

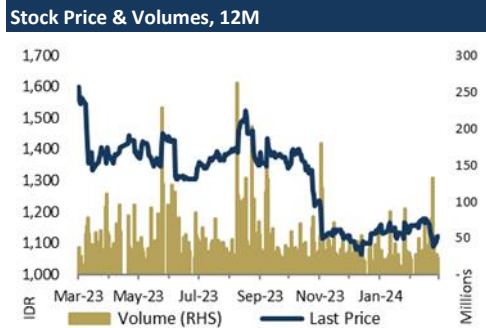
BUY (Maintained)

Target Price (IDR) 1,300 (from 1,800)
Potential Upside (%) 16.6

Price Comparison	
Cons. Target Price (IDR)	1,238
SSI vs. Cons. (%)	105.00

Stock Information	
Last Price (IDR)	1,115
Shares Issued (Mn)	24,242
Market Cap. (IDR Bn)	27,029
52-Weeks High/Low (IDR)	1,610/1,060
3M Avg. Daily Value (IDR Bn)	42.4
Free Float (%)	43.0
Shareholder Structure:	
Pertamina (%)	56.94
Publik (%)	43.03

Stock Performance				
(%)	YTD	1M	3M	12M
Absolute	(1.3)	(3.5)	(0.9)	(30.3)
JCI Return	0.8	1.1	3.4	7.7
Relative	(2.1)	(4.6)	(4.3)	(38.0)



Company Background
 PT Perusahaan Gas Negara (PGAS) fokus pada distribusi dan transmisi gas bumi untuk pengguna industri, komersial, dan rumah tangga. Selain itu, perseroan 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

Moderating Outlook

Pemulihan akan segera datang. Keraguan muncul terkait prospek kinerja PGAS ke depan akibat berbagai peristiwa yang terjadi belakangan ini, seperti insiden 'force majeure' Gunvor dan perubahan manajemen, yang mengakibatkan penurunan harga saham PGAS yang cukup signifikan. Meskipun demikian, kami yakin kinerja saham PGAS akan segera pulih, didukung oleh sejumlah faktor: (1) Posisi PGAS sebagai mitra utama Pertamina menempatkannya di posisi terdepan dalam persaingan untuk kontrak pengembangan energi ramah lingkungan di proyek ibu kota baru (IKN). Sebagai permulaan, PGAS berencana membangun jaringan gas ke berbagai lokasi di IKN, sekaligus meningkatkan total jangkauan jaringan gas perseroan menjadi 1,000 km. (2) PGAS menargetkan peningkatan volume niaga gas sebesar +3% YoY menjadi 960 bbtud, didukung oleh tambahan pasokan dari proyek Jambaran Tiung Biru yang akan didistribusikan ke pelanggan PGAS di Pulau Jawa dan Sumatera. (3) Berakhirnya skema harga gas HGBT PGAS pada akhir 2024 memberikan keleluasaan untuk menjual gas dengan harga spot atau lebih tinggi dari harga Henry Hub. (4) PGAS dan MEDC sepakat untuk memperpanjang perjanjian jual beli gas (PJBG) hingga 2028, tanpa adanya perubahan dalam skemanya, sehingga PGAS dapat menjaga biaya dan margin gasnya. (5) PGAS secara strategis menawarkan Blok Fasken untuk dijual untuk membantu perusahaan fokus pada aset operasi yang ada dan mendapatkan uang tunai untuk akuisisi blok migas lainnya. Namun perlu dicatat bahwa jika Fasken dijual, Saka akan kehilangan sekitar 7% pendapatannya.

