

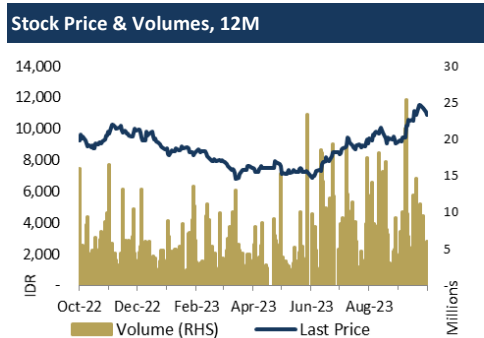
BUY (Maintain)

Target Price (IDR) 13,500 (from 9,900)
Potential Upside (%) 24.1

Price Comparison	
Cons. Target Price (IDR)	17,169
SSI vs. Cons. (%)	78.3

Stock Information	
Last Price (IDR)	10,875
Shares Issued (Mn)	5,471
Market Cap. (IDR Bn)	58,676
52-Weeks High/Low (IDR)	11,850/6,775
3M Avg. Daily Value (IDR Bn)	83.1
Free Float (%)	42.1
Shareholder Structure:	
PT Purinusa Ekapersada (%)	53.3
Asia Pulp & Paper Co Ltd (%)	4.2
Public (%)	42.5

Stock Performance				
(%)	YTD	1M	3M	12M
Absolute	22.9	16.9	27.7	15.9
JCI Return	1.6	(0.2)	4.0	(0.7)
Relative	21.3	17.1	23.7	16.6



Company Background
PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk merupakan salah satu perusahaan kertas skala global terbesar di bawah naungan grup Asia Pulp & Paper (APP) Sinar Mas. Saat ini Perusahaan memiliki fasilitas produksi di tiga lokasi, Perusahaan memproduksi pulp, tissue, serta berbagai jenis produk kertas tulis, cetak dan kemasan.

Yosua Zisokhi
+62 21 2854 8387
yosua.zisokhi@samuel.co.id

Daniel A. Widjaja
+62 21 2854 8322
daniel.aditya@samuel.co.id

Bigger, Better and Stronger

Ekspansi pabrik baru berkapasitas 3.9 juta ton/tahun. INKP akan melakukan ekspansi bisnis dengan membangun pabrik kertas industri baru berkapasitas total 3.9 juta ton/tahun di Karawang, Jawa Barat, yang akan dibangun dalam 2 tahap. Tahap pertama, dengan kapasitas 2.4 juta ton/tahun, akan mulai beroperasi tahun 2025, dan tahap kedua akan mulai beroperasi dua tahun kemudian. Dengan pabrik baru ini, total kapasitas terpasang pabrik kertas industri INKP akan naik lebih dari 150% menjadi 6.2 juta ton/tahun, yang akan mendongkrak total kapasitas terpasang INKP menjadi 11.4 juta ton/tahun (pulp: 3.1 juta ton/tahun, kertas budaya: 1.7 juta ton/tahun).

Harga pulp berpotensi menguat. Hingga 2Q23, harga acuan pulp global baik softwood (BSK) dan hardwood (BHK) sudah turun -25.5% ytd dan -36.5% ytd, yang terutama diakibatkan oleh kenaikan inventori pulp & paper di China. Penurunan harga tersebut juga membuat harga jual INKP turun -10.5%, yang menekan laba perseroan. Meski demikian, kami meyakini harga pulp dan produk kertas akan kembali meningkat, didorong pertumbuhan ekonomi Asia, terutama China. Hal ini tentunya akan menguntungkan INKP, yang tujuan ekspor produk utamanya adalah ke negara-negara Asia (~50%).

