

BUY (Maintain)

Target Price (IDR) 2,200 (from 1,500)

Potential Upside (%) 59.4

Price Comparison

Cons. Target Price (IDR) -

SSI vs. Cons. (%) -

Stock Information

Last Price (IDR) 1,380

Shares Issued (Mn) 4,227

Market Cap. (IDR Bn) 5,833

52-Weeks High/Low (IDR) 1,770/730

3M Avg. Daily Value (IDR Bn) 24.4

Free Float (%) 19.4

Shareholder Structure:

Sentosa Bersama Mitra (%) 32.13

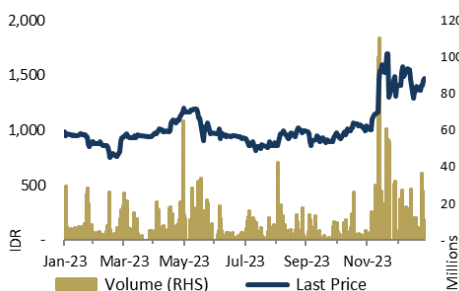
Publik (%) 25.03

Basis Utama Prima 11.54

Stock Performance

(%)	YTD	1M	3M	12M
Absolute	(2.1)	(2.1)	40.8	30.8
JCI Return	(1.9)	(1.9)	5.6	3.5
Relative	(0.3)	(0.3)	35.2	27.4

Stock Price & Volumes, 12M



Company Background

PT Rukun Raharja Tbk (RAJA) merupakan produsen energi terintegrasi dari hulu ke hilir yang berfokus empat pilar; infrastruktur gas, niaga gas, pembangkit listrik, dan usaha hulu energi.

Muhammad Farras Farhan

+62 21 2854 8346

farras.farhan@samuel.co.id

Laurencia Hiemas

+62 21 2854 8392

Laurencia.hiemas@samuel.co.id

Long Live the King!

Proyek Migas Sebagai Pendorong Pertumbuhan. Di FY24F, kami optimis RAJA mampu memenuhi ekspektasi kami, didukung oleh tiga inisiatif: (1) akuisisi 8% hak partisipasi di blok Jabung (kapasitas: 55,000 mbopd [Figure 9]), yang akan memberikan tambahan EBITDA sebesar USD 2.6 juta per tahun; (2) Pengaliran gas ke jaringan pipa gas EHK (anak usaha RAJA)-INKP (11.7 km, Figure 9) dengan potensi pendapatan tahunan sebesar USD 45 juta untuk 10 tahun ke depan; (3) stasiun induk CNG Grobogan, dengan kapasitas kompresi gas alam sebesar 1.8 MMSCFD (dapat ditingkatkan menjadi 3 MMSCFD dengan penambahan fasilitas baru) (Figure 9). Stasiun ini diproyeksikan menghasilkan USD 4.5 juta per tahun untuk RAJA, dengan potensi pertumbuhan tahunan hingga 7% YoY, didukung oleh potensi peningkatan kapasitas kompresi dan permintaan CNG di Jawa Tengah dan sekitarnya.