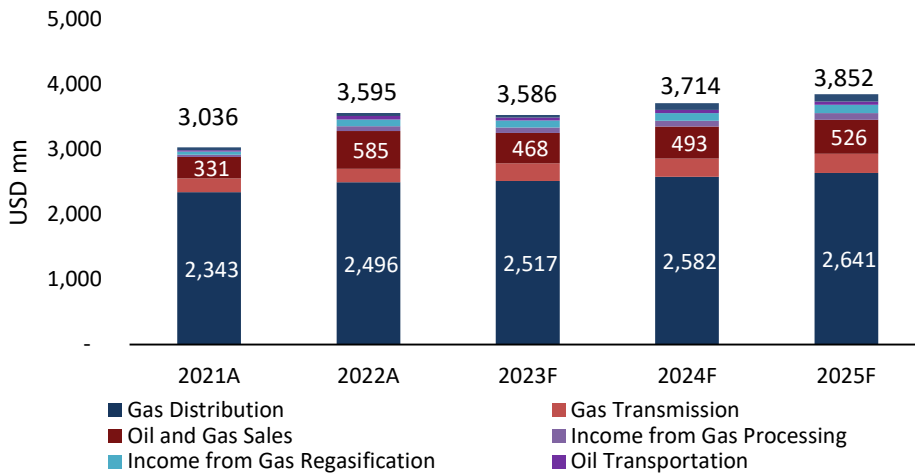
Pemulihan pasca-Gunvor, prospek laba moderat. Meskipun ada potensi pemulihan di FY24F, kami memangkas perkiraan pendapatan PGAS sebesar -2.3% menjadi USD 3.7 miliar, mengingat proyeksi volume distribusi gas FY24F yang moderat sebesar 960 bbtud (+3% YoY). Namun, kami sedikit menaikkan proyeksi EBITDA dan laba bersih FY24F sebesar +6.1% dan +4,6% menjadi USD 1.1 miliar (+3.1% YoY) dan USD 276 juta (mencerminkan pertumbuhan EPS 7.2% YoY), mengingat margin EBITDA yang solid (28.7%) dan pemulihan pasca Gunvor. Untuk informasi, guidance pertumbuhan satu digit FY24F dari manajemen PGAS sejalan dengan proyeksi kami.

BUY dengan TP IDR 1,300. Dengan roll-over valuasi ke FY24F-FY25F, kami mempertahankan rating BUY untuk PGAS, meskipun dengan TP yang lebih rendah di IDR 1,300, yang menyiratkan EV/EBITDA FY24F sebesar 2.6x (-0.5 st. deviasi 3 tahun). Valuasi yang murah dan potensi pemulihan mungkin akan menarik bagi investor. Terkait valuasi, kami beralih dari SOTP ke Forward P/E, karena Saka Energy bukanlah pendorong pertumbuhan utama PGAS (potensi penjualan blok Fasken akan mengakibatkan penurunan kontribusi Saka di Pangkah lebih rendah, mengurangi multiple PGAS yang tinggi).

Risiko: Metrik operasi yang lebih rendah dari perkiraan dan sentimen negatif dari rendahnya harga migas.

Forecast and Valuations (@ IDR 1,115 per share)					
Y/E Dec	21A	22A	23F	24F	25F
Revenue (USD Mn)	3,036	3,595	3,586	3,714	3,852
EBITDA (USD Mn)	842	1,134	1,035	1,067	1,127
EV/EBITDA (x)	4.6	2.6	2.9	2.2	1.6
Net Profit (USD Mn)	304	326	258	276	314
EPS (IDR)	179	207	163	175	199
EPS Growth (%)	na	15.6	(21.1)	7.2	13.8
P/E Ratio (x)	7.9	6.8	8.7	8.1	7.1
BVPS (IDR)	1,933	2,181	2,251	2,454	2,688
P/BV Ratio (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
DPS (IDR)	14	148	29	32	36
Dividend Yield (%)	1.0	10.4	2.1	2.2	2.5
ROAE (%)	9.7	9.7	7.4	7.4	7.7
ROAA (%)	4.0	4.4	3.7	4.0	4.5
Interest Coverage (x)	2.7	4.6	4.7	5.9	8.0
Net Gearing (x)	0.4	0.22	0.20	0.0	(0.1)

