

HOLD

Current Price	1.995
2017E P/E	16,4
Target Price	1.905
2017E P/E	15,7

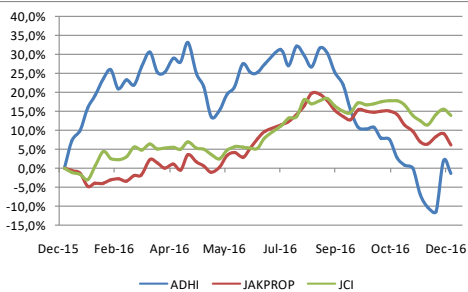
Constructions

Bloomberg Ticker	ADHI.IJ
52 week High	2910
52 week Low	1830
Market Cap (Rp)	7.157,3B
Shares Outstanding (in million)	3.561
Daily avg vol (in million)	34,09

Major Shareholders (%):

Government	51,0
Norges Bank	2,6
Public	46,4

Relative performance vs JCI & JAKPROP



Sumber: Bloomberg

Adhi Karya (ADHI) adalah BUMN publik pertama di Indonesia. Perusahaan ini berbisnis di bidang konstruksi dan EPC (Engineering, Procurement, and Construction) di wilayah lokal. Hampir seluruh pendapatan ADHI berasal dari bisnis konstruksi.

Weaker Outlook

Laba bersih Adhi Karya (ADHI) di Q32016 turun 16,1% ke Rp115miliar dari Rp 137miliar pada Q32015 akibat kenaikan biaya bunga dan kerugian di segmen EPC. Margin operasi juga turun 3,6% YoY akibat kenaikan biaya umum. Penjualan Q32016 naik 5,12% QoQ, tetapi penyelesaian kontrak LRT ADHI di bulan November hanya 45% dari target awal, terendah di antara BUMN konstruksi besar lainnya.

Tantangan Penyelesaian Kontrak

Kenaikan saham ADHI yang cukup signifikan pada awal bulan Desember ini merupakan ekspektasi positif pasar terhadap rencana peningkatan jumlah kontrak pemerintah ke BUMN hingga sebesar 35,4% di tahun 2017. Walaupun demikian, kami tidak optimis ADHI dapat memaksimalkan kontrak tersebut dan hal ini tercermin dari pengurangan target pertumbuhan penjualan oleh manajemen perseroan menjadi 25% di tahun 2017, lebih rendah dari ekspektasi pasar. Terlebih, peningkatan upah di tahun depan dan pendanaan dari utang bank untuk membiayai pelaksanaan kontrak akan membebani margin operasi dan margin bersih ADHI.

Valuasi dan Rekomendasi

Kami memberikan rating HOLD dengan target harga Rp1905 yang mengimplikasikan rasio *forward* P/E 2017 sebesar 15,7x yang didapat dari penghitungan dengan menggunakan metode DCF menggunakan asumsi WACC sebesar 9,73% serta tingkat pertumbuhan yang stabil pada 5%.

Risiko Proyeksi

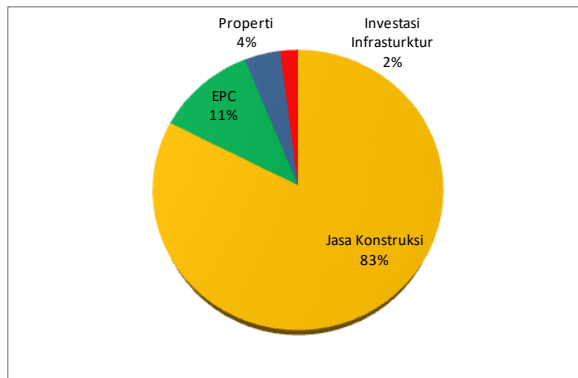
Risiko ke atas terhadap proyeksi kami yang utama adalah apabila perseroan dapat menyelesaikan target konstruksi melebihi ekspektasi manajemen yang saat ini diturunkan akibat performa yang baru-baru ini masih di bawah target tahun 2016.

