

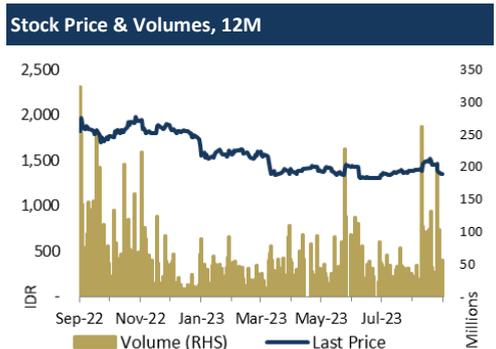
BUY (Maintain)

Target Price (IDR) 1,800 (from 2,000)
Potential Upside (%) 33.3

Price Comparison	
Cons. Target Price (IDR)	1,618
SSI vs. Cons. (%)	111.3

Stock Information	
Last Price (IDR)	1,350
Shares Issued (Mn)	24,242
Market Cap. (IDR Bn)	32,605
52-Weeks High/Low (IDR)	1,995/1,295
3M Avg. Daily Value (IDR Bn)	82.9
Free Float (%)	43.0
Shareholder Structure:	
PT Pertamina (%)	56.96
Publik (%)	43.04

Stock Performance				
(%)	YTD	1M	3M	12M
Absolute	(23.6)	(3.2)	(6.6)	(26.1)
JCI Return	2.0	2.0	5.3	(3.4)
Relative	(25.6)	(5.2)	(11.9)	(22.7)



Company Background
PT Perusahaan Gas Negara (PGAS) berfokus pada distribusi gas bumi untuk pengguna industri, komersial, dan rumah tangga. Selain itu, PGAS juga bergerak di segmen hulu migas.

Muhammad Farras Farhan
+62 21 2854 8346
farras.farhan@samuel.co.id

Laurencia Hiemas
+62 21 2854 8392
laurencia.hiemas@samuel.co.id

Good Prospects, But Stay Cautious

Kinerja 2Q23: Tekanan dari ASP dan biaya provisi sengketa pajak. PGAS membukukan pendapatan sebesar USD 850 juta di 2Q23 (-6% yoy, -9% qoq); Penurunan pendapatan ini terutama disebabkan oleh turunnya pendapatan niaga gas, baik dengan pihak ketiga (USD 383 juta; -12% yoy, -12% qoq) maupun pihak terafiliasi (USD 206 juta, +20% yoy, -5% qoq). Meskipun ada peningkatan volume distribusi menjadi 918 BBTUD (vs. 880 BBTUD di 1Q23; 865 BBTUD di 2Q22), ASP perseroan turun menjadi USD 7.1/mmbtu (vs USD 7.8/mmbtu di 1Q23; USD 7.6/mmbtu di 2Q22). Namun, perlu dicatat bahwa PGAS berhasil memangkas biaya operasionalnya di 2Q23. EBITDA perusahaan tercatat sebesar USD 200 juta (-35% yoy, +3% qoq), dengan margin EBITDA sebesar 23.5% (-1,067 bps yoy, 280 bps qoq). Namun biaya provisi sengketa pajak sebesar USD 29.8 juta menekan laba PGAS, yang turun menjadi USD 59 juta di 2Q23 (-50% yoy, -31% qoq; NPM: 7%). Secara kumulatif, PGAS membukukan pendapatan sebesar USD 1.78 miliar di 1H23 (+2% yoy) dengan laba bersih sebesar USD 145 juta (-39% yoy); keduanya sejalan dengan estimasi kami dan konsensus (49%).

Site Visit Notes: Batam. Hingga akhir Juni 2023, PGAS Batam telah menyalurkan gas sebanyak 90.62 BBTUD. Melihat potensi peningkatan permintaan dari wilayah sekitar, angka distribusi gas dari Batam diproyeksikan mencapai 112.82 BBTUD pada akhir tahun 2023 (+24.5% dari angka Juni 2023); pendistribusian dari Batam didukung oleh jaringan pipa gas komprehensif yang membentang sepanjang 273.46 km, yang memasok gas ke enam kawasan industri.