Potensi laba bersih naik +3.4% yoy di FY24F dan +10.1% di FY25F. Didukung dengan peningkatan kapasitas pabrik dan potensi membaiknya harga pulp & paper, kami memproyeksikan pendapatan INKP pada FY24F dan FY25F akan tumbuh +3.6% yoy dan +17.5% yoy, dimana sumber pendapatan utama perusahaan masih berasal dari segmen pulp dan cultural paper di FY24F, sebelum kemudian bergeser menjadi industrial paper di FY25F (Figure 9). Kenaikan pendapatan tersebut, serta asumsi beban yang relatif terjaga, mendorong kami memproyeksikan laba operasional INKP akan tumbuh +3.4% yoy di FY24F dan +12.4% yoy di FY25F, dan laba bersihnya akan terangkat +3.4% yoy dan +10.1% yoy.

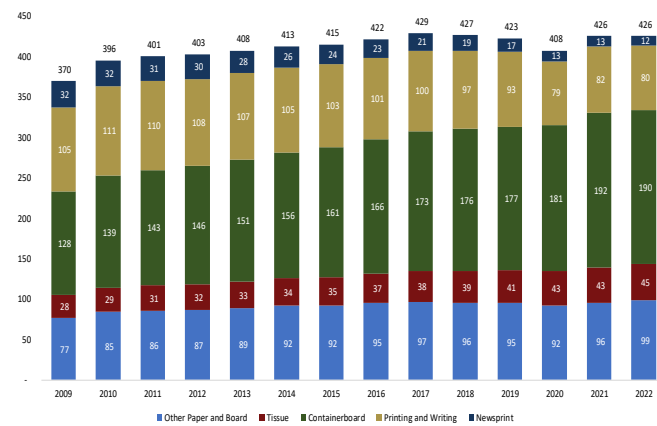
BUY, TP IDR 13,500/saham (5.6x PER FY24F). Didukung outlook yang positif untuk industri pulp & paper, struktur permodalan yang kuat, serta adanya ekspansi bisnis yang akan mendorong kinerja jangka panjang, kami merekomendasikan BUY untuk saham INKP, dengan target harga saham di level IDR 13,500/saham, mencerminkan PER FY24F 5.6x dan EV/EBITDA 4.6x. Risiko utama: Penurunan harga jual, persaingan usaha dan fluktuasi nilai tukar.

Valuations (at closing price IDR 10,875 per share)					
Y/E Dec	21A	22A	23F	24F	25F
Revenue (USD Mn)	3,517	4,003	4,176	4,326	5,083
EBITDA (USD Mn)	1,142	1,384	1,428	1,498	1,647
EV/EBITDA (x)	5.7	4.4	4.3	4.0	3.7
Net Profit (USD Mn)	526	858	861	890	980
Earning/1,000shr (USD)	0.10	0.16	0.16	0.16	0.18
EPS Growth (%)	79.0	62.9	0.4	3.4	10.1
P/E Ratio (x)	7.5	4.6	4.6	4.4	4.0
BVPS (USD)	0.9	1.0	1.2	1.3	1.5
P/BV Ratio (x)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
DPS (USD)	0.00	0.00	0.01	0.02	0.02
Dividend Yield (%)	0.5	0.5	1.4	2.2	2.3
ROAE (%)	11.7	16.5	14.3	13.1	12.8
ROAA (%)	6.0	9.2	8.4	7.9	8.1
Interest Coverage (x)	3.6	4.6	4.3	4.4	4.8
Net Gearing (x)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3