Analyst:

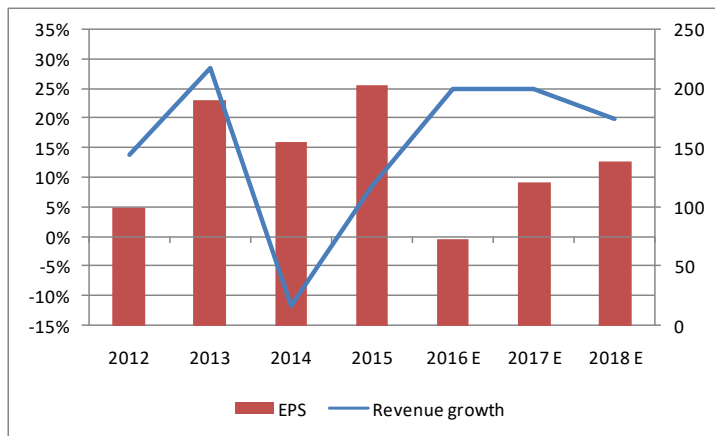
Rio Adrianus

research@reliance-securities.com

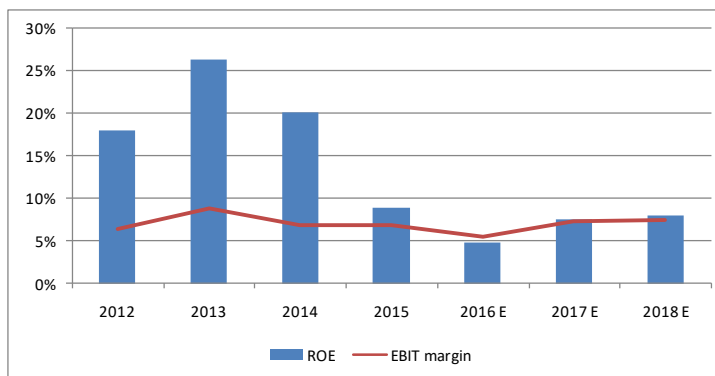
+6221 5793 0008



Gambar 1. Segmentasi Bisnis ADHI
 Sumber: Perseroan



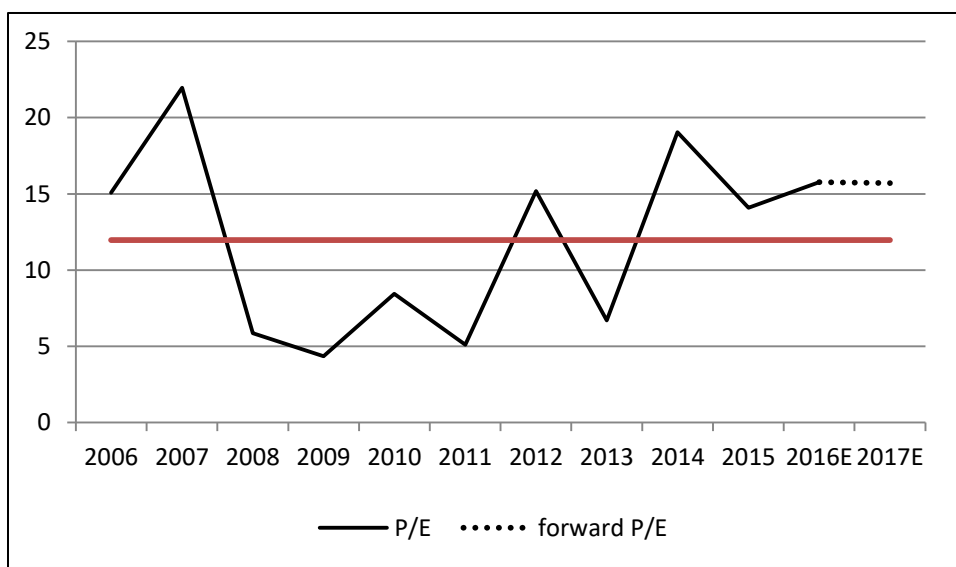
Gambar 2. Proyeksi Pendapatan dan EPS.
 Sumber: Perseroan, Reliance Securities



