

## BUY (Maintain)

Target Price (IDR) 1,590 (from 1,150)

Potential Upside (%) 10.8

### Price Comparison

Cons. Target Price (IDR) 800

SSI vs. Cons. (%) 198.8

### Stock Information

Last Price (IDR) 1,435

Shares Issued (Mn) 94,142

Market Cap. (IDR Bn) 135,094

52-Weeks High/Low (IDR) 1,530/710

3M Avg. Daily Value (IDR Bn) 62.1

Free Float (%) 28.6

### Shareholder Structure:

Prajogo Pangestu (%) 71.2

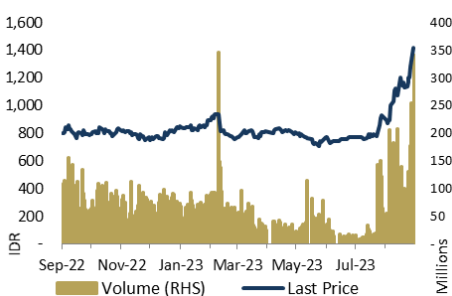
Public (%) 0.2

Treasury Stock (%) 28.6

### Stock Performance

(%)	YTD	1M	3M	12M
Absolute	90.1	60.3	86.4	76.8
JCI Return	1.2	1.1	3.5	(3.2)
Relative	88.8	59.2	82.8	80.1

### Stock Price & Volumes, 12M



### Company Background

Through its subsidiaries, PT Barito Pacific Tbk. mainly engages in the petrochemical (with a production capacity of more than 4,200 KTA) and geothermal sectors (installed capacity: 885 MW).

Samuel Research team

[riset@samuel.co.id](mailto:riset@samuel.co.id)

## Unlocking the Value of Renewables

Barito Renewable Energy Tbk (BREN), anak usaha BRPT di bidang energi geotermal, akan segera melaksanakan IPO dengan perkiraan rentang harga penawaran IDR 670-780/saham serta potensi peraihan dana mencapai IDR 3.51 triliun. Dana hasil IPO ini akan digunakan untuk mendukung rencana ekspansi BREN, yang menargetkan angka kapasitas operasional geotermal hingga 1,000 MW di akhir 2023F (Kapasitas saat ini: 885 MW). Kami menilai IPO saham BREN akan menjadi sentimen positif untuk BRPT, karenanya, kami mempertahankan rekomendasi BUY untuk saham BRPT dengan TP baru sebesar IDR 1,590/saham.

**Operator pembangkit listrik geothermal terbesar di Indonesia.** Barito Renewable Energy (BREN) merupakan anak perusahaan BRPT (kepemilikan: 66.67%) yang fokus pada sektor energi panas bumi (geotermal). BREN saat ini mengoperasikan 3 Wilayah Kerja Panas Bumi (WKP) (Salak, Wayang Windu, dan Darajat) yang menghasilkan uap dan tenaga listrik, dengan total kapasitas 885 MW (38% kapasitas operasional geotermal Indonesia), menjadikannya operator geotermal terbesar di Indonesia dan keempat terbesar dunia, dengan faktor ketersediaan (availability factor) yang solid (1H23: >90%). Uap dan listrik yang dihasilkan fasilitas BREN dijual kepada PLN dengan sistem take-or-pay, dengan ASP sebesar USD 6-7 sen/kWh (uap) dan USD 9-10 sen/kWh (listrik). Didukung kapasitas operasionalnya yang besar, BREN memiliki kinerja keuangan yang stabil dan saat ini telah memegang beberapa kontrak penjualan jangka panjang. Ke depan, BREN akan menambahkan teknologi Binary di WKP Salak, yang akan memberikan kapasitas tambahan 15 MW di akhir tahun 2023, serta menambah kapasitas di 2 WKP lainnya (Wayang Windu Unit 3 dan Salak Unit 7). Selain itu, BREN juga sedang menjajaki pembukaan 2 WKP baru di Hamiding (Maluku Utara) dan Sekincau (Lampung).

**Meningkatnya kinerja bisnis petrokimia.** Faktor lain yang meyakinkan kami terkait prospek BRPT adalah membaiknya kinerja segmen petrokimia, didukung melebarnya selisih (spread) harga jual polyolefins, yang turut menaikkan kontribusinya ke EBITDA perseroan menjadi 27% di 1H23 (FY22: 5%). Run rate tetap berjalan optimal (>75%) dan dalam jangka panjang, posisi Chandra Asri Petrochemical (CAP; anak usaha BRPT) sebagai market leader industri petrokimia Indonesia, serta perbaikan ekonomi global (terutama China) diproyeksikan akan terus mendukung kinerja CAP ke depannya. Di samping itu, BRPT juga akan menambah lini bisnis kimia baru, dengan membangun pabrik caustic soda berkapasitas 400 Kton/tahun serta ethylene dichloride (EDC) berkapasitas 500 Kton/tahun, serta pabrik kedua CAP yang akan meningkatkan kapasitas pabriknya hingga 2x lipat.

