

Indonesia Coal

Banyak Tantangan Namun Tetap Atraktif

Sektor batu bara masih akan tertekan di 2020, faktor *demand* Tiongkok yang turun ditambah *supply* nasional yang berlebih, bisa terjadi disaat perlambatan ekonomi global dan target produksi batu bara nasional sejumlah 550 juta ton kembali melebar. Adapun, target konsumsi DMO 2020 sejumlah 155 juta ton belum bisa menolong pendapatan emiten batu bara. Prediksi kami untuk harga batu bara ICE Newcastle di 2020F-2021F di rentang USD65/metrik ton-USD75/metrik ton dan potensi turunnya laba emiten batu bara sekitar 2,3%-15,7% YoY. Namun saham P/E 2020F PTBA, ADRO, ITMG masing-masing 7,2x, 9,5x, 8,7x yang sudah murah dan atraktif di 2020.

Neutral

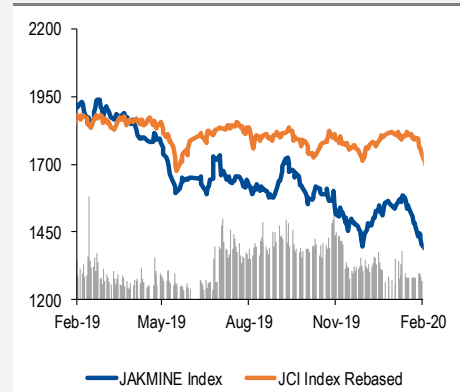
Top Picks

PTBA	Buy	IDR2,800
ADRO	Buy	IDR1,700
ITMG	Hold	IDR12,000

	P/E (x)	P/B (x)
JCI	14.1	1.9
JAKMINE	8.7	0.8

SECTOR MARKET CAP	338.7 Trillion
-------------------	----------------

Sector Index



Proyeksi Harga Batu Bara

Kami memproyeksikan harga batu bara ICE Newcastle (CV: 6,000 kcal/kg) untuk 2020F-2021F di rentang USD65/metrik ton-USD75/metrik ton atau turun sekitar 3,8%-14,5% dari rata-rata harga sepanjang 2019 sebesar USD78/metrik ton. Perlambatan ekonomi dunia akan berdampak pada *demand* batu bara secara global yang berpotensi lebih rendah di tahun 2020. Proyeksi kami terkait estimasi laba secara sektoral di 2020 akan menurun di rentang 3,5%-7,8% YoY bersamaan dengan prediksi ASP dari emiten batu bara akan lebih kecil di tahun ini. Kami memberikan rating *neutral* untuk sektor batu bara di 2020.

Faktor Penggerak Sektor Batu Bara

Kinerja emiten batu bara akan menjadi tolak ukur sektor batu bara di 2020 dan kinerja emiten batu bara akan dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti: (1) *demand* dari Tiongkok di 2020 berpotensi lebih rendah dari tahun sebelumnya karena adanya regulasi pengurangan emisi bersamaan dengan kebijakan pengurangan impor dan wabah virus di Tiongkok; (2) produksi batu bara nasional diprediksi masih akan melebihi dari target pemerintah karena tingginya produksi dari perusahaan batu bara nasional yang masih sulit untuk diawasi yang akan berdampak pada berbihannya *supply*; (3) biaya operasional emiten batu bara diprediksi akan meningkat karena harus memacu volume produksi untuk memacu penjualan disaat melemahnya harga jual batu bara.

Rekomendasikan BUY untuk PTBA, ADRO, dan HOLD untuk ITMG

Kami merekomendasikan saham dengan beberapa pertimbangan yaitu: (1) PTBA memiliki ROE sebesar 24,1% yang paling besar dari kompetitornya dengan produksi batu bara yang tinggi untuk mengantisipasi penurunan pendapatan akibat berkurangnya ASP dengan memperbanyak volume penjualan; (2) ADRO memiliki keunggulan pada terdiversifikasinya produk batu bara yang dijual dan melakukan investasi pada infrastruktur pertambangan untuk mengintegrasikan proses *downstream* hingga *upstream*; (3) ITMG mempunyai EPS tertinggi diantara kompetitor dan terus menambah cadangan batu bara dengan proses akuisisi tambang; (4) PTBA, ADRO, dan ITMG memiliki valuasi yang murah dan atraktif dengan P/E 2020F masing-masing sebesar 7,2x, 9,5x, dan 8,7x.

Risiko Terhadap Pandangan Kami

Dengan rating *neutral* tetap ada potensi risiko terkait pandangan kami yaitu: (1) perubahan regulasi dari Tiongkok terkait kebijakan impor; (2) terjadi gangguan *supply* yang ekstrem dari perkiraan sehingga bisa menyeimbangkan harga di pasar global; (3) perusahaan tambang di Indonesia dapat menjaga produksi dibawah target pemerintah.

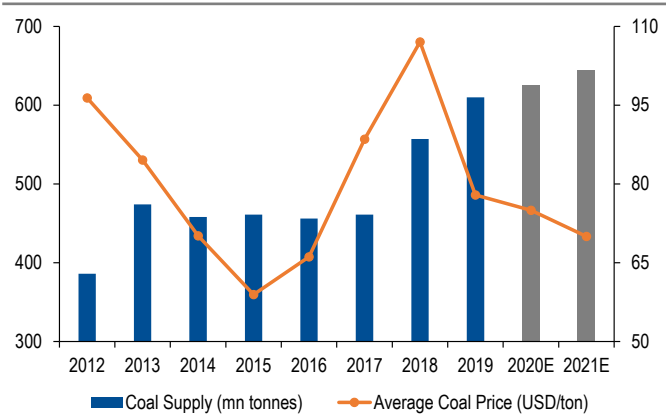


Meilki Darmawan

+6221 5088 9128, meilki.darmawan@nhsec.co.id

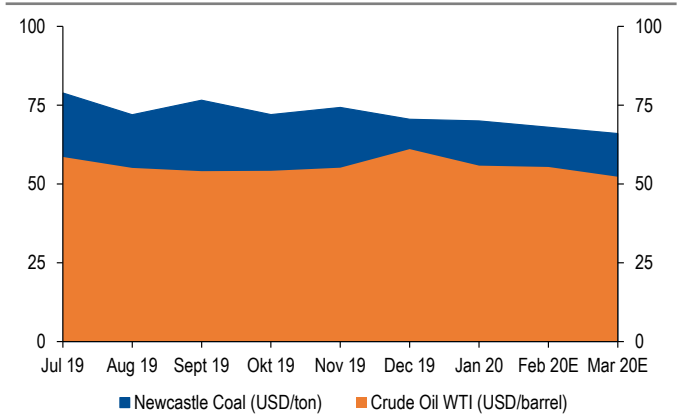
Key Charts & Tables

Figure 1: Coal Supply vs Average Coal Price



Source: Directorate General of Mineral and Coal, International Coal Report, NHKSI Research

Figure 2: Coal Price Downward Trend vs Oil Price



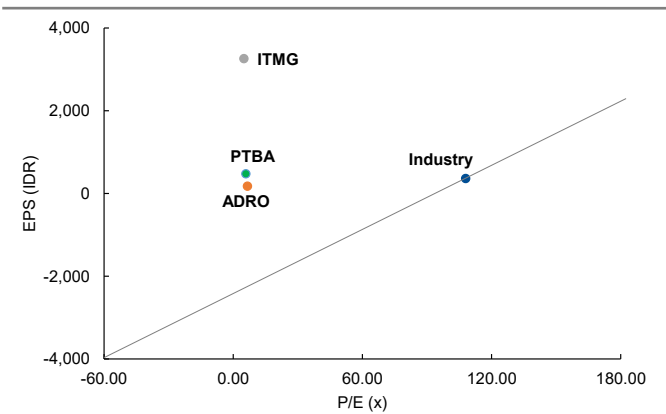
Source: Intercontinental Exchange, New York Mercantile Exchange, NHKSI Research

Figure 3: Thermal Coal Price Forecast

Forecast Thermal Coal Prices			2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
Newcastle FOB	New	USD/t	122	97	85	71	59	66	88	107	78	75	70

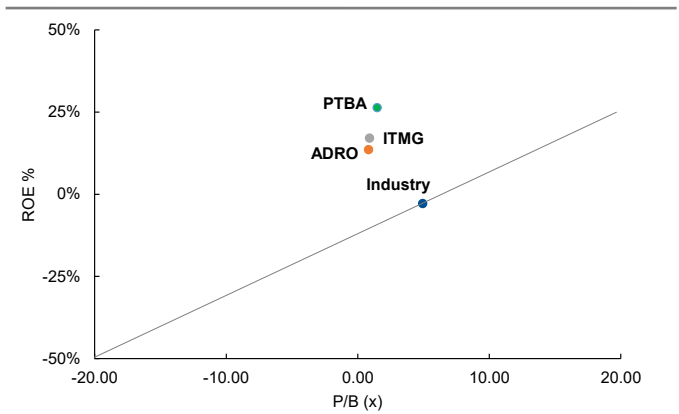
Source: Bloomberg, NHKSI Research

Figure 4: EPS Growth vs P/E Comparison



Source: Bloomberg, NHKSI Research

Figure 5: P/B vs ROE Comparison



Source: Bloomberg, NHKSI Research

Figure 6: Recommendations and Target Prices

Companies	Ticker	Rating	Last Price	TP	Upside	Method
Bukit Asam	PTBA IJ	Buy	IDR2,360	IDR2,800	18.6%	Forward P/E 7.0x (-0.3 SD 3-Year Average)
Adaro Energy	ADRO IJ	Buy	IDR1,250	IDR1,700	36.0%	Forward P/E 9.3x (+0.5 SD 3-Year Average)
Indo Tambangraya Megah	ITMG IJ	Hold	IDR11,150	IDR12,000	7.6%	Forward P/E 8.6x (-0.2 SD 3-Year average)

Source: Bloomberg, NHKSI Research

Fundamental Ranking

Figure 7: Piotroski F-Score

Rank	Ticker	Company Name	F-Score
1	ADRO IJ	Adaro Energy	6
2	ITMG IJ	Indo Tambangraya Megah	4
3	INDY IJ	Indika Energy	4
4	PTBA IJ	Bukit Asam	3
5	HRUM IJ	Harum Energy	3
6	BUMI IJ	Bumi Resources	1

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

Figure 8: Grantham Quality Indicator

Rank	Ticker	Company Name	Grantham Point
1	INDY IJ	Indika Energy	5.3
2	ITMG IJ	Indo Tambangraya Megah	4.3
3	PTBA IJ	Bukit Asam	4.0
4	ADRO IJ	Adaro Energy	4.0
5	HRUM IJ	Harum Energy	4.0
6	BUMI IJ	Bumi Resources	2.7

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

Regional Valuation Comparison

Figure 9: Valuation Comparison

Company	Mkt Cap (USD mn)	P/E (x)		P/B (x)		EV/EBITDA (x)		EPS Growth (%)		Dividend Yield (%)	
		FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
Bukit Asam	2,025	7.5	7.1	1.4	1.3	4.5	4.4	-12.8	5.3	10.3	8.1
Adaro Energy	3,031	7.2	7.2	0.7	0.6	3.6	3.6	-7.2	2.4	6.3	6.2
Indo Tambangraya Megah	862	6.5	6.1	0.9	0.9	2.6	2.3	-1.4	7.3	13.9	14.2
Indika Energy	343	8.2	9.4	0.3	0.2	3.4	3.3	-7.4	-16.0	4.5	7.5
Harum Energy	238	8.0	8.0	0.7	0.6	1.6	1.6	0.0	0.0	6.7	6.7
Banpu	1,452	14.5	10.9	0.5	0.5	11.2	9.9	26.9	32.8	3.8	5.6
Southeast Asia Coal - Average		8.7	8.1	0.8	0.7	4.5	4.2	0.3	5.3	7.6	8.1
China Shenzua	45,373	7.6	7.6	0.8	0.8	4.0	4.0	-3.0	0.1	5.0	5.0
Yanzhou Coal	5,534	5.6	5.5	0.6	0.6	5.1	4.9	-6.4	1.1	5.7	5.7
China Coal	7,359	9.3	8.9	0.5	0.5	5.8	6.0	4.3	2.2	2.7	2.8
China Coal - Average		7.5	7.3	0.6	0.6	5.0	3.7	-0.8	1.1	4.5	4.5
BHP Billiton	119,423	14.1	14.3	2.4	2.3	6.1	6.1	6.3	-8.4	5.4	4.7
Rio Tinto	91,089	11.5	14.0	2.3	2.2	5.6	6.2	-10.9	-17.7	4.2	4.0
Australia Coal - Average		12.8	14.2	2.4	2.3	5.9	6.2	-2.3	-13.1	4.8	4.4
Total Average		9.1	9.0	1.0	1.0	4.9	4.8	-1.1	0.8	6.2	6.4

Source: Bloomberg

Contents

Key Charts & Tables	2
Fundamental Ranking	3
Regional Valuation Comparison	4
Kondisi Tiongkok Sebagai Importir Utama	6
Regulasi Tiongkok Terkait Pengurangan Emisi	6
Penurunan Konsumsi Batu Bara di Tiongkok	7
Kondisi Nasional Dengan Pasokan Berlebih	8
Sulit Mengendalikan Produksi Nasional	8
Volume Penjualan Terus Dipacu	9
Pertumbuhan Konsumsi Domestik Jadi Tumpuan	10
Konsumsi Pembangkit Masih Dominan	11
Beban Biaya Berpotensi Meningkat	12
Kepastian Terkait Royalti	13
Kondisi Perdagangan Batu Bara Termal	16
Masih Dalam Tren Penurunan	16
Saham Pilihan Kami	17
Analisis Sensitivitas	18
Bukit Asam	19
Adaro Energy	29
Indo Tambangraya Megah	39

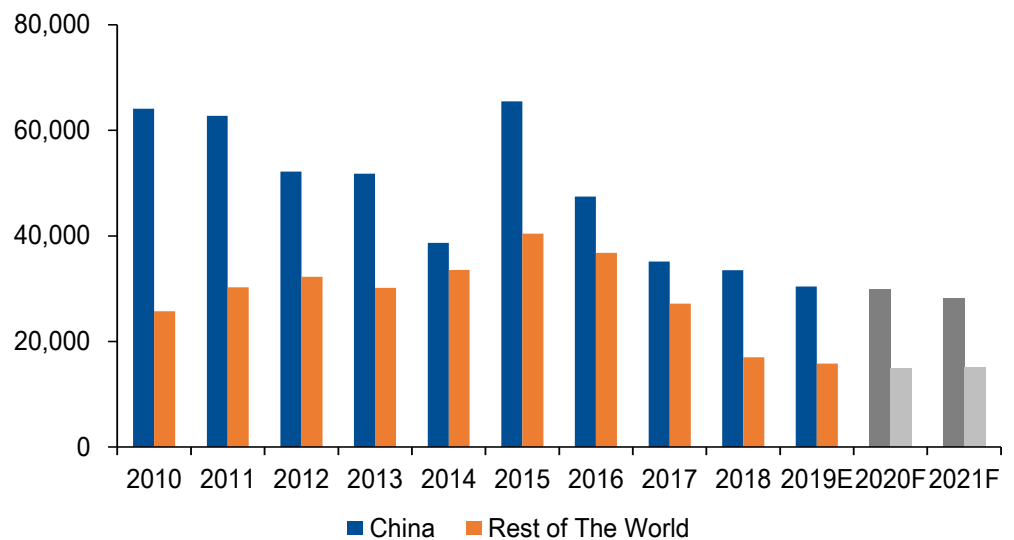
Industri di Tiongkok mulai mengurangi penggunaan batu bara hingga 4,3% YoY

Kondisi Tiongkok Sebagai Importir Utama

Regulasi Tiongkok Terkait Pengurangan Emisi

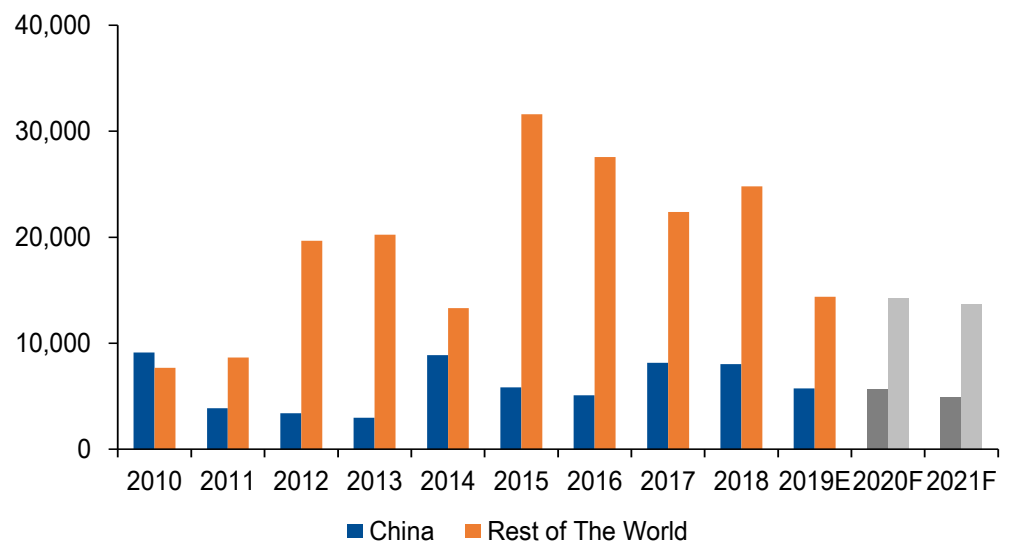
Ultra-Low Emissions (ULE) Standard Policy untuk pembangkit listrik diterapkan oleh Tiongkok di 2015 dengan tujuan untuk mengontrol polusi akibat pembakaran batu bara dari pembangkit listrik. Hingga 2018, program tersebut berhasil mengurangi emisi dari pembangkit listrik dengan batu bara yakni sebesar 60% dan akan dilanjutkan di 2020 dengan penerapan *ULE Standard* yang lebih ketat. Pada 2020, akan diberlakukan batas emisi baru untuk SO₂, NO_x, dan partikulat di level masing-masing sebesar 35, 50, dan 10mg m⁻³, tercatat di 2017 sudah hampir 71% batas tersebut telah dipenuhi oleh pembangkit listrik dengan batu bara di Tiongkok. Dampaknya selama periode 2016 hingga 2017, beberapa industri yang menggunakan batu bara sudah mulai mengurangi penggunaan batu bara dan lebih mengarah pada *green business*, seperti industri baja (-3.3% YoY), industri semen (-2.9% YoY), industri aluminium (-1% YoY), industri etilena (-4.2% YoY), dan industri ammonia sintetis (-3% YoY).

Figure 10: New Coal-Fired Capacity (MW)



Source: Global Energy Monitor, NHKSI Research

Figure 11: Retired Coal Plants (MW)



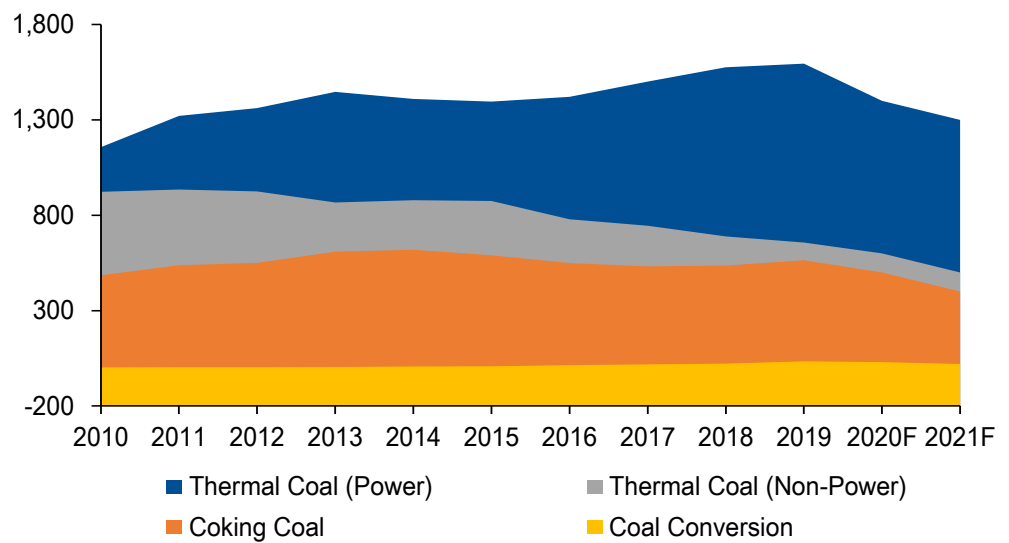
Source: Global Energy Monitor, NHKSI Research

Konsumsi batu bara untuk pembangkit listrik di Tiongkok hanya mencapai 17,890 MW di 2018

Penurunan Konsumsi Batu Bara di Tiongkok

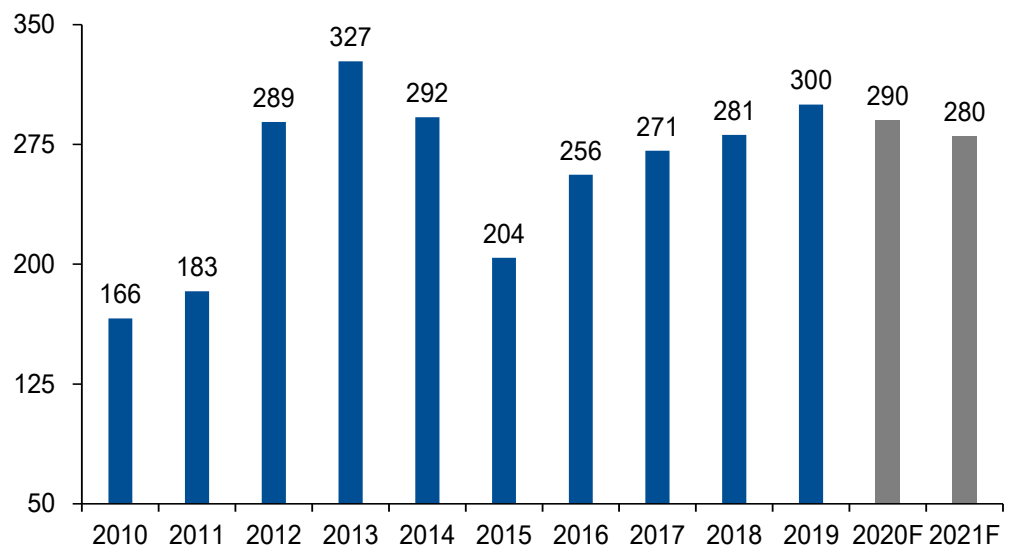
Untuk industri pembangkit listrik berbasis batu bara, ULE *Standard Policy* telah mengarahkan Tiongkok pada proses renovasi kapasitas pembangkit untuk memenuhi standar yang sudah ditetapkan. Proses renovasi sudah berjalan dari 2015 dan pada 2018 telah berhasil mengurangi kapasitas sejumlah pembangkit yang dari kisaran 65,517 MW menjadi sekitar 17,890 MW. Tiongkok juga terus menahan investasi baru pada pembangkit dan memberhentikan beberapa pembangkit berbasis batu bara setiap tahunnya. Dengan kondisi penurunan kapasitas energi dan semakin berkurangnya pembangkit listrik berbasis batu bara maka konsumsi batu bara Tiongkok juga berpotensi menurun.

