

BUY

Current Price	2,240
2017E P/E	8.7
Target Price	2,610
2017E P/E	10.1

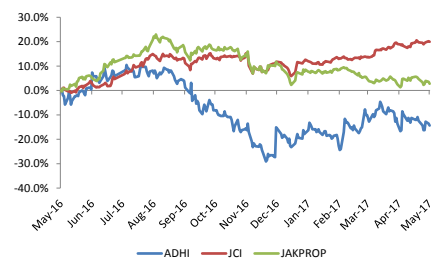
Precast

Bloomberg Ticker	ADHI.IJ
Reuters Ticker	ADHIJK
52 week High	2,900
52 week Low	1,830
Market Cap (Rp tn)	7.97
Shares Outstanding (millions)	3,560
Daily avg vol ('000 shares)	22,240

Major Shareholders (%):

Government	51.00
Public	49.00

Relative performance vs JCI JKSE & basic industry index:



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.

Analyst:

Rio Adrianus, CSA

rio.adrianus@reliance-securities.com

+6221 5793 0008

Reversing to Bullish Outlook

Kami menaikkan rating ADHI menjadi **BUY** dengan alasan berikut:

1. Skema pembayaran prasarana LRT yang sudah final dimana perseroan hanya berkontribusi Rp 1,4 triliun nilai investasi dari sebelumnya Rp 7 triliun.
2. Tanpa adanya hambatan pembiayaan lebih lanjut, komitmen Pemerintah dalam pembangunan infrastruktur memberi outlook pertumbuhan ADHI yang kuat di tahun-tahun mendatang.
3. Potensi perbaikan margin dari pemulihan divisi EPC yang mencetak rugi selama pembangunan *coal fired power plant* dan RFCC (*Residual Fluid Catalytic Cracking*) dan kenaikan proyek TOD (*Transit Oriented Development*) yang bermargin tinggi.

From Burden to Opportunity

Sepanjang kuartal-I, ADHI mendapat kontrak baru sebesar Rp 3,7 triliun atau meningkat 60,8% yoy, yang merupakan laju tingkat pertumbuhan Q1 tertinggi sejak tahun 2013. Kami mengatribusikan lonjakan pertumbuhan pendapatan ini terhadap dua hal:

1. Revisi skema pembiayaan LRT yang hanya memerlukan Rp 1,4 triliun dari sebelumnya Rp 7 triliun memberi ruang lebih untuk perseroan mengejar kontrak-kontrak baru tanpa harus menambah banyak utang.
2. Kenaikan anggaran Pemerintah untuk pembangunan infrastruktur berhasil diserap lebih baik di kuartal-I oleh Kementerian Pekerjaan Umum dan Kementerian Transportasi yang merupakan customer besar perseroan. Dengan demikian, kami sependapat dengan manajemen yang optimis bahwa target kontrak baru di luar LRT sebesar Rp 21 triliun dapat tercapai.

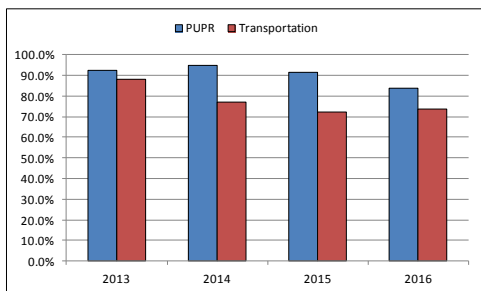
Pekerjaan LRT yang sebelumnya menekan posisi finansial ADHI memberi kesempatan perseroan untuk mengembangkan proyek TOD. Manajemen memperkirakan pengembangan proyek TOD dapat menambah pendapatan perseroan sebesar Rp 35 triliun dalam lima tahun ke depan. Kami menilai positif perkembangan ini dimana kontribusi segmen properti terhadap penjualan total dapat meningkat karena sejauh ini segmen properti ADHI memiliki margin yang konsisten lebih tinggi dari segmen konstruksi dan berpotensi lebih baik lagi ketika LRT sudah dapat beroperasi.

Di lain pihak, segmen EPC masih menjadi titik lemah ADHI hingga saat ini dengan margin kotor yang masih negatif akibat biaya pembangunan kilang minyak RFCC dan pembangkit listrik batu-bara yang di luar estimasi akibat penguatan dollar yang persisten di tahun 2015. Namun, kami memperkirakan normalisasi margin EPC dapat dimulai tahun ini berhubung Rupiah sudah mulai stabil sejak tahun lalu dan diperkirakan akan tetap berlanjut di tahun ini.