**BUY, TP IDR 1.590 (31.4x EV/EBITDA FY24F).** Keputusan BRPT untuk unlock value segmen energi terbarukan serta ekspansi yang terus dilakukan oleh perusahaan mendorong kami merekomendasikan BUY untuk saham BRPT dengan TP IDR 1,590/saham, mencerminkan 31.4x EV/EBITDA FY24F. Risiko: fluktuasi harga jual produk petrokimia, ketidakpastian produksi sumber energi panas bumi, serta perubahan peraturan pemerintah terkait bisnis petrokimia dan energi, terutama geotermal.

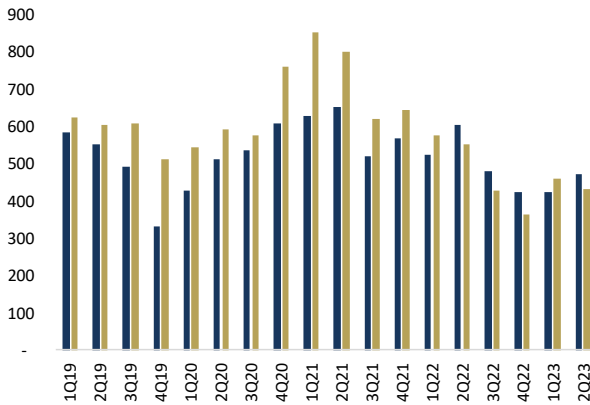
### Valuations (at closing price IDR 1,420 per share)

Y/E Dec	21A	22A	23F	24F	25F
Revenue (USD Mn)	3,156	2,962	2,477	2,586	2,592
EBITDA (USD Mn)	755	405	662	604	620
EV/EBITDA (x)	16.2	32.0	19.	20.8	20.2
Net Profit (USD Mn)	109	2	46	76	77
Earning/1,000shr (USD)	1.17	0.02	0.49	0.82	0.82
EPS Growth (%)	15.5	(98.4)	2,502.1	67.1	1.0
P/E Ratio (x)	7.9	4,931	189	113	112
BVPS (USD)	0.019	0.017	0.017	0.018	0.019
P/BV Ratio (x)	4.9	5.5	5.4	5.1	4.9
DPS (USD)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend Yield (%)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
ROAE (%)	7.1	0.1	2.9	4.6	4.5
ROAA (%)	1.3	0.0	0.5	0.9	0.9
Interest Coverage (x)	3.4	1.3	2.0	3.2	3.1
Net Gearing (x)	0.7	1.5	1.2	1.1	1.0

## Petrokimia (Chandra Asri Petrochemical/CAP)

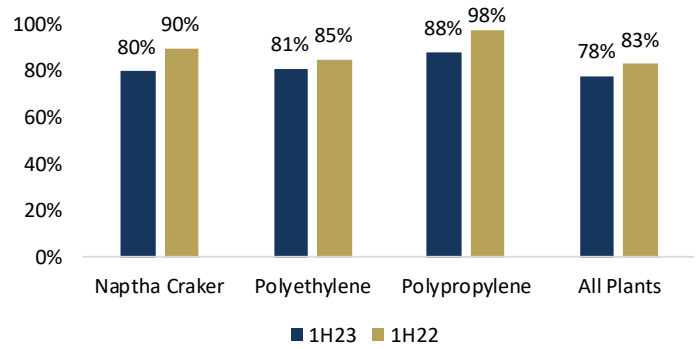
Selisih antara harga jual produk petrokimia BRPT dan harga bahan bakunya (Naphtha) semakin melebar pada 2Q23, terutama untuk poliolefin (yang menyumbang 58% dari total penjualan petrokimia perusahaan). Hal ini turut mendorong kinerja bisnis petrokimia BRPT, yang menyumbang 27% EBITDA 1H23 perusahaan (FY22: 5%). Run rate perusahaan masih cukup optimal (>75%) meskipun kemungkinan terjadinya resesi global dapat menyebabkan fluktuasi harga. Selain itu, posisi Chandra Asri Petrochemical (CAP; anak perusahaan BRPT di bidang petrokimia) sebagai market leader dalam industri petrokimia Indonesia, serta pemulihan ekonomi global (khususnya Tiongkok) juga dapat membantu mendukung bisnis petrokimia BRPT.