Figure 12: China Coal Consumption (MTCE)



Source: IEA, NHKSI Research

Figure 13: China Coal Import (MMT)



Source: Bloomberg, NHKSI Research

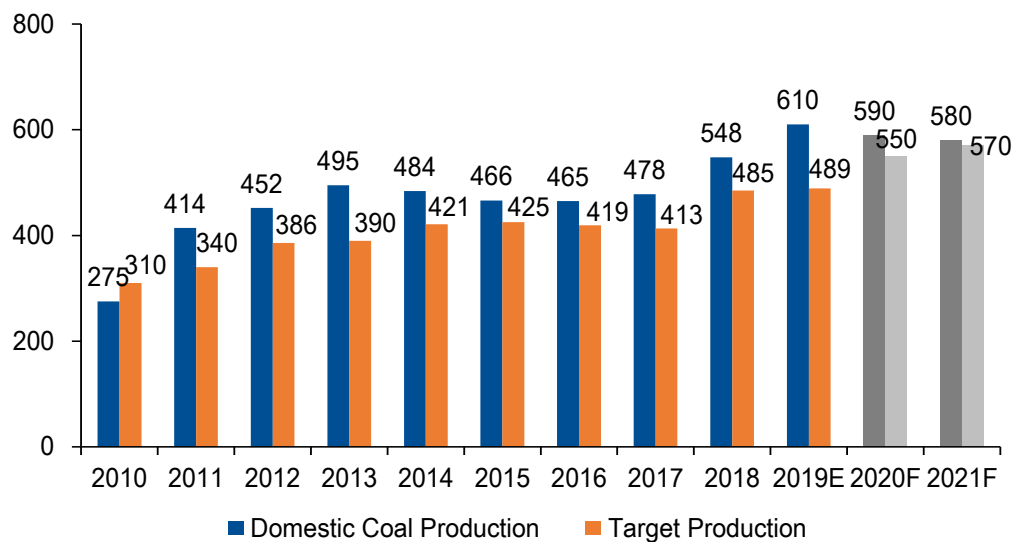
Realisasi produksi batu bara berpotensi untuk kembali melampaui target produksi nasional sebesar 550 juta ton.

Kondisi Nasional Dengan Pasokan Berlebih

Sulitnya Mengendalikan Produksi Nasional

Sektor batu bara Indonesia masih dihadapkan pada minimnya pengawasan oleh Pemerintah dan disiplin dari perusahaan batu bara untuk mengikuti target produksi batu bara nasional yang selalu ditetapkan di awal tahun. Realisasi di 2019 mencapai 610 juta ton (vs target 2019 sebesar 489 juta ton) sebagai rekor tertinggi dalam lima tahun terakhir. Pada 2020, Pemerintah Indonesia menetapkan target produksi batu bara nasional sebesar 550 juta ton namun kami mengestimasi tahun ini realisasi produksi akan berada di rentang 560-590 juta ton berdasarkan faktor seperti: (1) harga batu bara yang murah akan memacu perusahaan batu bara untuk terus meningkatkan produksi untuk mempertabal volume penjualan; (2) negara selain Tiongkok masih berpotensi untuk melakukan ekspor untuk kebutuhan musim dingin; (3) tidak adanya gangguan cuaca di lokasi tambang.

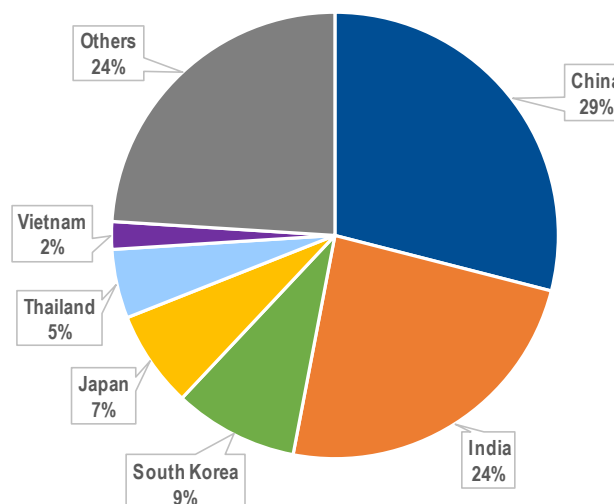
Figure 13: Indonesia Coal Production & Target (Mn Tonnes)



Source: Bloomberg, IHS Energy, NHKSI Research

Figure 14: Indonesia Estimated Exports Breakdown

Tiongkok dan India masih menjadi negara dengan porsi terbesar sebagai tujuan ekspor batu bara Indonesia



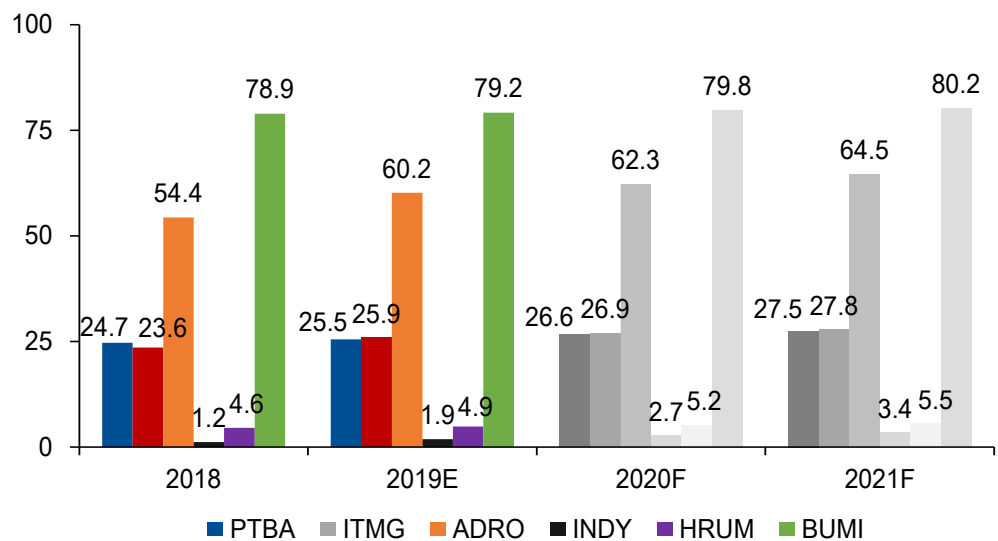
Source: Bloomberg, IHS Energy, NHKSI Research

Hingga Maret 2020, akan ada peningkatan *demand* dari Jepang dan Korea Selatan.

Volume Penjualan Terus Dipacu

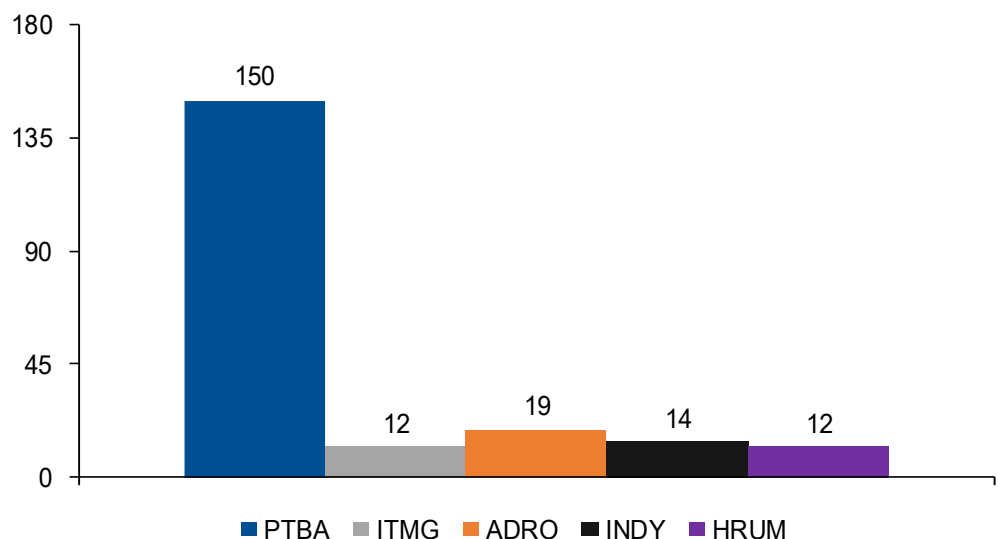
Kami memproyeksikan untuk volume penjualan emiten tambang batu bara masih akan meningkat hingga 2021 walaupun perusahaan tambang berpotensi mengurangi capex 2020 di rentang 20%-33% tetapi proses operasional masih akan dipacu untuk mengurangi dampak turunnya pendapatan akibat harga jual batu bara yang berpotensi tidak akan melebihi USD75/metrik ton. Volume penjualan yang lebih besar membuat *stripping ratio* dan *hauling cost* emiten batu bara berpotensi lebih tinggi. Beberapa emiten memiliki potensi untuk meningkatkan volume penjualan dengan tujuan ke negara seperti Jepang, Korea Selatan, dan Thailand namun kami memprediksi peningkatan yang signifikan hanya akan terjadi di kuartal I/2020 karena periode musim dingin yang berakhir di bulan Maret.

Figure 15: Sales Volume Comparison (Mn Tonnes)



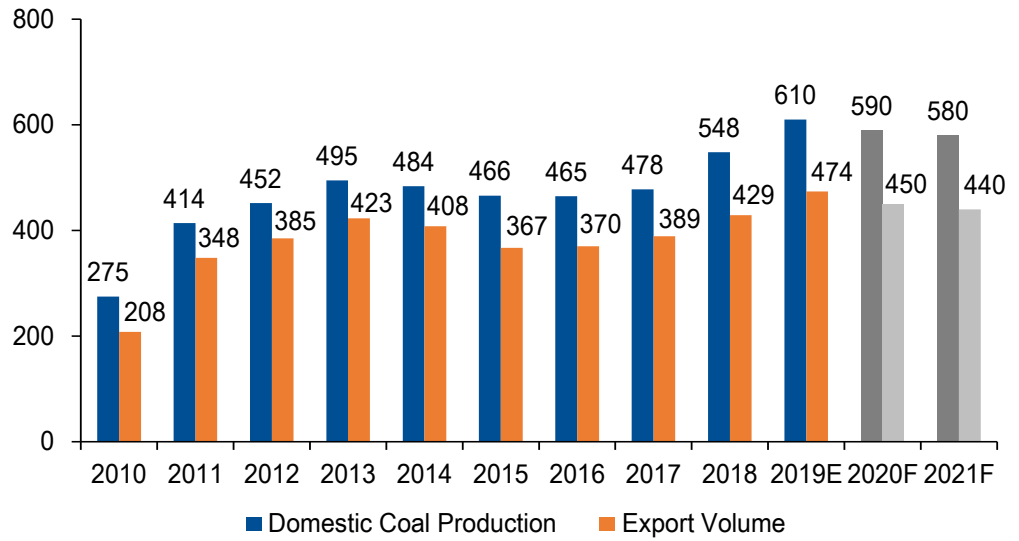
Source: Bloomberg, NHKSI Research

Figure 16: Reserves Life Comparison (Years)



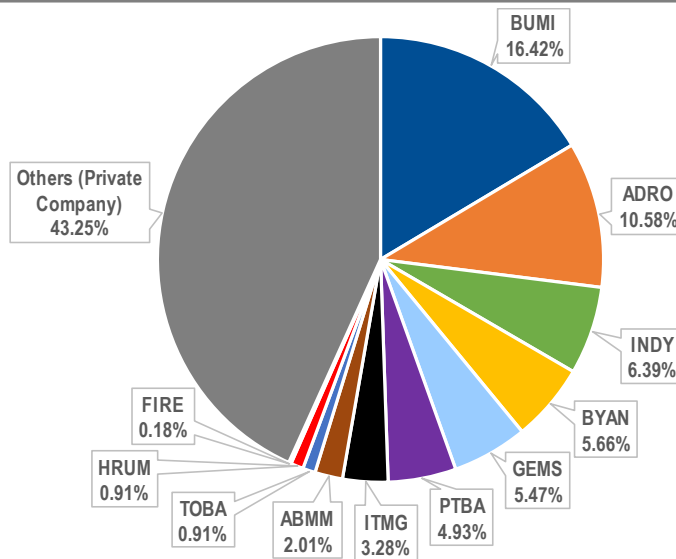
Source: Company Data, NHKSI Research

Figure 17: Indonesia Coal Production & Export (Mn Tonnes)



Source: Company Data, NHKSI Research

Figure 18: Indonesia Coal Producers



Source: Company Data, NHKSI Research

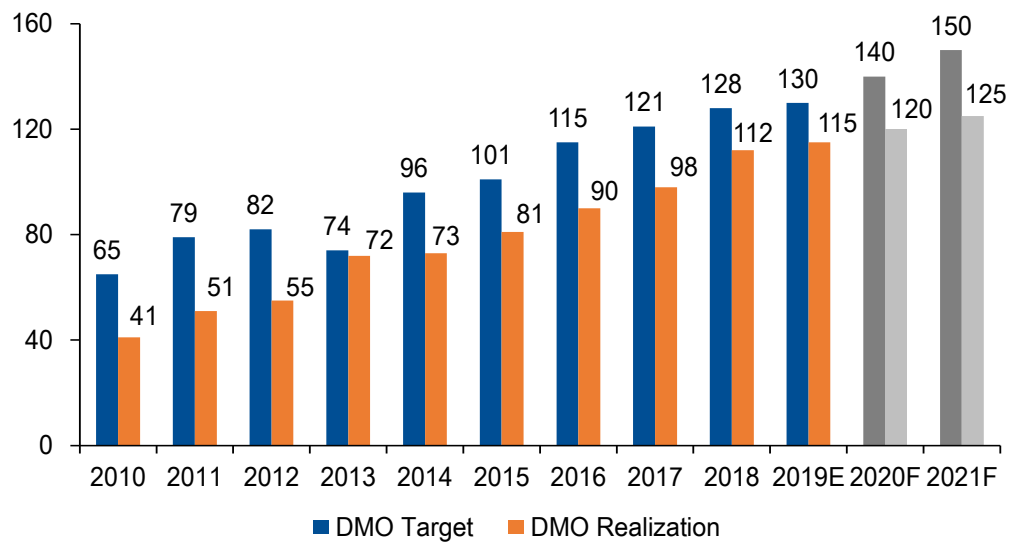
BUMI berkontribusi paling besar dari total produksi batu bara di Indonesia

Pertumbuhan Konsumsi Domestik Jadi Tumpuan

Program DMO 2020 resmi ditetapkan dengan porsi minimal 25% dari rencana total produksi batu bara nasional (target total produksi 2020 sebesar 550 juta ton). Harga transaksi batu bara untuk program DMO sebesar USD70/metrik ton, besaran tersebut menurut kami akan membantu stabilitas pendapatan emiten yang dihadapkan dengan fluktuasi harga batu bara dengan potensi berada di level USD65/metrik ton. Dengan terjaganya supply untuk kebutuhan domestik, sejumlah emiten dimudahkan untuk menjual produksi. Namun, sejak diimplementasi, hanya rata-rata 20% dari batu bara digunakan di dalam negeri. Implementasi DMO secara konsisten gagal untuk mencapai target yang ditetapkan, estimasi kami untuk implementasi DMO di 2020 akan berada di level 22% dengan artian masih akan dibawah target pemerintah. Namun kondisi konsumsi domestik diharapkan konsisten naik karena peningkatan konsumsi batu bara per produksi unit listrik.

Konsumsi domestik di 2020 masih berharap pada serapan dari program DMO

Figure 19: Domestic Market Obligation Target & Achievement (Mn Tonnes)



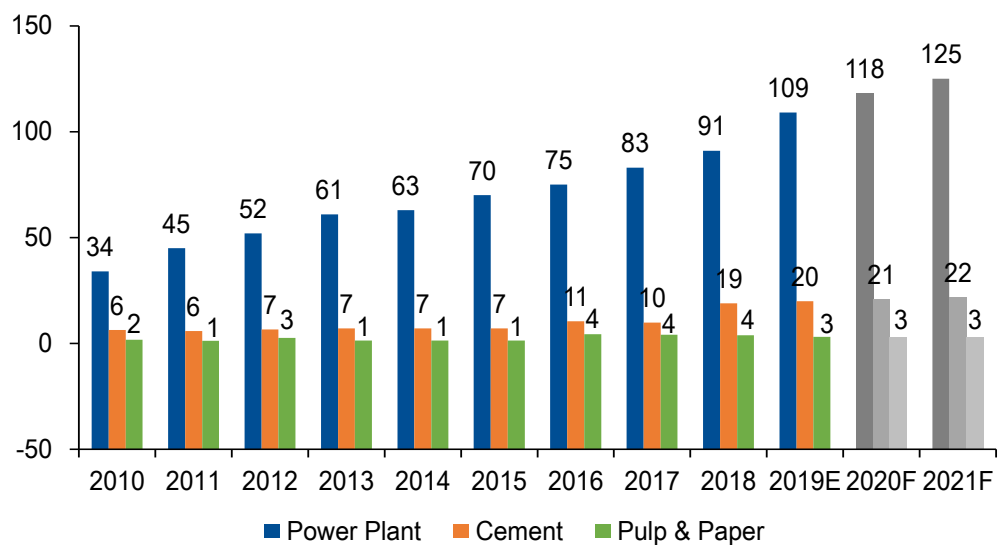
Source: Minister of Energy and Mineral Resources, NHKSI Research

Konsumsi Pembangkit Masih Dominan

Konsumsi batu bara sektor kelistrikan terus melaju, sejak 2014 dari 65,98 juta ton, di 2015 sebesar 70,80 juta ton, di 2016 tercatat 75,4 juta ton, dan pada 2017 mencapai 83 juta ton. Pada periode 2018 total produksi batu bara yang diserap untuk pembangkit listrik masih mendominasi dengan porsi sekitar 60%. Kondisi tersebut berkat kenaikan konsumsi PLN yang dipicu oleh bertambahnya pengoperasian PLTU ditambah dengan PLTU dari *Independent Power Producer* (IPP). Kami memproyeksikan di 2020, kebutuhan batu bara untuk pembangkit listrik PLN dan IPP akan meningkat menjadi 118 juta ton lebih tinggi dari target PLN sebesar 109 juta ton. Besaran tersebut berkat pertimbangan PLTU Jawa-7 yang terletak di Banten sebagai daerah padat penduduk, membutuh pasokan yang lebih besar.

Pembangkit listrik masih mendominasi penggunaan batu bara di Indonesia dan berpotensi meningkat menjadi 118 juta ton di 2020.

Figure 20: Indonesia-Domestic Coal Consumption Trend (Mn Tonnes)



Source: Indonesia Coal Mining Association, NHKSI Research

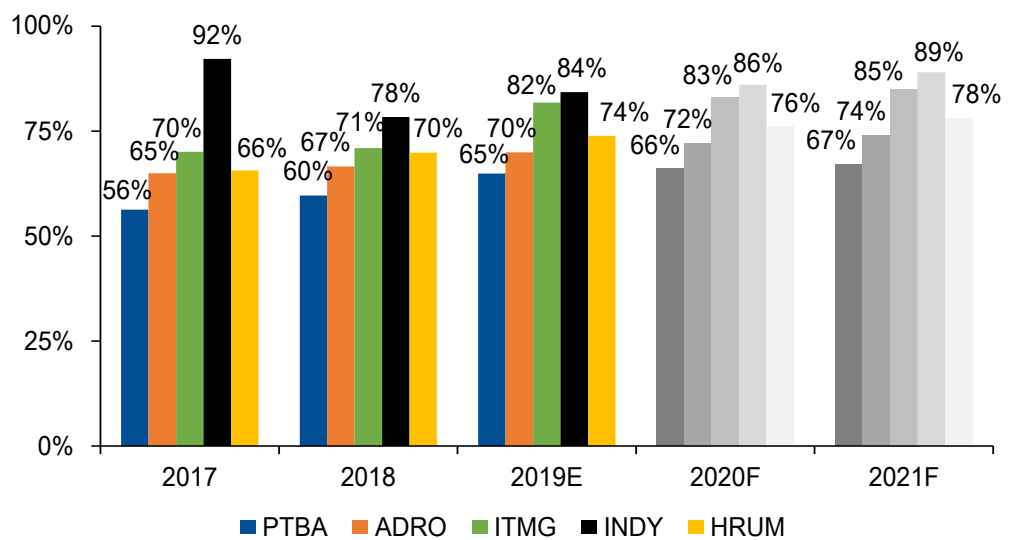
Biaya operasional emiten batu bara dipastikan naik di untuk memacu pendapatan disepanjang 2020.