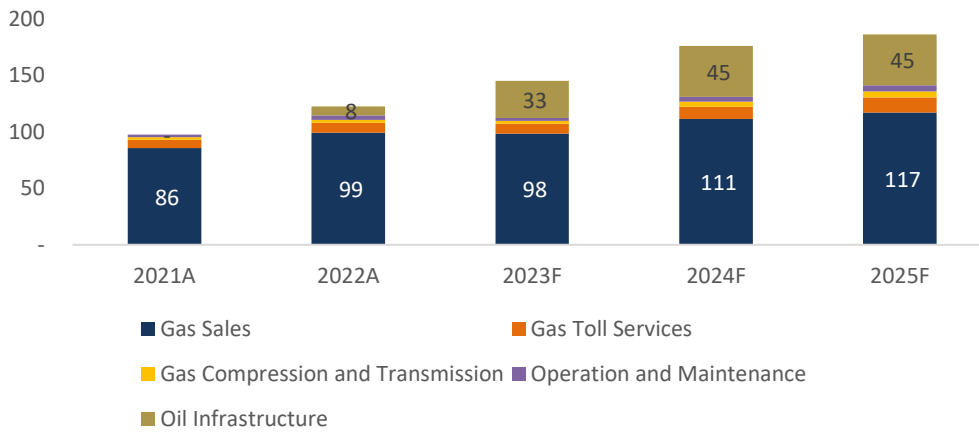
Pertumbuhan EPS +47% yoy di FY24. Ke depan, dengan tiga proyek yang disebutkan di atas dan proyek-proyek lainnya di masa depan, kami meyakini prospek RAJA cukup kuat, dengan proyeksi pendapatan sebesar USD 181 juta di FY24F (+21% yoy). Kami juga memproyeksikan margin EBITDA RAJA akan naik menjadi 45%, didukung oleh kontribusi yang lebih besar dari sektor hulu (yang memberikan margin yang lebih tinggi), yang akan mendongkrak EBITDA menjadi USD 82 juta di FY24F (+38% yoy). Terkait laba, kami memperkirakan RAJA akan meraup laba sebesar USD 25 juta di FY24F, mencerminkan pertumbuhan EPS sebesar +47% yoy. Namun, dengan semakin banyaknya proyek, RAJA harus mengeluarkan modal yang lebih besar, yang memaksa perusahaan untuk mengambil lebih banyak utang, yang akan meningkatkan rasio net gearing, meskipun kami yakin dampaknya masih akan terkendali.

BUY, Naikkan TP ke IDR 2,200. Dengan roll-over valuasi kami ke FY24F-FY25F, kami mempertahankan rating BUY untuk RAJA dengan TP baru di IDR 2,200 (berbasis SOTP), yang menyiratkan EV/EBITDA FY24F sebesar 8.5x. Kami yakin RAJA akan mempertahankan momentum pertumbuhannya, didukung oleh manajemen yang solid, terlihat ROAE perseroan yang terus meningkat dan melebihi rata-rata (pasar: 10.7%). **Risiko:** Angka operasional yang lebih rendah dari perkiraan dan sentimen negatif dari rendahnya harga migas.

Forecast and Valuations (@ IDR 1,380 per share)

Y/E Dec	21A	22A	23F	24F	25F
Revenue (IDR Bn)	98	127	150	181	192
EBITDA (IDR Bn)	16	26	59	82	91
EV/EBITDA (x)	30.1	18.3	7.8	5.7	5.0
Net Profit (IDR Bn)	2.3	8.8	16.8	24.6	24.5
EPS (IDR)	8.0	31.6	62.0	90.4	89.7
EPS Growth (%)	62	296	96	46	(1)
P/E Ratio (x)	176.4	44.6	22.7	15.6	15.7
BVPS (IDR)	444	477	549	599	653
P/BV Ratio (x)	3.18	2.95	2.57	2.35	2.16
DPS (IDR)	-	-	16.6	46.1	45.8
Dividend Yield (%)	-	-	1.2	3.3	3.2
ROAE (%)	1.8	6.8	11.9	15.8	14.3
ROAA (%)	1.1	3.5	5.9	7.8	7.2
Interest Coverage (x)	6.3	9.6	8.5	11.2	11.8
Net Gearing (x)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2

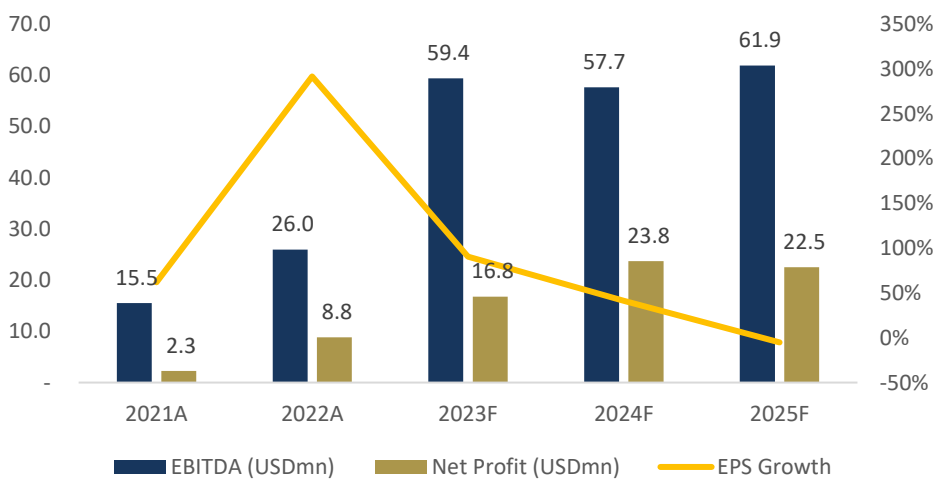
Figure 1. Revenue Breakdown



Pendapatan FY24F sebesar USD 181 juta (+21% yoy), dengan 61% total pendapatan berasal dari niaga gas