Valuasi dan Rekomendasi

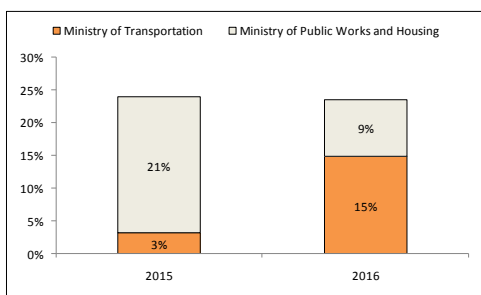
Kami menaikkan rekomendasi menjadi **BUY** dengan target Rp 2610 berdasarkan valuasi DCF dengan proyeksi pendapatan dan margin yang lebih optimis dari proyeksi sebelumnya, berdasarkan beberapa alasan di atas. Asumsi WACC 13,27% dan tingkat pertumbuhan stabil 5%. Target kami setara dengan 10,07x *forward P/E ratio* 2017.

Figure 1. Budget Absorption



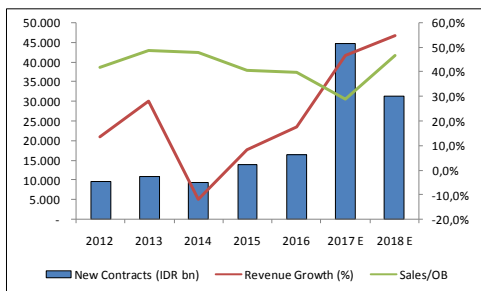
Source: TEPPRA, Reliance Sekuritas

Figure 2. Revenue Contribution



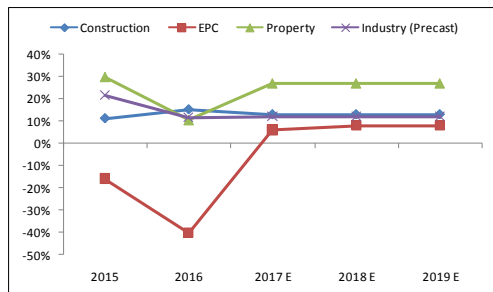
Source: Company, Reliance Sekuritas

Figure 3. Order Book Projection



Source: Company, Reliance Sekuritas

Figure 4. Gross Margin per Segment



Source: Company, Reliance Sekuritas

Penyerapan anggaran PUPR dan Kemenhub diperkirakan akan lebih baik dari tahun lalu. Hingga kuartal-I 2017, penyerapan anggaran PUPR mencapai 9,59%, lebih baik dari tahun lalu yang hanya mencapai 7,86%. Kementerian Perhubungan juga optimis target penyerapan 92% dapat dicapai di tahun ini.

Dengan adanya revisi skema pembiayaan LRT, perseroan berada di posisi yang lebih baik dalam mengejar kontrak baru.

Normalisasi margin kotor EPC kemungkinan akan terjadi di tahun ini seiring dengan keberlangsungan stabilisasi Rupiah.

Exhibit 1. Income Statement

(in Rp bn)	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Revenue	11,064	15,711	23,409	33,241
Gross Profit	1,115	2,027	3,273	4,694
Operating Income	729	1,524	2,523	3,630
Pretax Income	613	1,418	2,379	3,387
Net Income	315	922	1,547	2,201
EPS	89	259	434	618

Exhibit 3. Cash Flow Statement

(in Rp bn)	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Net Income	315	922	1,547	2,201
Depr. & Amor.	58	73	104	157
Change in working capital & Others	(1,070)	456	(1,060)	(1,506)
Cash From Operation	(698)	1,451	591	852
CAPEX	(418)	(697)	(1,155)	(1,475)
Other	(830)	650	(385)	(492)
Cash From Investing	(1,248)	(47)	(1,540)	(1,966)
Change in ST debts	1,604	(61)	390	521
Change in LT debts	(450)	(143)	910	1,215
Dividends	(37)	(184)	(309)	(440)
Other	(125)	166	231	295
Cash From Financing	992	(223)	1,221	1,591

Exhibit 5. Forecast

Change	2017 E	2018 E	2019 E
Revenue (Old)	47.0%	30.0%	20.0%
Revenue (New)	42.0%	49.0%	42.0%
Gross Margin (Old)	11.0%	11.0%	11.0%
Gross Margin (New)	12.9%	14.0%	14.1%
New Contract (Old)	44,600	27,000	29,700
New Contract (New)	44,600	31,220	43,708

Exhibit 6. Quarterly

Results (IDR Bn)	2016 Q1	YoY	2017 Q1	YoY
Revenue	1,329	7.1%	2,249	69.3%
EBITDA	60	-11.6%	149	147.3%
Net Income	11	-0.1%	19	78.3%
EPS	3.0	-40.1%	5.4	81.3%
EBITDA margin	4.5%		6.6%	