Beban Biaya Berpotensi Meningkat

Komponen Operasional Yang Lebih Tinggi

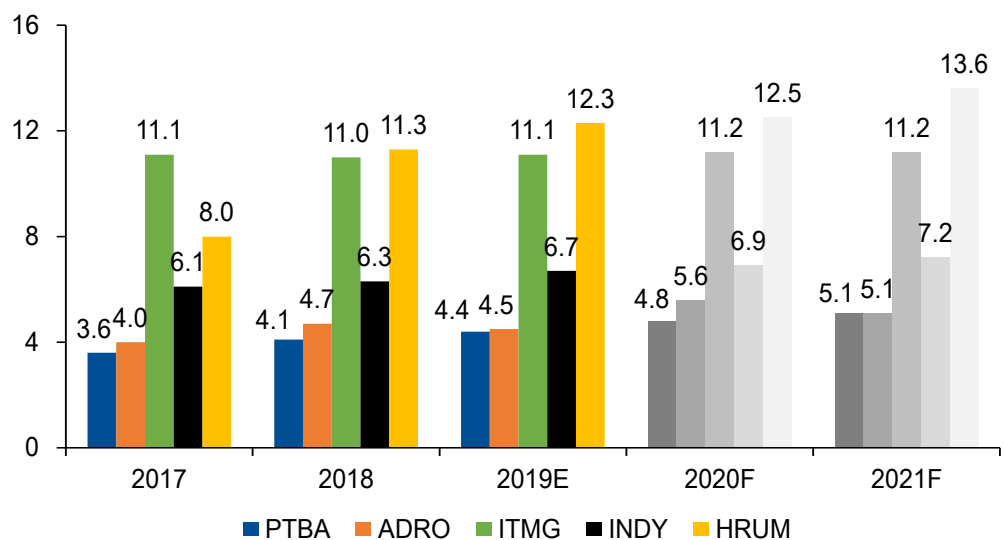
Semakin meningkatnya estimasi produksi dan volume penjualan di tahun ini maka beban biaya emiten pertambangan di 2020 akan lebih besar dari 2019. Kenaikan biaya akan bervariasi tergantung pada *overburden removal* dan jarak dari tambang ke pelabuhan. *Stripping ratio* yang lebih tinggi dan meningkatnya intensitas operasional akan berdampak pada penggunaan bahan bakar diesel yang lebih besar. Penggunaan *railway capacity* yang lebih besar di 2020 akan meningkat seiring dengan meningkatnya level produksi dan potensi gangguan cuaca yang rendah. Saat ini PTBA memiliki keuntungan bekerjasama dengan KAI dan efisiensi biaya yang lebih baik diantara kompetitor.

Figure 21: COGS/Revenue Comparison



Source: Company Data, NHKSI Research

Figure 22: Stripping Ratio Comparison (x)



Source: Company Data, NHKSI Research

PTBA menjadi emiten yang paling diuntungkan jika pemerintah resmi mengurangi royalti pertambangan

Kepastian Terkait Royalti

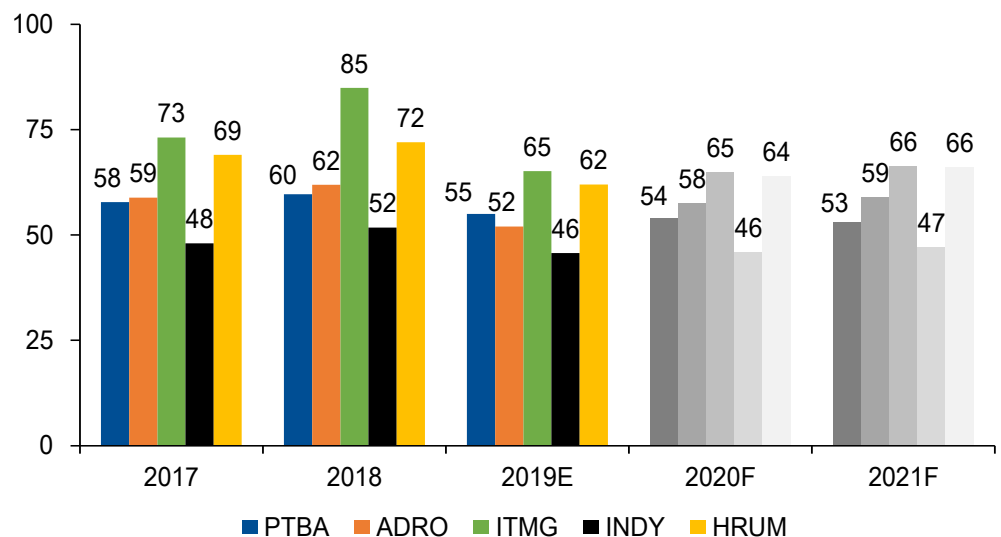
Royalti merupakan salah satu biaya yang setiap tahun ditanggung oleh perusahaan tambang dimana biaya royalti berkontribusi sebesar 15%-22% dari total *cash cost*. Pemerintah berencana untuk meniadakan biaya royalti untuk perusahaan tambang yang sudah dalam tahapan hilirisasi seperti pengolahan batu bara menjadi *Dimethyl Ether* (DME). Perusahaan tambang dengan PKP2B generasi pertama seperti PTBA akan paling diuntungkan karena sudah memulai infrastruktur hilirisasi dengan *background* sebagai perusahaan BUMN. Namun kepastian belum ada tetapi kami memperkirakan jika regulasi diresmikan pada 2020 maka PTBA akan memiliki efisiensi biaya di level 8%-11%.

Figure 23: Royalty

Type of Mining Permits & Coal Grade	Royalty (%)
CCOW - All Grades	13.5
IUP/KP - Open Pit Mining	
<5,100 kcal/kg	3
5,100 - 6,100 kcal/kg	3
> 6,100 kcal/kg	7
IUP/KP - Underground Mining	
< 5,100 kcal/kg	2
5,100 - 6,1000 kcal/kg	4
> 6,100 kcal/kg	6

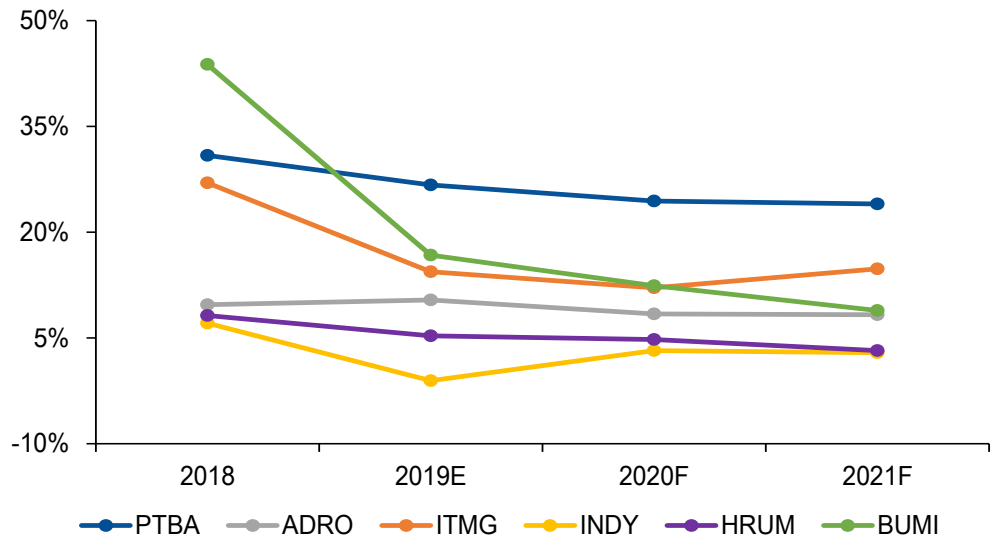
Source: Directorate General of Minerals and Coal, NHKSI Research

Figure 24: Average Selling Price Comparison (USD/Tonne)



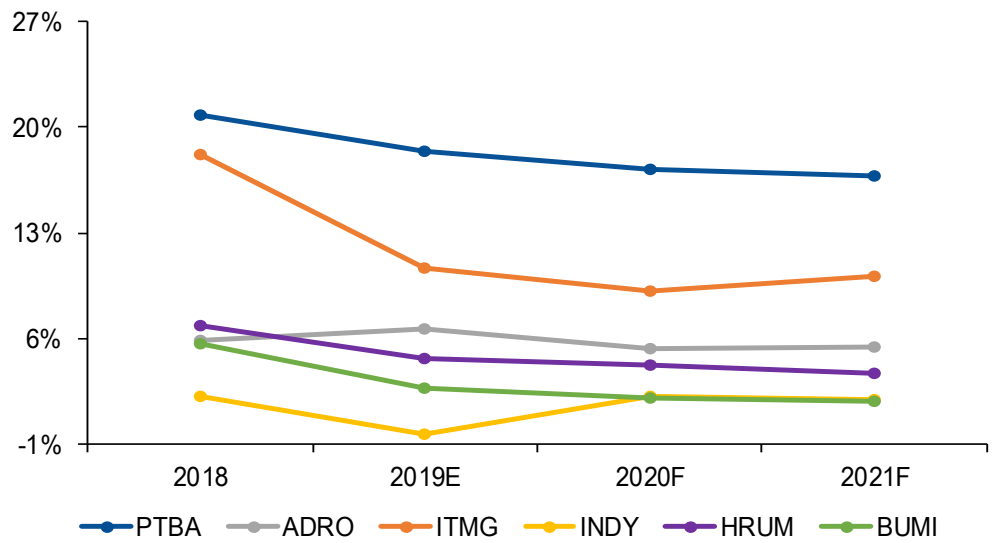
Source: Company Data, NHKSI Research

Figure 25: ROE Comparison



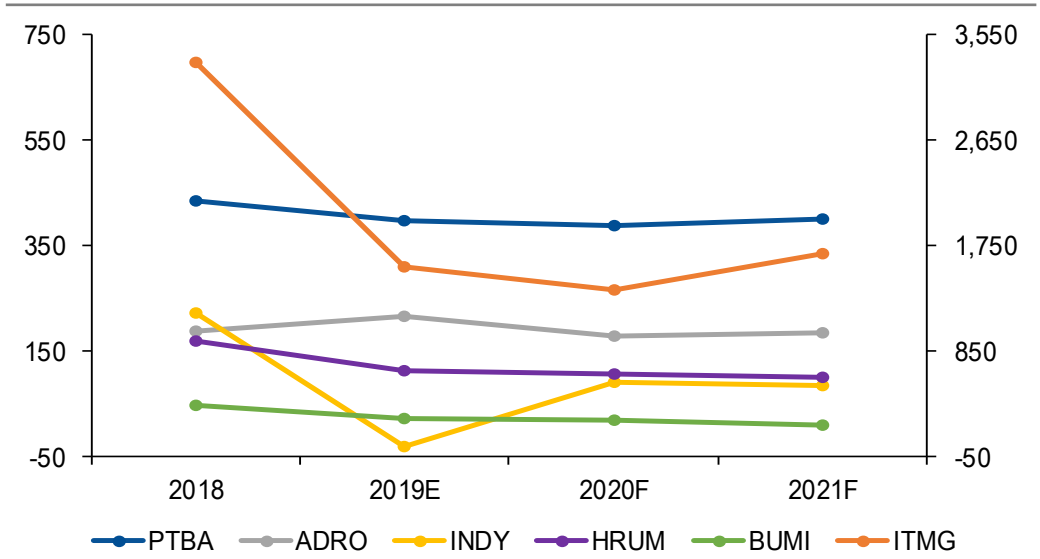
Source: Company Data, NHKSI Research

Figure 26: ROA Comparison



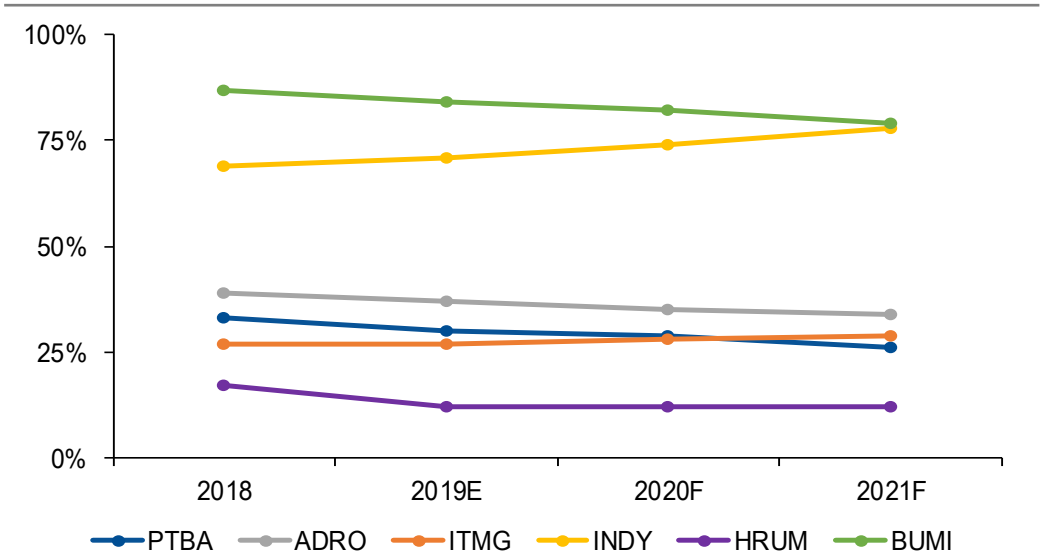
Source: Company Data, NHKSI Research

Figure 27: EPS Comparison (IDR)



Source: Company Data, NHKSI Research

Figure 28: Debt/Total Cap Comparison



Source: Company Data, NHKSI Research

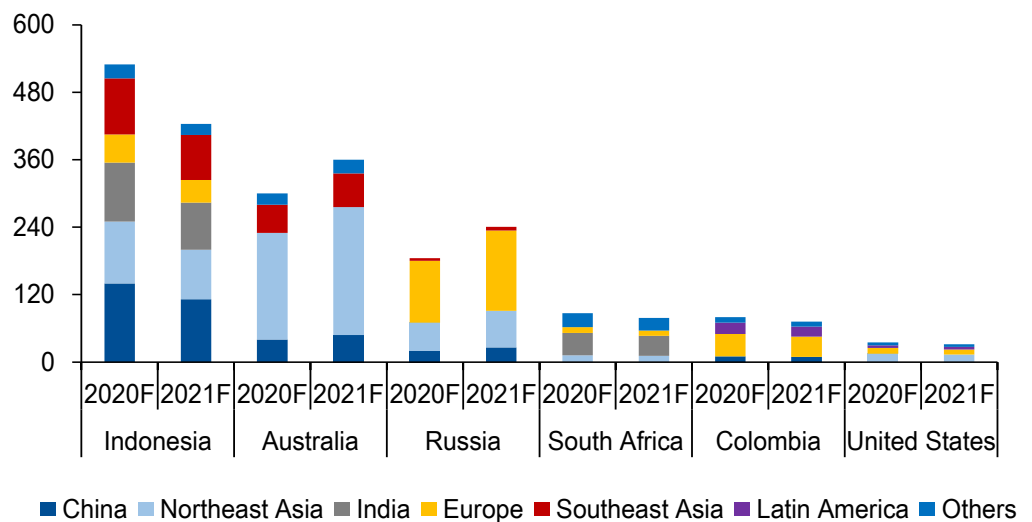
Supply-demand batu bara di 2020 masih akan dalam tren penurunan

Kondisi Perdagangan Batu Bara Termal

Masih Dalam Tren Penurunan

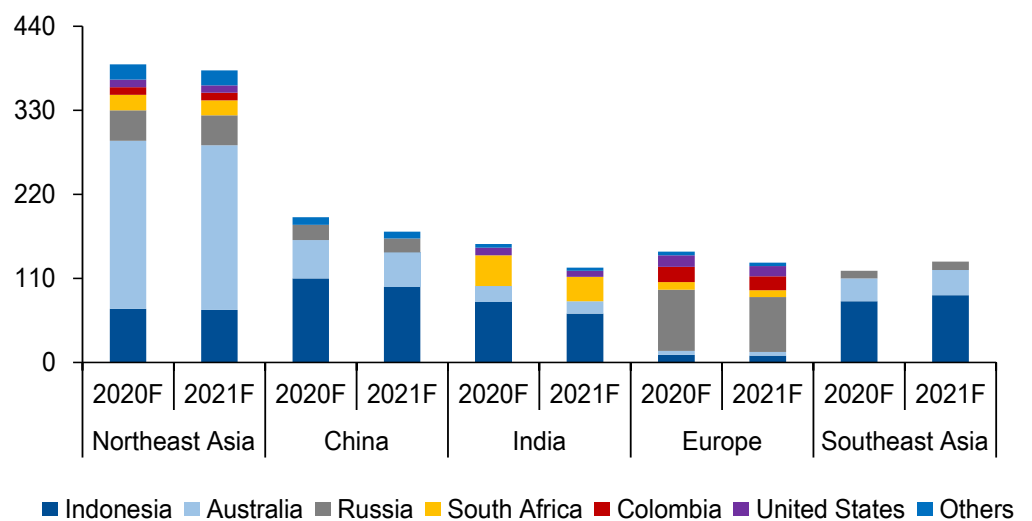
Harga batu bara dunia akan meningkat dalam jangka pendek di Januari-Maret 2020, didukung kenaikan impor oleh Korea Selatan dan Jepang yang menghadapi musim dingin. Namun dengan pasokan yang berlebih di Indonesia dan potensi permintaan Tiongkok yang rendah (estimasi lebih rendah 5%-9% YoY) maka hingga akhir tahun 2020 hanya akan bergerak di rentang USD65/metrik ton-USD75/metrik ton. Potensi tren *bearish* harga batu bara dunia bisa diluar ekspektasi kami jika produksi batu bara Indonesia bisa sesuai dengan target nasional (550 juta ton) sehingga *supply-demand* batu bara global bisa stabil. Kinerja ekspor-impor dari negara selain Indonesia seperti Australia, Rusia, Afrika Selatan, dan Kolombia juga dapat menjadi penentu arah *supply-demand* batu bara global yang secara langsung akan berdampak pada harga batu bara dunia di 2020.

Figure 29: Global Thermal Coal Exports Forecasts (Mn Tonnes)



Source: Argus White Paper, NHKSI Research

Figure 30: Global Thermal Coal Imports Forecasts (Mn Tonnes)



Source: Argus White Paper, NHKSI Research

Saham Pilihan Kami

Kinerja keuangan emiten batu bara di 2020 berpotensi lebih rendah namun saat ini harga saham PTBA, ADRO, ITMG diperdagangkan dengan rata-rata P/E dibawah 10x sehingga masih ada kesempatan untuk membeli ketiga saham tersebut tetapi dengan mempertimbangkan *downrisk* di 2020. Khusus ADRO, di 2020 masih berpotensi untuk menghasilkan pendapatan yang tumbuh di level 2% YoY, bagi kami ADRO memiliki segmen penjualan yang variatif sehingga penurunan pendapatan dari batu bara termal dapat diminimalisasi oleh penjualan batu bara kokas. PTBA, ADRO, dan ITMG memiliki alur kas operasi yang kuat, jika terjadi penurunan di 2020 masih ada potensi jangka panjang bagi ketiganya untuk mempertahankan operasional bisnis dibandingkan kompetitor lainnya.

Figure 31: Share Price Performance

Company	Ticker	Absolute (%)			Relative (%)		
		1M	3M	12M	1M	3M	6M
Bukit Asam	PTBA IJ	-19.4	2.7	-47.7	-13.9	6.8	-38.9
Adaro Energy	ADRO IJ	-13.8	-9.5	-6.1	-9.9	-6.1	6.8
Indo Tambangraya Megah	ITMG IJ	-11.5	-19.8	-53.6	-5.7	-15.3	-44.9
Average		-14.9	-8.9	-35.8	-9.8	-4.9	-25.7

Source: Bloomberg, NHKSI Research

ADRO menjadi paling atraktif dengan EV/Reserves senilai USD0,5/metrik ton

Analisis kami lebih mendahulukan emiten pertambangan dengan tingkat ROE dalam tiga tahun terakhir yang konsisten berada diatas 10% (pengecualian untuk ADRO di 2018 dengan mempertimbangkan stabilitas dan integrasi bisnis) dan posisi kas yang positif sehingga kami memilih PTBA, ADRO, dan ITMG. Integrasi bisnis menjadikan ADRO sebagai saham pilihan kami dengan stabilitas bisnis yang terdiversifikasi dengan baik. PTBA terus meningkatkan *railway capacity* untuk efisiensi operasional yang berpotensi memperkecil beban biaya pendapatan. Estimasi kami beban biaya pendapatan PTBA dapat berkurang 4,45% dengan estimasi penurunan pendapatan hanya 1%. ITMG sebagai salah emiten dengan cadangan tambang terkecil, memiliki potensi untuk agresif melakukan akuisisi konsesi tambang di 2020 yang berpotensi meningkat profitabilitas perusahaan kembali setelah menurun drastis di 2019. Ketiganya tetap memiliki risiko yang sama di 2020 jika harga batu bara dunia terus bergerak dibawah USD75/metrik ton. Terkait penilaian cadangan, PTBA memiliki cadangan batu bara terbesar sebesar 3,3 miliar ton dan sumber daya sebesar 8,1 miliar ton namun *EV/Reserves* ADRO menjadi yang terkecil yaitu senilai USD0,5/metrik ton sehingga ADRO lebih memiliki *value* yang paling atraktif jika dibandingkan dengan PTBA dan ITMG.