Figure 1. Petrochemical Spread to Naphtha



Source: Company, SSI Research

Figure 2. Operating Rates 6M23

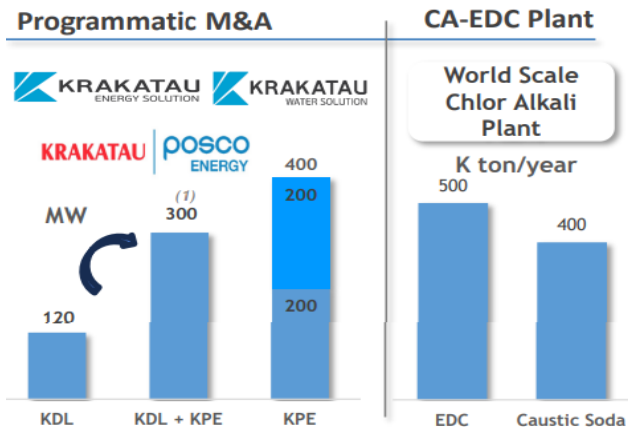


Source: Company, SSI Research

## Rencana ekspansi

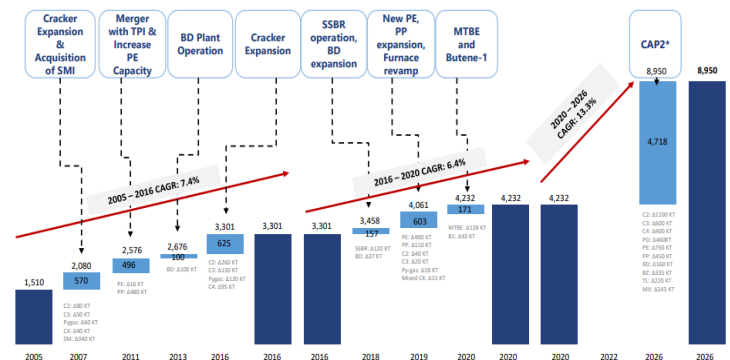
Pasca akuisisi Krakatau Daya Listrik (KDL) pada Februari lalu, BRPT terus melakukan upaya ekspansi bisnis. KDL akan meningkatkan porsi kepemilikan di JV-nya dengan Posco Energy Korea, Krakatau Posco Energy (KPE), menjadi 45%; JV ini akan membangun pembangkit listrik baru dengan kapasitas 200 MW, sehingga total kapasitas yang dikelola KDL menjadi ~300 MW. Selain itu, BRPT juga akan membangun lini bisnis kimia baru dengan membangun pabrik caustic soda (kapasitas: 400 Kton/tahun) dan pabrik ethylene dichloride (EDC) (kapasitas: 500 Kton/tahun); kedua pabrik ini akan difokuskan untuk menangkap pasar kendaraan listrik (EV) yang terus berkembang. Kami meyakini bahwa upaya diversifikasi yang dilakukan BRPT akan membantu mendukung margin keuntungan perusahaan, membuatnya lebih tahan terhadap dampak fluktuasi harga. Terakhir, BRPT akan membangun pabrik kedua CAP yang akan melipatgandakan kapasitas produksinya (EOD: 2026/27).

Figure 3. Roadmap for Expansions



Source: Company, SSI Research

Figure 4. CAP capacity



Source: Company, SSI Research

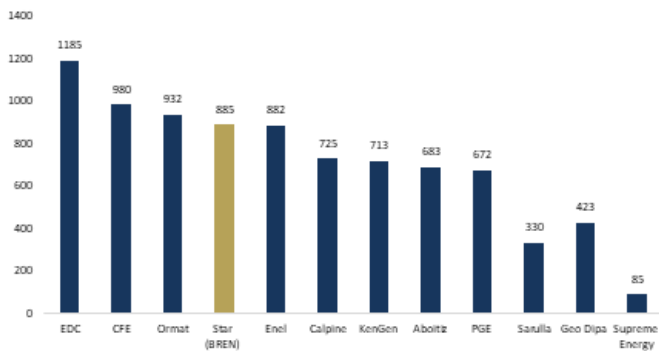
## Struktur keuangan yang solid

Rencana ekspansi yang masif tentu memerlukan pendanaan yang masif juga. Nilai investasi untuk pabrik kedua CAP saja diperkirakan mencapai USD 5 miliar. Meski demikian, tidak perlu khawatir; CAP memiliki struktur keuangan yang solid, yang akan mendukung upaya ekspansinya (baik ekspansi organik maupun M&A). Di 1H23, CAP mencatatkan rasio DER sebesar 0.41x, net gearing sebesar 0.14x, dan kas sebesar USD 772mn. Selain itu, CAP juga mendapatkan rating 'idAA-' dengan prospek stabil dari PEFINDO, yang semakin meyakinkan kami bahwa CAP dapat dengan mudah mendapatkan pendanaan untuk mendukung rencana ekspansinya.

## Energi Terharukan (Barito Renewables/BREN)

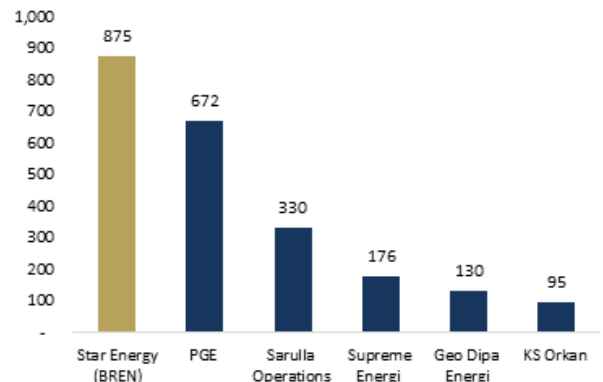
BRPT memegang 66.67% saham Barito Renewables Energy (BREN) yang memiliki 100% saham Star Energy Geothermal, menunjukkan komitmen BRPT untuk terlibat di sektor energi geotermal. Saat ini, BREN merupakan salah satu operator geotermal terbesar di dunia dan terbesar di Indonesia (Figure X dan X). BRPT saat ini mengoperasikan tiga Wilayah Kerja Panas Bumi (WKP) dengan total kapasitas terpasang 885 MW: Wayang Windu (230,5 MW), Salak (381 MW), dan Darajat (274,5 MW).