Sumber: Company, SSI Research

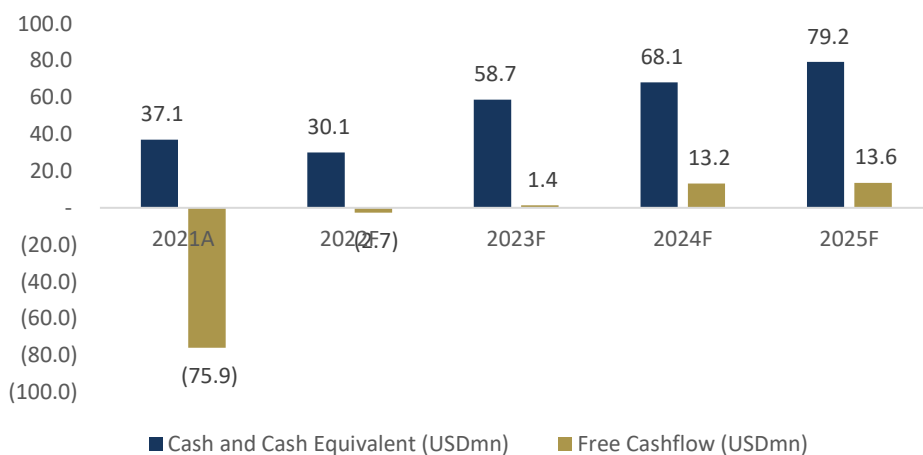
Figure 2. EPS & EBITDA growth forecast



EBITDA FY24F sebesar USD 57.7 juta (+38% yoy) dan laba bersih sebesar USD 26 juta, mencerminkan pertumbuhan EPS sebesar +47%

Sumber: Company, SSI Research

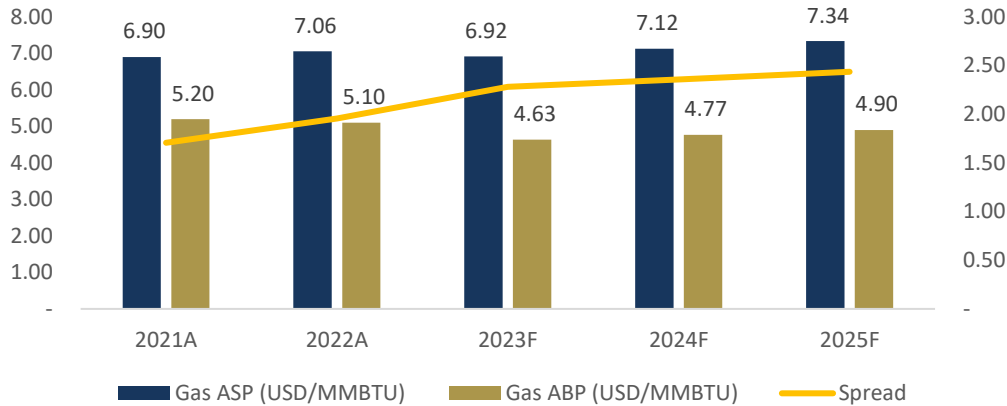
Figure 3. Cash & Free Cashflow



Meski arah pertumbuhannya cukup agresif, kami yakin arus kas bebas dan saldo kas RAJA yang sehat tidak akan terpengaruh