Figure 32: Reserve/Resources Comparison

(Mn tonnes)	PTBA	ADRO	ITMG
Mineral Reserves	3,330	1,520	354
Resources	8,170	15,470	1,486
Reserves Life at Current Production (Years)	150	19	17
Production Target for 2020	30	N/A	N/A
Enterprise Value to Reserves (USD/Tonne)	1.4	0.5	0.6

Source: Company Data, NHKSI Research

Figure 33: Ratings

Company	Ticker	Rating	TP
Bukit Asam	PTBA IJ	Buy	IDR2,800
Adaro Energy	ADRO IJ	Buy	IDR1,700
Indo Tambangraya Megah	ITMG IJ	Hold	IDR12,000

Source: NHKSI Research

Risiko terhadap harga target kami seperti, (1) perubahan regulasi dari Tiongkok terkait kebijakan impor; (2) terjadi gangguan supply yang ekstrem dari perkiraan sehingga bisa menyeimbangkan harga di pasar global; (3) perusahaan tambang di Indonesia dapat menjaga produksi dibawah target pemerintah.

Figure 34: Implied Valuation

Company	Ticker	P/E at TP (x)		P/B at TP (x)		EV/EBITDA at TP (x)	
		20E	21E	20E	21E	20E	21E
Bukit Asam	PTBA IJ	7.2	7.0	1.7	1.6	3.9	3.8
Adaro Energy	ADRO IJ	9.5	9.3	0.8	0.8	4.0	3.6
Indo Tambangraya Megah	ITMG IJ	8.7	7.1	1.1	1.1	2.6	2.1

Source: Company Data, NHKSI Research

Analisis Sensitivitas

Kami melakukan analisis sensitivitas untuk ketiga saham pilihan kami. Secara keseluruhan, setiap perubahan harga batu bara Newcastle sebesar +/- 1% akan mengarah kepada perubahan EPS 2020F sebesar +/- 0,8% / 1,6% / 1,9% masing-masing untuk PTBA, ADRO, dan ITMG.

Bukit Asam Tbk (PTBA IJ)

Diversifikasi Bisnis Menjadi Solusi

Company Update | Feb 28, 2020

Hingga 9M19, PTBA sudah membukukan pendapatan sebesar Rp16,2 triliun (+1,4% YoY) dengan 61% dikontribusikan dari penjualan domestik. Pendapatan di 9M19 sudah mencapai 75,1% dari target kami untuk FY19. Walaupun kinerja 2019 berpotensi menurun secara tahunan tetapi kami tetap optimis pada kinerja di 2020, estimasi kami PTBA akan mampu mencatatkan pendapatan sebesar Rp21,4 triliun dengan laba bersih senilai Rp4,4 triliun yang akan ditopang dengan konsumsi domestik dimana mayoritas akan diserap oleh program DMO. Valuasi PTBA bagi kami sudah atraktif dengan P/E 2020F sebesar 7,2x.

Kinerja Operasional Lebih Tinggi

Hingga 9M19, PTBA mencatatkan jumlah produksi batu bara yang lebih tinggi menjadi 21,6 juta ton (+9,3% YoY). Produktifitas itu didukung dengan strategi efisiensi PTBA, tercatat biaya kas produksi di 9M19 sekitar IDR572.000/metrik ton (-2% YoY) dibarengi dengan peningkatan *stripping ratio* menjadi 4,6x (+12,2% YoY), dapat diartikan bahwa PTBA terus memperkecil area *overburden removal* ditengah penurunan harga batu bara sebagai efisiensi dari sisi operasional dan kami optimis efisiensi akan tetap berlanjut di 2020.

Diversifikasi Bisnis Untuk Kurangi Ketergantungan

Diversifikasi bisnis menjadi strategi PTBA di jangka panjang untuk mengurangi ketergantungan pendapatan dari penjualan batu bara. PTBA melakukan hilirisasi melalui proyek gasifikasi dengan estimasi nilai investasi sebesar USD3,2 miliar, produk batu bara PTBA berpotensi menghasilkan 1,4 juta ton DME, 300.000 ton methanol, dan 250.000 ton MEG. Kami memproyeksikan untuk 6 sampai 8 tahun kedepan, kontribusi penjualan batu bara terhadap pendapatan PTBA bisa menjadi 88%-93% yang saat ini berkontribusi 98,1%.

Meningkatkan Rating menjadi BUY dengan Target Harga Rp2.800

Kami mengestimasi penurunan *demand* batu bara sebesar 4%-6% YoY di 2020 sebagai risiko emiten tambang. Namun dengan adanya proyek gasifikasi, PTBA paling diuntungkan oleh potensi insentif yang bisa didapat melalui pemerintah seperti penghapusan royalti dan kewajiban DMO. Jadi prospek jangka panjang PTBA merupakan yang paling atraktif jika dibandingkan kompetitornya. Untuk itu, kami mengubah rekomendasi menjadi BUY dengan target harga Rp2.800 atau potensi *upside* sebesar 18,6% berdasarkan metode forward P/E 7,0x (-0,3 SD). Saat ini, PTBA di perdagangkan dengan P/E 2020F 7,2x.

Bukit Asam Tbk | Summary

	2018A	2019F	2020F	2021F
Revenue (IIDR bn)	21,167	21,644	21,420	21,490
Growth (%)	8.7	2.3	-1.0	0.3
EBITDA (IDR bn)	7,004	6,699	6,565	6,733
Net Profit (IDR bn)	5,024	4,581	4,476	4,626
EPS (IDR)	436	398	389	402
Growth (%)	12.2	-8.8	-2.3	3.4
P/E (x)	9.7	6.7	7.2	7.0
P/BV (x)	3.0	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	5.9	3.6	3.9	3.8
ROE (%)	33.4	26.7	24.4	24.0
DER (%)	48.7	37.8	35.1	33.5
Net Debt (IDR bn)	-5,469	-5,890	-4,807	-4,707

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

Buy

Dec 2020 TP (IDR)	2,800
Consensus Price (IDR)	2,860
TP to Consensus Price (%)	-2.1
vs. Last Price (%)	+16.2

Shares data

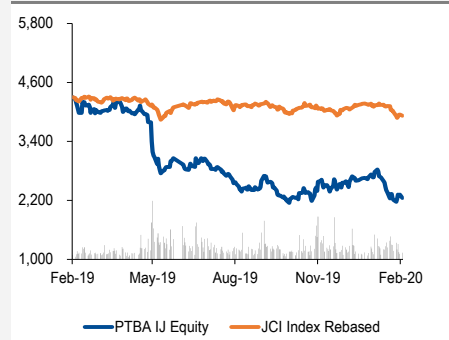
Last Price (IDR)	2,360
Price Date as of	Feb 26, 2020
52 wk Range (Hi/Lo)	4,310 / 2,110
Free Float (%)	31.2
Outstanding sh.(mn)	11,521
Market Cap (IDR bn)	26,267
Market Cap (USD mn)	1,920
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	25.3
Avg. Trd Val - 3M (bn)	64.1
Foreign Ownership (%)	9.2

Mining

Coal

Bloomberg	PTBA IJ
Reuters	PTBA.JK

Share Price Performance



	YTD	1M	3M	12M
Abs. Ret.	-14.4%	-19.1%	2.7%	-47.7%
Rel. Ret.	-8.9%	-13.9%	6.8%	-38.9%

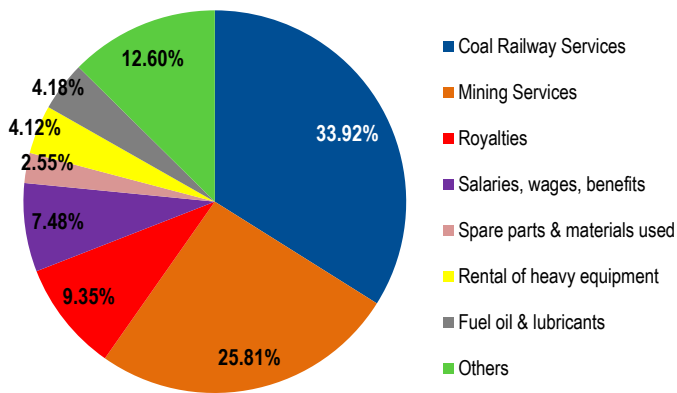


Meilki Darmawan

+6221 5088 9128, meilki.darmawan@nhsec.co.id

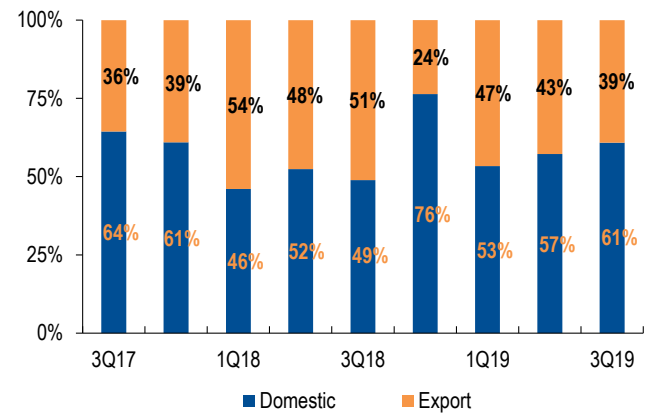
Performance Highlights in Charts

9M19 COGS Breakdown



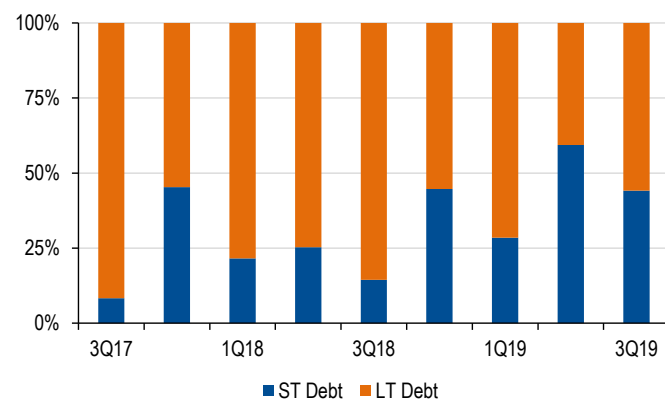
Source: Company Data, NHKSI Research

Sales Contribution



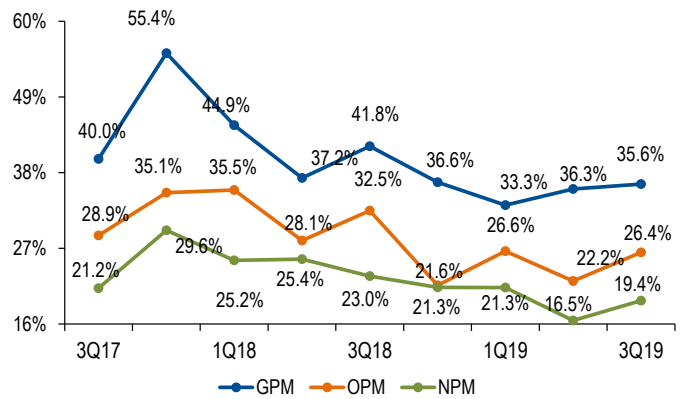
Source: Company Data, NHKSI Research

Debt Portion



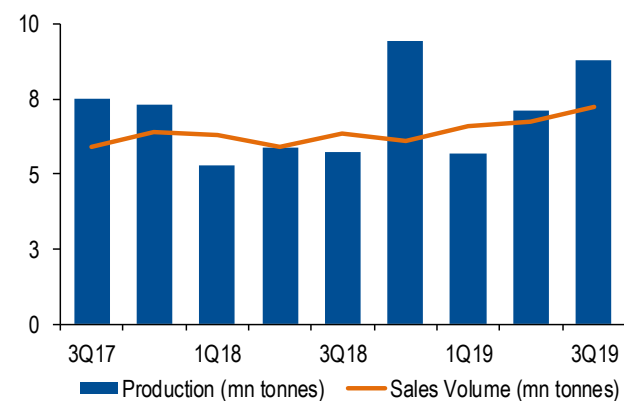
Source: Company Data, NHKSI Research

Margin Ratios



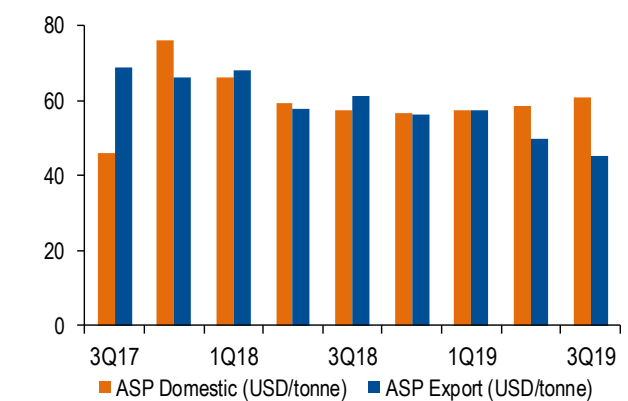
Source: Company Data, NHKSI Research

Production & Sales Volume



Source: Company Data, NHKSI Research

Average Selling Price



Source: Company Data, NHKSI Research

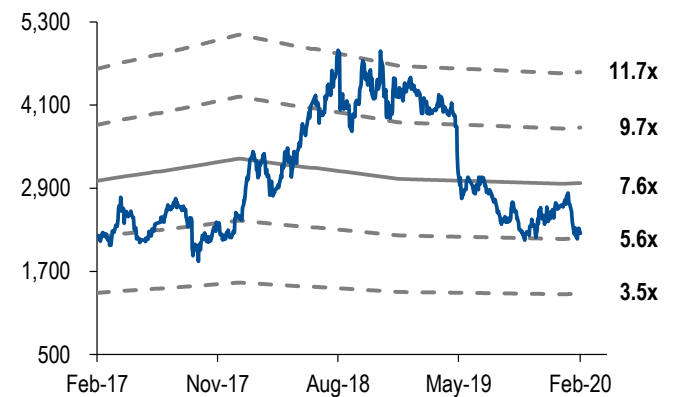
Valuation Highlights in Charts

3-Year Forward P/E Band



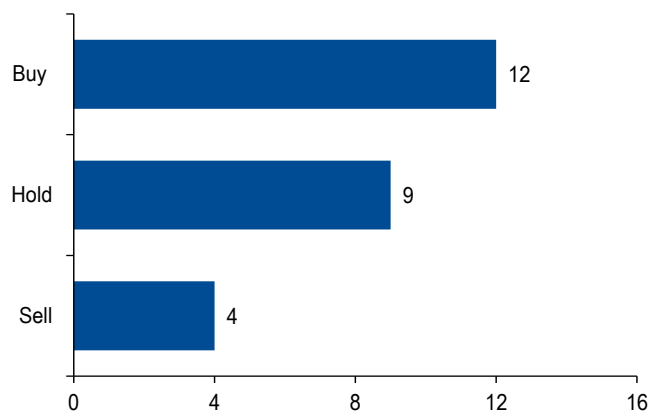
Source: Bloomberg, NHKSI Research

3-Year Dynamic Forward P/E Band



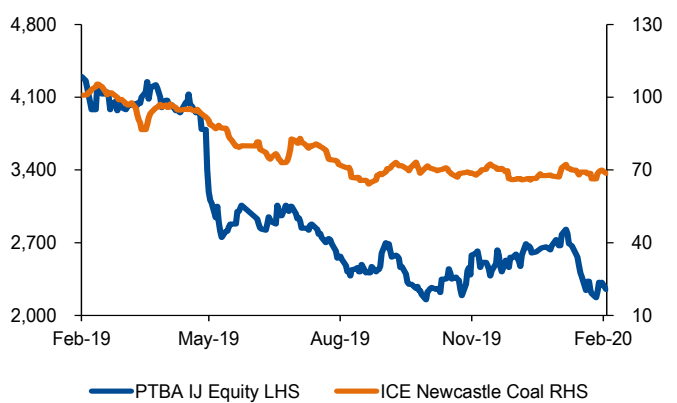
Source: Bloomberg, NHKSI Research

Recommendations by Analysts



Source: Bloomberg, NHKSI Research

Stock and Coal Prices Correlated Positively



Source: Bloomberg, NHKSI Research

Quarterly Review

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19					4Q19E
					Actual	Estimate	YoY %	QoQ %	Surprise %	
Income statement										
Revenue	5,544	5,131	5,337	5,278	5,639	5,302	1.7	6.8	6.3	5,390
Gross Profit	2,319	1,878	1,777	1,880	2,049	2,460	-11.6	9.0	-16.7	2,457
EBIT	1,800	1,109	1,419	1,174	1,489	1,808	-17.3	26.8	-17.6	1,891
EBITDA	1,991	1,286	1,752	1,288	1,627	1,946	-18.3	26.3	-16.4	2,031
Net Profit	1,273	1,094	1,137	871	1,093	1,507	-14.1	25.5	-27.5	1,479
Margin										
Gross Margin	41.8	36.6	33.3	35.6	36.3	46.4	-5.5	0.7	-10.1	45.6
EBIT Margin	32.5	21.6	26.6	22.2	26.4	34.1	-6.1	4.2	-7.7	35.1
EBITDA Margin	35.9	25.1	32.8	24.4	28.9	36.7	-7.1	4.4	-7.8	37.7
Net Profit Margin	23.0	21.3	21.3	16.5	19.4	28.4	-3.6	2.9	-9.0	27.4

Unit: IDR bn, %

Source: Company Data, NHKSI Research

Earnings Revision

		2019F	2020F	2021F
Income Statement				
Revenue	-Revised	21,644	21,420	21,490
	-Previous	21,186	21,236	21,293
	-Change %	2.2	0.9	0.9
Gross Profit	-Revised	8,162	8,127	8,128
	-Previous	8,560	8,592	8,609
	-Change %	-4.7	-5.4	-5.6
EBIT	-Revised	5,973	5,837	6,001
	-Previous	6,291	6,318	6,329
	-Change %	-5.1	-7.6	-5.2
EBITDA	-Revised	6,699	6,565	6,733
	-Previous	7,023	7,091	7,169
	-Change %	-4.6	-7.4	-6.1
Net Profit	-Revised	4,581	4,476	4,626
	-Previous	5,102	5,183	5,233
	-Change %	-10.2	-13.6	-11.6
Margin				
Gross Margin	-Revised	37.7	37.9	37.8
	-Previous	40.4	40.5	40.4
EBIT Margin	-Revised	27.6	27.3	27.9
	-Previous	29.7	29.8	29.7
EBITDA Margin	-Revised	31.0	30.6	31.3
	-Previous	33.2	33.4	33.7
Net Profit Margin	-Revised	21.2	20.9	21.5
	-Previous	24.1	24.4	24.6

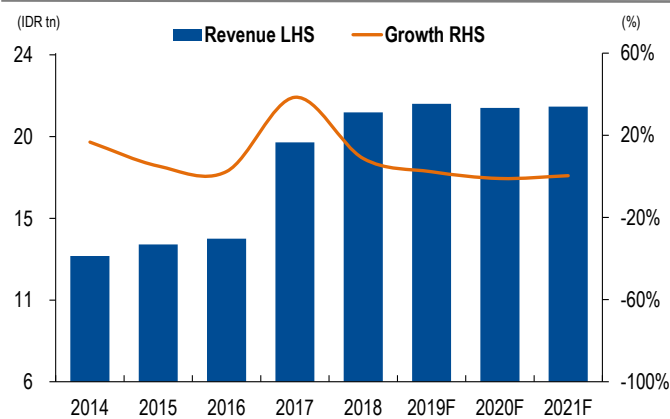
Unit: IDR bn, %

Source: Company Data, NHKSI Research

Company Overview

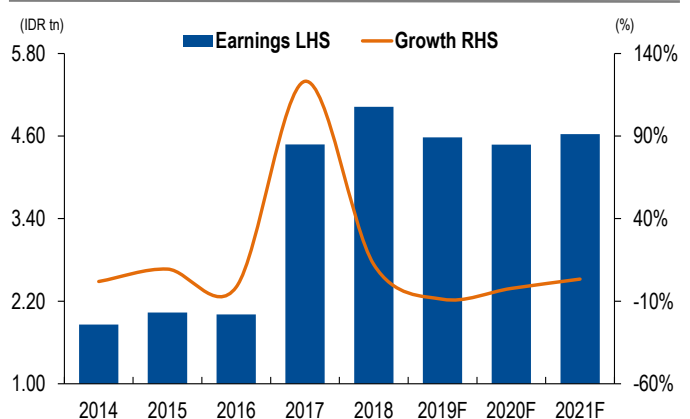
PT Bukit Asam Tbk (PTBA) adalah perusahaan milik negara yang bergerak di industri tambang batu bara berkalori *mid to low* (4.800kcal/kg hingga kalori 6.700kcal/kg) dan memiliki konsesi tambang dengan total cadangan sekitar 11,5 miliar ton yang sebagian besar berada di wilayah Sumatera Selatan. Pembentukan holding pertambangan di bawah PT Asahan Aluminium (Inalum) oleh pemerintah pada 29 November 2017, diikuti aksi *stock split* dengan rasio 1:5 oleh PTBA pada 14 Desember 2017 sedangkan PTBA saat ini tergabung dengan PT Timah Tbk dan PT Aneka Tambang Tbk dalam satu holding. Saat ini PTBA akan menambah lini bisnis di segmen hilirisasi batu bara, yaitu gasifikasi batu bara. Ada beberapa proyek gasifikasi yang dijalankan PTBA, yaitu 1) Kerja sama proyek dengan PT Pertamina dan Air products yang menghasilkan Dimethyl Ether (DME); 2) Kerja sama proyek dengan PT Pupuk Indonesia dan PT Chandra Asri Petrochemicals Tbk yang menghasilkan urea untuk pupuk dan polypropylene untuk bahan baku plastik. Pada 2020, PTBA kembali menerima penghargaan Proper kategori Emas untuk Unit Pertambangan Tanjung Enim (UPE) PT Bukit Asam Tbk (PTBA) dan kategori Hijau untuk Unit Pelabuhan Tarahan (Peltar) PTBA dari Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan (KLHK) Republik Indonesia.