Kontribusi positif dari Batam, meski margin berpotensi turun. Kami memproyeksikan PGAS dapat membukukan pendapatan sebesar USD 3.8 miliar (+5% yoy) pada tahun 2024, 7% di antaranya berasal dari Batam, dengan laba bersih sebesar USD 276 juta. Kami yakin PGAS dapat mencapai angka proyeksi kami, mengingat potensi lonjakan permintaan LNG dan LPG ke Batam. Meskipun ada sejumlah risiko tahun depan, termasuk dari blok Corridor MEDC, yang memasok sekitar 50% dari volume gas PGAS (berdasarkan PJBG terbaru, MEDC akan menaikkan harga gas dari Blok Corridor mulai tahun depan). Kami memproyeksikan kenaikan harga yang ditetapkan dalam PJBG baru akan mencapai sekitar 10%, yang mendorong kami menurunkan proyeksi pendapatan PGAS di 2024 sebesar 11%, menyusul keputusan Kementerian ESDM yang menolak skema harga baru non-HGBT yang diusulkan oleh PGAS.

BUY TP IDR 1,800. Kami mempertahankan rating BUY untuk PGAS, meskipun dengan TP yang lebih rendah menjadi IDR 1,800 (berbasis SOTP), yang menyiratkan EV/EBITDA FY24F sebesar 3.9x. Kami juga merevisi proyeksi EBITDA dan laba bersih PGAS untuk FY24F menjadi USD 1 miliar dan USD 264 juta, mengingat potensi kenaikan biaya gas akibat PJBG yang baru. Risiko utama: penurunan harga minyak dan gas, kenaikan biaya produksi dan biaya tunai.

Forecast and Valuations (@ IDR 1,350 per share)					
Y/E Dec	20A	21A	22F	23F	24F
Revenue (USD mn)	2,886	3,036	3,432	3,536	3,719
EBITDA (USD mn)	527	842	991	987	1,053
EV/EBITDA(x)	8.9	4.8	3.9	3.8	3.5
Net Profit (USD mn)	(265)	304	362	352	379
EPS (IDR)	(154)	179	232	225	242
EPS Growth (%)	na	na	29.6	(2.8)	7.5
P/E Ratio (x)	(10.1)	8.7	6.7	6.9	6.4
BVPS (IDR)	1,720	1,933	2,175	2,385	2,615
P/BV Ratio (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
DPS (IDR)	39	14	38	37	40
Dividend Yield (%)	2.5	0.9	2.5	2.4	2.6
ROAE (%)	(8.6)	9.7	10.4	9.1	8.9
ROAA (%)	(3.6)	4.0	4.6	4.3	4.4
Interest Coverage (x)	1.8	2.7	3.1	3.0	3.2
Net Gearing (x)	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3

Kami belum lama ini mengunjungi Stasiun Panaran, stasiun offtake PGAS di Batam. Melalui kunjungan tersebut, kami mendapatkan insight mengenai aspek operasional jaringan pipa distribusi dan transmisi gas PGAS di Batam. Kami juga mengunjungi dua lokasi, PGAS Area Batam dan Transportasi Gas Indonesia (TGI). Observasi kami menunjukkan bahwa PGAS Area Batam merupakan fasilitas yang terawat baik, dengan kegiatan pemeliharaan dan pemantauan yang dilakukan secara berkala. Per Juni 2023, PGAS Area Batam telah menyalurkan gas sebesar 90.62 BBTUD, dan angka full-yearnya diperkirakan mencapai 112.82 BBTUD (+24.5% dari angka Juni 2023). Untuk mendukung distribusi gasnya, PGAS menggunakan beberapa metode penyaluran, salah satunya melalui jaringan pipa sepanjang 273.46 km. Untuk wilayah yang tidak terjangkau jaringan pipa tersebut, gas dari PGAS diangkut dalam bentuk CNG menggunakan truk CNG atau tabung CNG (C-Cyl). Dari sisi keuangan, Area Batam hanya menghasilkan pendapatan sebesar USD 102.36 juta per Juni 2023, jauh lebih rendah dibandingkan pendapatan setahun penuhnya tahun lalu (USD 196.52 juta; 7.6% dari pendapatan PGAS tahun 2022 sebesar USD 2.58 miliar).