Permintaan global terus tumbuh dalam jangka panjang

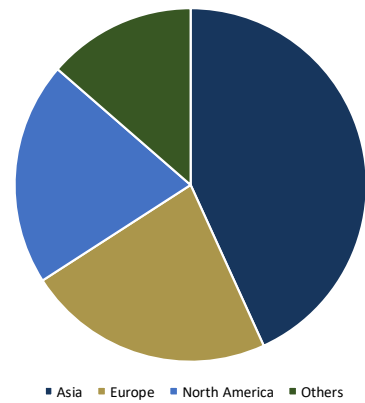
Dalam 20 tahun terakhir, permintaan global untuk produk pulp & paper terus mengalami kenaikan, dengan CAGR 20 tahun sebesar +1.2%. Kenaikan tersebut terutama ditopang oleh segmen container board +3.2% yang mendapat sentimen positif dari terus naiknya permintaan kotak kemasan, baik kemasan makanan maupun kemasan lain, dari berbagai industri. Sementara kebutuhan kertas untuk print (-1.2%) dan koran (-5.5%) terus turun di era digitalisasi saat ini. Meski demikian, kebutuhan tissue terus meningkat secara global dan menjadi salah satu penopang pertumbuhan permintaan produk pulp & paper. Kami memperkirakan bahwa dalam jangka panjang, permintaan untuk produk pulp & paper akan tetap tumbuh antara 1-2% per tahun, terutama didukung segmen container board dan tissue di Asia, sedangkan permintaan kertas untuk print dan kertas tulis diperkirakan akan terus berkurang.

Figure 1. Global pulp & paper demand



Source: Company, SSI Research

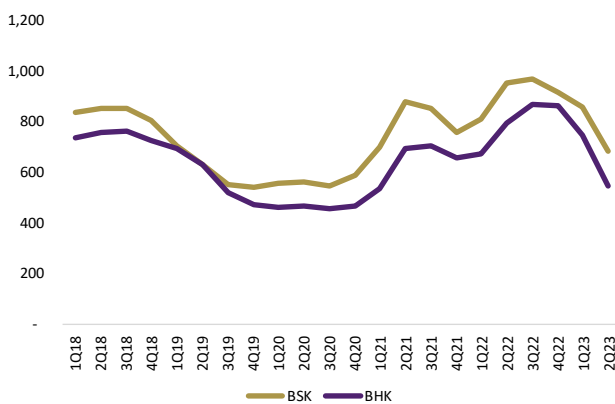
Figure 2. Tissue demand by region



Source: RISI, SSI Research

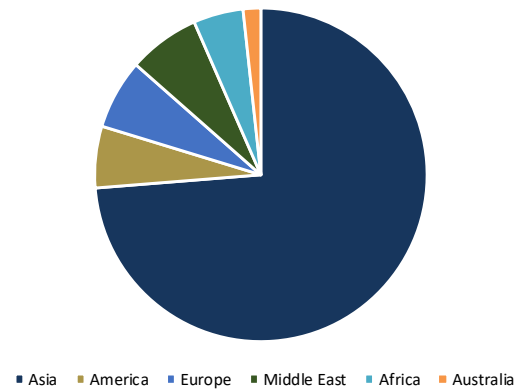
Hingga 2Q23, harga acuan pulp global baik softwood (BSK) dan hardwood (BHK) sudah turun -25.5% ytd dan -36.5% ytd (lihat Figure 3), yang terutama diakibatkan oleh kenaikan inventori pulp & paper di China. Penurunan harga tersebut juga membuat harga jual INKP turun -10.5% ytd, yang menekan laba perseroan. Meski demikian, kami meyakini harga pulp dan produk kertas akan kembali meningkat, didorong pertumbuhan ekonomi Asia, terutama China. Hal ini tentunya akan menguntungkan INKP, yang tujuan ekspor produk utamanya adalah ke negara-negara Asia (~50%).