Sumber: Company, SSI Research

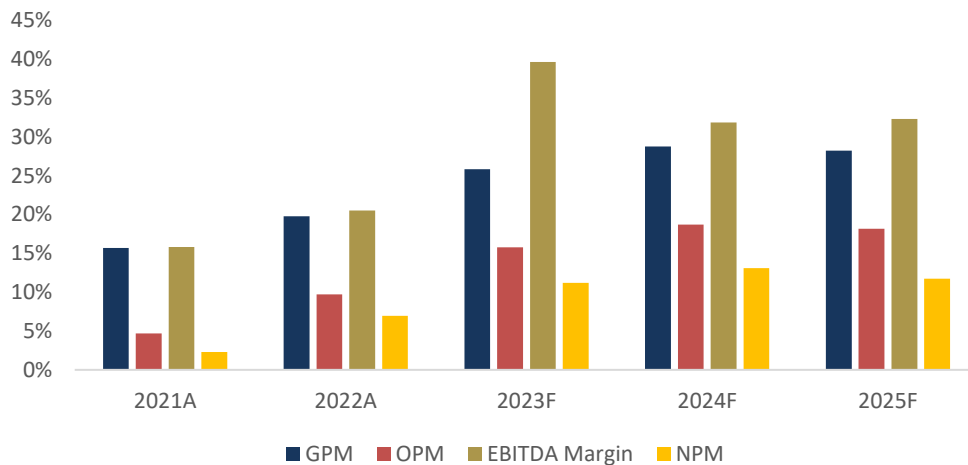
Figure 4. Natural Gas Operating Metrics



Peningkatan amplifikasi produksi diperkirakan akan mendorong selisih harga (spread) gas di FY24F ke USD 2.36 per juta British thermal unit (mmbtu)

Sumber: Company, SSI Research

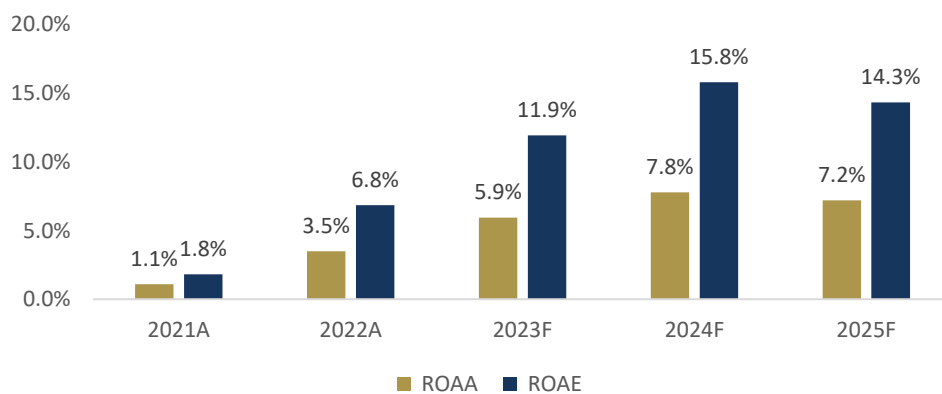
Figure 5. Profitability Margins



Margin yang solid didukung oleh diversifikasi strategis ke proyek-proyek hulu, dengan ekspektasi margin EBITDA FY24F sebesar 45%

Sumber: Company, SSI Research

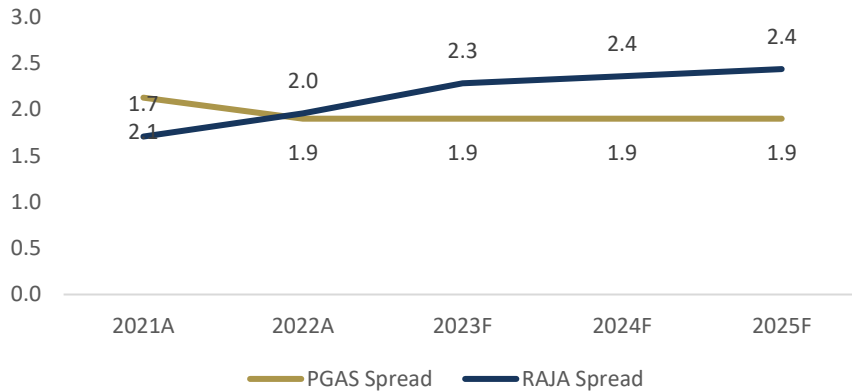
Figure 6. ROAA & ROAE



Diversifikasi proyek, ditambah dengan margin yang solid dan struktur permodalan yang stabil, akan menghasilkan ROAA sebesar 7.8% dan ROAE sebesar 1.8% di FY24F