Revenue & Growth Movements



Source: Company Data, NHKSI Research

Earnings & Growth Movements



Source: Company Data, NHKSI Research

Asia Pacific Companies Peers Analysis

	Market Cap (USD mn)	Asset (USD mn)	Sales Growth LTM	Gross Margin LTM	Operating Margin LTM	Net Profit Growth LTM	ROE LTM	P/E LTM	Dividend Yield
Indonesia									
BUKIT ASAM TBK	1,921	1,676	8.7%	40.4%	29.7%	-27.4%	26.4%	5.8x	14.9%
ADARO ENERGY TBK	3,111	7,061	11.1%	33.4%	24.8%	20.6%	13.6%	6.1x	9.1%
INDO TAMBANGRAYA MEGAH TBK	832	1,443	18.8%	29.1%	21.5%	-41.5%	17.1%	4.9x	27.3%
China									
SHANXI XISHAN COAL CO.	2,378	9,458	12.6%	31.8%	12.3%	21.4%	10.2%	7.9x	5.7%
SHANXI LU'AN ENVIRONMENTAL CO.	2,738	9,488	6.7%	40.1%	15.8%	-18.1%	10.2%	7.5x	4.2%
INNER MONGOLIA COAL CO.	2,412	13,746	5.8%	30.4%	18.4%	-38.6%	9.2%	5.6x	9.5%
Thailand									
BANPU PUBLIC CO.	1,645	8,485	15.8%	35.3%	12.3%	-67.7%	3.0%	21.9x	6.9%
Phillipines									
SEMINARA MINING	1,682	1,357	-4.4%	50.3%	31.8%	2.0%	27.9%	7.3x	6.3%
DMCI HOLDING	1,576	3,483	2.6%	37.4%	23.3%	-12.5%	15.4%	6.4x	8.0%

Unit: USD mn, %, X

Source: Bloomberg, NHKSI Research

Management Background

Dewan Komisaris



Agus Suhartono
Komisaris Utama

Pendidikan

AKABRI Bagian Laut (sekarang Akademi TNI Angkatan Laut) tahun (1978). Sekolah Staf dan Komando (Sesko) TNI AL (1994). Sarjana Ekonomi Universitas Merdeka Surabaya tahun (1998).

Pengalaman

Komandan Komando Pendidikan dan Pengembangan Angkatan Laut (2006-2007). Panglima Armada Barat (2007-2008), Asisten Operasi (2008). Asisten Perencanaan dan Anggaran KSAL (2008-2009). Inspektur Jenderal Kementerian Pertahanan (2009). Kepala Staf TNI Angkatan Laut (2009-2010), dan Panglima TNI (2010-2013).



Robert Heri
Komisaris

Pendidikan

Sarjana Teknik Geologi dari Universitas Pakuan Bogor (1991). Magister Manajemen dari Universitas Darma Palembang (2008).

Pengalaman

Departemen Pertambangan dan Energi (DPE) pada tahun 1993. Kepala Seksi Geologi Tata Laksana Kantor Wilayah DPE Sumatera Selatan (2000). Dirut BUMD PT Petromuba serta Kepala Dinas Pertambangan dan Energi Kabupaten Musi Banyu Asin (2008). Kepala Dinas Pertambangan dan Energi Pemerintah Sumatera Selatan (2010-30 Desember 2016). Kepala Dinas Energi Sumber Daya Mineral (ESDM) Provinsi Sumatera Selatan (2016-hingga saat ini).

Pendidikan

Jumpmaster (1974). Jumpmaster, Pathfinder, dan Air Ground Operations (MTT-US) (1975). Manajemen Modern di Lembaga Pendidikan Manajemen Hankam (1996). Sarjana Sosial Politik dari Universitas Terbuka (1992-1996).

Pengalaman

Kepala Departemen di Akademi Militer TNI-AD (1994-1996). Staf Perencanaan Umum dan Anggaran di Departemen Pertahanan & Keamanan (1997-2000). Direktur PT Binasarana Eka Karma (2000-2004). Komisaris PT Tanjung Redeb Hutani (2004-2010). Koordinator Logistik di Satuan Koordinasi Pelaksana, Penanggulangan & Penanganan Pengungsi Provinsi Nangroe Aceh Darussalam (2005). Komisaris PT Adimitra Baratama Nusantara (2006-sekarang).

Pendidikan

Magister Hukum dari Universitas Airlangga (1994). Narcotic Law dari Manchester University (1991). Court Management dari Pittsburgh University (1993). Maritim Law di Wollongong University, Australia (1994). Narcotic Law Enforcement Training di Bangkok, Thailand (1996).

Pengalaman

Kepala Kejaksaan Tinggi Sumatera Selatan (2012-2013). Direktur I Bidang Ekonomi dan Moneter pada JAM Intel pada Kejagung (2013-2014). Deputi 3 Bidang Hukum dan HAM pada Menkopolkum (2015-3 Desember 2018). Inspektur Jenderal pada Kementerian Hukum dan HAM (3 Desember 2018-sekarang).

Pendidikan

Sarjana Ekonomi Jurusan Manajemen dari Universitas Airlangga Surabaya (1984), Magister Hukum dari Universitas Tanjungpura, Pontianak (2002).

Pengalaman

Ka. BINDA (Kepala BIN Daerah) Provinsi Kalimantan Barat (2002). Ka. BINDA Provinsi Jambi (2006). Direktur 24 BIN (2010-2015). Staf Ahli BIN (2016). Deputi 7 BIN (2016-2017). Staf Khusus Kepala BIN (2017-sekarang).



Soenggoel Sitorus
Komisaris Independen

Jhoni Ginting
Komisaris



Heru Suprayogo
Komisaris

Pendidikan

Sarjana Ilmu Pemerintahan Universitas Sam Ratulangi (UNSRAT) (1995), Paska Sarjana di Jurusan Manajemen Pembangunan Sosial Universitas Indonesia (2006).

Pengalaman

Direktur Pengembangan Sumber Daya Alam Ditjen Pembangunan Kawasan Perdesaan, Kementerian Desa, PDT dan Transmigrasi RI (2015). Direktur Pemberdayaan Masyarakat Desa, Ditjen Pembangunan dan Pemberdayaan Masyarakat Desa, Kementerian Desa, PDT dan Transmigrasi RI (2016-2017). Direktur Jenderal Pembangunan dan Pemberdayaan Masyarakat Desa, Kementerian Desa, PDT dan Transmigrasi RI (2017).



Taufik Madjid
Komisaris Independen

Management Background

Dewan Direksi



Arviyan Arifin

Presiden Direktur

Pendidikan

Sarjana dari jurusan Teknologi Industri di Institut Teknologi Bandung (1987).

Pengalaman

Officer Development Program di Bank Duta (1988). Kepala Departemen Korporasi Bank Duta Cabang Utama Surabaya (1988 - 1991). Vice President Kredit & Marketing di PT Bank Muamalat Tbk (1991-1999). Direktur Bisnis di PT Bank Muamalat Tbk (1999-2009). Direktur Utama di PT Bank Muamalat Tbk (2009-2014).



Fuad Fachroeddin

Direktur

Pendidikan

Lulusan terbaik Teknik Industri ITI (1990) Gelar MBA terbaik dari Institut Teknologi Bandung (ITB) (2008).

Pengalaman

Managing Director/CEO Indosat Singapore Pte Ltd (ISPL) (2011-2014). Director di ACPL Asian Cables Pte Ltd, perusahaan patungan antara Indosat Indonesia-SingTel Singapore-CAT Thailand-TelBru Brunei -Telekom Malaysia dan ETPI Philippines (2013-2015). Kepala Pengembangan Usaha PT MRT Jakarta (2017).



Suryo Eko Hadianto

Direktur

Pendidikan

Sarjana Matematika dari Universitas Gadjah Mada (1990). Magister Manajemen Produksi dari Universitas Mercu Buana (2014).

Pengalaman

Komisaris PT Internasional Prima Coal (2009-2013). Direktur Utama PT Bukit Asam Banko (2012-2014). Senior Manager Perencanaan Korporat di PTBA (2011-2012). Senior Manager Pengembangan Korporat di PTBA (2012-2013). Direktur Utama PT Internasional Prima Coal (2013-2016). Direktur Umum dan SDM (April 2016-2017). Direktur Pengembangan Usaha (2017). Pelaksana Tugas (PLT) Direktur Niaga (Oktober-November 2017).



Mega Satria

Direktur

Pendidikan

Gelar sarjana di bidang Administrasi Bisnis dari Wichita State University-USA (1998). Gelar magister di bidang Administrasi Bisnis di Loyola University of Chicago-USA (1999).

Pengalaman

Executive Vice President dari Business Development & National Distribution di Sampoerna Strategic (2008-2012). Corporate Treasurer di PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk (2012-2015). Chief Financial Officer di PT Citilink Indonesia (2015-2017). Direktur Keuangan dan SDM di PT Pengembang Pelabuhan Indonesia (April 2017-April 2018).



Joko Pramono

Direktur

Pendidikan

Sarjana Teknik Pertambangan UPN Veteran Yogyakarta (1995).

Pengalaman

Perencana Pengembangan Tambang di PT Bukit Asam Tbk (1996 - 2002). Analis Bisnis di PT Bukit Asam Tbk (2002-2011). Manager Corporate Action di PT Bukit Asam Tbk (2011-2012). Corporate Secretary di PT Bukit Asam Tbk (2012-2016). Pelaksana Tugas (PLT) Direktur Niaga di PT Bukit Asam Tbk (Mei-Oktober 2017). Direktur Operasi/Produksi di PT Bukit Asam Tbk (2016-2017).



Adib Ubaidillah

Direktur

Pendidikan

Sarjana Ekonomi Universitas Sjakhyakirti (2006). Magister Manajemen Universitas Sriwijaya (2011).

Pengalaman

Manajer Perbendaharaan PTBA (2007 - 2011). Senior Manajemen Perbendaharaan dan Pendanaan PTBA (2011 - 2014). Senior Manajer Pemasaran dan Penjualan Batubara PTBA (2014 - 2016). Direktur Utama PT Bukit Asam Prima (2016). Sekretaris Perusahaan PTBA (2016-2017). General Manager Komersial PTBA (2017).

Business Portfolio Area



Source: Company Data

Summary of Financials

INCOME STATEMENT

(IDR bn)	2018/12A	2019/12F	2020/12F	2021/12F
Revenue	21,167	21,644	21,420	21,490
<i>Growth</i>	8.7%	2.3%	-1.0%	0.3%
COGS	(12,621)	(13,482)	(13,293)	(13,362)
Gross Profit	8,546	8,162	8,127	8,129
<i>Gross Margin</i>	40.4%	37.7%	37.9%	37.8%
Operating Expenses	(2,263)	(2,189)	(2,290)	(2,128)
EBIT	6,283	5,973	5,837	6,001
<i>EBIT Margin</i>	29.7%	27.6%	27.3%	27.9%
Depreciation	721	726	727	732
EBITDA	7,004	6,699	6,564	6,733
<i>EBITDA Margin</i>	33.1%	31.0%	30.6%	31.3%
Interest Expenses	(111)	(49)	(54)	(10)
EBT	6,799	6,388	6,242	6,452
Income Tax	(1,677.9)	(1,775.2)	(1,734.6)	(1,793.0)
Minority Interest	(97.2)	(32.5)	(31.7)	(32.8)
Net Profit	5,024	4,580	4,476	4,626
<i>Growth</i>	12.2%	-8.8%	-2.3%	3.4%
<i>Net Profit Margin</i>	23.7%	21.2%	20.9%	21.5%

PROFITABILITY & STABILITY

	2018/12A	2019/12F	2020/12F	2021/12F
ROE	33.4%	26.7%	24.4%	24.0%
ROA	21.8%	18.4%	17.2%	16.8%
ROIC	27.7%	23.6%	22.2%	21.4%
Cash Dividend (IDR bn)	3,357	3,768	3,115	3,133
Dividend Yield	6.8%	12.3%	9.7%	9.7%
Payout Ratio	66.8%	82.3%	69.6%	67.7%
DER	48.7%	37.8%	35.1%	33.5%
Net Gearing	5%	1%	1%	1%
LT Debt to Equity	2.8%	0.8%	0.8%	0.8%
Capitalization Ratio	4.9%	1.5%	1.5%	1.5%
Equity Ratio	67.3%	70.1%	70.6%	69.8%
Debt Ratio	3.4%	1.1%	1.1%	1.0%
Financial Leverage	145.4%	142.1%	141.7%	143.3%
Current Ratio	237.8%	248.1%	242.9%	232.7%
Par Value (IDR)	100	100	100	100
Total Shares (mn)	11,521	11,521	11,521	11,521
Share Price (IDR)	4,300	2,660	2,800	2,800
Market Cap (IDR tn)	49.5	30.6	32.3	32.3

BALANCE SHEET

(IDR bn)	2018/12A	2019/12F	2020/12F	2021/12F
Cash	6,301	6,160	5,087	5,007
Receivables	2,782	2,638	3,230	3,976
Inventories	1,551	1,337	1,518	2,033
Total Current Assets	11,739	11,586	11,404	12,843
Net Fixed Assets	8,427	9,308	9,865	10,422
Other Non Current Asset	4,007	4,802	5,179	5,330
Total Assets	24,173	25,695	26,449	28,596
Payables	1,048	740	717	747
ST Bank Loan	372	119	124	132
LT Debt	460	151	156	167
Total Liabilities	7,903	7,671	7,780	8,636
Capital Stock + APIC	1,183	1,183	1,183	1,183
Retained Earnings	16,815	17,590	18,951	20,445
Shareholders' Equity	16,270	18,024	18,669	19,960

VALUATION INDEX

	2018/12A	2019/12F	2020/12F	2021/12F
Price/Earnings	9.9x	6.7x	7.2x	7.0x
Price/Book Value	3.0x	1.7x	1.7x	1.6x
Price/Sales	2.3x	1.4x	1.5x	1.5x
PE/EPS Growth	0.8x	-0.8x	-3.2x	2.1x
EV/EBITDA	6.0x	3.6x	3.9x	3.8x
EV/EBIT	6.7x	4.0x	4.4x	4.3x
EV (IDR bn)	42,088	23,808	25,771	25,660
Sales CAGR (3-Yr)	15.5%	15.5%	3.2%	0.5%
EPS CAGR (3-Yr)	32.2%	26.7%	0.0%	-2.7%
Basic EPS (IDR)	436	398	388	402
Diluted EPS (IDR)	436	398	388	402
BVPS (IDR)	1,412	1,564	1,620	1,733
Sales PS (IDR)	1,837	1,879	1,859	1,865
DPS (IDR)	291	327	270	272

CASH FLOW STATEMENT

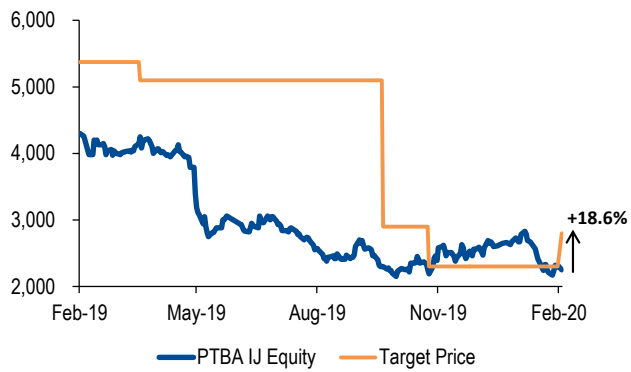
(IDR bn)	2018/12A	2019/12F	2020/12F	2021/12F
Operating Cash Flow	7,201	5,077	4,331	4,655
Investing Cash Flow	(1,324)	(1,931)	(1,583)	(1,419)
Financing Cash Flow	(3,115)	(3,272)	(3,821)	(3,316)
Net Changes in Cash	2,763	(126)	(1,073)	(80)

Source: Company Data, NHKSI Research

TOP OWNERSHIP

By Geography	% Shareholders	%
Indonesia	90.8 Inalum	65.9
United States	5.8 Bukit Asam Tbk	2.9
Luxembourg	1.3 Dimensional Fund	0.8
United Kingdom	0.5 Blackrock	0.8

Closing and Target Price Update



Source: Bloomberg, NHKSI Research

Rating and Target Price Update

Date	Rating	Target Price	Consensus
2018.30.04	Buy	IDR3,950	IDR3,675
2018.08.07	Buy	IDR5,375	IDR4,600
2019.26.03	Buy	IDR5,100	IDR4,538
2019.10.30	Buy	IDR2,900	IDR3,140
2019.11.04	Hold	IDR2,300	IDR2,834
2020.02.24	Buy	IDR2,800	IDR2,860

Source: NHKSI Research

Adaro Energy Tbk (ADRO IJ)

Kinerja Keuangan Masih Solid

Kinerja ADRO masih solid hingga 9M19, produksi batu bara meningkat 13,2% YoY dengan *stripping ratio* lebih rendah 9,6% YoY yang sudah sesuai dengan ekspektasi kami. Untuk 2020, strategi diversifikasi bisnis membuat struktur bisnis ADRO tetap solid dan proyeksi kami untuk pendapatan 2020 sebesar USD3,5 miliar dengan laba bersih senilai USD410 juta. Selain itu porsi penjualan batu bara kokas di 2020 akan menstabilkan pendapatan ADRO dari penurunan harga penjualan batu bara termal yang tidak akan melebihi USD75/metrik ton. Estimasi kami penjualan batu bara kokas ADRO akan meningkat sebesar 7%-9% hingga akhir tahun 2020.

Batu Bara Kokas Sangat Prospektif

Pertumbuhan impor batu bara kokas di Tiongkok terus meningkat dan tercatat selama Januari-November 2019 mencapai 79 juta ton (+18% YoY). Meredanya tensi perang dagang memberikan kami optimisme di 2020 nanti Tiongkok akan meningkatkan impor batu bara kokas untuk keperluan industri baja anti-karat, kami memproyeksi Tiongkok akan menambah impor batu bara kokas hingga 85 juta ton di 2020. Saat ini ADRO memiliki porsi 11% penjualan ke Tiongkok dari total penjualan batu bara, dengan adanya sinergi produksi batu bara kokas dari MetCoal dan Kestrel, kami memproyeksi di 2020 pendapatan dari penjualan batu bara kokas bisa meningkat 7%-9% YoY.

Diversifikasi Bisnis Yang Tepat

Diversifikasi bisnis di bidang energi merupakan tujuan ADRO untuk melepas ketergantungan pada penjualan batu bara untuk jangka panjang. Saat ini, ADRO memiliki proyek PLTU Tanjung Power dan konsorsium Bhimasena Power yang menjalankan PLTU Batang. Kedua PLTU ini akan menyerap produksi batu bara ADRO dan menjual tenaga listriknya kepada PLN. Dengan begitu, ADRO memiliki variasi pendapatan tanpa harus mengurangi produksi batu bara.

Mempertahankan Rating BUY dengan Target Harga Rp1.700

ADRO memiliki struktur bisnis yang solid dengan cadangan batu bara 1,520 juta ton dan masih terus berinvestasi pada infrastruktur pertambangan dan energi. Berdasarkan faktor tersebut, kami mempertahankan rekomendasi BUY dengan meningkatkan target harga menjadi Rp1.700 atau potensi *upside* sebesar 29,8% berdasarkan metode forward P/E 9,3x (+0,5 SD). Saat ini, ADRO diperdagangkan dengan P/E 2020F sebesar 9,5x.