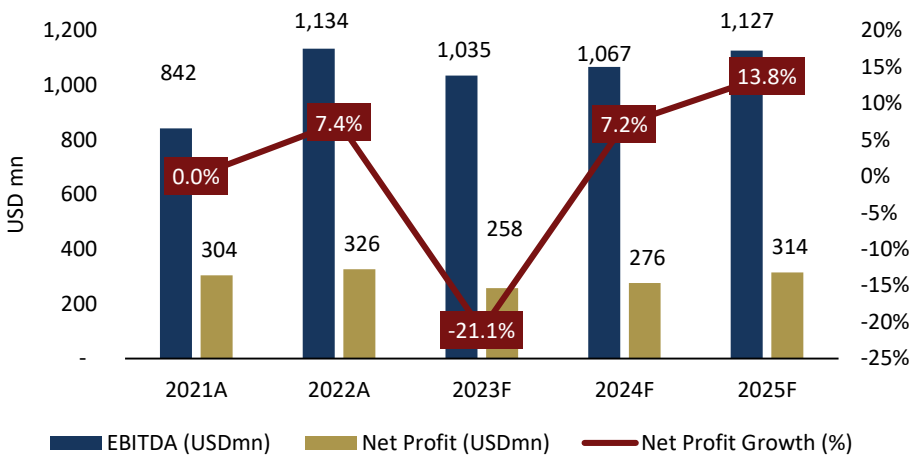
Figure 1. Revenue Breakdown



Pendapatan FY24F sebesar USD 3.7 miliar (+3.6% yoy) dengan 69.5% di antaranya berasal distribusi gas

Source: SSI Research

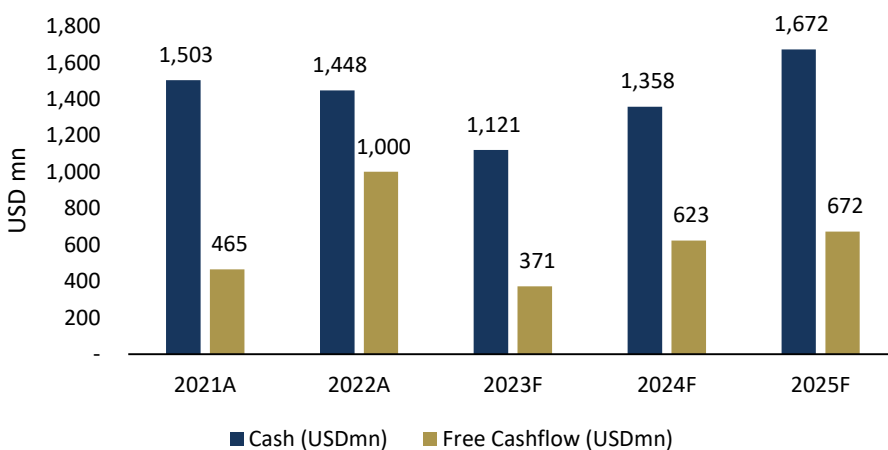
Figure 2. EBITDA, Net Profit & Net Profit Growth



EBITDA FY24F sebesar USD 1.1 miliar (+3.1% yoy) dengan laba bersih sebesar USD 276 juta, mencerminkan pertumbuhan bersih sebesar +7.2% yoy

Source: SSI Research

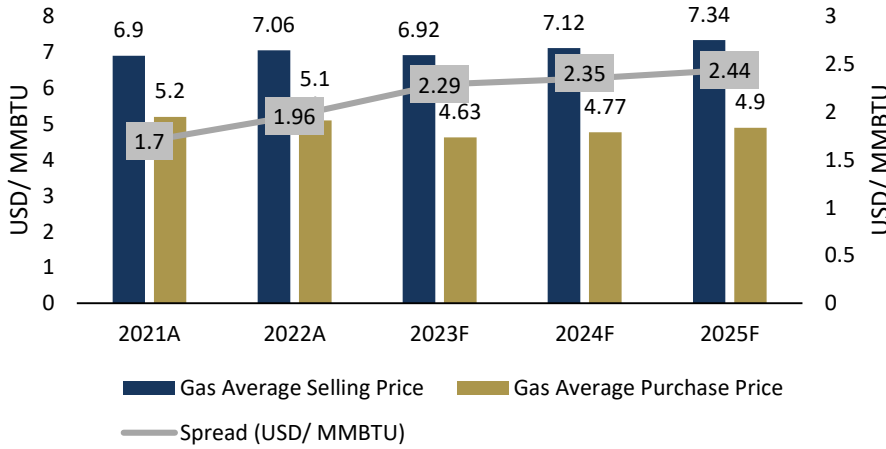
Figure 3. Cash & Free Cashflow



Prospek belanja modal yang stabil, ditambah dengan pembayaran utang yang moderat akan memberikan arus kas positif bagi PGAS, dengan proyeksi arus kas bebas FY24F sebesar USD 634 juta