Figure 1. PGAS Batam's Distribution Volume (BBTUD)

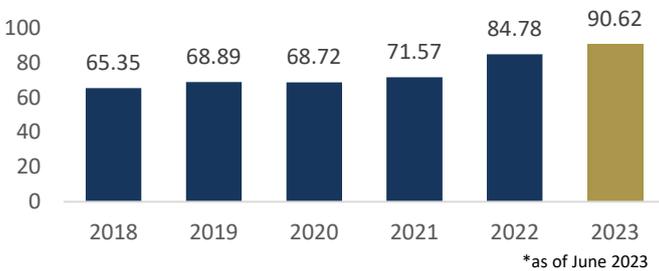
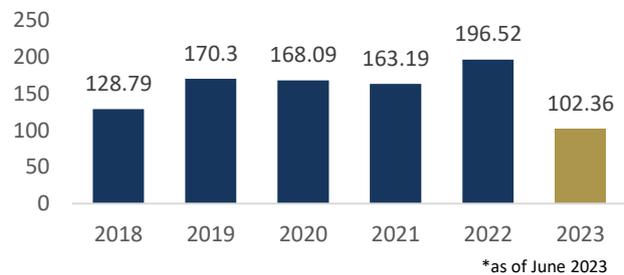
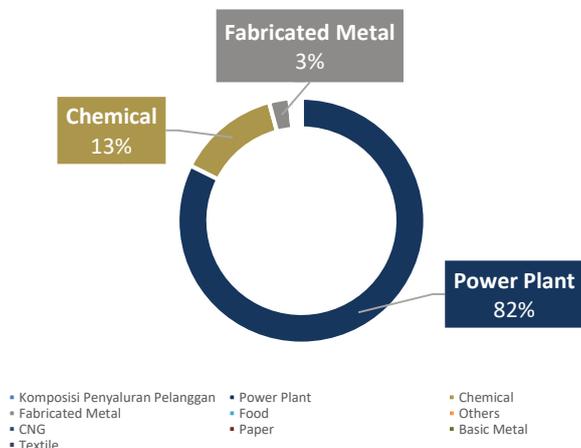


Figure 2. PGAS Batam's Revenue (USD mn)



Jaringan pipa gas sepanjang 273.46 km milik PGAS tersebut terdiri dari pipa Jargas (31.4%), pipa baja (36.8%), dan pipa PE (31.8%). Infrastruktur yang masif tersebut melayani enam kawasan industri (Tanjung Uncang, Panbil, Batamindo, Kabil, Batam Centre, dan Lubuk Baja). Area Batam telah berhasil melayani 4,971 pelanggan, dan mayoritas pasokan gasnya ditujukan untuk pembangkit listrik (82%), khususnya ke PT Pelayanan Listrik Nasional Batam (53 BBTUD; 58.3% dari total gas yang disalurkan dari Area Batam), dan PT Energi Listrik Batam (12 BBTUD; 13.2%). Pada bulan Februari 2023, PGAS mengumumkan rencananya untuk memasang 14,203 sambungan jaringan gas rumah tangga baru (Jargas) di kota Batam pada tahun 2023. Hingga Juni 2023, terdapat 3,833 sambungan Jargas APBN dan 1,226 sambungan gas Gaskita Pintar yang terpasang di Batam. Di masa depan, pipa gas bumi diharapkan dapat menggantikan tabung LPG yang umum digunakan saat ini, sehingga dapat membantu mengurangi impor LPG. Untuk diketahui, PGAS mematok ASP sebesar USD 7.4/MMBTU, sedangkan LPG (subsidi) dihargai sebesar USD 11.01/MMBTU.

Figure 3. PGAS Batam's Costumers



Pasokan gas untuk Area Batam berasal dari Blok Corridor MEDC, dan disalurkan melalui pipa transmisi Grissik-Singapura yang dioperasikan oleh PT Transportasi Gas Indonesia (TGI). Pada tahun 2022, CPGL dan PHE Jambi Merang memasok gas sebesar 83 BBTUD ke Area Batam; Namun, kontrak PGAS dengan CPGL akan berakhir pada akhir tahun 2023, dan kontrak dengan PHE Jambi Merang akan berakhir pada Desember 2025. Untuk menggantikan keduanya, PGAS telah mengamankan kontrak dengan PCJL (Petro China Jabung Limited), dan WNEL (West Natuna Exploration Ltd) untuk memasok gas untuk PGAS mulai tahun 2024.