Figure 5. International Geothermal Industry Players



Source: Wood Mackenzie, SSI Research

Figure 6. Comparison of Geothermal Industry Players in Indonesia



Source: Wood Mackenzie, SSI Research

Figure 7. The Reserves Held within the Geothermal Projects Operated by BREN

No	Geothermal Working Area (GWA)	Installed Capacity (MW)	Take-or-pay	BREN Ownership	Field Operator	Power Plant Operator	JOC Average Years Remaining Contracts	ESC Average Years Remaining Contracts
1	Wayang Windu	230,5	95%	76.1% <sup>(1)</sup>	SEGWWL	SEGWWL	2039	2039
2	Salak	381	90% - 95%	90% <sup>(2)</sup>	SEGSL	PT Indonesia Power (Unit 1-3) SEGSP (Unit 4-6)	2040	2040
3	Darajat	274,5	80% - 95%	76.1% <sup>(1)</sup>	SEGDI	PT Indonesia Power (Unit 1) SEGDI (Unit 2-3)	2041 (Unit 1,2) 2047 (Unit 3)	2041 (Unit 1,2) 2047 (Unit 3)
<b>Total</b>		<b>885</b>						

\*BREN: Barito Renewables Energy, SEGWWL: Star Energy Geothermal Wayang Windu, Ltd; SEGSL: Star Energy Geothermal Salak, Ltd; SEGSP: Star Energy Geothermal Salak Pratama, Ltd; SEGDI: Star Energy Geothermal Darajat II, Limited

(1): Mitsubishi owned 4% and Ayala owned 19.8%

(2): Mitsubishi owned 10%

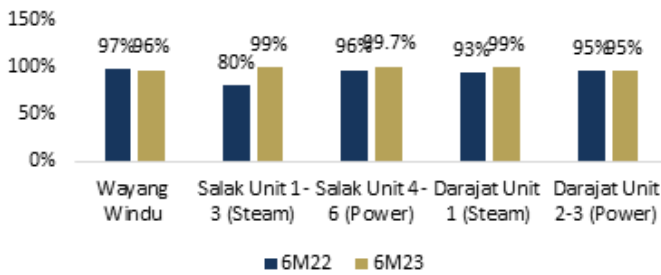
Source: Company, SSI Research

Untuk mendistribusikan produk dari WKP-WKP-nya (uap dan listrik), BRPT bekerja sama dengan Pertamina Geothermal Energy (PGeo) dan PLN. BRPT dan PGeo telah menandatangani kontrak operasi bersama (JOC) untuk 881 MW dari kapasitas geotermal BRPT (Wayang Windu: 227 MW, Salak: 377 MW, dan Darajat: 271 MW), dan sebagai bagian dari kontrak, BRPT harus memberikan 4% dari laba operasional bersih tahunannya ke PGeo.

Di Indonesia, PLN adalah satu-satunya penyedia tenaga listrik, dan PLN bertanggung jawab memenuhi kebutuhan listrik negara melalui perjanjian yang dikenal dengan istilah take-or-pay (TOP). Berdasarkan perjanjian ini, PLN berkomitmen untuk membeli listrik dalam jumlah minimum yang dihasilkan oleh produsen listrik independen (IPP). ASP uap dan listrik yang dibeli PLN disesuaikan sekitar 1%-2% per tahun, sesuai dengan pergerakan Indeks Harga Produsen (PPI) dan Indeks Harga Konsumen (CPI) Amerika Serikat.

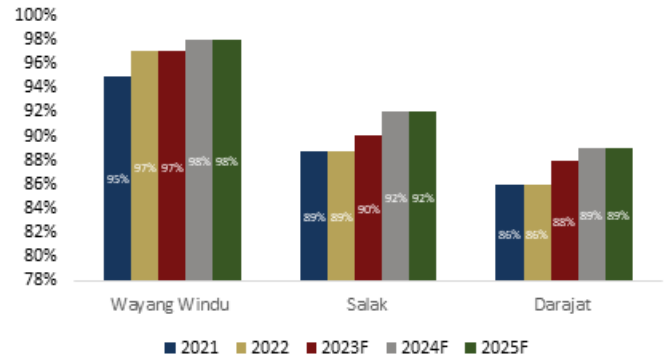
Energi geotermal merupakan bagian unik dalam ekosistem energi terbarukan. Jika dikelola dengan baik, geotermal menjadi sumber energi yang tahan lama dan berkelanjutan. WKP perusahaan memiliki faktor kapasitas yang solid (rata-rata 1H23: >90%), menunjukkan keunggulan operasionalnya, ditandai dengan kemampuan pembangkitan beban dasar dan faktor intermittency yang rendah. Kami berharap perusahaan akan terus meningkatkan kapasitas WKP-nya, dan dengan perkembangan teknologi serta pemeliharaan yang baik, perusahaan dapat meningkatkan faktor kapasitasnya lebih lanjut (>90%); faktor kapasitas yang tinggi mencerminkan kapasitas pembangkit listrik yang tinggi, yang pada akhirnya akan menghasilkan pendapatan yang lebih tinggi.