Source: SSI Research

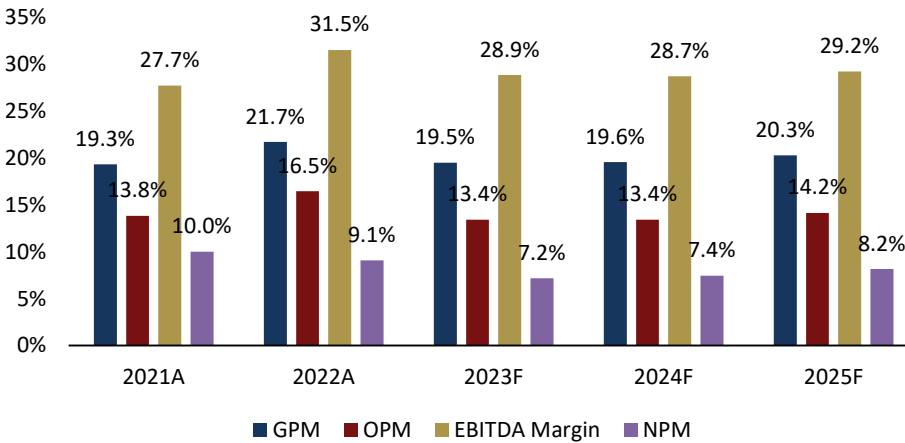
Figure 4. Natural Gas Operating Metrics



Peningkatan amplifikasi produksi akan peningkatan penyebaran gas FY24F, mencapai USD 2.36 per juta British thermal unit (mmbtu)

Source: SSI Research

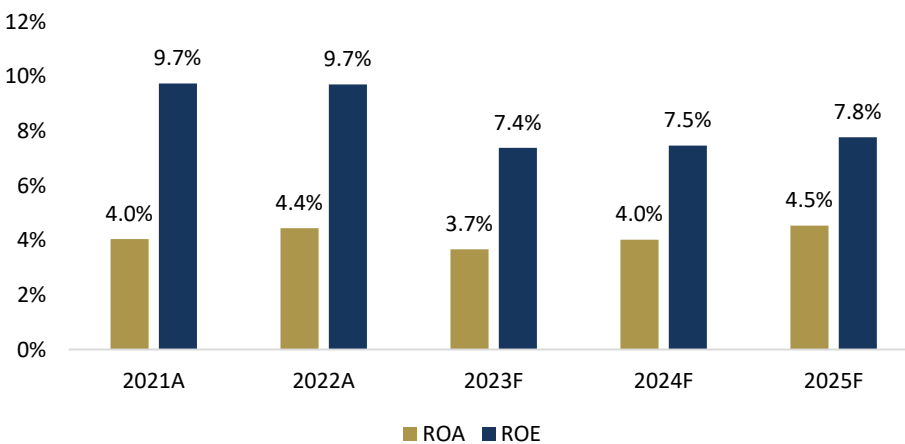
Figure 5. Profitability Margins



Margin yang stabil didukung oleh penyebaran distribusi yang sangat baik; mengingat potensi penghapusan HGBT, margin PGAS diperkirakan akan meningkat di tahun-tahun mendatang dengan margin EBITDA FY24F mencapai 28.7%

Source: SSI Research

Figure 6. ROAA & ROAE



Perkiraan ROAA (4%) dan ROAE (7.4%) yang rendah di FY24F menandakan PGAS masih perlu membukukan margin dan pertumbuhan yang lebih tinggi

Source: SSI Research

Figure 7. Changes in Forecasts

	New		Old		Change	
	23F	24F	23F	24F	23F	24F
Revenue (USDmn)	3,586	3,714	3,536	3,803	1.4%	(-2.3%)
EBITDA (USDmn)	1,035	1,067	987	1,006	4.9%	6.1%
Other Income/ Expense (Include Provision)	(40)	(21)	(20)	(21)	100.0%	0.0%
Net Profit (USDmn)	258	276	352	264	(-26.7%)	4.6%
EBITDA (USDmn)	163	175	225	167	(-27.6%)	4.8%
BVPS (IDR)	2,251	2,454	2,385	2,437	(-5.6%)	0.7%
EBITDA Margin (%)	28.9	28.7	29.5	26.5	(-2.0%)	8.3%