Stasiun Panaran memiliki kapasitas desain sebesar 80 MMSCFD. Dibangun pada tahun 2004, stasiun ini memiliki pipa hulu berukuran 16 inci dan pipa hilir berukuran 18 inci. Untuk memastikan pemeliharaan yang baik, PGAS mengalokasikan anggaran pemeliharaan sebesar USD 1.7 juta/tahun, dan pemeliharaan penuh dijadwalkan akan dilakukan pada 2024. Sementara itu, PT Transportasi Gas Indonesia, atau TGI, anak perusahaan PGN, bergerak di sektor transmisi gas bumi. TGI memiliki kontrak dengan GTA Singapura hingga 2028 untuk memasok gas sebesar 177-201 MMSCFD. Sebagai informasi, total volume gas yang mengalir melalui pipa Grissik-Singapura mencapai 274 MMSCFD.

Figure 5. PGAS Batam’s Gas Station (1)



Figure 5. PGAS Batam’s Gas Station (3)



Figure 5. PGAS Batam’s Gas Station (2)



Figure 6. Batam Area’s Projected ASP and Revenue

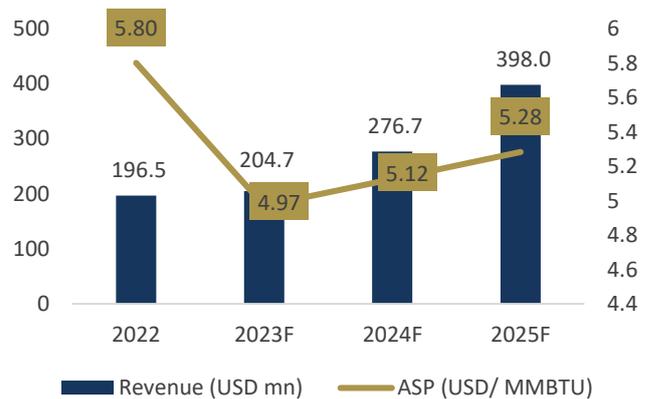


Figure 1. 2Q23 Results

PT. Perusahaan Gas Negara Tbk (PGAS.IJ) (USD mn)	2Q22	1Q23	2Q23	QoQ (%)	YoY (%)	6M22	6M23	YoY (%)	6M23/SSI	6M23/Cons
Revenue	903	934	850	-9%	-6%	1,740	1,783	2%	49%	49%
Operating Profit	185	139	144	4%	-22%	340	284	-17%	55%	55%
EBITDA	308	193	200	3%	-35%	584	393	-33%	37%	41%
Net Profit	119	86	59	-31%	-50%	239	145	-39%	49%	49%
Operating Margin (%)	20.5%	14.9%	17.0%	207 bps	-355 bps	19.5%	15.9%	-362 bps		
EBITDA Margin (%)	34.2%	20.7%	23.5%	280 bps	-1,067 bps	33.5%	22.0%	-1,153 bps		
Net Margin (%)	13.1%	9.2%	7.0%	-224 bps	-615 bps	0.0%	8.1%	815 bps		
ASP (USD/mmbtu)	7.6	7.8	7.1							
Gas Distribution Volume (bbtud)	865	880	918			900	947			