Figure 3. Global pulp prices



Source: CMPC, SSI Research

Figure 4. INKP's export sales mix by region



Source: Company, SSI Research

Ekspansi bisnis kertas industri

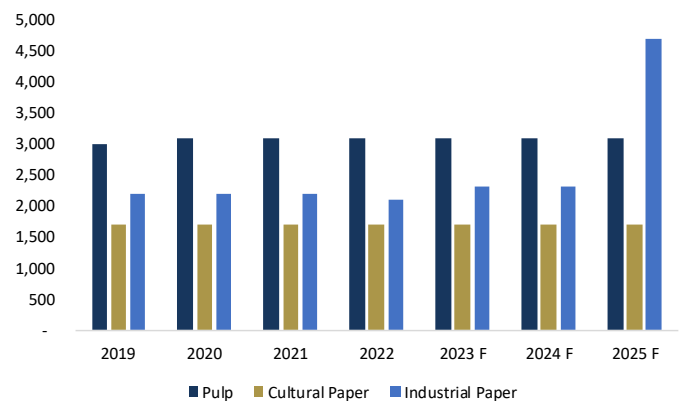
INKP akan melakukan ekspansi bisnis dengan membangun fasilitas pabrik baru dengan kapasitas total 3.9 juta ton/tahun di Karawang, Jawa Barat. Pabrik yang secara khusus akan memproduksi kertas industri ini rencananya akan didirikan dalam 2 tahap; tahap pertama, dengan kapasitas terpasang mencapai 2.4 juta ton/tahun (1.5 juta ton kertas putih dan 0.9 juta ton kertas coklat) diperkirakan akan mulai beroperasi pada 2025, sementara tahap kedua, dengan kapasitas terpasang mencapai 1.5 juta ton/tahun (kertas putih) direncanakan mulai beroperasi sekitar 2 tahun setelah tahap pertama selesai. Dengan pabrik baru ini, total kapasitas terpasang pabrik kertas industri INKP akan naik lebih dari 150% menjadi 6.2 juta ton/tahun, yang akan mendorong total kapasitas terpasang INKP menjadi 11.4 juta ton/tahun (pabrik pulp: 3.1 juta ton/tahun, kertas budaya: 1.7 juta ton/tahun).

Figure 5. New plant



Source: Company, SSI Research

Figure 6. INKP's capacity



Source: Company, SSI Research

Guna mendukung ekspansi tersebut, INKP membutuhkan capex total mencapai USD 3.6 miliar, yang akan didanai oleh kas internal perusahaan (60%) dan pinjaman eksternal (40%). Saat ini, INKP sedang menerbitkan obligasi sebesar total USD 150 juta, yang terbagi dalam 2 masa jatuh tempo, dan kemungkinan besar INKP akan kembali menerbitkan obligasi guna mendanai rencana ekspansinya. Kami meyakini aliran pendanaan untuk pabrik baru ini akan cukup lancar, mengingat posisi INKP yang solid di industri kertas, sehingga animo investor untuk membeli obligasi INKP diperkirakan cukup besar. Sebelumnya, INKP telah melakukan beberapa kali penerbitan obligasi dan sukuk yang mayoritas digunakan untuk refinancing serta menambah modal kerja perusahaan.