Source: SSI Research

Kami menurunkan perkiraan pendapatan FY24F sebesar -2.3% menjadi USD 3.7 miliar, melihat proyeksi pertumbuhan satu digit dalam distribusi gas; namun, kami sedikit menaikan perkiraan laba bersih sebesar +4.6% menjadi USD 276 juta karena peningkatan margin EBITDA dan pemulihan pasca-Gunvor

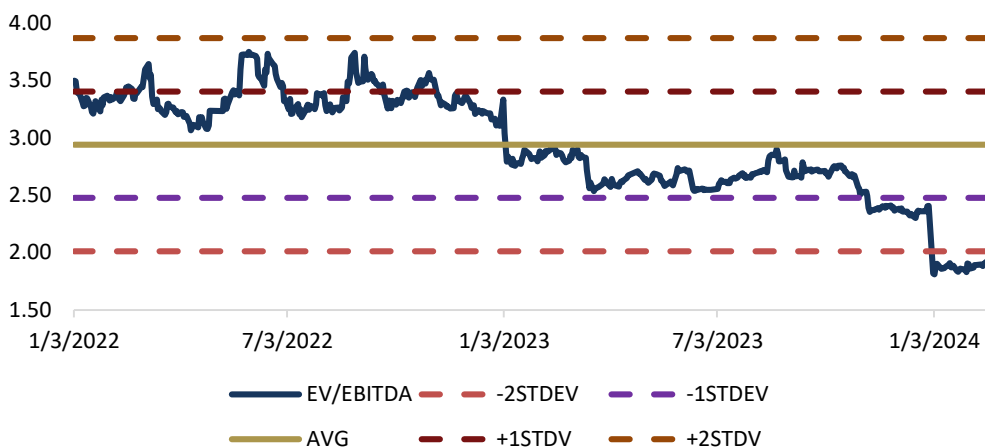
Figure 8. PGAS' 9M23

PT Perusahaan Gas Negara Tbk (PGAS.IJ)										
(USDmn)	3Q22	2Q23	3Q23	QoQ (%)	YoY (%)	9M22	9M23	YoY (%)	9M23/SSI	9M23/Cons
Revenue	901	850	907	7%	1%	2,642	2,691	2%	75%	74.0%
Operating Profit	140	144	106	-26%	-24%	480	390	-19%	81%	75.0%
EBITDA	265	266	239	-10%	-10%	849	763	-10%	74%	80.0%
Net Profit	72	59	53	-10%	-26%	311	199	-36%	77%	67.0%
Operating Margin (%)	16%	17%	12%	-5 bps	-4 bps	18%	14%	-4 bps		
EBITDA Margin (%)	29%	31%	26%	-5 bps	-3 bps	32%	28%	-4 bps		
Net Margin (%)	8%	7%	6%	-1 bps	-2 bps	12%	7%	-4 bps		

Source: SSI Research

PGAS membukukan pendapatan 3Q23 sebesar USD 907 juta (+1% yoy, +7% qoq) dan laba bersih sebesar USD 53 juta (-26% yoy, -10% qoq); Perkiraan laba bersih PGAS kami yang telah direvisi kini sudah sesuai dengan angka aktual

Figure 9. EV/EBITDA Band Chart



Source: SSI Research

TP kami di IDR 1,300/saham mencerminkan EV/EBITDA FY24F sebesar 2,6x, -0.5 st. deviasi 3 tahun