Gambar 3. Proyeksi ROE dan Marjin Operasi.
 Sumber: Perseroan, Reliance Securities

Beban Pokok	9M 2016	9M 2015	Perubahan	% pendapatan 9M 2016	% pendapatan 9M 2015
Jasa Konstruksi	4072	3989	2.08%	86.75%	90.60%
EPC	808	535	51.03%	124.69%	104.09%
Properti	163	310	-47.42%	69.36%	69.20%
Investasi Infrastruktur	94	48	95.83%	81.03%	96.00%
Total	5137	4882		90.23%	90.16%

Tabel 1. Perubahan beban pokok setahun terakhir dan persentase beban pokok dengan pendapatan tiap segmen bisnis.



Gambar 3. Proyeksi P/E

Sumber: Company, Reliance Securities

Exhibit 1. Income Statement

(In Rp bn)	2013	2014	2015	2016 E	2017 E
Revenue	9.800	8.654	9.390	11.737	14.671
Gross Profit	1.193	998	975	1.056	1.614
Operating Income	864	591	635	634	1.056
Pretax Income	714	600	746	486	801
Net Income	408	332	465	262	432
EPS	191	155	203	74	121

Source: Company, Reliance Securities

Exhibit 2. Balance Sheet

(in Rp bn)	2013	2014	2015	2016 E	2017 E
Assets					
Cash	1.940	811	4.317	4.618	5.871
Account Receivable	1.503	1.954	2.232	2.605	3.256
Inventories	162	132	163	176	215
Other current assets	5.495	6.269	7.979	8.250	10.231
Long term receivables	197	364	361	361	361
Net Fixed Assets	293	496	1.099	1.275	1.486
Other non current assets	132	433	609	609	609
Total Assets	9.721	10.459	16.761	17.893	22.029
Liabilities & Equity					
Account Payables	4.767	4.923	6.489	7.243	8.854
Short term debt	212	658	1.115	1.135	1.235
Other current liabilities	1.562	1.459	1.810	1.946	2.433
Long term debts	1.247	1.361	1.753	1.778	3.348
Other long term liabilities	384	416	431	431	431
Total Liabilities	1.631	1.777	2.184	2.209	3.779
Total Equity	1.548	1.641	5.162	5.360	5.727

Source: Company, Reliance Securities

Exhibit 3. Cash Flow Statement

(in Rp bn)	2013	2014	2015	2016 E	2017 E
Net Income	406	329	464	262	432
Depr. & Amor.	15	25	32	71	82
Change in working capital & Others	141	(1.333)	(255)	233	(573)
Cash From Operation	562	(978)	241	567	(58)
CAPEX	(101)	(245)	(200)	(246)	(293)
Other	(198)	(343)	(24)	-	-
Cash From Investing	(299)	(588)	(224)	(246)	(293)
Change in short term debts	11	-	-	20	100
Change in long term debts	-	560	849	25	1.570
Dividends	(42)	(122)	(65)	(65)	(65)
Other	759	(0)	2.704	-	-
Cash From Financing	728	438	3.489	(20)	1.605

Source: Company, Reliance Securities

Exhibit 4. Key Ratios

	2013	2014	2015	2016 E	2017 E
Growth					
Revenue	28,5%	-11,7%	8,5%	25,0%	25,0%
Net Income	91,5%	-18,8%	40,2%	-43,6%	64,8%
Profitability					
Gross margin	12,2%	11,5%	10,4%	9,0%	11,0%
EBIT margin	8,8%	6,8%	6,8%	5,4%	7,2%
Net margin	4,2%	3,8%	5,0%	2,2%	2,9%
ROA	4,2%	3,2%	2,8%	1,5%	2,0%
ROE	26,4%	20,2%	9,0%	4,9%	7,6%
Leverage					
Total debt to assets	15,0%	19,3%	17,1%	16,3%	20,8%
Current Ratio	1,39	1,30	1,56	1,52	1,56
Activity					
Days receivable	53	73	81	81	81
Inventory turnover days	6	7	6	6	6
Days payable	192	231	248	248	248

