

SELL

Current Price	2,180
2018E P/E	9.1
Target Price	1,700
2018E P/E	7.1

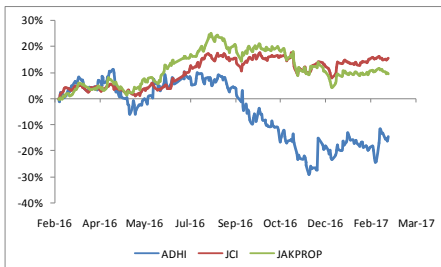
Precast

Bloomberg Ticker	ADHI.IJ
Reuters Ticker	ADHIJK
52 week High	2,910
52 week Low	1,830
Market Cap (Rp tn)	7.76
Shares Outstanding (millions)	3,560
Daily avg vol ('000 shares)	23,315

Major Shareholders (%):

Government	51.00
Public	49.00

Relative performance vs JCI JKSE & basic industry index:



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.

The consequence of LRT

Kami menurunkan rekomendasi menjadi **SELL** dengan alasan sebagai berikut: 1) Potensi berlanjutnya pelemahan daya saing untuk meningkatkan pangsa pasar, serta 2) Beban pembiayaan dan model bisnis LRT yang menurut kami dapat membebani perseroan di tengah kesulitan pembayaran pemilik proyek lainnya.

2016 Was A Challenging Year

Tahun lalu adalah tahun yang penuh tantangan bagi ADHI. Walaupun penjualan naik 17,8% yoy menjadi Rp11 triliun, laba bersih turun 32% yoy. Margin laba bersih turun menjadi 2,8% dari 5% di tahun sebelumnya karena terdapat kerugian Rp412,6 miliar di segmen EPC yang disebabkan oleh eskalasi biaya proyek energi batu-bara dan minyak.

Realisasi pencapaian kontrak baru 2016 sebesar 92% dari target Rp17,9 triliun, yang sebelumnya juga sudah direvisi ke bawah. Fakta ini jika ditambah dengan lebih kecilnya pangsa pasar perseroan dibanding pesaingnya (Gambar 1) mengindikasikan daya saing ADHI yang ternyata lebih lemah.

The Flip Side of LRT Project: Funding Issue

Investor menanggapi positif penandatanganan kontrak LRT senilai Rp23,4 triliun yang masuk sebagai kontrak baru di tahun ini. Dengan demikian, perseroan telah memenuhi setengah dari targetnya. Namun kami pesimis terhadap kemampuan perseroan dalam meraih sisa target kontrak non-LRT sebesar Rp21,2 triliun, karena kemungkinan akan mengetatnya kemampuan finansial ADHI akibat beban pembiayaan proyek LRT.

Skema pembiayaan LRT mengharuskan perseroan untuk berlaku sebagai investor, dimana ADHI akan memerlukan Rp7 triliun di tahun ini untuk membiayai investasi tersebut. Sebesar Rp2 triliun direncanakan berasal dari penerbitan obligasi dan Rp5 triliun berasal dari gabungan pinjaman bank BUMN dan APBN. Namun, Pemerintah merencanakan skema *public service obligation* (PSO) yang isinya menyatakan pembayaran secara bertahap terhadap investasi LRT oleh perseroan. Dengan skema pembayaran bertahap tersebut, perseroan kemungkinan besar akan memerlukan pinjaman bank lebih besar di tahun ini atau melakukan *right issue* untuk membiayai kontrak baru.

Perseroan menargetkan pertumbuhan kontrak baru yang agresif sebesar 28% tahun ini hingga mencapai Rp21,6 triliun, atau lebih besar dari target pertumbuhan pesaingnya seperti PTPP yang hanya mencapai 25%.

Secara singkat, target pertumbuhan kontrak yang agresif sementara posisi keuangan dan operasional berpotensi melemah, membuat kami pesimis akan pencapaian target diatas. Lebih lanjut, bila skema PSO diberlakukan untuk fase II, dikhawatirkan posisi finansial perseroan akan semakin tertekan sehingga menghambat ekspansi kontrak baru. Di tengah semakin ketatnya persaingan dalam sektor konstruksi, kelemahan kemampuan pembiayaan proyek dapat mengarah pada menurunnya pangsa pasar untuk jangka panjang.

Valuasi dan Rekomendasi

Kami merekomendasikan **SELL** berdasarkan valuasi dengan menggunakan metode DCF dengan target harga Rp1700, yang setara dengan 7x rasio forward P/E 2018. Asumsi WACC 13,27%, dan tingkat pertumbuhan yang stabil pada 5%.