Figure 10. Peers Comparison

Ticker	Company	Market Cap (USDmn)	EV (USDmn)	PE (x)		PBV (x)		EV/EBITDA (x)		ROA (%)		ROE (%)	
				2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
Midstream O&G Average			88,254.7	13.1	12.2	2.3	2.2	9.6	9.1	5.3	5.4	18.0	18.3
ENB US	Enbridge Inc	73,163	148,507	16.8	15.6	1.8	1.8	10.6	9.8	3.6	3.9	10.2	11.7
EPD US	Enterprise Products Partners LP	59,518	89,504	10.3	9.8	2.1	2.0	9.2	8.8	7.7	7.6	20.4	20.5
TRP US	TC Energy Corp	41,033	95,794	12.9	12.4	2.1	2.1	11.3	10.8	3.9	4.0	13.6	13.9
KMI US	Kinder Morgan Inc	38,595	71,322	14.1	13.7	1.3	1.3	8.9	8.7	4.1	3.6	9.2	9.2
ET US	Energy Transfer LP	49,304	110,140	9.2	8.6	1.6	1.5	7.4	7.2	5.5	6.0	16.7	17.4
MPLX US	MPLX LP	38,852	59,418	9.5	9.1	2.9	2.7	9.1	8.9	10.9	10.5	30.2	29.9
OKE US	ONEOK Inc	43,807	65,302	15.1	14.1	2.7	2.7	10.7	10.2	6.0	6.7	17.7	16.8
PBA US	Pembina Pipeline Corp	19,124	30,652	15.4	14.5	1.8	1.9	9.4	8.9	5.7	5.6	11.3	11.4
TRGP US	Targa Resources Corp	21,923	37,047	17.2	14.5	6.2	5.1	9.6	8.7	-	-	33.7	32.8
WES US	Western Midstream Partners LP	12,695	19,924	10.1	9.5	4.0	3.7	8.8	8.5	-	-	43.8	45.4
Upstream O&G Average			1,317,476	13.8	13.8	3.4	3.4	6.7	6.7	13.8	13.5	24.1	22.8
ARAMCO AB	Saudi Arabian Oil Co	2,045,488	2,071,504	16.7	17.2	4.9	4.8	8.0	8.1	18.1	17.9	30.3	28.4
XOM US	Exxon Mobil Corp	414,719	435,776	11.6	11.0	1.8	1.7	5.7	5.4	8.8	8.2	16.2	16.0
CVX US	Chevron Corp	282,323	301,318	11.8	10.5	1.7	1.7	5.6	5.1	9.9	8.6	15.2	16.1
SHELL NA	Shell PLC	203,191	241,728	7.7	7.5	1.0	1.0	3.9	4.0	7.0	6.6	13.6	12.9
PCCYF US	PetroChina Co Ltd	214,490	274,567	6.1	6.2	0.7	0.6	4.0	3.9	6.0	5.8	11.4	10.5
TTE US	TotalEnergies SE	152,925	167,921	7.1	7.1	1.2	1.1	4.0	4.1	7.2	6.3	17.5	15.2
COP US	ConocoPhillips	132,393	144,763	13.0	11.8	2.6	2.4	5.7	5.5	10.9	10.7	20.9	19.2
BP/ LN	BP PLC	98,792	138,431	7.2	6.7	1.3	1.2	3.5	3.4	4.3	4.4	18.3	17.4
Domestic O&G Average			2,432	8.1	6.9	1.5	1.4	4.8	4.3	5.4	5.9	14.3	15.0
MEDC IJ	Medco Energi Internasional Tbk	2,178	5,229	7.2	6.2	1.2	1.2	3.8	3.6	4.9	5.4	18.0	18.9
ENRG IJ	Energi Mega Persada Tbk	319	369	6.9	5.7	0.6	0.6	1.8	1.9	4.8	5.3	11.1	11.9
RAJA IJ	Rukun Raharja Tbk	360	499	21.3	14.2	2.4	2.2	8.4	6.1	5.9	7.8	11.9	15.8
AKRA IJ	AKR Corporindo Tbk	2,232	2,160	13.2	11.8	2.9	2.6	9.3	8.4	10.0	10.5	22.5	23.0
PGAS IJ	Perusahaan Gas Negara Tbk	1,699	2,892	7.0	6.4	0.6	0.6	2.9	2.2	3.6	3.7	8.7	8.4

Source: SSI Research, Bloomberg

Key Financial Figures

Profit and Loss					
Y/E Dec (USD mn)	21A	22A	23F	24F	25F
Revenues	3,036	3,595	3,586	3,714	3,852
Cost of goods sold	2,449	2,815	2,887	2,986	3,071
Gross Profit	587	781	699	727	781
SGA Expense	204	217	217	228	236
Operating Profit	420	592	482	499	545
EBITDA	842	1,134	1,035	1,067	1,127
Finance Income	25	27	29	27	32
Finance Expenses	153	130	102	85	68
Other Income/Expense (Include Provision)	59	(20)	(40)	(21)	(22)
Pre-tax profit	468	543	444	498	566
Income Tax	103	141	116	130	148
Profit for Period	365	401	328	368	419
Minority Interest	61	75	71	92	105
Net Profit	304	326	258	276	314