Source: Company, Reliance Securities

HEAD OFFICE

Reliance Building

Jl. Pluit Kencana No. 15A,
Pluit Penjaringan
Jakarta 14450
T +62 21 661 7768
F +62 21 661 9884

RESEARCH DIVISION

Robertus Yanuar Hardy

robertus@reliance-securities.com

Rio Adrianus

research@reliance-securities.com

Aji Setiawan

aji@reliance-securities.com

Shanti Dwi Jayanti

santi@reliance-securities.com

Lanjar Nafi Taulat I

lanjar@reliance-securities.com

Research Analyst

Research Analyst

Associate Research Analyst

Associate Research Analyst

Technical Research Analyst

EQUITY DIVISION

Jakarta- Pluit

Jl. Pluit Kencana No. 15A
Pluit Penjaringan
Jakarta 14450
T +62 21 661 7768
F +62 21 661 9884

Bandung

Jl.Cisangkuy No.58
Bandung 40115
T +62 22 721 8200
F +62 22 721 9255

Surabaya - Gubeng

Jl. Bangka No. 22
Surabaya 60281
T +62 31 501 1128
F +62 31 503 3196

Makassar

Jl. Boto Lempangan No. 34 J
Makassar 90113
T +62 411 3632388
F +62 411 3614634

Jakarta - Sudirman

Menara Batavia 27th floor
Jl. KH. Mas Mansyur Kav 126
Jakarta 10220
T +62 21 5790 5455
F +62 21 5795 0728

Tasikmalaya

Ruko Tasik Indah Plaza No.21
Jl. KHZ Mustofa No. 345
Tasikmalaya 46121
T +62 265 345000
F +62 265 345003

Surabaya – Diponegoro

Jl. Bogowonto 25, Darmo
Surabaya 60261
T. +62 31 5670388
F. +62 31 5610528

Pekanbaru

Jl. Sumatera No. 9, Simpang
Empat, Pekanbaru - Riau
28000
T +62 761 7894368
F +62 761 7894370

Jakarta – Kebon Jeruk

Plaza Kebon Jeruk
Jl.Raya Perjuangan Blok A/2
Jakarta 11530
T +62 21 532 4074
F +62 21 536 2157

Yogyakarta

Jl. Juadi No. 1 Kotabaru
Yogyakarta 55224
T +62 274 550 123
F +62 274 551 121

Bali - Denpasar

Dewata Square Blok A3
Jl. Letda Tantular Renon
Denpasar 802361
T +62 361 225099
F +62 361 245099

Medan

Jl. Teuku Amir Hamzah No.26
T +62 61 6638592
F +62 61 6638023

BSD

Jl. Pahlawan Seribu Ruko BSD
Sektor 7 Blok RK kav. 9
Tangerang 15310
T +62 21 5387495
F +62 21 5387494

Surakarta

Jl. Slamet Riyadi 330A
Solo 57145
T +62 271 736599
F +62 271 733478

Pontianak

Jl. MT Haryono No. 6
Pontianak 78121
T +62 561 575674
F +62 561 575670

Jakarta – Centro

Ruko Centro Residence Kav. 4-5
Tower C Lt. 1 No. 26-29
Jl. Macan, Daan Mogot
Jakarta 14450
T +62 21 56945227
F +62 21 56945226

Malang

Jl. Guntur No. 19
Malang 65112
T +62 341 347 611
F +62 341 347 615

Balikpapan

Ruko Bukit Damai Indah
Blok I, No. 3, Rt.34
Jl. MT. Haryono, Gunung
Bahagia, Balikpapan Selatan
76114
T +62 542 746313-16
F +62 542 746317

IDX CORNER & INVESTMENT GALLERY

UPN "Veteran" Jakarta

Jl. RS Fatmawati, Pondok Labu
Jakarta 12450
T +62 21 7656971 ext. 197
F +62 21 7656971 ext. 138

President University

Resto Plaza 1F - Jababeka
Education Park
Jl. Ki Hajar Dewantara Raya
Cikarang - Bekasi 17550
T +62 21 89106030