Source: SSI Research, Company

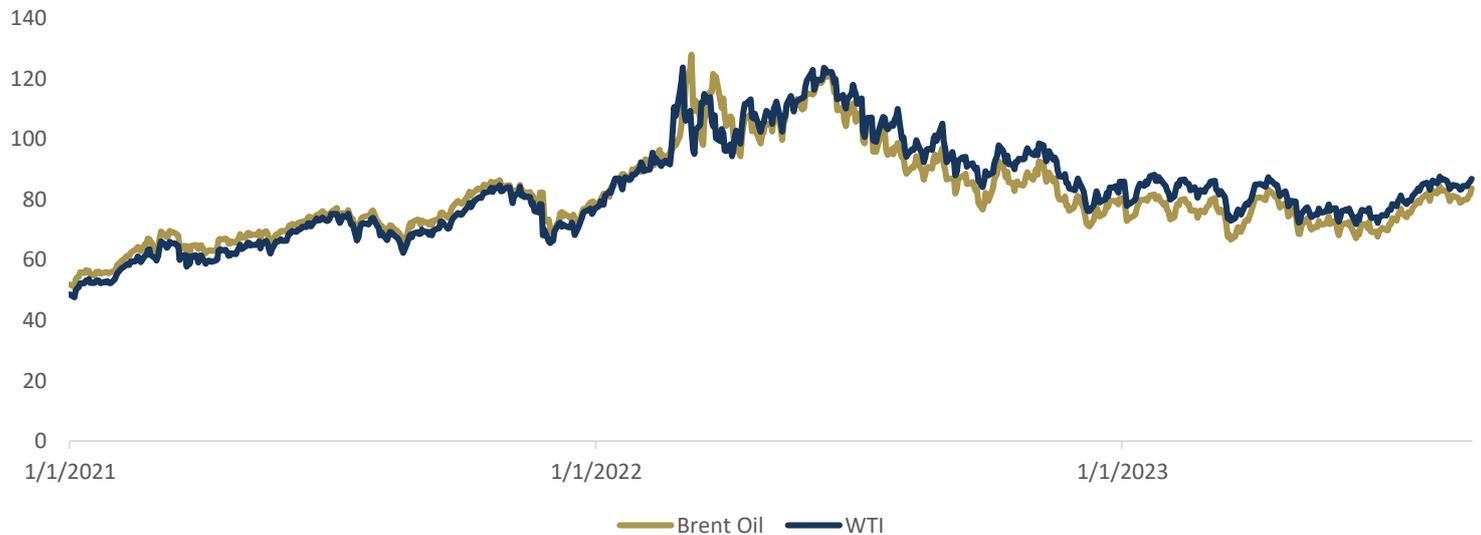
Source: SSI Research

Figure 2. SOTP Valuation

Business	Method	Multiple (x)	2024 EBITDA (USDmn)	Value to PGAS (USDmn)
Upstream Business	EV/EBITDA	3.8	441	1,675
Midstream and Others	EV/EBITDA	4.1	564	2,286
Enterprise Value				3,961
(-) Debt				(1,516)
(+) Cash				1,356
(-) Minority Interest				(937)
Equity Value (USDmn)				2,864
Equity Value (IDRbn)				44,388
Shares Outstanding (bn)				24
Value per Share				1,800