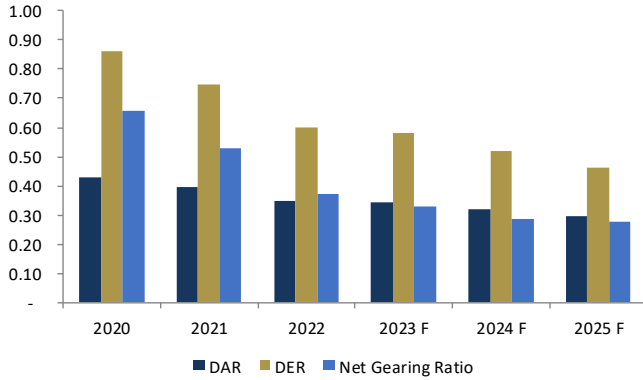
Figure 7. INKP bonds schedule

Year	Bonds	Fund Raise	Coupon	Duration	Use of Proceed	Rating (PEFINDO)
2022	Obligasi Berkelanjutan III 2022 Tahap I	IDR 2 tn	7 - 11%	1 - 5 Years	Working Capital	idA+
2022	Obligasi Berkelanjutan III 2022 Tahap II	IDR 2.8 tn	7 - 11%	1 - 5 Years	Working Capital	idA+
2022	Obligasi Berkelanjutan III 2022 Tahap III	IDR 1.1 tn	7 - 11%	1 - 5 Years	Working Capital	idA+
2022	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan II 2022 Tahap I	IDR 1 tn	7 - 11%	1 - 5 Years	Working Capital	idA+ (sy)
2022	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan II 2022 Tahap II	IDR 1.1 tn	7 - 11%	1 - 5 Years	Working Capital	idA+ (sy)
2022	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan II 2022 Tahap III	IDR 319 bn	7 - 11%	1 - 5 Years	Working Capital	idA+ (sy)
2023	Obligasi Berkelanjutan IV 2023 Tahap I	IDR 3.25 tn	6.5 - 10.75%	1 - 5 Years	Refinancing and Opex	idA+
2023	Obligasi Berkelanjutan IV 2023 Tahap II	IDR 2.3 tn	6.5 - 10.75%	1 - 5 Years	Refinancing and Opex	idA+
2023	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan III 2023 Tahap I	IDR 750 bn	10.25 - 10.75%	3 - 5 Years	Refinancing and Opex	idA+ (sy)
2023	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan III 2023 Tahap II	IDR 1.2 tn	6.5 - 10.75%	1 - 5 Years	Refinancing and Opex	idA+ (sy)
2023	Obligasi USD Berkelanjutan I 2023 Tahap I	USD 150 mn	TBD	3 - 5 Years	New Plant	idA+

Source: Company, IDX, SSI Research

Di samping pendanaan eksternal, INKP juga memiliki struktur permodalan yang kuat untuk mendukung rencana ekspansinya. Pada 1H23, INKP memiliki rasio solvabilitas yang baik dengan DER 0.55x, net gearing 0.16x, interest coverage ratio 3.4x, serta kas yang mencapai USD 1.9 miliar. Struktur permodalan yang kuat, ditambah rating idA- dari Pefindo, akan membuat perusahaan makin leluasa untuk mendapatkan dana guna memenuhi rencana ekspansinya.

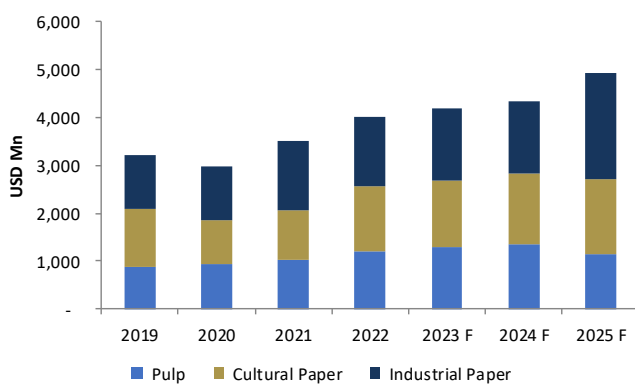
Figure 8. INKP's solvability ratio



Source: Company, SSI Research

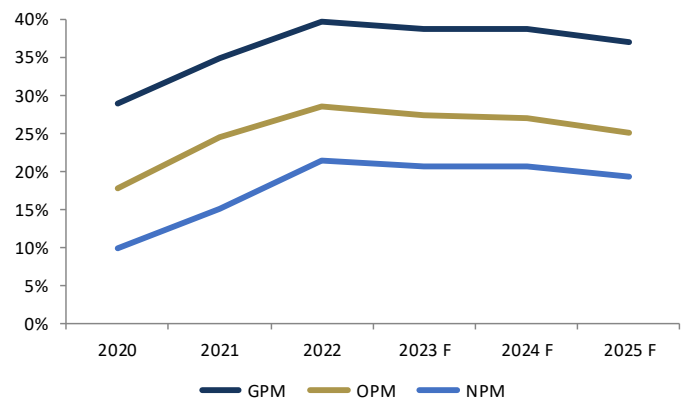
Didukung dengan peningkatan kapasitas pabrik dan potensi membaiknya harga pulp & paper, kami memproyeksikan pendapatan INKP pada FY24F dan FY25F akan tumbuh +3.6% yoy dan +17.5% yoy, dimana sumber pendapatan utama perusahaan masih berasal dari segmen pulp dan cultural paper di FY24F, sebelum kemudian bergeser menjadi industrial paper di FY25F (Figure 9). Kenaikan pendapatan tersebut, serta asumsi beban yang relatif terjaga, mendorong kami memproyeksikan laba operasional INKP akan tumbuh +3.4% yoy di FY24F dan +12.4% yoy di FY25F, dan laba bersihnya akan terangkat +3.4% yoy dan +10.1% yoy.