Adaro Energy Tbk | Summary

	2018A	2019F	2020F	2021F
Revenue (USD mn)	3,650	3,475	3,551	3,657
Growth (%)	11.1	-4.0	2.2	3.0
EBITDA (USD mn)	1,258	1,079	1,058	1,186
Net Profit (USD mn)	418	486	410	420
EPS (IDR)	188	216	180	184
Growth (%)	-13.6	16.3	-15.7	2.5
P/E (x)	6.5	7.2	9.5	9.3
P/BV (x)	0.6	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	2.5	3.5	4.0	3.6
ROE (%)	9.4	10.4	8.4	8.4
DER (%)	33.0	28.6	31.0	31.0
Net Debt (USD mn)	490	260	372	458

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

Buy

Dec 2020 TP (IDR)	1,700
Consensus Price (IDR)	1,511
TP to Consensus Price (%)	+12.5
vs. Last Price (%)	+29.8

Shares data

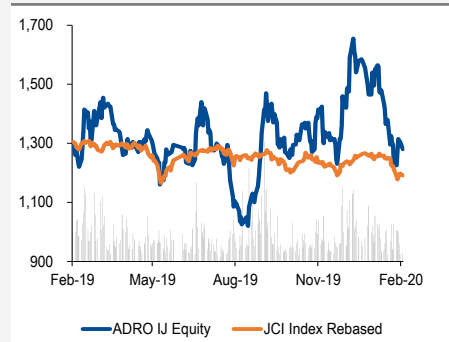
Last Price (IDR)	1,310
Price Date as of	Feb 26, 2020
52 wk Range (Hi/Lo)	1,715 / 1,010
Free Float (%)	43.6
Outstanding sh.(mn)	31,985
Market Cap (IDR bn)	41,261
Market Cap (USD mn)	3,014
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	58.7
Avg. Trd Val - 3M (bn)	84.8
Foreign Ownership (%)	31.6

Mining

Coal

Bloomberg	ADRO IJ
Reuters	ADRO.JK

Share Price Performance



	YTD	1M	3M	12M
Abs. Ret.	-14.4%	-13.8%	-9.5%	-1.9%
Rel. Ret.	-8.9%	-9.9%	-6.1%	6.8%

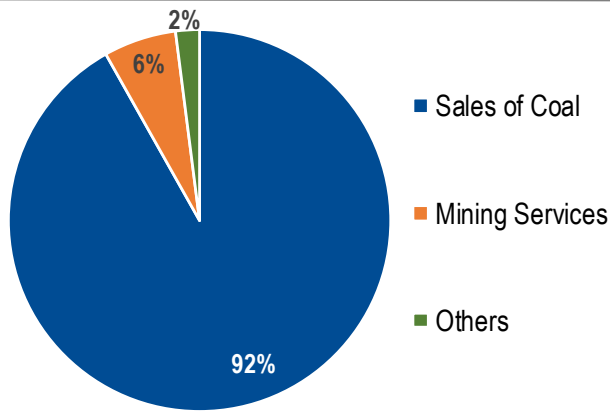


Meilki Darmawan

+6221 5088 9128, meilki.darmawan@nhsec.co.id

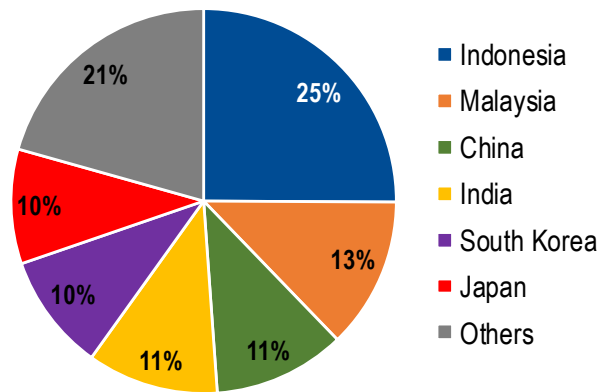
Performance Highlights in Charts

9M19 Revenue Breakdown



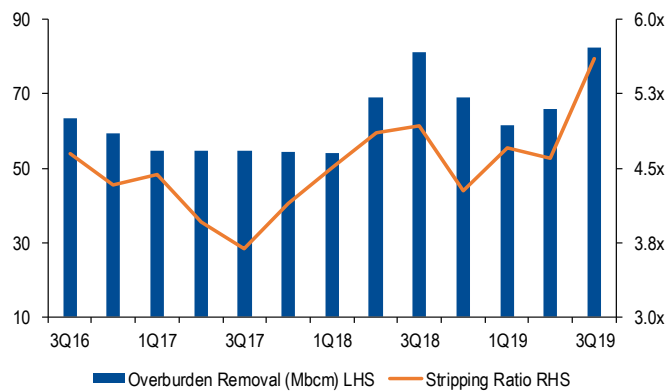
Source: Company Data, NHKSI Research

9M19 Sales by Geographic



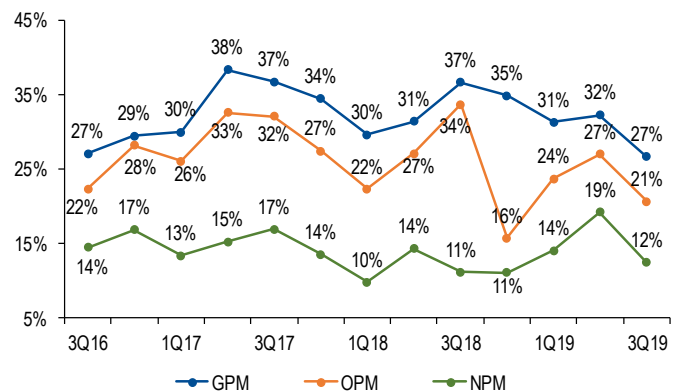
Source: Company Data, NHKSI Research

OB Removal & Stripping Ratio



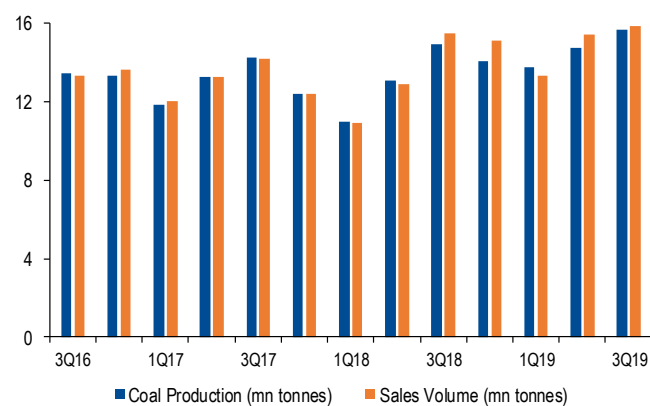
Source: Company Data, NHKSI Research

Margin Ratios



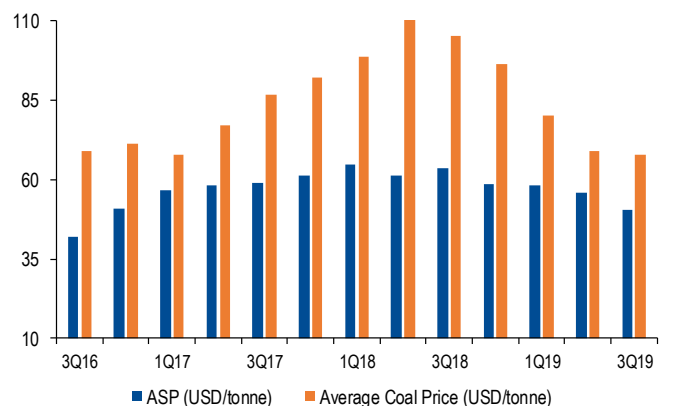
Source: Company Data, NHKSI Research

Production & Sales Volume



Source: Company Data, NHKSI Research

ASP & Coal Price



Source: Company Data, NHKSI Research

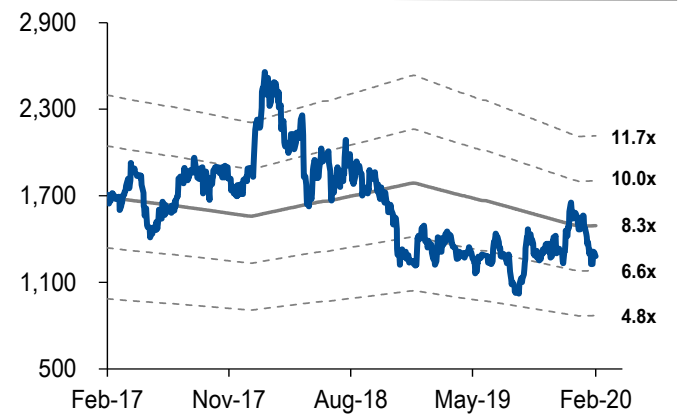
Valuation Highlights in Charts

3-Year Forward P/E Band



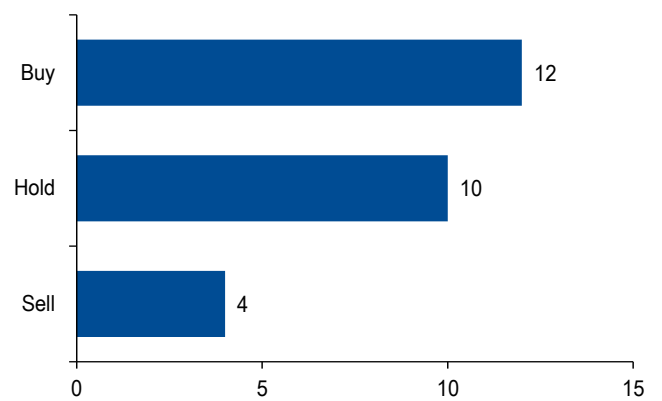
Source: Bloomberg, NHKSI Research

3-Year Dynamic Forward P/E Band



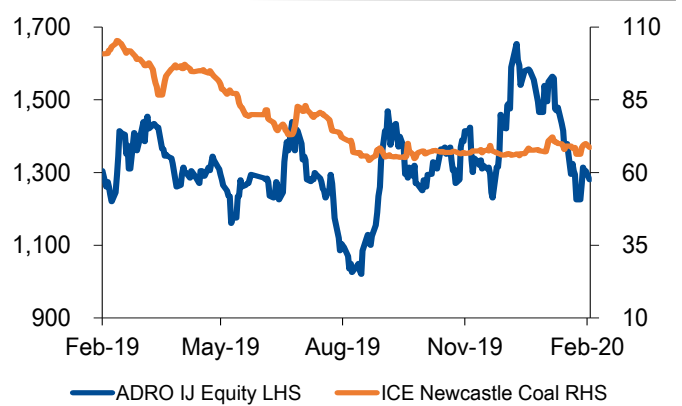
Source: Bloomberg, NHKSI Research

Recommendations by Analysts



Source: Bloomberg, NHKSI Research

Stock and Coal Prices Correlated Positively



Source: Bloomberg, NHKSI Research

Quarterly Review

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19					4Q19E
					Actual	Estimate	YoY %	QoQ %	Surprise %	
Income Statement										
Revenue	1,057	953	846	929	879	817	-16.8	-5.4	7.6	820
Gross Profit	387	332	265	300	234	226	-39.4	-21.8	3.5	170
EBIT	355	150	200	251	181	134	-49.0	-27.7	35.1	121
EBITDA	445	231	289	339	277	209	-37.9	-18.4	32.6	175
Net Profit	117	105	119	178	109	82	-7.0	-38.7	32.4	80
Margin										
Gross Margin	36.6	34.8	31.3	32.3	26.7	27.7	-9.9	-5.6	-1.1	20.7
EBIT Margin	33.6	15.7	23.7	27.0	20.6	16.4	-13.0	-6.4	4.2	14.7
EBITDA Margin	42.1	24.3	34.1	36.5	31.5	25.6	-10.7	-5.0	5.9	21.3
Net Profit Margin	11.1	11.0	14.0	19.2	12.4	10.1	1.3	-6.8	2.3	9.8

Unit: USD mn, %

Source: Company Data, NHKSI Research

Earnings Revision

		2019F	2020F	2021F
Income Statement				
Revenue	-Revised	3,475	3,551	3,657
	-Previous	3,404	3,513	3,647
	-Change %	2.1	1.1	0.3
Gross Profit	-Revised	969	992	1,022
	-Previous	1,024	1,159	1,203
	-Change %	-5.4	-14.4	-15.1
EBIT	-Revised	753	701	722
	-Previous	727	871	901
	-Change %	3.6	-19.5	-20.1
EBITDA	-Revised	1,079	1,058	1,186
	-Previous	1,055	1,204	1,342
	-Change %	2.3	-12.2	-11.6
Net Profit	-Revised	486	410	420
	-Previous	466	447	470
	-Change %	4.4	-8.3	-10.7
Margin				
Gross Margin	-Revised	27.9	27.9	27.9
	-Previous	30.1	33.0	33.0
EBIT Margin	-Revised	21.7	19.7	19.7
	-Previous	21.4	24.8	24.8
EBITDA Margin	-Revised	31.1	29.8	32.4
	-Previous	31.0	34.3	36.8
Net Profit Margin	-Revised	14.0	11.5	11.5
	-Previous	13.7	12.7	12.9

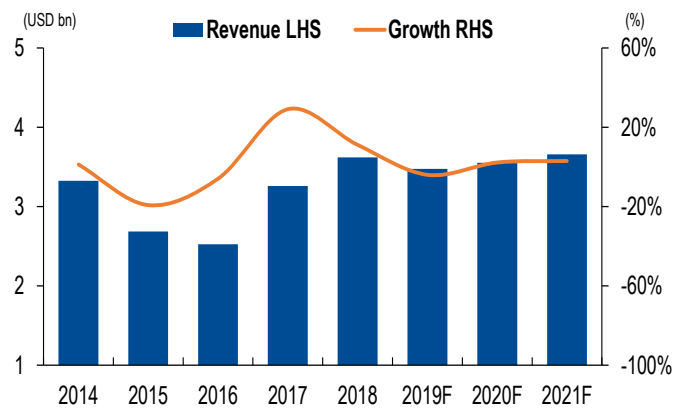
Unit: USD mn, %

Source: Company Data, NHKSI Research

Company Overview

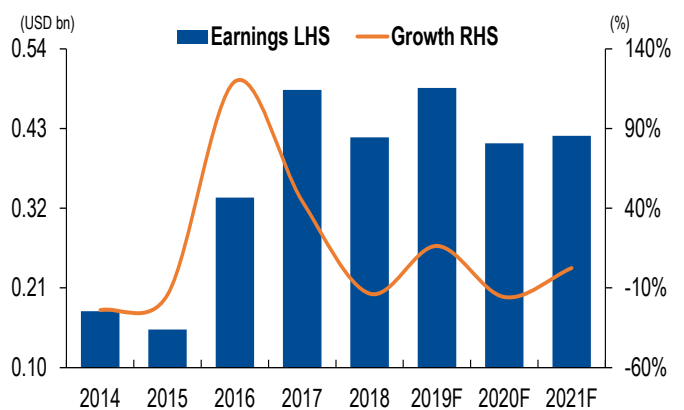
Adaro Energy (ADRO) adalah perusahaan energi yang terintegrasi secara vertikal di Indonesia dengan bisnis di sektor batu bara, energi, utilitas dan infrastruktur pendukung. ADRO memiliki model bisnis terintegrasi yang terdiri dari delapan pilar: Adaro Mining, Adaro Services, Adaro Logistics, Adaro Power, Adaro Land, Adaro Water, Adaro Capital dan Adaro Foundation. Lokasi utama tambang ADRO terletak di Kalimantan Selatan, tempat ditambangnya Envirocoal, batubara termal dengan kadar polutan yang rendah. ADRO juga memiliki aset batu bara metalurgi yang beragam mulai dari batubara kokas semi lunak sampai batubara kokas keras premium di Indonesia dan Australia. ADRO terus mengembangkan bisnis non batubara untuk mendapatkan dasar penghasilan yang lebih stabil dan mengimbangi volatilitas sektor batubara. Saat ini, ADRO memiliki cadangan batu bara sebesar 1,520 juta ton dengan sumber daya batu bara senilai 15,470 juta ton.

Revenue and Growth Movements



Source: Company Data, NHKSI Research

Earnings and Growth Movements



Source: Company Data, NHKSI Research

Global Companies Peers Analysis

	Market Cap (USD mn)	Asset (USD mn)	Sales LTM (USD mn)	Net Profit LTM (USD mn)	Net Profit Growth LTM (%)	Net Profit Margin (%)	ROE LTM (%)	P/E LTM (x)	P/BV (x)
Indonesia									
ADARO ENERGY TBK	3,012	7,061	3,607	511	20.6	14.2	13.6	5.9	0.8
BUKIT ASAM TBK	1,901	1,676	1,493	293	-27.4	19.6	26.4	5.7	1.5
INDO TAMBANGRAYA MEGAH TBK	835	1,443	1,897	164	-41.5	8.6	17.1	5.0	0.9
India									
COAL INDIA LTD	15,473	19,145	13,290	2,498	148.1	18.8	74.9	6.4	4.2
Thailand									
BANPU PCL	1,692	8,485	3,100	75	-67.7	2.4	3.0	22.6	0.7
Australia									
WHITEHAVEN COAL LTD	1,720	3,397	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Canada									
CAMECO CORP	3,486	5,723	1,404	56	-55.5	4.0	1.5	116.8	0.9
China									
INNER MONGOLIA	2,386	13,746	6,156	451	-38.6	7.3	9.2	5.6	0.5
SHANXI LU'AN	2,752	9,488	3,670	370	-18.1	10.1	10.2	7.6	0.7
United States									
PEABODY ENERGY CORP	804	6,543	4,623	-211	-56.0	-4.6	-7.0	N/A	0.3

Source: Bloomberg, NHKSI Research

Management Background

Dewan Komisaris



Edwin Soeryadjaya
Presiden Komisaris

Pendidikan

Beliau memperoleh gelar kesarjanaan bidang Business Administration dari University of Southern California pada tahun 1974.

Pengalaman

Di Astra selama 15 tahun sejak tahun 1978 hingga 1993 dengan jabatan terakhir sebagai Wakil Presiden Direktur. Pada tahun 1998, bersama Sandiaga Uno, beliau mendirikan Saratoga Investama. Saat ini menjadi Presiden Komisaris di PT Viscaya Investments, PT Dianlia Setyamukti, PT Adaro Strategic Investments, PT Adaro Strategic Capital, PT Adaro Strategic Lestari, PT Saratoga Investama Sedaya Tbk, PT Tower Bersama Infrastructure Tbk, PT Mitra Pinasthika Mustika Tbk, PT Merdeka Cooper Gold Tbk.



Theodore Permadi Rachmat
Wakil Presiden Komisaris

Pendidikan

Tahun 1968, lulus dari Institut Teknologi Bandung dengan gelar kesarjanaan bidang teknik mesin.

Pengalaman

Memulai karir di Astra pada tahun 1968, beliau menjabat posisi senior dan eksekutif, termasuk Presiden Direktur, Presiden Komisaris, dan Komisaris, sampai tahun 2005. Beliau merupakan Komisaris PT Multi Bintang Tbk tahun 2002-2007, dan merupakan pendiri Triputra Group. Per tanggal 31 Desember 2018, beliau juga menjabat sebagai Wakil Presiden Komisaris di PT Surya Esa Perkasa Tbk, Komisaris di PT Viscaya Investments, PT Dianlia Setyamukti, PT Adaro Strategic Investments, PT Adaro Strategic Capital, dan PT Adaro Strategic Lestari.



Arini Saraswaty Subianto
Komisaris

Pendidikan

Beliau memperoleh gelar Bachelor of Fine Arts in Fashion Design dari Parsons School of Design, New York (1991-1994) dan memperoleh gelar Master of Business Administration dari Fordham University Graduate School of Business Administration, New York (1996-1998).

Pengalaman

Per tanggal 31 Desember 2018, beliau juga menjabat posisi-posisi lain yaitu Presiden Komisaris PT Anugrah Kirana Sarana, Komisaris PT Nuansa Nirmana Artistika, PT Casa Maha Rasa, PT Adaro Strategic Investments, PT Adaro Strategic Lestari, PT Adaro Strategic Capital, PT Suryalaya Anindita International, PT Dharma Satya Nusantara, dan Direktur Utama PT Tri Nur Cakrawala, PT Pandu Alam Persada, PT Persada Capital Investama, dan Direktur PT Panaksara.



Raden Pardede
Komisaris Independen

Pendidikan

Beliau mendapatkan kesarjanaan bidang teknik kimia dari Institut Teknologi Bandung pada tahun 1984 dan gelar doctor di bidang ekonomi dari Boston University di Amerika Serikat pada tahun 1995.

Pengalaman

Setelah menyelesaikan pendidikannya, beliau mendirikan Danareksa Research Institute, yang merupakan pelopor indikator peringatan dini, survei indeks keyakinan konsumen dan indeks sentimen bisnis. Beliau menjabat sebagai Chief Economist dan Kepala Divisi, dan Direktur Eksekutif dari tahun 1995 sampai dengan 2004. Beliau juga menjabat sebagai Wakil Koordinator Tim Asistensi Menteri Keuangan RI dari tahun 2000 sampai 2004. Pada tahun 2010, beliau mendirikan Creco Consulting bersama Chatib Basri, mantan Menteri Keuangan RI, dan hingga saat ini masih menjabat sebagai Managing Partner.

Management Background

Dewan Direksi



Garibaldi Thohir
Presiden Direktur

Pendidikan

Beliau meraih gelar BBA di University of Southern California pada tahun 1988 dan MBA di Northrop University, California, pada tahun 1989.

Pengalaman

tahun 1997, beliau mendirikan PT Wahana Ottomitra Multiartha (WOM Finance). Beliau memimpin dan mengembangkan perusahaan tersebut sampai bernilai AS\$150 juta ketika melakukan penawaran umum perdana pada tahun 2004. Pada tahun 2005, bersama Edwin Soeryadjaya, Theodore Rachmat, Subianto, dan Sandiaga Uno, beliau mengakuisisi PT Adaro Indonesia, dan kemudian membawa perusahaan ke penawaran umum perdana pada tahun 2008.



Christian Rachmat
Wakil Presiden
Direktur

Pendidikan

Beliau mendapatkan gelar Bachelor of Industrial Engineering dari Northwestern University di Illinois pada tahun 1995.

Pengalaman

Beliau memulai karirnya sebagai Business Analyst di A.T. Kearney di tahun 1995, dan melanjutkan karirnya sebagai Operations Researcher dan Supply Chain Manager di PT Toyota Astra Motors tahun 1996 sampai 1998. Setelah bekerja di Astra dan kemudian menangani Grup Triputra yang dimiliki keluarganya, beliau membawa keahlian dan pengalamannya ke Grup Adaro pada tahun 2005.



Chia Ah Hoo
Direktur

Pendidikan

Beliau mendapat gelar kesarjanaan bidang teknik sipil dari University of Windsor, Kanada pada tahun 1984.

Pengalaman

beliau pindah ke Kalimantan Timur untuk memimpin suatu perusahaan kontraktor penambangan sebelum bergabung dengan PT Adaro Indonesia pada tahun 1991 sebagai Operations Manager. Pada tahun 1998, PT Adaro Indonesia mengirimkan Chia Ah Hoo untuk mengikuti pendidikan di INSEAD Business School. Kemudian beliau ditunjuk sebagai General Manager di PT Adaro Indonesia.



Syah Indra Aman
Direktur

Pendidikan

Beliau lulus dari Universitas Indonesia dengan gelar Sarjana Hukum pada tahun 1990 dan mendapatkan gelar Lex Legibus Magister (LLM) dari University of Washington's School of Law, Amerika Serikat, pada tahun 1992.

Pengalaman

Kemudian beliau kembali ke tanah air dan bekerja sebagai pengacara di kantor pengacara Minang, Warman, Sofyan SH & Associates dan kantor pengacara Lubis, Ganie & Surowidjojo sebelum bergabung dengan Grup Adaro pada tahun 1996.