Laba operasional diperkirakan meningkat pada FY24F dengan volume dan margin distribusi yang stabil; Kami juga memasukkan biaya provisi sebesar USD 20 juta yang mungkin timbul akibat insiden Gunvor

Balance Sheet					
Y/E Dec (USD mn)	21A	22A	23F	24F	25F
Cash & equivalents	1,503	1,448	1,121	1,358	1,672
Receivables	413	568	567	587	609
Others	275	196	246	253	261
Total Current Assets	2,191	2,212	1,934	2,199	2,542
Net Fixed Asset	4,448	4,151	3,847	3,506	3,158
Other Non-Current Asset	872	832	1,078	1,178	1,280
Total Assets	7,511	7,195	6,858	6,882	6,981
ST. Bank loan	55	48	40	33	26
Payables	706	858	881	913	940
Other current Liabilities	119	87	87	87	87
Total Current Liabilities	881	993	1,008	1,032	1,053
LT. Debt	2,895	2,158	1,812	1,480	1,179
Other LT Liabilities	450	602	501	511	522
Total Liabilities	4,226	3,753	3,321	3,024	2,753
Minority Interest	760	808	879	971	1,075
Total Equity	3,285	3,442	3,537	3,859	4,228

Meningkatkan kas dan menjadi net cash company pada FY25

Source: Company, SSI Research

Cash Flow					
Y/E Dec (USD mn)	21A	22A	23F	24F	25F
Net Profit	365	401	328	368	419
D&A	422	542	553	568	581
Changes in Working Capital	(175)	(8)	23	9	3
Operating Cash Flow	675	1,087	906	946	1,005
Capital Expenditure	(222)	(133)	(249)	(227)	(234)
Others	11	46	(286)	(96)	(99)
Investing Cash Flow	(211)	(87)	(535)	(323)	(333)
Net - Borrowing	(110)	(118)	(354)	(339)	(308)
Dividends	(24)	(233)	(233)	(46)	(50)
Other Financing	-	(644)	(111)	-	-
Financing Cash Flow	(134)	(996)	(698)	(386)	(358)
Net - Cash Flow	324	(56)	(327)	237	314
Cash at beginning	1,179	1,503	1,448	1,121	1,358
Cash at ending	1,503	1,448	1,121	1,358	1,672

Belanja modal diperkirakan akan stabil ke depan dengan fokus pada pengembangan jaringan gas

Key Ratios					
Y/E Dec (USD mn)	21A	22A	23F	24F	25F
Gross Profit Margin (%)	19.3	21.7	19.5	19.6	20.3
Operating Margin (%)	13.8	16.5	13.4	13.4	14.2
EBITDA Margin (%)	27.7	31.5	28.9	28.7	29.2
Pre-Tax Margin (%)	15.4	15.1	12.4	13.4	14.7
Net Profit Margin (%)	10.0	9.1	7.2	7.4	8.2
Debt to Equity (x)	0.66	0.53	0.48	0.43	0.38
Net Gearing (x)	0.44	0.22	0.21	0.04	-0.11

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

Major Assumptions					
	21A	22A	23F	24F	25F
Transmission Volume Growth (%)	3.0	0.0	8.0	3.0	5.0
Distribution Volume Growth (%)	5.0	3.0	4.0	3.0	3.0
Oil and Gas Revenue Growth (%)	63.0	53.0	-8.0	5.0	7.0
Distribution Fee Growth (%)	-3.3	0.5	-13.4	-1.6	0.0
Distribution ASP Growth (%)	-3.3	3.6	-3.0	-0.4	-0.7
Transmission Toll Fee Growth (%)	-14.4	-2.2	21.5	0.0	0.0

Pertumbuhan volume distribusi gas yang cenderung moderat, dengan ASP yang stabil karena berakhirnya HGBT pada akhir FY24F

Source: Company, SSI Research

Research Team			
Prasetya Gunadi	Head of Equity Research, Strategy, Banking	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	Consumer Staples, 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	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
Fachruy Fiater	Institutional Sales Trader	fachruy.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
Michael Alexander	Equity Dealer	michael.alexander@samuel.co.id	+6221 2854 8369
Yonathan	Equity Dealer	yonathan@samuel.co.id	+6221 2854 8347
Reza Fahlevi	Equity 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 2854 8104

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.