Universitas Siliwangi Tasikmalaya

Jl. Siliwangi No. 24
Tasikmalaya 46151
T +62 265 323685
F +62 265 323534

UPN "Veteran" Yogyakarta

Jl. Babarsari 2, Tambak Bayan
Yogyakarta
T +62 274 485268
F +62 274 487147

Universitas Muhammadiyah Sidoarjo

Jl. Majapahit 866B
Sidoarjo, Jawa Timur
T +62 31 8945444
F +62 31 8949333

Universitas Tanjungpura Pontianak

Jl. Jendral Ahmad Yani
Pontianak 78124
T +62 561 743465
F +62 561 766840

Universitas Islam Kalimantan

FE UNISKA
Jl. Adiyaksa No. 2, Kayu Tangi
Banjarmasin
Tlp. 0511 3303871
Fax. 0511 3303871

STIE "AUB" Surakarta

Jl. Mr. Sartono 97, Cengklik
Nusukan, Surakarta 57135
T +62 271 854803
F +62 271 853084

Universitas Surabaya

Jl. Raya Kalirungkut
Surabaya 60293
T +62 31 298 1203
F +62 31 298 1204

Universitas Muhammadiyah Gresik

Jl. Sumatra 101 GKB
Gresik 61121
T +62 31 395 1414
F +62 31 395 2585

Universitas Negeri Malang

Jl. Surabaya No. 6
Malang 65145
T +62 341 585914
F +62 341 552888

Universitas Muhammadiyah Malang

Jl. Raya Tlogomas 246
Malang 65144
T +62 341 464318-9
F +62 341 460782

Universitas Pesantren Tinggi Darul 'Ulum

Gd. Pasca Sarjana UNIPDU
Komplek PP Darul 'Ulum
Peterongan, Jombang
Jawa Timur
Telp. 0321-873655
Fax. 0321-875771

Universitas Brawijaya

Jl. Veteran Malang 65145
T +62 341 551611 / 575777
F +62 341 565420

STIE Malangkecewara

Jl. Terusan Candi Kalasan
Malang 65142
T +62 341 491813
F +62 341 495619

STIESIA Surabaya

Jl. Menur Pumpungan 30
Surabaya
T +62 31 5947505
F +62 31 5932218

Universitas 17 Agustus 1945

Banyuwangi
Jl. Adi Sucipto 26
Banyuwangi, Jawa Timur
T +62 333 419613
F +62 333 419163

STIE Tri Bhakti

Jl. Teuku Umar No. 24
Cut Meutia, Bekasi
Tlp. 021 82429400
Fax. 021 82429500

Politeknik Kediri

Jl. Mayor Bismo No. 27
Kediri 64121
T +62 354 683128
F +62 354 683128

Sekolah Tinggi Manajemen Informatika dan Teknik Komputer Bali

Jalan Puputan No. 86, Renon,
Denpasar
Telp. +62361 244445
Faks. +62361 264773

Universitas Muhammadiyah Pontianak

Fakultas Ekonomi UM
Pontianak
Jl. Ahmad Yani, No. 111,
Pontianak 78124
Telp. +62561 743465
Faks. +62561 766840

Universitas Negeri Makassar

Fakultas Ekonomi Gedung BT
Lt.2
Jl. A.P. Pettarani, Kampus
UNM, Gunungsari Baru
Makassar 90222
T +62 411 889464 / 881244
F +62 411 887604

STIE AAS Surakarta

Jl. Salmat Riyadi No. 361,
Kartasura
Sukoharjo, Jawa Tengah
Tlp. 0271 726156
Fax. 0271 726156

Disclaimer:

Information, opinions and recommendations contained in this document are presented by PT Reliance Securities Tbk. from sources that are considered reliable and dependable. This document is not an offer, invitation or any kind of representations to decide to buy or sell stock. Investment decisions taken based on this document is not the responsibility of PT Reliance Securities Tbk. PT Reliance Securities Tbk. reserves the right to change the contents of this document at any time without prior notice.