Julius Aslan
Direktur

Pendidikan

Beliau adalah sarjana lulusan teknik elektro dari Institut Sains dan Teknologi Nasional (ISTN) di Jakarta.

Pengalaman

Di PT Astra International Tbk dan berkarir sampai memegang jabatan sebagai Corporate Human Resources Chief pada tahun 2001. Direktur SDM untuk Bank Permata pada tahun 2004, PT Astra Agro Lestari Tbk pada tahun 2006, dan PT Astra Honda Motor pada tahun 2007, sebelum menjadi Direktur Pemasaran PT Astra Honda Motor pada tahun 2009.

Business Portfolio Area



Source: Company Data

Summary of Financials

INCOME STATEMENT

(USD mn)	2018/12A	2019/12F	2020/12F	2021/12F
Revenue	3,620	3,475	3,551	3,657
Growth	11.1%	-4.0%	2.2%	3.0%
COGS	(2,410)	(2,506)	(2,559)	(2,635)
Gross Profit	1,210	969	993	1,022
Gross Margin	33.4%	27.9%	27.9%	27.9%
Operating Expenses	(306)	(216)	(291)	(300)
EBIT	904	753	701	722
EBIT Margin	25.0%	21.7%	19.7%	19.7%
Depreciation	354	326	356	464
EBITDA	1,258	1,079	1,058	1,186
EBITDA Margin	34.8%	31.1%	29.8%	32.4%
Interest Expenses	(65)	(143)	(173)	(181)
EBT	821	792	714	732
Income Tax	(343)	(269)	(271)	(278)
Minority Interest	(60)	(37)	(33)	(34)
Net Profit	418	486	410	420
Growth	-13.6%	16.3%	-15.7%	2.5%
Net Profit Margin	11.5%	14.0%	11.5%	11.5%

PROFITABILITY & STABILITY

	2018/12A	2019/12F	2020/12F	2021/12F
ROE	9.4%	10.4%	8.4%	8.4%
ROA	5.9%	6.6%	5.3%	5.4%
ROIC	9.2%	8.4%	7.0%	6.9%
Cash Dividend (USD mn)	225	225	262	221
Dividend Yield	8.3%	6.4%	6.8%	5.7%
Payout Ratio	53.9%	46.3%	64.0%	52.6%
DER	33.0%	28.6%	31.0%	31.0%
Net Gearing	57%	46%	51%	50%
LT Debt to Equity	27.8%	15.8%	28.5%	23.3%
Capitalization Ratio	24.8%	22.2%	23.7%	23.7%
Equity Ratio	60.9%	64.0%	63.5%	63.4%
Debt Ratio	20.1%	18.3%	19.7%	19.7%
Financial Leverage	160.1%	156.9%	157.6%	157.8%
Current Ratio	196.0%	128.7%	260.4%	178.8%
Par Value (IDR)	100	100	100	100
Total Shares (mn)	31,986	31,986	31,986	31,986
Share Price (IDR)	1,215	1,555	1,700	1,700
Market Cap (IDR tn)	38.9	49.7	54.4	54.4

BALANCE SHEET

(USD mn)	2018/12A	2019/12F	2020/12F	2021/12F
Cash	928	1,054	1,107	1,083
Receivables	371	200	325	376
Inventories	112	122	131	144
Total Current Assets	1,600	1,451	1,762	1,800
Net Fixed Assets	3,906	4,230	4,180	4,462
Other Non Current Asset	1,554	1,506	1,577	1,577
Total Assets	7,061	7,188	7,518	7,839
Payables	342	192	410	210
ST Bank Loan	220	586	118	385
LT Debt	1,198	728	1,361	1,155
Total Liabilities	2,758	2,588	2,746	2,870
Capital Stock + APIC	1,497	1,497	1,497	1,497
Retained Earnings	2,161	2,522	2,569	2,765
Shareholders' Equity	4,303	4,599	4,773	4,969

VALUATION INDEX

	2018/12A	2019/12F	2020/12F	2021/12F
Price/Earnings	6.5x	7.2x	9.5x	9.3x
Price/Book Value	0.6x	0.8x	0.8x	0.8x
Price/Sales	0.7x	1.0x	1.1x	1.1x
PE/EPS Growth	-0.5x	0.4x	-0.6x	3.7x
EV/EBITDA	2.5x	3.5x	4.0x	3.6x
EV/EBIT	3.5x	4.9x	6.0x	6.0x
EV (IDR bn)	45,053	52,909	59,128	60,298
Sales CAGR (3-Yr)	10.5%	11.2%	2.9%	0.3%
EPS CAGR (3-Yr)	39.9%	13.2%	-5.4%	0.2%
Basic EPS (IDR)	188	216	180	184
Diluted EPS (IDR)	188	216	180	184
BVPS (IDR)	1,936	2,042	2,093	2,172
Sales PS (IDR)	1,628	1,543	1,557	1,598
DPS (IDR)	101	100	115	97

CASH FLOW STATEMENT

(USD mn)	2018/12A	2019/12F	2020/12F	2021/12F
Operating Cash Flow	906	999	786	891
Investing Cash Flow	(793)	(348)	(762)	(756)
Financing Cash Flow	(472)	(341)	30	(160)
Net Changes in Cash	(359)	310	53	(25)

Source: Company Data, NHKSI Research

TOP OWNERSHIP

By Geography	% Shareholders	%
Indonesia	68.4 Adaro Strategic	43.9
United States	8.5 Garibaldi Thohir	6.2
Luxembourg	1.1 Edwin Soeryadjaya	3.3
Ireland	0.9 Theodore Rahmat	2.5

Closing and Target Price Update



Source: Bloomberg, NHKSI Research

Rating and Target Price Update

Date	Rating	Target Price	Consensus
2017.04.10	Buy	IDR2,220	IDR1,978
2017.05.19	Buy	IDR2,010	IDR2,022
2018.01.10	Buy	IDR2,570	IDR2,327
2018.04.11	Buy	IDR2,460	IDR2,030
2018.06.04	Buy	IDR2,500	IDR2,613
2018.11.07	Buy	IDR1,970	IDR2,471
2019.03.18	Buy	IDR1,675	IDR1,723
2019.09.09	Buy	IDR1,600	IDR1,574
2020.02.26	Buy	IDR1,700	IDR1,511

Source: NHKSI Research

Indo Tambangraya Megah Tbk (ITMG IJ)

Profitabilitas Menurun Drastis

Sepanjang 2019, profitabilitas ITMG terus menurun yang terlihat pada penurunan laba bersih sebesar 51,3% YoY akibat harga batu bara dunia lesunya harga batu bara. Prediksi kami di 2020, harga batu bara dunia akan berada di rentang USD65/metrik ton-USD75/metrik ton namun kami yakin target pendapatan sebesar USD1,6 miliar dengan laba bersih senilai USD111 juta bisa diraih ITMG pada 2020. Kineerja 2020 akan ditopang dengan estimasi *stripping ratio* 2020F sebesar 11,2x dan ASP 2020F mencapai USD64,9/ton. Kami melihat saat ini ITMG sudah memiliki valuasi yang atraktif dengan P/E 2020F sebesar 8,0x.

Fokus Efisiensi

Kami berharap ITMG dapat melakukan efisiensi selain pada biaya penambangan, seperti transportasi dan bahan bakar. Untuk 2020, jika ITMG bisa melakukan efisiensi dan menurunkan level biaya pada ketiga pos tersebut di rentang 1,5%-3%, maka proyeksi kami untuk beban pokok pendapatan ITMG hanya akan mengurangi 81,8% dari total pendapatan dan berpotensi mencetak laba bersih sekitar USD111 juta. Adapun proyeksi kami untuk *stripping ratio* 2020F sebesar 11,2x dan kami berharap ASP 2020F bisa menyentuh USD64,9/ton, asumsi ITMG tidak mengalami pengurangan volume penjualan dari 2019.

Proses Awal Diversifikasi Bisnis

Bisnis solar panel menjadi tujuan ITMG untuk diversifikasi bisnis walaupun masih dalam tahapan proses *feasibility study* dengan estimasi investasi USD250 juta. Bagi kami hal tersebut bisa mengurangi ketergantungan ITMG terhadap penjualan batu bara untuk 8-10 tahun kedepan namun ITMG juga masih memiliki peluang untuk menambah kembali cadangan batu bara di 2020 melalui proses akuisisi tambang.

Rating HOLD dengan Target Harga Rp12.000

ITMG menjadi emiten pertambangan dengan EPS tertinggi saat ini tetapi kinerja 2019 menunjukkan penurunan profitabilitas sedangkan harga batu bara dunia masih berpotensi melemah di 2020 (estimasi 2020F sebesar USD65/metrik ton-USD75/metrik ton). Proyeksi untuk 2020F, ITMG masih akan mengalami penurunan pendapatan sebesar 6,2% YoY. Berdasarkan faktor-faktor tersebut membuat kami memberikan rekomendasi HOLD dengan target harga Rp12.000 atau potensi *upside* sebesar 7,6% berdasarkan metode forward P/E 8,6x (-0,3 SD). Saat ini, ITMG diperdagangkan dengan P/E 2020F sebesar 8,7x.

Indo Tambangraya Megah Tbk | Summary

	2018A	2019A	2020F	2021F
Revenue (USD mn)	2,008	1,716	1,608	1,772
Growth (%)	18.8	-14.6	-6.2	10.2
EBITDA (USD mn)	483	231	314	372
Net Profit (USD mn)	259	127	111	137
EPS (IDR)	3,321	1,566	1,377	1,681
Growth (%)	2.2	-51.1	-12.1	23.1
P/E (x)	6.1	7.3	8.7	7.1
P/BV (x)	1.6	1.0	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	2.5	3.3	2.6	2.1
ROE (%)	27.9	13.9	11.9	14.6
DER (%)	0.0	1.1	1.3	1.5
Net Debt (USD mn)	-368	-252	-158	-175

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

Hold

Dec 2020 TP (IDR)	12,000
Consensus Price (IDR)	13,634
TP to Consensus Price (%)	-19.3
vs. Last Price (%)	+4.0

Shares data

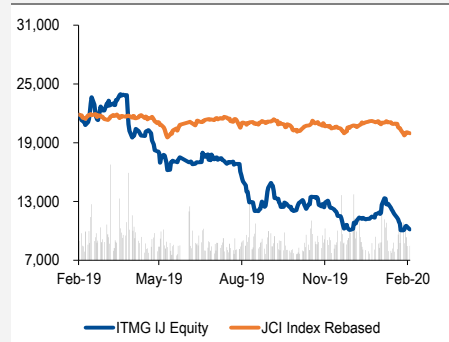
Last Price (IDR)	11,150
Price Date as of	Feb 26, 2020
52 wk Range (Hi/Lo)	24,475 / 9,800
Free Float (%)	34.7
Outstanding sh.(mn)	1,130
Market Cap (IDR bn)	11,440
Market Cap (USD mn)	835
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	1.8
Avg. Trd Val - 3M (bn)	20.7
Foreign Ownership (%)	99.2

Mining

Coal

Bloomberg	ITMG IJ
Reuters	ITMG.JK

Share Price Performance



	YTD	1M	3M	12M
Abs. Ret.	-10.6%	-11.5%	-19.8%	-53.6%
Rel. Ret.	-5.1%	-5.7%	-15.3%	-44.9%

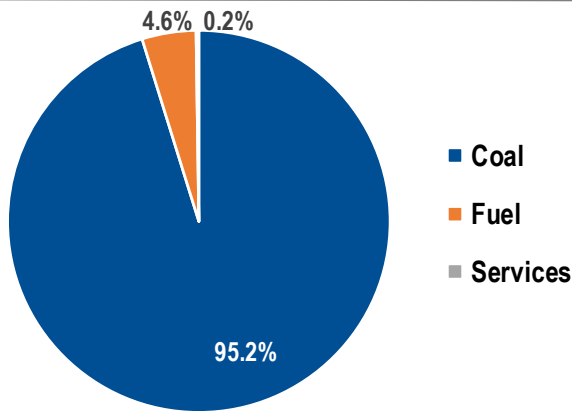


Meilki Darmawan

+6221 5088 9128, meilki.darmawan@nhsec.co.id

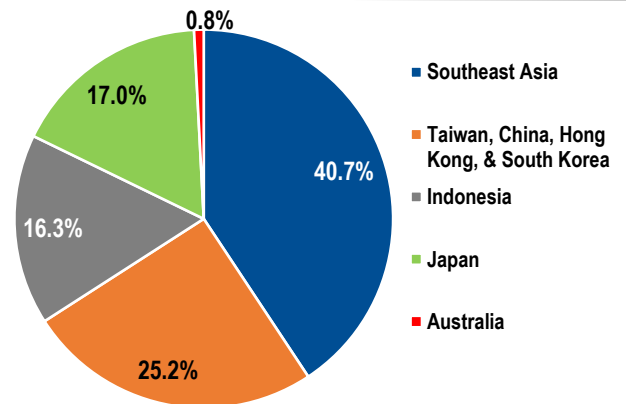
Performance Highlights in Charts

FY19 Revenue Breakdown



Source: Company Data, NHKSI Research

FY19 Sales by Geographic



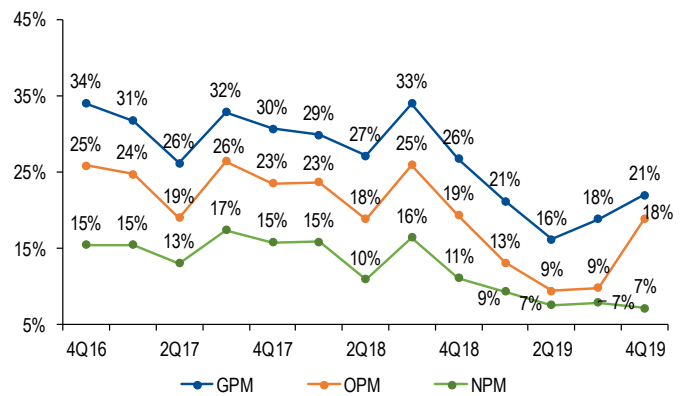
Source: Company Data, NHKSI Research

Stripping Ratio



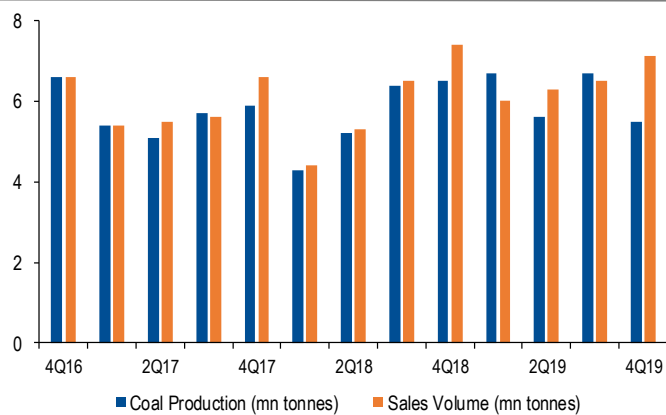
Source: Company Data, NHKSI Research

Margin Ratios



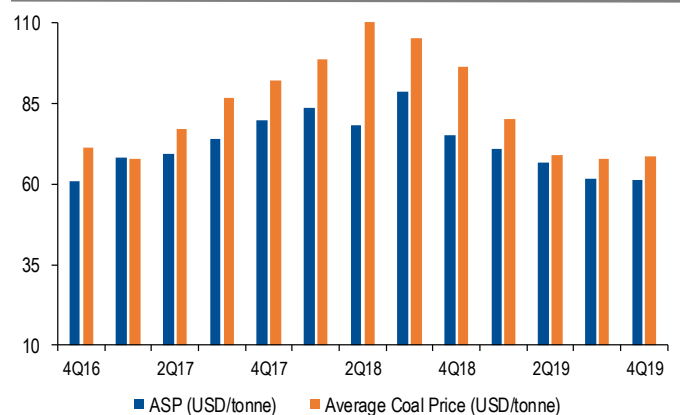
Source: Company Data, NHKSI Research

Production & Sales Volume



Source: Company Data, NHKSI Research

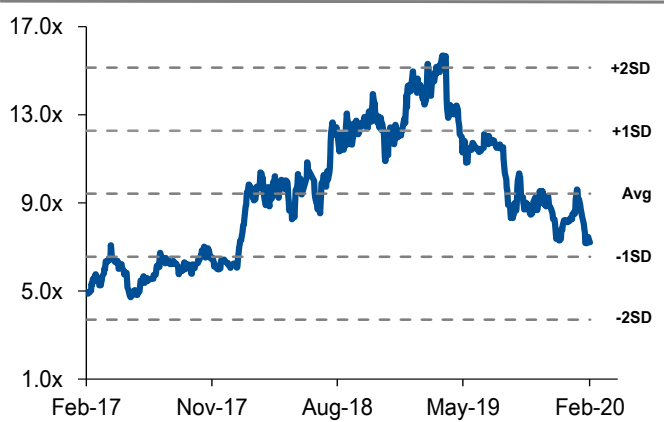
ASP & Coal Price



Source: Company Data, NHKSI Research

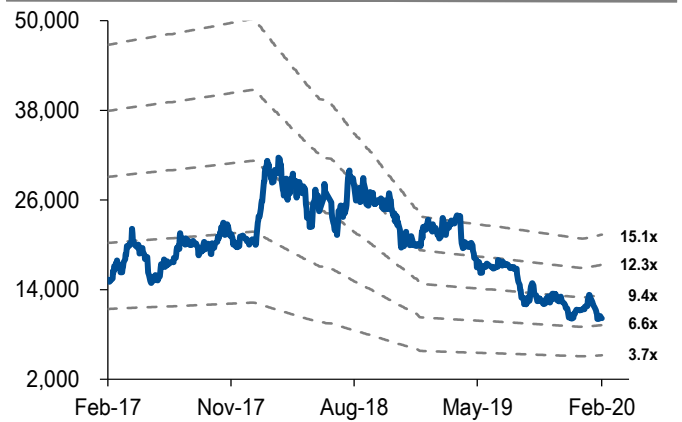
Valuation Highlights in Charts

3-Year Forward P/E Band



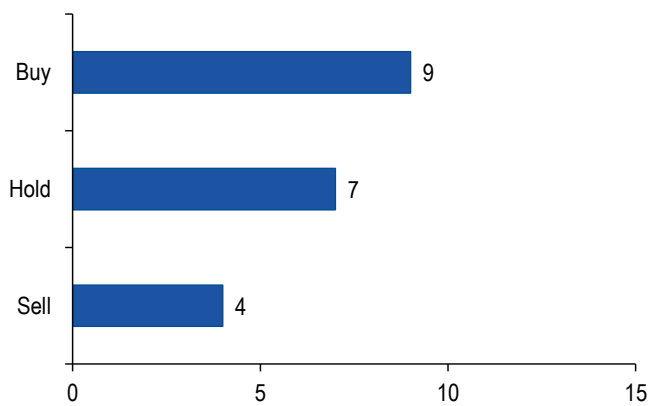
Source: Bloomberg, NHKSI Research

3-Year Dynamic Forward P/E Band



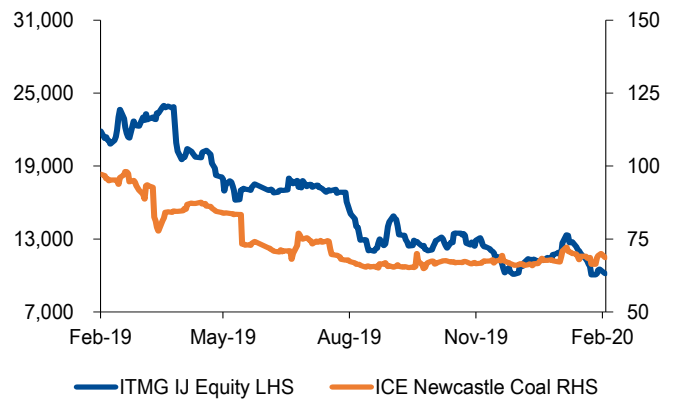
Source: Bloomberg, NHKSI Research

Recommendations by Analysts



Source: Bloomberg, NHKSI Research

Stock and Coal Prices Correlated Positively



Source: Bloomberg, NHKSI Research

Quarterly Review

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19				1Q20E	
					Actual	Estimate	Y-Y %	Q-Q %		Surprise %
Income statement										
Revenue	592	453	440	412	411		-30.7	-0.3		402
Gross Profit	155	94	69	75	88		-42.7	17.8		73
EBIT	112	57	39	38	46		-58.7	20.2		52
EBITDA	125	57	115	111	103		-17.5	-7.2		79
Net Profit	63	40	31	30	28		-54.9	-7.2		28
Margin										
Gross Margin	25.2	20.7	15.6	18.3	21.6		-4.6	3.2		18.2
EBIT Margin	18.8	12.6	8.9	9.3	11.2		-7.6	1.9		13.0
EBITDA Margin	21.1	12.6	26.2	27.0	25.1		4.0	-1.9		19.6
Net Profit Margin	10.6	8.8	7.1	7.4	6.9		-3.7	-0.5		6.9

Unit: USD mn, %

Source: Company Data, NHKSI Research

Earnings Revision

		2019A	2020F	2021F
Income Statement				
Revenue	-Revised	1,716	1,608	1,772
	-Previous	2,281	2,540	
	-Change %	-24.8	-36.7	
Gross Profit	-Revised	327	293	356
	-Previous	665	760	
	-Change %	-50.9	-61.2	
EBIT	-Revised	181	171	204
	-Previous	515	593	
	-Change %	-64.9	-71.1	
EBITDA	-Revised	231	315	372
	-Previous	528	607	
	-Change %	-56.3	-48.2	
Net Profit	-Revised	127	111	137
	-Previous	350	403	
	-Change %	-63.9	-72.4	
Margin				
Gross Margin	-Revised	19.0	18.2	20.1
	-Previous	29.2	29.9	
EBIT Margin	-Revised	10.5	10.6	11.5
	-Previous	22.6	23.3	
EBITDA Margin	-Revised	13.4	19.6	21.0
	-Previous	23.1	23.9	
Net Profit Margin	-Revised	7.4	6.9	7.7
	-Previous	15.3	15.9	