Sumber: Company, SSI Research

Figure 7. RAJA vs PGAS Gas Spreads



Didukung peningkatan produksi dan efisiensi, spread gas RAJA akan lebih tinggi dibandingkan PGAS

Sumber: Company, SSI Research

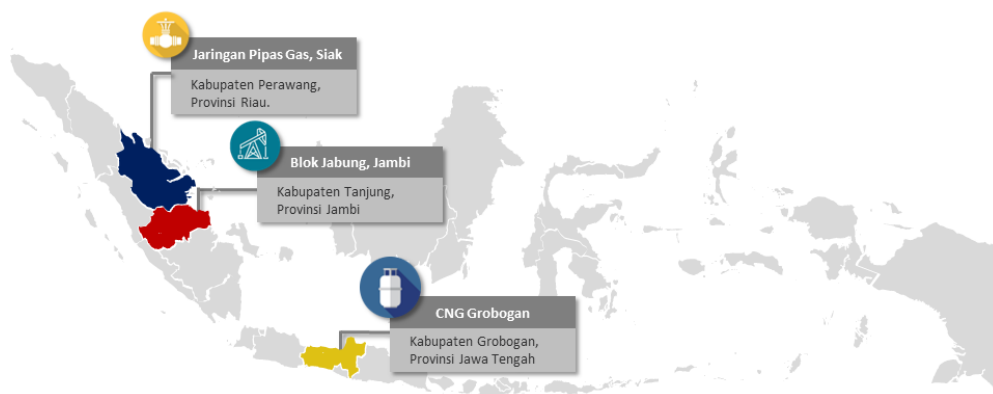
Figure 8. Valuation Method

Business	Method	Multiple (x)	2024 EBITDA (USDmn)	Value to RAJA (USDmn)	Notes
Upstream Business	EV/EBITDA	6.6	27	178	In-line with peers
Midstream and Others	EV/EBITDA	9.5	55	521	In-line with peers
Enterprise Value				699	
	(-) Debt			(146)	
	(+) Cash			68	
	(-) Minority Interest			(30)	
Equity Value (USDmn)				590	
Equity Value (IDRbn)				9,206	
	Shares Outstanding (bn)			4.2	
Value per Share				2,200	
Implied EV/EBITDA				8.5	

Kami menerapkan metode valuasi Sum-of-the-Parts (SOTP), memisahkan bisnis RAJA menjadi segmen hulu dan tengah (midstream); Segmen hulu divalusi di USD 178 juta, sedangkan segmen midstream di USD 521 juta; Target harga kami sebesar IDR 2,200 per saham, dengan multiple EV/EBITDA FY24F sebesar 8.5x

Sumber: Bloomberg, SSI Research

Figure 9. RAJA's 2023 Projects



Portofolio gas baru RAJA di yang tersebar di Jawa dan Sumatera

Sumber: SSI Research

Key Financial Figures

Profit and Loss					
Y/E Dec (USDmn)	21A	22A	23F	24F	25F
Revenues	98	127	150	181	192
Cost of goods sold	(83)	(102)	(111)	(129)	(138)
Gross Profit	15	25	39	52	54
SGA Expense	(11)	(13)	(15)	(18)	(19)
Operating Profit	5	12	24	34	35
EBITDA	16	26	59	82	91
Other Expense (Income)	(8)	(10)	(30)	(43)	(51)
Finance Expenses	(2)	(3)	(7)	(7)	(8)
Pre-tax profit	5	13	23	32	32
Income Tax	(1)	(2)	(4)	(5)	(5)
Profit for Period	3	11	19	27	26
Minority Interest	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
Net Profit	2	9	17	25	24

Laba operasional naik dua kali lipat pada tahun 2023 berkat dimulainya proyek Rokan, dan akan meningkat lebih jauh menjadi USD 34 juta (+41,6% yoy) pada tahun 2024 berkat berbagai proyek minyak & gas

Balance Sheet					
Y/E Dec (USDmn)	21A	22A	23F	24F	25F
Cash & equivalents	37	30	59	68	79
Receivables	18	21	25	30	32
Inventories & Others	10	8	8	8	8
Total Current Assets	65	59	91	106	119
Net Fixed Asset	125	143	156	164	174
Other Non-Current Asset	56	59	59	59	59
Total Assets	246	261	306	329	352
ST. Bank loan	1	-	-	-	-
Payables	11	13	15	17	18
Other current Liabilities	8	14	17	18	18
Total Current Liabilities	20	27	31	34	36
LT. Debt	99	99	124	130	136
Other LT Liabilities	2	1	1	1	1
Total Liabilities	120	127	157	165	174
Minority Interest	2	3	4	5	6
Total Equity	125	133	149	163	178