Figure 9. INKP's revenue mix by segment



Source: Company, SSI Research

Figure 10. INKP's profitability



Source: Company, SSI Research

Valuasi INKP relatif cukup murah

Saat ini saham INKP diperdagangkan pada EV/EBITDA FY24F 4.0x dan PER 4.4x, cukup murah jika dibandingkan peers global yang rata-rata diperdagangkan pada level EV/EBITDA FY24F 7.8x dan PER 14.1x (Figure 11). Kami meyakini bahwa dengan adanya ekspansi bisnis, serta kuatnya ROE perusahaan, saham INKP cukup layak untuk diperdagangkan pada valuasi yang lebih premium.

Figure 11. Pulp & paper industry valuation

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
MERCER INTERNATI	DE	MERC US	546	N/A	4.5	7.4	4.5	1.0	N/A	N/A	N/A
INTL PAPER CO	US	IP US	12,273	16.2	16.4	7.8	7.7	1.5	1.5	9.1	9.0
WESTROCK CO	US	WRK US	9,131	12.0	13.2	6.1	6.1	0.9	0.8	7.0	7.2
UPM-KYMMENE OYJ	FI	UPM FH	17,874	24.5	14.2	13.3	9.3	1.4	1.4	4.9	10.0
STORA ENSO OYJ-R	FI	STERV FH	9,643	101.4	16.7	12.6	8.3	0.8	0.8	0.4	4.5
METSA BOARD OYJ	FI	METSA FH	2,887	28.8	16.5	12.4	8.5	1.6	1.5	5.3	9.2
SUZANO SA	BR	SUZB3 BZ	14,178	6.3	14.3	7.2	7.1	1.8	1.6	31.2	12.6
CMPC	CL	CMPC CI	4,430	9.4	10.0	6.3	5.9	0.5	0.5	5.4	5.5
OJI HOLDINGS COR	JP	3861 JT	4,159	8.9	7.8	7.7	7.1	0.6	0.6	7.2	7.5
NINE DRAGONS PAP	HK	2689 HK	2,498	N/A	7.4	11.3	8.3	0.4	0.4	2.6	5.7
INDAH KIAT PULP	ID	INKP IJ	3,771	5.8	5.9	7.6	7.3	N/A	N/A	9.9	9.3
Global Weighted Average			81,389	24.5	13.6	9.5	7.7	1.2	1.1	10.1	8.7

Source: Bloomberg, Companies, SSI Research

BUY dengan TP IDR 13,500/saham (PER 24F 5.6x)

Didukung outlook yang positif untuk industri pulp & paper, struktur permodalan yang kuat, serta adanya ekspansi bisnis yang akan mendorong kinerja jangka panjang, kami memberikan rekomendasi BUY untuk saham INKP. Di samping itu, INKP juga merupakan bagian grup Asia Pulp & Paper (APP) Sinar Mas yang merupakan produsen pulp & paper terbesar kedua di dunia. Target harga kami untuk saham INKP berada di level IDR 13,500/saham, mencerminkan PER FY24F 5.6x (-0.5 SD dari rata rata PER 5 tahun) dan EV/EBITDA 4.6x. Risiko utama: Penurunan harga jual produk pulp & paper, persaingan usaha, fluktuasi nilai tukar, dan perubahan regulasi terkait penggunaan kertas.

