~20%. Dengan strategi ekspansi yang sudah dilakukan secara agresif dilakukan sejak tahun lalu, kami menilai opex/gerai akan menurun di tahun depan (FY24F) seiring dengan rencana penambahan gerai +500 kembali (gerai Lawson FY24F berpotensi mencapai ~1,000) dan dapat meningkatkan margin keuntungannya terutama OPM. Kami memproyeksikan laba bersih MIDI di FY23F/ FY24F dapat bertumbuh +17.9% YoY/ +19.4% YoY.

Figure 13. Revenue Growth



Source: SSI, Company

Figure 14. Net Profit Growth



Source: SSI, Company

Key Financial Figures

Profit and Loss					
Y/E Dec (IDR Bn)	21A	22A	23F	24F	25F
Revenues	13,584	15,624	18,452	21,281	24,110
Cost of Goods Sold	10,162	11,670	13,457	15,244	17,031
Gross Profit	3,422	3,953	4,995	6,037	7,079
Opex	(3,151)	(3,500)	(4,533)	(5,457)	(6,363)
Other Operating Income	215	185	246	284	321
Operating Profit	487	638	708	864	1,038
EBITDA	745	853	1,111	1,453	1,752
Finance Expenses	(155)	(131)	(115)	(156)	(193)
Pre-tax Profits	332	506	593	708	844
Income Tax	(52)	(96)	(110)	(131)	(156)
Profit for Period	270	399	470	561	669
Minority Interest	0	0	0	0	0
Net Profit	270	399	470	561	669

Balance Sheet					
Y/E Dec (IDR Bn)	21A	22A	23F	24F	25F
Cash & equivalents	243	417	1,199	1,200	1,288
Receivables	413	369	429	495	561
Inventory	1,811	2,008	2,281	2,584	2,887
Others	68	81	97	116	139
Total Current Asset	2,536	2,874	4,006	4,395	4,875
Fixed Asset	1,974	2,150	3,144	3,813	4,243
Other Non-Current Asset	1,820	1,881	2,255	2,702	3,237
Total Assets	6,330	6,905	9,405	10,910	12,355
ST Debt and CMLTD	1,392	1,143	1,994	2,418	2,690
Payables	1,534	1,706	1,967	2,228	2,489
Other current Liabilities	765	918	1,106	1,339	1,631
Total Current Liabilities	3,692	3,767	5,066	5,985	6,811
LT Debt	881	1,049	679	823	916
Other LT Liabilities	88	102	118	137	158
Total Liabilities	4,662	4,918	5,864	6,945	7,885
Minority Interest	1	1	1	1	1
Total Equity	1,668	1,987	3,541	3,965	4,470

Cash Flow					
Y/E Dec (IDR Bn)	21A	22A	23F	24F	25F
Net Profit	270	399	470	561	669
D&A	259	215	403	589	714
Others	614	974	99	106	162
Operating Cash Flow	1,142	1,587	972	1,257	1,545
Capital Expenditure	(474)	(550)	(1,397)	(1,258)	(1,144)
Others	(184)	(249)	(357)	(428)	(514)
Investing Cash Flow	(658)	(798)	(1,754)	(1,686)	(1,658)
Change in Debt	(157)	(81)	480	568	365
Others	(323)	(534)	1,084	(137)	(165)
Financing Cash Flow	(479)	(615)	1,564	431	201
Net - Cash Flow	5	173	782	2	88
Cash at beginning	238	243	416	1,198	1,200
Cash at ending	243.17	416	1,198	1,200	1,288

Key Ratios					
Y/E Dec (IDR Bn)	21A	22A	23F	24F	25F
Gross Profit Margin (%)	25.2	25.3	27.1	28.4	29.4
Operating Margin (%)	3.6	4.1	3.8	4.1	4.3
EBITDA Margin (%)	5.5	5.5	6.0	6.8	7.3
Pre-Tax Margin (%)	2.4	3.2	3.2	3.3	3.5
Net Profit Margin (%)	2.0	2.6	2.5	2.6	2.8
Net Gearing (x)	1.3	0.8	1.1	0.8	0.5

Peers Comparison

Ticker	Name	Market Cap (USD Mn)	P/E (x)		P/BV (x)		P/S (x)	
			23F	24F	23F	24F	23F	24F
AMRT IJ Equity	Sumber Alfaria Trijaya	119,578	35.4	30.7	9.3	8.2	1.1	1.0
WMT US Equity	Walmart Inc.	428,861	26.1	25.4	5.4	5.2	0.7	0.7
3382 JP Equity	Seven & I Holding Co Ltd	36,234	18.0	17.9	1.5	1.4	0.4	0.5
BURL US Equity	Burlington Stores Inc	11,143	43.9	29.3	14.2	11.5	1.3	1.1
GO US Equity	Grocery Outlet Holding Corp	3,289	33.3	33.3	2.9	2.7	0.9	0.8
2912 TT Equity	President Chain Store Corp	8,839	28.3	25.8	7.8	7.2	1.0	0.9
DOL CN Equity	Dollarama Inc.	17,986	31.4	26.6	124.7	62.8	4.9	4.3
Average			27.9	26.1	9.6	7.3	0.9	0.9

Source: SSI Research, Bloomberg

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 Soebagjo	Head of Institutional Equity Sales	benny.soebagjo@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
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.