**Figure 8. Average Net Capacity (1)**



Source: Company, SSI Research

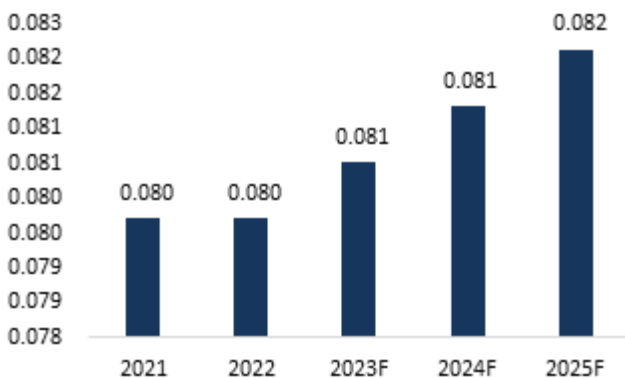
**Figure 9. Average Net Capacity (2)**



Source: Company, SSI Research

Dengan Harga Jual Rata-Rata (ASP) sebesar USD 6-7 sen/kWh (uap) dan USD 9-10 sen/kWh (listrik) (Figure X), kami memperkirakan BREN akan menghasilkan pendapatan sebesar USD 643 juta (22.5% dari pendapatan BRPT) dengan EBITDA sebesar USD 503 juta (68% dari total EBITDA BRPT) pada 2024F. Pada paruh pertama tahun 2023, energi geotermal menyumbang 22% pendapatan dan 72% EBITDA BRPT, yang menunjukkan potensi besar sektor energi geotermal (yang juga menawarkan margin keuntungan yang lebih baik dibandingkan petrokimia). Sebagai perusahaan energi rendah karbon, BRPT mendapat tambahan pendapatan dari penjualan kredit karbon. Pada tahun 2022, perusahaan melaporkan pendapatan kredit karbon sebesar USD 3.5 juta, dengan ASP sebesar USD 7-9 sen/unit karbon.

**Figure 10. Blended Average Selling Price (ASP USD)**



Source: Company, SSI Research

Ke depan, BREN berencana meningkatkan kapasitas geotermalnya sebesar 15 MW pada akhir tahun 2023 dengan memasang teknologi Binary di WKP Salak. Sementara itu, rencana jangka panjang BREN diperpanjang hingga tahun 2030, meliputi peningkatan kapasitas 2 WKP yang sudah ada (Wayang Windu Unit 3 dan Salak Unit 7) serta pembukaan 2 WKP baru di Hamiding (Maluku Utara) dan Sekincau (Lampung). Upaya ini menunjukkan komitmen perusahaan untuk mengembangkan portofolio energi geotermalnya.

**Figure 11. BREN's Geothermal Capacity Development**

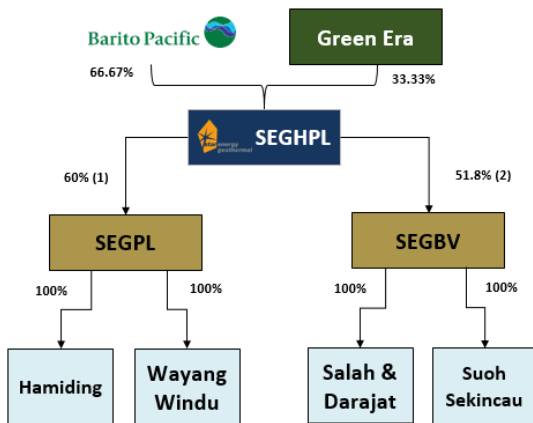
Area	Type	Installed Capacity (MW)	BREN Ownership	Year
<b>Exploration</b>				
Hamiding	-	-	90%	
Sekincau	-	-	76.1%	2023F - 2030F
Salak Unit 7	-	-	76.1%	
Wayang Windu Unit 3	-	-	76.1%	
<b>Development</b>				
Salak	Binary	15	76.1%	2023

Source: Company, SSI Research

### Konsolidasi STAR Energy ke dalam BREN

Pada 2022, BRPT melakukan restrukturisasi internal dengan membentuk Barito Renewables (BREN) sebagai subholding yang membawahi seluruh anak perusahaannya di bidang energi terbarukan (termasuk STAR Energy) dan meningkatkan kepemilikannya di dalamnya. Restrukturisasi tersebut mengubah struktur organisasi BREN menjadi:

**Figure 12. Company's structure before restructure**

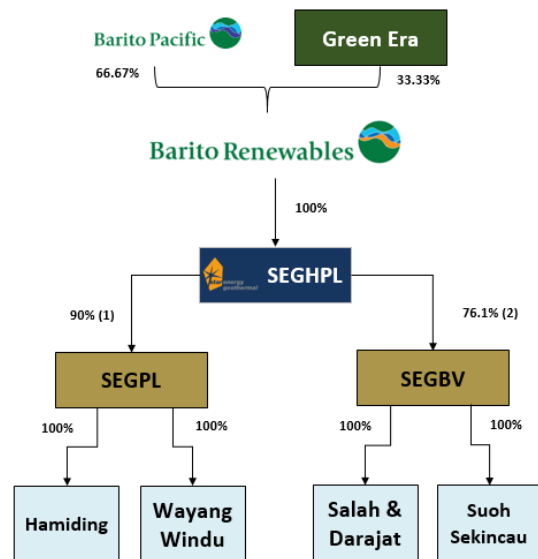


SGHPL: Star Energy Group Holdings Pte. Ltd  
SEGPL: Star Energy Geothermal Pte. Ltd  
SEGBV: Star Energy Geothermal (Salak Darajat) BV

(1) Mitsubishi owned 20% of SEGPL & ECGO owned 20% of SEGPL  
(2) Mitsubishi owned 8.2%, Ayala owned 19.8% of SEGBV, and ECGO owned 20.1%

Source: Company, SSI Research

**Figure 13. Company's structure after restructure**



(1) Mitsubishi owned 20% of SEGPL & ECGO owned 20% of SEGPL  
(2) Mitsubishi owned 8.2%, Ayala owned 19.8% of SEGBV, and ECGO owned 20.1%

Source: Company, SSI Research

### BRPT menjadi perusahaan energi yang terintegrasi dan terdiversifikasi

Selain membentuk BREN, BRPT juga mendirikan JV dengan Indonesia Power bernama PT Indo Raya Tenaga (IRT: Barito 49%, Indonesia Power 51%). IRT saat ini sedang membangun Pembangkit Listrik Tenaga Uap (PLTU) berkapasitas 2x1,000 MW berbasis Ultra Super Critical yang terbukti lebih ramah lingkungan. Secara total, Grup Barito akan mengelola kapasitas pembangkit listrik dari BREN, IRT, dan Krakatau Daya Listrik sebesar 3,406 MW. Hal ini akan menambah pilar baru ke dalam struktur BRPT menjadi dua pilar utama (Petrokimia dan Energi), sehingga menjadikan perusahaan semakin kuat.

Figure 14. BRPT's power capacity portofolio



Source: Company, SSI Research

## Membuka potensi nilai energi terbarukan lewat IPO

Berdasarkan prospektus ringkas, BREN akan menggelar IPO (initial public Offering) dengan menerbitkan 4.5 miliar saham baru dengan kisaran harga penawaran IDR 670-780/saham, dengan potensi dana hasil IPO mencapai IDR 3.7 triliun, yang seluruhnya akan didistribusikan ke anak-anak perusahaannya, yang akan digunakan oleh anak-anak perusahaan tersebut untuk membayar utang. Kami percaya bahwa valuasi BREN (16-18x EV/EBITDA) cukup masuk akal, mengingat posisinya sebagai salah satu operator geotermal terbesar di dunia. Dengan asumsi EBITDA FY24F sebesar USD 510 miliar (berdasarkan kapasitas terpasang saat ini), kami memperkirakan nilai perusahaan BREN akan mencapai ~USD 8.7 miliar, dengan nilai kapitalisasi pasar ~USD 6.0 miliar. Hal ini tentunya akan menguntungkan BRPT sebagai pemegang saham mayoritas BREN; kami berasumsi kepemilikan BRPT di BREN tidak akan berubah (66.67%) setelah IPO, karena informasi mengenai dilusi pasca IPO masih belum diungkapkan ke publik. Kami memberikan rating BUY untuk BRPT dengan target harga (berdasarkan kombinasi metode valuasi DCF dan SOTP terhadap EV/EBITDA FY24F BRPT) sebesar IDR 1,590/saham, mencerminkan 31.4x EV/EBITDA FY24F.