Exhibit 2. Balance Sheet

(in Rp bn)	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Assets				
Cash	3,365	4,546	4,819	5,296
Account Receivable	2,907	3,487	5,195	7,377
Inventories	131	187	276	391
Due from Customers	1,975	1,894	2,822	4,007
Other current assets	8,458	10,184	14,731	20,814
Long term receivables	364	364	364	364
Net Fixed Assets	1,460	2,084	3,134	4,452
Other non current assets	1,436	786	1,170	1,662
Total Assets	20,095	23,532	32,511	44,364
Liabilities & Equity				
Account Payables	8,373	10,235	15,061	21,352
Short term debt	2,719	2,658	3,047	3,568
Other current liabilities	1,953	2,828	4,214	5,983
Long term debts	1,303	1,160	2,069	3,285
Other long term liabilities	305	471	702	997
Total Liabilities	14,653	17,351	25,094	35,185
Total Equity	5,443	6,180	7,418	9,179

Exhibit 4. Key Ratios

	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Growth				
Revenue	18%	42%	49%	42%
Net Income	-32%	193%	68%	42%
Profitability				
Gross margin	10.1%	12.9%	14.0%	14.1%
EBIT margin	6.6%	9.7%	10.8%	10.9%
Net margin	2.8%	5.9%	6.6%	6.6%
ROA	1.6%	3.9%	4.8%	5.0%
ROE	5.8%	14.9%	20.9%	24.0%
Leverage				
Total debt to assets	20.0%	16.2%	15.7%	15.4%
Current Ratio	1.29	1.29	1.25	1.23
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 Sakti Raya No. 27AB,
Pluit
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

Lanjar Nafi Taulat I

lanjar@reliance-securities.com

Aji Setiawan

aji@reliance-securities.com

Shanti Dwi Jayanti

santi@reliance-securities.com

Research Analyst

Research Analyst

Technical Research Analyst

Associate Research Analyst

Associate Research Analyst

EQUITY DIVISION

Jakarta- Pluit

Jl. Pluit Sakti Raya No. 27AB,
Pluit
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- Sulawesi Selatan
T. +62 411 3632388
F. +62 411 3614634

Jakarta - Sudirman

Menara Batavia Ground Floor
Jl.KH.Mas Mansyur Kav 126
Jakarta 10220
T. +62 21 57905455
F. +62 21 57950728

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. Diponegoro No.26D
Surabaya 60261
T. +62 31 567 0388
F. +62 31 561 0528

Medan

Jl. Teuku Amir Hamzah No.40-O
Medan 20117
T. +62 61 6638592
F. +62 61 6638023

Jakarta - Kebon Jeruk

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

Malang

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

Bali - Denpasar

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

Tangerang

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

Pekanbaru

Jl. Jendral Sudirman No.73
Pekanbaru-Riau
T. +62 761 848414
F. +62 761 849456

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

Solo

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

Balikpapan

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

IDX CORNER & INVESTMENT GALLERY

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

Politeknik Kediri

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

Universitas Muhammadiyah Sidoarjo

Jl. Majapahit 666 B
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 Pesantren Tinggi Darul Ulum

Kompleks Pp Darul Ulu,
Peterongan
Jombang, Jawa Timur 60281
T. +62 321 873655
F. +62 321 875771

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 55288

Universitas Muhammadiyah Malang

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

FSEI IAIN Antasari

Jl. Ahmad Yani Km. 4,5
Banjarmasin
T. + 62 511 3265783

STIE Malangkececwara

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 Setiakawan,
Bekasi
T. +62 21 82429400,
82429500
F. +62 271 726156

Universitas Islam Kalimantan

Jl. Adiyaksa No. 2, Kayu
Tangi, Banjarmasin
T. + 62 511 3303871
F. + 62 511 3303871

STIKOM Bali

Jalan Puputan No. 86, Renon,
Denpasar
T. +62361 244445
F. +62361 264773

Universitas Muhammadiyah Pontianak

Fakultas Ekonomi UM
Pontianak
Jl. Ahmad Yani, No. 111,
Pontianak 78124
T. +62561 743465
F. +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. Slamet Riyadi No. 361,
Kartasura, Surakarta
T. +62 271 726156
F. +62 271 726156

UPN "Veteran" Yogyakarta

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

Disclaimer:

Information, opinions and recommendations contained in this document are presented by PT Reliance Sekuritas Indonesia 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 Sekuritas Indonesia Tbk. PT Reliance Sekuritas Indonesia Tbk. reserves the right to change the contents of this document at any time without prior notice.