Struktur permodalan yang baik memberikan ruang dan kemampuan bagi RAJA untuk memanfaatkan perlindungan pajak secara optimal

Cash Flow					
Y/E Dec (USDmn)	21A	22A	23F	24F	25F
Net Profit	2	9	17	25	24
D&A	11	8	32	45	53
Changes in Working Capital	(5)	3	(3)	(3)	(1)
Operating Cash Flow	(3)	12	46	66	77
Capital Expenditure	(83)	(26)	(44)	(53)	(64)
Others	11	12	-	-	-
Investing Cash Flow	(72)	(14)	(44)	(53)	(64)
Net - Borrowing	77	4	28	6	7
Other Financing	(3)	(8)	(1)	(10)	(10)
Financing Cash Flow	74	(4)	27	(4)	(2)
Net - Cash Flow	(2)	(7)	29	9	11
Cash at beginning	39	37	30	59	68
Cash at ending	37	30	59	68	79

Belanja modal diperkirakan akan meningkat di masa depan akibat inisiatif perluasan proyek; Belanja modal akan dibiayai oleh perpaduan yang seimbang antara utang dan arus kas internal

Key Ratios					
Y/E Dec (USDmn)	21A	22A	23F	24F	25F
Gross Profit Margin (%)	15.7	19.8	25.8	28.8	28.2
Operating Margin (%)	4.7	9.7	15.8	18.7	18.2
EBITDA Margin (%)	15.8	20.5	39.7	45.2	47.4
Pre-Tax Margin (%)	4.7	10.3	15.1	17.7	16.6
Net Profit Margin (%)	2.3	7.0	11.2	13.6	12.8
Debt to Equity (x)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
Net Gearing (x)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2

Margin yang solid didukung upaya efisiensi proyek dan rasio gearing yang baik

Major Assumption					
	21A	22A	23F	24F	25F
Gas Sales Volume (thousand MMBTU)	12,398	14,067	14,207	15,628	15,940
Gas Toll Service Volume (MMSCF)	18,115	21,734	22,169	26,602	31,923
Gas Compression Volume (MMSCF)	10,070	12,252	12,620	16,406	18,046
Gas Sales Spread (USD/MMBTU)	1.7	2.0	2.3	2.4	2.4
Gas Transport Spread (USD/MMSCF)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4

Volume penjualan gas diperkirakan naik menjadi 15.7k mmbtu dengan volume kompresi gas sekitar 16.4 MMscf