## SOTP Method

Business	Method	Multiple (x)	EBITDA FY24F	Valuation (USD Mn)	Stake	Value to BRPT (USD Mn)	Notes
Petrochemical	EV/EBITDA	60.0	250	15,000	38.6%	5,783	SD +1 average EV/EBITDA CAP
Energy	EV/EBITDA	17.2	510	8,670	64.4%	5,652	Premium to peers
<b>Enterprise Value (USD Mn)</b>						<b>11,434</b>	
(-) Debt						2,408	
(+) Cash						543	
(-) Minority Interest						2,185	
<b>Equity Value (USD Mn)</b>						<b>7,384</b>	
<b>Equity Value (IDR Bn)</b>						<b>113,721</b>	
Shares Outstanding (bn Shares)						94	
<b>Target Price (IDR/Share)</b>						<b>1,213</b>	

Source: SSI Research

## DCF Method

Year (USD Mn)	2024F	2025 F	2026 F	2027 F	2028 F	2029 F
EBIT	429	438	431	519	705	1,126
(+) Depreciation	175	183	189	197	204	212
(-) Tax	(191)	(193)	(187)	(231)	(327)	(543)
(-) Capex	(172)	(171)	(172)	(173)	(172)	(172)
Change in WC	(64)	(29)	37	(23)	(18)	(37)
<b>FCF</b>	<b>177</b>	<b>228</b>	<b>299</b>	<b>289</b>	<b>393</b>	<b>586</b>
Terminal Value						16,700
Present Value		215	266	242	310	12,858
Equity Value						13,890
Debt						(2,637)
Cash						746
Enterprise Value						11,999
Shares						93.7
DCF Fair Value						1,958
<b>Blended Fair Value</b>						<b>1,590</b>

Source: SSI Research



## PETROCHEMICAL COMPARABLES

Company Ticker	Country	Company Ticker	Market Cap (USD Mn)	PER (x)		EV/EBITDA (x)		PBV (x)		ROE (%)	
				2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
HENGLI PETROC-A	CN	600346 CH	14,269	8.3	6.9	7.8	7.1	1.5	1.3	17.6	18.8
PCHEM	MY	PCHEM MK	12,414	20.2	15.5	11.0	9.1	1.4	1.4	7.2	9.1
PTT GLOBAL CHEM	TH	PTTGC TB	4,485	18.7	10.1	10.7	8.4	0.5	0.5	1.8	5.0
LOTTE CHEMICAL C	KR	011170 KS	4,652	34.0	10.9	10.8	6.3	0.4	0.4	1.3	3.7
HENGYI PETROCH-A	CN	000703 CH	3,816	16.9	9.8	10.9	9.4	1.0	0.9	6.1	9.9
SINOPEC SHANG-A	CN	600688 CH	3,647	46.7	24.5	14.7	8.0	1.3	1.2	3.2	4.7
LIAONING DINGJ-A	CN	603255 CH	761	42.3	29.5	N/A	N/A	3.4	3.0	6.8	8.7
CHANDRA ASRI	ID	TPIA IJ	14,856	85.9	85.9	78.8	67.6	1.3	1.2	5.5	6.9
<b>Global Weighted Average</b>			<b>58,901</b>	<b>36.6</b>	<b>30.8</b>	<b>27.4</b>	<b>23.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>8.1</b>	<b>9.9</b>

## GEOHERMAL COMPARABLES

Company Ticker	Country	Company Ticker	Market Cap (USD Mn)	PER (x)		EV/EBITDA (x)		PBV (x)		ROE (%)	
				2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
CHINA THREE GO-A	CN	600905 CH	18,922	13.6	11.3	9.8	8.2	1.5	1.3	11.1	11.9
MERIDIAN ENERGY	NZ	MEL NZ	8,209	39.0	31.6	17.4	14.7	2.4	2.4	6.7	8.3
ENERGY ABSOLUTE	TH	EA TB	6,036	25.6	24.9	19.3	17.9	4.6	4.0	18.7	16.6
ABOITIZ POWER	PH	AP PM	4,103	7.5	7.3	9.1	8.9	1.3	1.1	17.3	16.8
CONTACT ENERGY	NZ	CEN NZ	3,816	26.3	21.9	11.8	10.1	2.3	2.3	9.3	11.0
ACEN CORP	PH	ACEN PM	3,378	21.2	15.0	24.5	16.3	1.4	1.3	7.1	9.0
GOLDWIND SCIEN-A	CN	002202 CH	4,773	15.3	12.8	10.0	8.4	1.0	0.9	6.9	8.1
FIRST GEN CORPOR	PH	FGEN PM	1,164	3.6	3.6	2.7	2.5	0.4	0.4	11.9	11.7
LONGYAN ZHUOYU-A	CN	688196 CH	822	14.1	11.3	9.9	8.3	1.9	1.7	13.2	15.2
BCPG PCL	TH	BCPG TB	831	19.5	16.5	6.9	6.0	1.0	1.0	5.1	5.9
PERTAMINA GEOTHE	ID	PGEO IJ	4,066	24.6	1.6	12.3	12.3	2.1	2.0	8.5	7.5
<b>Global Weighted Average</b>			<b>56,121</b>	<b>20.3</b>	<b>15.7</b>	<b>12.9</b>	<b>11.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>10.8</b>	<b>11.3</b>