Source: Company, SSI Research

Figure 3. 3-Year Crude Oil Prices



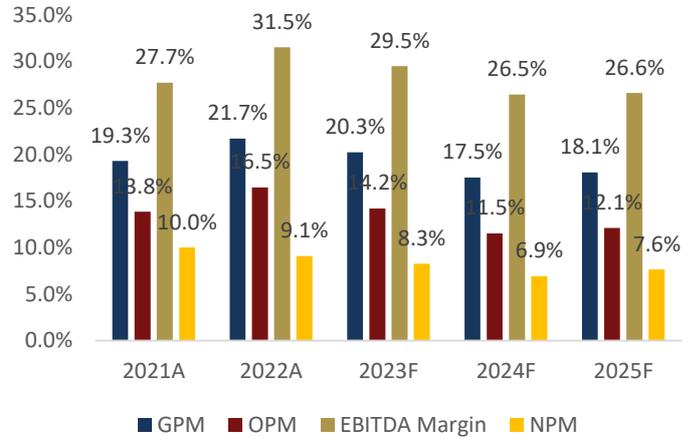
Source: Bloomberg

Figure 4. EPS Growth Forecast



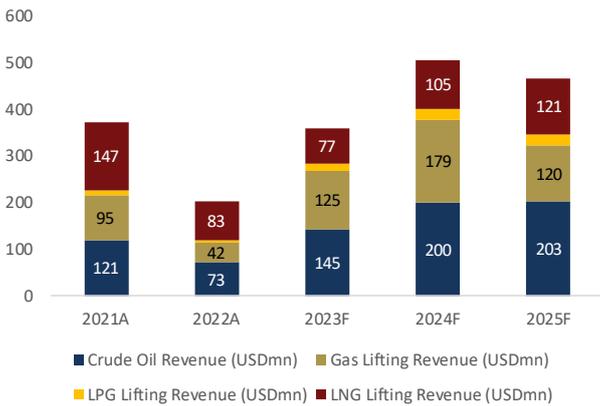
Source: Company, SSI Research

Figure 5. Profitability Margins



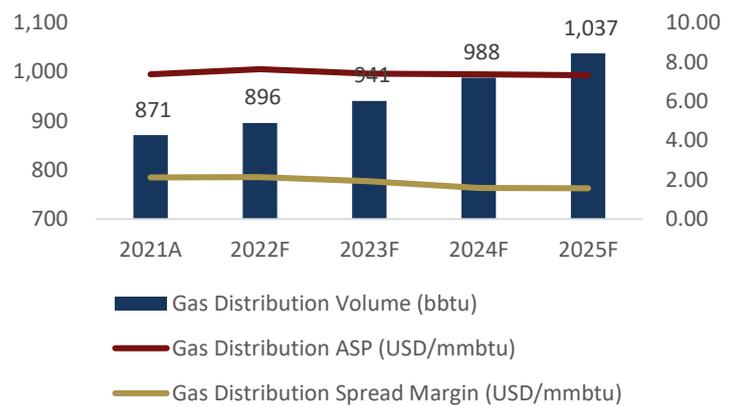
Source: Company, SSI Research

Figure 6. Saka's Revenue Breakdown



Source: Company, SSI Research

Figure 7. PGAS' Operational Data



Source: Company, SSI Research

Figure 8. 5-Year PE Band



Source: Bloomberg, SSI Research

Perusahaan Gas Negara

Bloomberg: PGAS.IJ | Reuters: PGAS.JK

Oil & Gas Sector

5 September 2023



JCI Index: 6,996

Key Financial Figures

Profit and Loss					
Y/E Dec (USD mn)	21A	22A	23F	24F	25F
Revenues	3,036	3,595	3,611	3,803	4,005
Cost of goods sold	2,449	2,815	2,879	3,136	3,281
Gross Profit	587	781	731	667	724
SGA Expense	204	217	218	229	240
Operating Profit	420	592	513	438	485
EBITDA	842	1,134	1,066	1,006	1,066
Finance Income	25	27	29	27	32
Finance Expenses	153	130	102	85	68
Pre-tax profit	468	543	496	439	508
Income Tax	103	141	129	114	132
Profit for Period	365	401	367	324	376
Minority Interest	61	75	69	61	70
Net Profit	304	326	298	264	306

Balance Sheet					
Y/E Dec (USD mn)	21A	22A	23F	24F	25F
Cash & equivalents	1,503	1,448	1,149	1,356	1,631
Receivables	413	568	571	601	633
Others	275	196	246	263	275
Total Current Assets	2,191	2,212	1,966	2,220	2,540
Net Fixed Asset	4,448	4,151	3,847	3,513	3,151
Other Non-Current Asset	872	832	1,081	1,197	1,313
Total Assets	7,511	7,195	6,894	6,929	7,004
ST. Bank loan	55	48	40	33	26
Payables	706	858	878	969	1,018
Other current Liabilities	119	87	87	87	87
Total Current Liabilities	881	993	1,005	1,089	1,131
LT. Debt	2,895	2,158	1,812	1,483	1,176
Other LT Liabilities	450	602	501	511	522
Total Liabilities	4,226	3,753	3,318	3,083	2,829
Minority Interest	760	808	876	937	1,007
Total Equity	3,285	3,442	3,575	3,846	4,174

Cash Flow					
Y/E Dec (USD mn)	21A	22A	23F	24F	25F
Net Profit	365	401	367	324	376
D&A	422	542	553	568	582
Changes in Working Capital	(175)	(8)	16	54	14
Operating Cash Flow	675	1,087	938	938	970
Capital Expenditure	(222)	(133)	(249)	(234)	(221)
Others	11	46	(291)	(108)	(113)
Investing Cash Flow	(211)	(87)	(539)	(341)	(333)
Net - Borrowing	(110)	(118)	(354)	(337)	(313)
Other Financing	-	(644)	(111)	-	-
Financing Cash Flow	(134)	(996)	(698)	(390)	(361)
Net - Cash Flow	324	(56)	(299)	207	276
Cash at beginning	1,179	1,503	1,448	1,149	1,356
Cash at ending	1,503	1,448	1,149	1,356	1,631

Key Ratios					
Y/E Dec (USD mn)	21A	22A	23F	24F	25F
Gross Profit Margin (%)	19.3	21.7	20.3	17.5	18.1
Operating Margin (%)	13.8	16.5	14.2	11.5	12.1
EBITDA Margin (%)	27.7	31.5	29.5	26.5	26.6
Pre-Tax Margin (%)	15.4	15.1	13.7	11.5	12.7
Net Profit Margin (%)	10.0	9.1	8.3	6.9	7.6
Debt to Equity (x)	0.66	0.53	0.48	0.43	0.38
Net Gearing (x)	0.44	0.22	0.20	0.04	-0.10