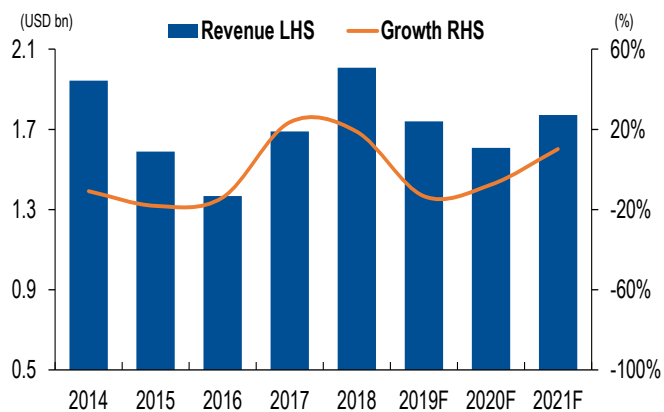
Unit: USD mn, %

Source: Company Data, NHKSI Research

Company Overview

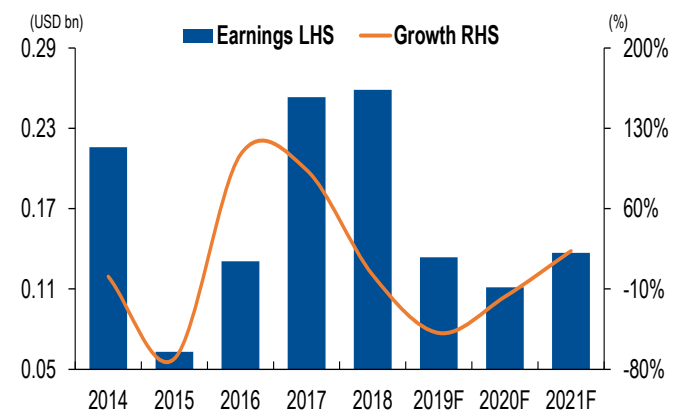
Didirikan pada tahun 1987, PT Indo Tambangraya Megah Tbk (ITMG) adalah perusahaan pemasok batubara terkemuka Indonesia untuk pasar energi dunia. Perusahaan berupaya menetapkan baku tertinggi dalam tata kelola perusahaan, kepatuhan lingkungan, kesehatan dan keselamatan kerja. Lingkup usaha ITMG mencakup operasi penambangan batubara, pengolahan dan logistik yang terintegrasi di Indonesia. Perusahaan menguasai kepemilikan saham mayoritas di empat belas anak perusahaan dan mengoperasikan tujuh konsesi tambang di pulau Kalimantan, meliputi Provinsi Kalimantan Timur, Kalimantan Tengah dan Kalimantan Selatan. ITMG juga memiliki dan mengoperasikan Terminal Batubara Bontang (BoCT), tiga pelabuhan muat dan Pembangkit Listrik Bontang. Keempat belas perusahaan tersebut adalah PT Indominco Mandiri (IMM), PT Trubaindo Coal Mining (TCM), PT Jorong Barutama Greston (JBG), PT Kitadin (Embalut & Tandung Mayang), PT Bharinto Ekutama (BEK), PT ITM Indonesia (ITMI), PT Tambang Raya Usaha Tama (TRUST), PT Nusa Persada Resources (NPR), PT Tepian Indah Sukses (TIS), PT ITM Batubara Utama (IBU), PT ITM Energi Utama (IEU), PT ITM Batubara Perkasa (IBP), PT Gasemas (GEM) dan PT Energi Batubara Perkasa (EBP).

Revenue & Growth Movements



Source: Company Data, NHKSI Research

Earnings & Growth Movements



Source: Company Data, NHKSI Research

Global Companies Peers Analysis

	Market Cap (USD mn)	Asset (USD mn)	Sales LTM (USD mn)	Net Profit LTM (USD mn)	Net Profit Growth LTM	Net Profit Margin	ROE LTM	P/E LTM	P/BV
Indonesia									
ADARO ENERGY TBK	3,012	7,061	3,607	511	20.6%	14.2%	13.6%	5.9x	0.8x
BUKIT ASAM TBK	1,901	1,676	1,493	293	-27.4%	19.6%	26.4%	5.7x	1.5x
INDO TAMBANGRAYA MEGAH TBK	835	1,443	1,897	164	-41.5%	8.6%	17.1%	5.0x	0.9x
India									
COAL INDIA LTD	15,473	19,145	13,290	2,498	148.1%	18.8%	74.9%	6.4x	4.2x
Thailand									
BANPU PCL	1,692	8,485	3,100	75	-67.7%	2.4%	3.0%	22.6x	0.7x
Australia									
WHITEHAVEN COAL LTD	1,720	3,397	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Canada									
CAMECO CORP	3,486	5,723	1,404	56	-55.5%	4.0%	1.5%	116.8x	0.9x
China									
INNER MONGOLIA	2,386	13,746	6,156	451	-38.6%	7.3%	9.2%	5.6x	0.5x
SHANXI LU'AN	2,752	9,488	3,670	370	-18.1%	10.1%	10.2%	7.6x	0.7x
United States									
PEABODY ENERGY CORP	804	6,543	4,623	-211	-56.0%	-4.6%	-7.0%	N/A	0.3x

Unit: USD mn, %, X

Source: Bloomberg, NHKSI Research

Management Background

Dewan Komisaris



Djisman Simandjuntak
Presiden Komisaris

Pendidikan

Beliau merupakan Sarjana Ekonomi dari Universitas Katolik Parahyangan, Bandung tahun 1973. Diploma dalam Monetary Economic and Public Finance dari Universitas Cologne tahun 1979, Ph.D Ekonomi dari Universitas Cologne tahun 1983.

Pengalaman

1973: Auditor di SGV Utomo, 1984: Kepala Departemen Economics Affairs untuk Center for Strategic International Studies (CSIS). 1980-1990: Research Consultant untuk Asian Development Bank. 1989-2003: Dekan Prasetiya Mulia Business School, Jakarta. 1999: Chairman of the Board of Trustees untuk CSIS. 2004-2008: Executive Director Prasetiya Mulia, Jakarta. 2005-2009: President Director Prasetiya Mulia.



Somruadee Chaimongkol
Komisaris

Pendidikan

Beliau merupakan Sarjana Akuntansi dari Universitas Bangkok, Thailand pada tahun 1983. Lulus dari Harvard Business School, USA, untuk program Global Leadership pada tahun 2000.

Pengalaman

Bergabung dengan Banpu pada 1983, serta memiliki pengalaman lebih dari 30 tahun di bidang industri pertambangan.



Fredi Chandra
Komisaris

Pendidikan

Beliau merupakan Sarjana Ekonomi Akuntansi dari Universitas Tarumanegara pada tahun 1988. Magister Akuntansi Manajemen dari Universitas Indonesia pada tahun 1993.

Pengalaman

1988-2000: General Manager, PT Aditya Toa Development. 2000-2008: Direktur Wijaya Wisesa Group, 2001-2011: Komisaris PT Centralink Wisesa International. 2001-2007: Komisaris PT Indo Tambangraya Megah, Direktur PT Indominco Mandiri, Komisaris PT Kitadin, Komisaris PT Trubaindo Coal Mining, Komisaris PT Bharinto Ekatama. 2002-saat ini: Direktur, PT Wirachandra Corpora, 2003-saat ini: Direktur, PT Optim Radiant Equity Investment Holding Company. 2011-saat ini: Direktur Utama, PT Optim Hotel International.



Somsak Sithinamsuwan
Komisaris

Pendidikan

Beliau merupakan Master in Public Administration, major in Policy & Project Management National Institute of Development Administration (NIDA) tahun 1994. Bachelor of Science in Mining and Metallurgical Engineering, Prince of Songkhla University tahun 1981.

Pengalaman

1999-2010: Assistant Managing Director, Sahakol Equipment Plc. 2010-2013: Vice President (Technology Development), Technical Development & Services Department BANPU Public Company Limited. 2013-2017: On secondment as Managing Director. 2018-Present: Assistant Chief Operation Officer (Coal Business) Banpu Public Company Limited of Hongsa Power Co., Ltd. Lao PDR.



Djoko Wintoro
Komisaris

Pendidikan

Beliau merupakan Master of Commerce in Management, University of Wollongong Australia tahun 1991. Ph.D. in Behavioral Finance, University of Wollongong Australia tahun 2000.

Pengalaman

2009-2012: Research Director of Prasetiya Mulya Business School. 2012-2015: Dean of Prasetiya Mulya Business School. 2015-Present: Vice Rector for Operations, Finance, Accounting & Human Resources Management of Prasetiya Mulya University.

Management Background

Dewan Direksi



Kirana Limpaphayom
Direktur Utama

Pendidikan

Beliau merupakan Sarjana Ekonomi dari Universitas Katolik Parahyangan, Bandung tahun 1973. Diploma dalam Monetary Economic and Public Finance dari Universitas Cologne tahun 1979. Ph.D Ekonomi dari Universitas Cologne tahun 1983.

Pengalaman

Bergabung dengan ITM tahun 2015 sebagai Senior Vice President, Office of the President Director. Sebelumnya, bertindak sebagai Head of Strategic Planning & Analysis for Banpu Plc. di Thailand, Executive Director Banpu Australia dan Direktur (Alternatif) Centennial Coal Co.,Ltd., Sydney, Australia. Sebelum bergabung dengan Grup Banpu tahun 2009, menduduki posisi di beberapa lembaga.



A.H. Bramantya Putra
Wakil Direktur Utama

Pendidikan

Beliau merupakan Sarjana bidang Geologi di Universitas Pembangunan Nasional (UPN) Veteran Yogyakarta. Master di bidang Manajemen Internasional dari Universitas Prasetiya Mulya, Jakarta.

Pengalaman

Asisten Micropaleontology Laboratory UPN Veteran Yogyakarta, Geolog di PT Indominco Mandiri (1991–1992), geolog senior (1992–1994), ahli teknis (1994–1997), dan Operation Support Department Head (1997–2001). Ditugaskan sebagai Manajer SDM di PT Kitadin (2001–2003). Corporate Human Resources Manager untuk Banpu Coal Operation Indonesia (2002–2005). Administration Mine Manager (2005–2010) di PT Indominco Mandiri. Posisi Kepala Teknik Tambang PT Indominco Mandiri dijabat pada 2006–2012. Diangkat sebagai Mine Head PT Indominco Mandiri dan menjadi Vice President Corporate Service PT Indo Tambangraya Megah Tbk (2012–2013).



Mulianto
Direktur Independen

Pendidikan

Beliau merupakan Sarjana Akuntansi dari Universitas Atmajaya, Yogyakarta. Mengikuti Professional Directorship Program dari Indonesian Institute of Corporate Directorship.

Pengalaman

Memulai karir di bidang akuntansi sejak tahun 1994 di kantor konsultan audit. Bergabung dengan Perusahaan sejak tahun 1995 sebagai Accounting Supervisor dan terus berkarir di bidang akuntansi hingga tahun 2005 diangkat sebagai Head of General Accounting Perusahaan dan sejak awal 2016 bertanggungjawab sebagai Head of Controller.



Jusnan Ruslan
Direktur

Pendidikan

Beliau merupakan Sarjana dalam bidang Ekonomi di Universitas Pancasila.

Pengalaman

Assistant Marketing Manager di PT Kitadin (1991–1998), tahun 1998 dipromosikan menjadi Marketing Manager (1998–2009). Assistant Vice President Marketing Indonesia, Philippines & Commercial Administration PT Indo Tambangraya Megah Tbk (2009–2011), Vice President–Sales South Asia, Domestic & Compliance PT Indo Tambangraya Megah Tbk (2011), Sales & Logistic Head PT Indo Tambangraya Megah Tbk (2014).

Management Background

Dewan Direksi



Yulius Kurniawan Gozali
Direktur

Pendidikan

Beliau merupakan Sarjana di bidang Bisnis Administrasi dari Universitas Oregon State, Oregon, Amerika Serikat. Master of Business Administration dari RMIT University, Melbourne, Australia. Mengikuti Professional Directorship Program dari Indonesian Institute of Corporate Directorship.

Pengalaman

Financial Analyst di PT BIA tahun 1995. Bergabung dengan grup ITM sejak tahun 2002 sebagai Strategic Planning & Finance Analysis Manager. Investor Relations ITM pada 2007, Head of Corporate Finance. Treasury dan Investor Relations ITM pada 2016.



Stephanus Demo Wawin
Direktur

Pendidikan

Beliau merupakan Sarjana bidang Teknik Komputer dari Universitas Gunadarma. Mengikuti Professional Directorship Program dari Indonesian Institute of Corporate Directorship.

Pengalaman

Tahun 2006 bergabung sebagai IT Infrastructure & Security Manager PT Indo Tambangraya Megah Tbk, kemudian dipromosikan menjadi IT Head pada tahun 2011.



Ignatius Wurwanto
Direktur

Pendidikan

Beliau merupakan Sarjana Teknik Pertambangan di Universitas Pembangunan Nasional Veteran, Yogyakarta pada tahun 1993. Mengikuti Professional Directorship Program dari Indonesian Institute of Corporate Directorship.

Pengalaman

2015–saat ini: Direktur PT Indominco Mandiri, PT Jorong Barutama Greston, PT Kitadin, PT Trubaindo Coal Mining, PT Barinto Ekatama. 2011–saat ini: Head of Compliance and Risk Management ITM. 2007–2011: Assistant Vice President of QSE-ITM. 2006–2007: General Operations Support Manager-Banpu Indonesia. 2004–2006: Environmental Management System Manager-Banpu Indonesia. 2003–2004: Assistant to Operation Deputy Director-PT Indominco Mandiri. 2001–2003: Operation Support Department Head-PT Indominco Mandiri. 1998-2001: Technical Support Superintendent; Operation & Production-PT Indominco Mandiri.



Padungsak Thanakij
Direktur

Pendidikan

Beliau merupakan Bachelors Degree in Mining Engineering, Chulalongkom University, Bangkok tahun 1981.

Pengalaman

1981–1991: Dredge Master, Offshore Tin Mine, Tongkha Harbour Co., Ltd., Thailand. 1991–2000 Mine Manager, Kaolin open cut mine, Mineral Resources Development Co., Ltd., subsidiary of Banpu Public Co., Ltd., Thailand. 2000–2004 General Director, Calcium Carbonate Quarry Mine, Yenbai-Banpu Calcium Carbonate Co., Ltd. 2004–2005 Senior Mining Engineer, Banpu Public Co. Ltd., Thailand. 2005 – 2014 Senior Vice General Manager, Underground Coal Mine, Hebi Zhong Tai Mining Co. Ltd. 2014 – 2016 Short Term Supply Chain Head, PT Indo Tambangraya Megah Tbk group. 2016–Present Melak Cluster Head, PT Indo Tambangraya Megah Tbk group.

Business Portfolio Area



Source: Company Data

Summary of Financials

INCOME STATEMENT

(USD mn)	2018/12A	2019/12A	2020/12F	2021/12F
Revenue	2,008	1,715	1,608	1,772
<i>Growth</i>	18.8%	-14.6%	-6.2%	10.2%
COGS	(1,424)	(1,389)	(1,315)	(1,416)
Gross Profit	584	326	293	356
<i>Gross Margin</i>	29.1%	19.0%	18.2%	20.1%
Operating Expenses	(152)	(116)	(122)	(152)
EBIT	432	209	171	204
<i>EBIT Margin</i>	21.5%	12.2%	10.6%	11.5%
Depreciation	51	50	143	167
EBITDA	483	259	314	372
<i>EBITDA Margin</i>	24.1%	15.1%	19.6%	21.0%
Interest Expenses	(1)	(2)	(0)	(0)
EBT	367	185	153	184
Income Tax	(109)	(59)	(41)	(47)
Minority Interest	0	0	0	0
Net Profit	259	126	111	137
<i>Growth</i>	2.2%	-51.3%	-11.7%	23.1%
<i>Net Profit Margin</i>	12.9%	7.3%	6.9%	7.7%

PROFITABILITY & STABILITY

	2018/12A	2019/12A	2020/12F	2021/12F
ROE	27.9%	13.9%	11.9%	14.6%
ROA	19.5%	11.2%	9.8%	11.1%
ROIC	31%	16%	13%	16%
Cash Dividend(USD mn)	253	123	107	129
Dividend Yield	14.8%	31.8%	12.0%	14.4%
Payout Ratio	97.7%	98.0%	96.0%	94.0%
DER	0.0%	1.1%	1.3%	1.5%
Net Gearing	0%	2%	2%	2%
LT Debt to Equity	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Capitalization Ratio	0.0%	1.1%	1.3%	1.5%
Equity Ratio	67.2%	73.2%	90.4%	76.5%
Debt Ratio	0.0%	0.8%	1.2%	1.2%
Financial Leverage	143.0%	123.3%	120.7%	130.8%
Current Ratio	196.6%	203.0%	251.4%	184.1%
Par Value (IDR)	500	500	500	500
Total Shares (mn)	1,130	1,130	1,130	1,130
Share Price (IDR)	20,250	11,475	11,000	11,000
Market Cap (IDR tn)	22.9	13.0	12.4	12.4

BALANCE SHEET

(USD mn)	2018/12A	2019/12A	2020/12F	2021/12F
Cash	368	159	80	100
Receivables	217	130	126	195
Inventories	108	102	100	127
Total Current Assets	766	473	396	559
Net Fixed Assets	243	256	235	246
Other Non Current Asset	434	480	400	425
Total Assets	1,443	1,209	1,031	1,231
Payables	194	77	139	64
ST Bank Loan	-	10	12	14
LT Debt	-	-	-	-
Total Liabilities	473	324	258	449
Capital Stock + APIC	393	393	393	393
Retained Earnings	600	515	562	570
Shareholders' Equity	970	885	933	941

VALUATION INDEX

	2018/12A	2019/12A	2020/12F	2021/12F
Price/Earnings	6.1x	7.3x	8.0x	6.5x
Price/Book Value	1.6x	1.0x	1.0x	1.0x
Price/Sales	0.8x	0.5x	0.6x	0.5x
PE/EPS Growth	2.8x	-0.1x	-0.7x	0.3x
EV/EBITDA	2.5x	3.0x	2.6x	2.2x
EV/EBIT	2.8x	3.7x	4.8x	3.9x
EV (IDR bn)	17,505	10,798	11,400	11,168
Sales CAGR (3-Yr)	8.1%	7.8%	-1.6%	-4.1%
EPS CAGR (3-Yr)	60.1%	-1.2%	-24.0%	-19.1%
Basic EPS (IDR)	3,321	1,566	1,377	1,681
Diluted EPS (IDR)	3,321	1,566	1,377	1,681
BVPS (IDR)	12,445	11,006	11,545	11,553
Sales PS (IDR)	25,763	21,325	19,907	21,760
DPS (IDR)	2,999	3,653	1,322	1,581

CASH FLOW STATEMENT

(USD mn)	2018/12A	2019/12A	2020/12F	2021/12F
Operating Cash Flow	230	94	71	177
Investing Cash Flow	(55)	(75)	(45)	(31)
Financing Cash Flow	(107)	(113)	(105)	(126)
Net Changes in Cash	68	(95)	(79)	20

TOP OWNERSHIP

By Geography	% Shareholders	%
Singapore	86.7	Banpu Minerals 65.1
United States	7.7	Blackrock 2.0
Luxembourg	1.5	Vanguard Group 1.2
United Kingdom	1.2	Dimensional Fund 1.2

Source: Company Data, NHKSI Research

Closing and Target Price Update



Source: Bloomberg, NHKSI Research

Rating and Target Price Update

Date	Rating	Target Price	Consensus
2017.01.16	Buy	IDR19,250	IDR18,851
2017.03.01	Buy	IDR22,525	IDR19,782
2017.06.07	Buy	IDR22,525	IDR21,658
2017.12.20	Buy	IDR25,275	IDR24,927
2018.05.22	Buy	IDR32,400	IDR33,946
2018.11.26	Buy	IDR24,225	IDR32,557
2019.02.01	Buy	IDR25,475	IDR28,843
2020.02.24	Hold	IDR12,000	IDR13,634

Source: NHKSI Research

NHKS stock ratings

- Based on a stock's forecasted absolute return over a period of 12 months from the date of publication.
 - Buy: greater than +15%, Hold: -15% to +15%, Sell: less than -15%.
 - This document is strictly confidential and is being supplied to you solely for your information. The recipients of this report must make their own independent decisions regarding any securities or financial instruments mentioned herein. This document may not be quoted, reproduced, exhibited, redistributed, transmitted, edited, translated, or published, in whole or in part, for any purpose without notice. Any failure to comply with this restriction may constitute a violation of civil or criminal laws.
-

DISCLAIMER

This report and any electronic access hereto are restricted and intended only for the clients and related entities of PT NH Korindo Sekuritas Indonesia. This report is only for information and recipient use. It is not reproduced, copied, or made available for others. Under no circumstances is it considered as a selling offer or solicitation of securities buying. Any recommendation contained herein may not be suitable for all investors. Although the information hereof is obtained from reliable sources, its accuracy and completeness cannot be guaranteed. PT NH Korindo Sekuritas Indonesia, its affiliated companies, employees, and agents are held harmless from any responsibility and liability for claims, proceedings, action, losses, expenses, damages, or costs filed against or suffered by any person as a result of acting pursuant to the contents hereof. Neither is PT NH Korindo Sekuritas Indonesia, its affiliated companies, employees, nor agents are liable for errors, omissions, misstatements, negligence, inaccuracy contained herein. All rights reserved by PT NH Korindo Sekuritas Indonesia.