Source: Bloomberg, SSI Research

## Key Financial Figures

Profit and Loss					
Y/E Dec (USD Mn)	21A	22A	23F	24F	25F
Revenue	3,156	2,962	2,477	2,586	2,592
Cost of Revenue	(2,371)	(2,516)	(1,963)	(1,979)	(1,971)
<b>Gross Profit</b>	<b>785</b>	<b>446</b>	<b>514</b>	<b>607</b>	<b>621</b>
<b>Operating Expense</b>	<b>(161)</b>	<b>(177)</b>	<b>(171)</b>	<b>(178)</b>	<b>(183)</b>
G&A Expense	(108)	(114)	(119)	(124)	(129)
Selling & Marketing Expense	(53)	(62)	(52)	(54)	(55)
Other Income (Expense)	-	-	-	-	-
<b>Operating Profit</b>	<b>623</b>	<b>269</b>	<b>343</b>	<b>429</b>	<b>438</b>
<b>EBITDA</b>	<b>755</b>	<b>405</b>	<b>662</b>	<b>604</b>	<b>620</b>
Interest Income	-	-	-	-	-
Interest Expense	(183)	(203)	(171)	(136)	(141)
Forex Gain (Loss)	2	19	19	19	19
Other Income (Expense)	39	70	70	70	70
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>481</b>	<b>155</b>	<b>262</b>	<b>382</b>	<b>386</b>
Taxes	(185)	(123)	(131)	(191)	(193)
Minority Interest	(187)	(30)	(85)	(115)	(116)
<b>Net Profit</b>	<b>109</b>	<b>2</b>	<b>46</b>	<b>76</b>	<b>77</b>

Balance Sheet					
Y/E Dec (USD Mn)	21A	22A	23F	24F	25F
Cash	1,875	1,638	520	746	1,009
Receivables	270	231	215	216	214
Inventory	382	331	295	292	282
Others	1,037	678	678	678	678
<b>Total Current Asset</b>	<b>3,564</b>	<b>2,878</b>	<b>1,708</b>	<b>1,932</b>	<b>2,184</b>
Net Fixed Asset	4,638	4,644	4,654	4,651	4,639
Other Assets	1,039	1,726	1,726	1,726	1,726
<b>Total Asset</b>	<b>9,242</b>	<b>9,248</b>	<b>8,088</b>	<b>8,309</b>	<b>8,549</b>
Payables	782	450	604	539	499
ST. Debt and CMLTD	201	200	128	133	138
Other Current Liabilities	150	128	128	128	128
<b>Current Liability</b>	<b>1,133</b>	<b>779</b>	<b>860</b>	<b>800</b>	<b>765</b>
LT. Debt	2,896	3,770	2,406	2,504	2,595
Other LT. Liabilities	945	977	977	977	977
<b>Total Liability</b>	<b>4,974</b>	<b>5,526</b>	<b>4,244</b>	<b>4,281</b>	<b>4,337</b>
Minority Interest	2,519	2,142	2,227	2,342	2,458
<b>Total Equity</b>	<b>1,748</b>	<b>1,580</b>	<b>1,617</b>	<b>1,686</b>	<b>1,755</b>

Cash Flow					
Y/E Dec (USD Mn)	21A	22A	23F	24F	25F
Net Profit	109	2	46	76	77
D&A	132	136	319	175	183
Changes in Working Capital	(722)	76	206	(64)	(29)
<b>Operating CF</b>	<b>(481)</b>	<b>214</b>	<b>572</b>	<b>188</b>	<b>231</b>
Capital Expenditure	(117)	(142)	(329)	(172)	(171)
Others	(55)	(686)	-	-	-
<b>Investing CF</b>	<b>(171)</b>	<b>(828)</b>	<b>(329)</b>	<b>(172)</b>	<b>(171)</b>
Dividend Paid	(18)	(20)	(10)	(10)	(10)
Net Borrowing	217	873	(1,437)	103	95
Others	1,194	(478)	85	115	116
<b>Financing CF</b>	<b>1,393</b>	<b>375</b>	<b>(1,362)</b>	<b>208</b>	<b>201</b>
<b>Net - Cash flow</b>	<b>740</b>	<b>(239)</b>	<b>(1,120)</b>	<b>224</b>	<b>261</b>
Adjustment	-	2	2	2	2
Cash at Beginning	1,135	1,875	1,638	520	746
<b>Cash at Ending</b>	<b>1,875</b>	<b>1,638</b>	<b>520</b>	<b>746</b>	<b>1,009</b>

Key Ratios					
Y/E Dec	21A	22A	23F	24F	25F
Gross Profit Margin (%)	24.9	15.0	20.8	23.5	24.0
Operating Margin (%)	19.8	9.1	13.8	16.6	16.9
Pretax Margin (%)	15.3	5.2	10.6	14.8	14.9
Net Profit Margin (%)	3.5	0.1	1.8	3.0	3.0
Revenue Growth (%)	35.2	(6.2)	(16.4)	4.4	0.2
EBITDA Margin (%)	23.9	13.7	26.7	23.4	23.9
EBITDA Growth (%)	39.6	(46.4)	63.6	(8.8)	2.7
Debt to Equity (x)	1.8	2.5	1.6	1.6	1.6



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	Research Associate	haikal.putra@samuel.co.id	+6221 2854 8353

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.