Peers Comparison

Ticker	Company	Market Cap (USDmn)	EV (USDmn)	PE (x)		PBV (x)		EV/EBITDA (x)	
				2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
Midstream O&G Average			86,773.9	13.4	12.8	2.2	2.1	10.1	9.5
ENB US	Enbridge Inc	76,096	141,484	17.0	17.2	1.7	1.8	11.4	10.9
EPD US	Enterprise Products Partners LP	58,684	88,330	10.8	10.2	2.1	2.1	9.5	9.1
TRP US	TC Energy Corp	40,192	87,071	12.3	13.0	1.7	1.7	11.3	10.8
KMI US	Kinder Morgan Inc	38,143	71,457	14.1	13.7	1.3	1.3	8.9	8.7
ET US	Energy Transfer LP	46,742	111,285	11.8	9.6	1.4	1.5	8.0	7.4
MPLX US	MPLX LP	37,446	59,193	10.1	9.5	3.0	2.9	9.4	9.2
OKE US	ONEOK Inc	40,417	62,477	12.4	13.6	2.0	2.2	12.0	10.4
PBA US	Pembina Pipeline Corp	18,547	28,369	17.1	14.9	1.9	1.8	9.9	9.3
TRGP US	Targa Resources Corp	18,688	33,720	18.2	14.4	7.0	5.8	9.5	8.7
WES US	Western Midstream Partners LP	10,820	18,530	10.8	8.7	3.7	3.3	8.7	7.7
Upstream O&G Average			1,312,895	13.2	13.6	3.5	3.4	6.5	6.6
ARAMCO AB	Saudi Arabian Oil Co	2,042,153	2,058,505	16.4	17.1	4.9	4.8	7.9	8.0
XOM US	Exxon Mobil Corp	387,874	402,863	10.4	10.8	1.9	1.7	5.6	5.5
CVX US	Chevron Corp	268,985	283,287	10.8	10.9	1.6	1.6	5.6	5.5
SHELL NA	Shell PLC	198,005	240,169	7.6	7.2	1.1	1.0	3.5	3.7
PCCYF US	PetroChina Co Ltd	168,603	227,109	5.0	5.1	0.6	0.5	3.3	3.2
TTE US	TotalEnergies SE	152,599	171,972	6.5	6.9	1.3	1.1	3.7	4.1
GAZP RX	Gazprom PJSC	44,736	-	-	-	-	-	-	-
COP US	ConocoPhillips	128,311	140,472	12.6	12.0	2.7	2.5	5.5	5.4
BP/ LN	BP PLC	97,071	138,734	7.1	6.7	1.3	1.2	3.3	3.4
Domestic O&G Average			2,991	8.2	7.3	1.4	1.3	4.7	4.4
MEDC IJ	Medco Energi Internasional Tbk PT	1,916	4,969	6.3	5.4	1.1	1.1	3.6	3.5
ENRG IJ	Energi Mega Persada Tbk PT	348	369	6.9	5.7	0.6	0.6	1.8	1.9
PGAS IJ	Perusahaan Gas Negara Tbk PT	1,724	3,147	7.1	6.5	0.6	0.6	2.7	2.7
AKRA IJ	AKR Corporindo Tbk PT	2,100	2,033	12.4	11.3	2.7	2.5	8.8	8.0
RAJA IJ	Rukun Raharja Tbk PT	378	515	16.0	15.2	1.9	1.7	6.3	5.8

Sumber: Bloomberg, SSI Researc

RAJA saat ini diperdagangkan pada 5.8x EV/EBITDA FY24F, jauh di atas pesaing domestiknya namun lebih rendah dibandingkan kompetitor global dan regional; Namun, valuasi premium tersebut cukup wajar mengingat prospek pertumbuhan jangka panjangnya

Research Team			
Prasetya Gunadi	Head of Equity Research, Strategy, Banking, Digital Banks	prasetya.gunadi@samuel.co.id	+6221 2854 8320
Fithra Faisal Hastiadi, Ph.D.	Senior Economist	fithra.hastiadi@samuel.co.id	+6221 2854 8100
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
Juan Oktavianus Harahap	Coal, Metal Mining	juan.oktavianus@samuel.co.id	+6221 2854 8846
Jonathan Guyadi	Banking, Consumer Staples, 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 Samsul	Research Associate	haikal.putra@samuel.co.id	+6221 2854 8353

Equity Institutional Team			
Widya Meidrianto	Head of Institutional Equity Sales	widya.meidrianto@samuel.co.id	+6221 2854 8317
Ronny Ardianto	Institutional Equity Sales	ronny.ardianto@samuel.co.id	+6221 2854 8399
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	Director of Equity	joseph.soegandhi@samuel.co.id	+6221 2854 8872
Damargumilang	Head of Equity Retail	damargumilang@samuel.co.id	+6221 2854 8309
Anthony Yunus	Head of Equity Sales	anthony.yunus@samuel.co.id	+6221 2854 8314
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
Sylviawati	Equity Sales Support	sylviawati@samuel.co.id	+6221 2854 8112
Handa Sandiawan	Equity Sales Support	handa.sandiawan@samuel.co.id	+6221 2854 8302
Denzel Obaja	Equity Sales Support	denzel.obaja@samuel.co.id	+6221 2854 8342
Yonathan	Dealer	yonathan@samuel.co.id	+6221 2854 8347
Michael Alexander	Dealer	michael.alexander@samuel.co.id	+6221 2854 8369
Reza Fahlevi	Dealer	reza.fahlevi@samuel.co.id	+6221 2854 8359

Fixed Income Sales Team			
R. Virine Tresna Sundari	Head of Fixed Income	virine.sundari@samuel.co.id	+6221 2854 8170
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.