Figure 12. INKP's P/E Ratio



Source: Company, Bloomberg, SSI Research

Figure 13. INKP's EV/EBITDA Ratio



Source: Company, Bloomberg, SSI Research

Key Financial Figures

Profit and Loss					
Y/E Dec (USD Mn)	21A	22A	23F	24F	25F
Revenue	3,517	4,003	4,176	4,326	5,083
Cost of Revenue	(2,288)	(2,413)	(2,556)	(2,650)	(3,200)
Gross Profit	1,228	1,590	1,620	1,676	1,884
Operating Expense	(370)	(452)	(481)	(508)	(609)
G&A Expense	(118)	(141)	(150)	(158)	(190)
Selling & Marketing Expense	(252)	(311)	(331)	(350)	(419)
Other Income (Expense)	-	-	-	-	-
Operating Profit	858	1,138	1,139	1,168	1,275
EBITDA	1,142	1,384	1,428	1,498	1,647
Interest Income	12	16	37	46	49
Interest Expense	(252)	(254)	(272)	(275)	(274)
Forex Gain (Loss)	-	-	-	-	-
Other Income (Expense)	42	148	148	148	148
Pre-tax Profit	661	1,047	1,052	1,087	1,197
Taxes	(134)	(190)	(191)	(197)	(217)
Minority Interest	0	0	0	0	0
Net Profit	526	858	861	890	980

Balance Sheet					
Y/E Dec (USD Mn)	21A	22A	23F	24F	25F
Cash	1,059	1,265	1,605	1,681	1,507
Receivables	1,406	1,820	1,899	1,967	2,311
Inventory	442	487	515	534	645
Others	1,795	1,905	1,905	1,905	1,905
Total Current Asset	4,702	5,477	5,924	6,087	6,368
Net Fixed Asset	3,430	3,263	3,999	4,694	5,347
Other Assets	846	902	911	920	929
Total Asset	8,978	9,641	10,833	11,701	12,644
Payables	232	211	224	232	280
ST. Debt and CMLTD	1,899	1,833	1,655	1,672	1,667
Other Current Liabilities	134	196	197	198	199
Current Liability	2,265	2,240	2,075	2,102	2,146
LT. Debt	1,670	1,523	2,061	2,083	2,076
Other LT. Liabilities	2,737	2,738	2,738	2,738	2,738
Total Liability	1,948	1,796	2,347	2,383	2,391
Minority Interest	1	1	0	0	0
Total Equity	4,764	5,605	6,411	7,215	8,106

Cash Flow					
Y/E Dec (USD Mn)	21A	22A	23F	24F	25F
Net Profit	526	858	861	890	980
D&A	284	246	288	330	372
Changes in Working Capital	(99)	(528)	(94)	(78)	(406)
Operating CF	712	576	1,055	1,142	947
Capital Expenditure	(338)	(78)	(1,025)	(1,025)	(1,025)
Others	(67)	(56)	(9)	(9)	(9)
Investing CF	(406)	(134)	(1,034)	(1,034)	(1,034)
Dividend Paid	(19)	(19)	(55)	(86)	(89)
Net Borrowing	(92)	(212)	359	39	(12)
Others	(13)	(5)	14	14	15
Financing CF	(123)	(236)	318	(32)	(86)
Net - Cash flow	183	206	339	76	(174)
Adjustment	6	-	-	-	-
Cash at Beginning	871	1,059	1,265	1,605	1,681
Cash at Ending	1,059	1,265	1,605	1,681	1,507

Key Ratios					
Y/E Dec	21A	22A	23F	24F	25F
Gross Profit Margin (%)	34.9	39.7	38.8	38.7	37.1
Operating Margin (%)	24.4	28.4	27.3	27.0	25.1
Pretax Margin (%)	18.8	26.2	25.2	25.1	23.6
Net Profit Margin (%)	15.0	21.4	20.6	20.6	19.3
Revenue Growth (%)	17.8	13.8	4.3	3.6	17.5
EBITDA Margin (%)	32.5	34.6	34.2	34.6	32.4
EBITDA Growth (%)	52.6	21.2	3.2	4.9	9.9
Debt to Equity (x)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5

Major Assumptions					
Y/E Dec	21A	22A	23F	24F	25F
Sales Volume growth (%)	(1.7)	(0.0)	1.2	0.4	14.8

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	adolfrichardo@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.