Major Assumption					
	21A	22A	23F	24F	25F
Transmission Volume Growth (%)	3%	0%	8%	8%	8%
Distribution Volume Growth (%)	5%	3%	5%	5%	5%
Oil and Gas Revenue Growth (%)	62.6	53.2	-7.7	5.2	6.7
Distribution Fee (USD/bbtu)	2.1	2.1	1.9	1.6	1.6
Distribution ASP (USD/bbtud)	7.4	7.63	7.40	7.4	7.3
Transmission Toll Fee (USD/mmcsfd)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5

Peers Comparison

Ticker	Company	Market Cap (USDmn)	EV(USD mn)	PE (x)		PBV (x)		EV/EBITDA (x)		ROA (%)		ROE (%)	
				2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
ENB US	Enbridge Inc.	81,398	200,716	19.04	17.58	1.98	1.96	12.95	12.47	2.04	2.00	3.54	3.95
EPD US	Enterprise Products Partners L.P.	54,280	84,373	9.99	9.74	2.05	1.97	1.50	1.47	0.97	0.95	8.04	7.78
KMI US	Kinder Morgan, Inc.	40,841	73,478	15.65	15.70	1.33	1.32	3.75	3.76	2.09	2.09	4.03	3.32
ET US	Energy Transfer LP	37,988	100,221	7.96	7.93	1.20	1.12	1.10	1.09	0.42	0.41	4.79	4.95
MPLX US	MPLX LP	34,180	55,929	10.17	9.96	2.85	2.78	5.30	5.18	3.24	3.17	6.17	7.41
OKE US	ONEOK, Inc.	27,148	40,985	15.99	14.13	4.43	4.25	1.89	2.07	1.25	1.37	6.96	8.24
PBA US	Pembina Pipeline Corporation	18,797	38,396	16.21	16.27	2.11	2.02	3.36	4.16	2.23	2.76	7.37	5.46
TRGP US	Targa Resources Corp.	15,930	26,487	16.42	12.60	6.60	4.72	1.05	0.94	0.63	0.57	2.51	4.04
WDC US	Western Midstream Partners, LP	11,258	16,585	168.76	9.88	0.96	0.90	1.23	1.02	0.83	0.69	0.76	0.19
MMP US	Magellan Midstream Partners, L.P.	10,575	15,730	10.03	10.64	7.17	7.51	5.04	5.16	3.39	3.47	13.84	12.12
Midstream Weighted Average				19.22	13.11	2.47	2.34	5.14	5.06	1.69	1.70	5.43	5.54
ARAMCO AB	Saudi Aramco	709,500	7,816,025	12.47	13.76	4.12	3.71	3.68	6.63	20.97	17.95	35.35	29.85
XOM US	ExxonMobil	473,274	484,490	10.82	11.56	2.26	2.06	5.89	6.34	10.59	8.47	21.16	17.24
CVX US	Chevron	330,945	363,825	11.20	11.99	1.99	1.88	5.73	6.11	9.89	9.10	18.20	15.85
SHELL NA	Shell	206,260	253,068	5.69	6.11	1.00	0.90	3.40	3.71	7.19	5.61	15.69	12.51
601857 CH	PetroChina	909,119	1,257,437	7.94	8.83	0.67	0.64	3.22	3.33	4.03	3.73	8.40	7.06
TTE US	TotalEnergies	161,932	168,689	5.47	6.42	1.12	1.01	0.66	0.72	7.54	6.38	20.51	16.13
GAZP RX	Gazprom	139,585	6,953,756	10.01	10.39	2.55	2.32	5.02	5.25	13.31	10.92	26.16	22.15
COP US	ConocoPhillips	116,285	171,419	5.81	4.91	1.54	1.37	0.70	0.71	5.40	4.23	25.64	19.31
Upstream Weighted Average				9.53	10.35	2.03	1.85	3.88	4.74	10.51	8.98	20.33	16.91

Source: SSI Research, Bloomberg (valuation at last price)

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	adolof.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.