Analyst:

Rio Adrianus, CSA

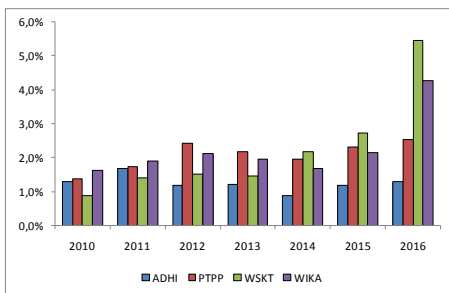
research@reliance-securities.com

+6221 5793 0008

Tabel 1. Progress LRT Fase I

Route	Length	%
Cibubur-Cawang	14,5 km	19,18%
Bekasi Timur-Cawang	17,1 km	6,95%
Cawang-Dukuh Atas	10,5 km	1,21%

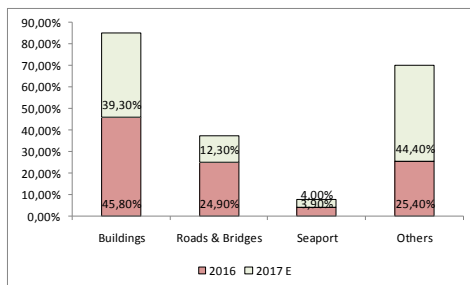
Gambar 1. Peraihan Kontrak Baru Terhadap Potensi Konstruksi Indonesia



Sumber: Company, BPS, Reliance-Securities

Semenjak 2012, kompetisi yang semakin ketat membuat ADHI mengalami kesulitan memperbesar pangsa pasarnya.

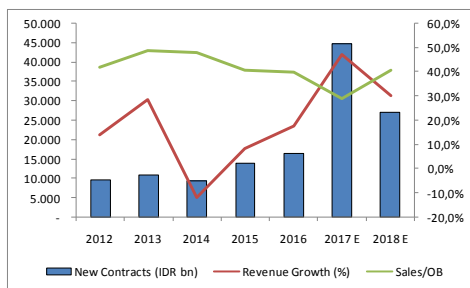
Gambar 2. Proyek Kontrak Baru



Sumber: Company, Reliance-Securities

Pengurangan pada target proyek gedung dan jalan di tengah laju pembangunan nasional merefleksikan pandangan manajemen mengenai kondisi persaingan konstruksi yang semakin ketat

Gambar 3. Kontrak Baru ADHI



Sumber: Company, Reliance-Securities

Kontrak LRT sebesar Rp23,4 triliun mencakup 52% dari total target kontrak baru tahun ini

Tabel 2. Penjualan Berdasarkan Segmen Bisnis

Business Segment	% Revenue			% Gross Margin	
	2015	2016	% change	2015	2016
Construction	85%	82%	-3%	11%	14%
EPC	7%	9%	33%	-16%	-40%
Property	7%	7%	13%	30%	26%
Industry (Precast)	2%	2%	10%	22%	12%

Sumber: Company, Reliance-Securities

Kerugian di segmen EPC dikarenakan eskalasi biaya yang tidak ditanggung oleh pemilik proyek

Exhibit 1. Income Statement

(In Rp bn)	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Revenue	11.064	16.264	21.143	25.372
Gross Profit	1.115	1.789	2.326	2.791
Operating Income	729	1.269	1.649	1.979
Pretax Income	613	1.153	1.549	1.862
Net Income	315	634	852	1.024
EPS	89	178	239	288

Source: Company, Reliance Securities

Exhibit 3. Cash Flow Statement

(in Rp bn)	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
Net Income	315	634	852	1.024
Depr. & Amor.	58	88	107	124
Change in working capital & Others	(1.070)	746	20	(467)
Cash From Operation	(698)	1.468	979	681
CAPEX	(418)	(416)	(390)	(338)
Other	(830)	(190)	(488)	(423)
Cash From Investing	(1.248)	(606)	(878)	(761)
Change in ST debts	1.604	(21)	129	184
Change in LT debts	(450)	(49)	300	430
Dividends	(37)	(127)	(170)	(205)
Other	(125)	183	146	127
Cash From Financing	992	(14)	405	536

Source: Company, Reliance Securities

Exhibit 2. Balance Sheet

(in Rp bn)	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
Assets				
Cash	3.365	4.213	4.719	5.175
Account Receivable	2.907	3.609	4.692	5.630
Inventories	131	198	258	309
Due from Customers	1.975	1.961	2.549	3.059
Other current assets	8.458	10.385	12.760	15.304
Long term receivables	364	364	364	364
Net Fixed Assets	1.460	1.788	2.071	2.285
Other non current assets	1.436	1.626	2.114	2.537
Total Assets	20.095	24.144	29.528	34.664
Liabilities & Equity				
Account Payables	8.373	10.826	14.074	16.889
Short term debt	2.719	2.698	2.827	3.011
Other current liabilities	1.953	2.928	3.806	4.567
Long term debts	1.303	1.254	1.554	1.984
Other long term liabilities	305	488	634	761
Total Liabilities	14.653	18.194	22.896	27.213
Total Equity	5.443	5.950	6.632	7.451

Source: Company, Reliance Securities

Exhibit 4. Key Ratios

	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
Growth				
Revenue	18%	47%	30%	20%
Net Income	-32%	101%	34%	20%
Profitability				
Gross margin	10,1%	11,0%	11,0%	11,0%
EBIT margin	6,6%	7,8%	7,8%	7,8%
Net margin	2,8%	3,9%	4,0%	4,0%
ROA	1,6%	2,6%	2,9%	3,0%
ROE	5,8%	10,7%	12,8%	13,7%
Leverage				
Total debt to assets	20,0%	16,4%	14,8%	14,4%
Current Ratio	1,29	1,24	1,21	1,20
Activity				
Days receivable	85	81	81	81
Inventory turnover days	5	5	5	5
Days payable	273	273	273	273

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, CSA

Rio.adrianus@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.