

PT Adaro Energy Tbk

The Energy Never Dies

Kami merekomendasikan Buy untuk saham ADRO dalam Stock Call kami dengan target price IDR 2.190. Target price tersebut mencerminkan P/E'17E 11,58x, PBVR'17E 1,25x dan P/S'17E 1,81x. Katalis utama dalam rekomendasi kami adalah program 35.000 MW oleh pemerintah, serta masih tingginya permintaan impor batubara sebagai bahan bakar pembangkit listrik di Asia Tenggara.

Electricity Demand. Rencana Pembangunan Jangka Menengah untuk periode 2015-2019 (RPJMN 2015-19) berfokus pada pencapaian elektrifikasi penuh pada tahun 2019 mendatang. Program 35.000 MW adalah proyek pemerintah untuk membangun pembangkit listrik mencapai 35.000 MW hingga tahun 2019. Sepanjang 5 tahun ke depan, pemerintah bersama PLN dan swasta akan membangun 109 pembangkit yang didominasi bahan bakar batubara.

Import Demand. Ekspor batubara Indonesia meningkat tajam selama satu dekade pada pertengahan abad ke-21, sehingga menjadikan Indonesia sebagai salah satu negara eksportir batubara terbesar di dunia, terutama batubara termal. Pendorong utamanya adalah pertumbuhan impor dari negara China dan India. Namun oleh karena perdagangan global batubara termal telah menurun dalam dua tahun terakhir, yang disebabkan penurunan permintaan impor oleh negara China dan India, pertumbuhan pasokan dan permintaan di Asia Tenggara dapat memainkan peran kunci dalam menyeimbangkan kembali pasar batubara termal global. Asia Tenggara merupakan tonggak pasar batubara termal global, dan posisi kawasan ini tetap bertahan dalam beberapa dekade mendatang.

Energy Poverty in ASEAN. Terdapat perbedaan yang signifikan antara lanskap ekonomi dan energi pada 10 negara di wilayah Asia Tenggara. Meskipun perekonomian di Asia Tenggara terus berkembang, namun indikator energi utamanya secara substansial masih jauh di bawah rata-rata global. Pada tahun 2014, konsumsi listrik rata-rata ASEAN adalah 1.262 kWh/kapita dibandingkan dengan rata-rata global 3.030 kWh/kapita. Oleh karena itu prioritas utama untuk negara-negara di Asia Tenggara adalah untuk meningkatkan kapasitas daya guna menyelesaikan permasalahan elektrifikasi di kawasan dan untuk memenuhi permintaan listrik yang meningkat.

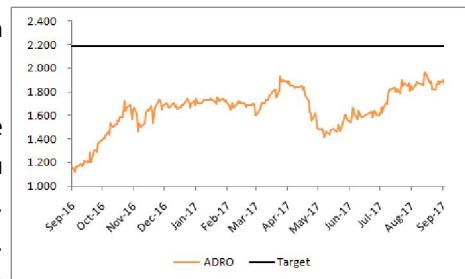
Valuasi & Rekomendasi. Dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flow*, kami memperoleh target price ADRO di level IDR 2.190 dimana harga tersebut mencerminkan P/E'17E 11,58x, PBVR'17E 1,25x dan P/S'17E 1,81x. Dengan membandingkan harga penutupan ADRO pada hari Rabu (13/9) di level IDR 1.715 dimana terdapat upside potential sebesar +27,70% maka kami merekomendasikan BUY untuk saham ADRO.

14 September 2017

Buy

Price (13/9)	IDR 1.715
Target Price	IDR 2.190
Ticker	ADRO
Industry	Mining

Novilya Wiyatno
novilya@megasekuritas.id



Company Description:

ADRO adalah perusahaan energi dengan model bisnis yang terintegrasi secara vertikal, yang dikenal dengan pit-to-power dengan tiga pilar utama pertumbuhan pertambangan batubara, jasa pertambangan dan logistik, dan ketenagalistrikan.

Stock Data

52-week Range (IDR)	1.105 1.995
Mkt Cap (IDR T)	55,18
JCI Weight	0,87%
Shares O/S (bn)	31,99
YTD Change	1,77%

Shareholders:

PT Adaro Strategic Investments	43,91%
Garibaldi Thohir	6,18%
Edwin Soeryadjaya	3,29%
Theodore Permadi Rachmat	2,54%
Ir. Subianto	1,36%
David Tendian	0,07%
Christian Ariano Rachmat	0,06%
Julius Aslan	0,05%
Chia Ah Hoo	0,04%
Siswanto Prawiroatmodjo	0,01%
Other	42,49%

Industry Overview

Indonesia merupakan negara yang kaya akan sumber daya batubara. Berdasarkan data statistik mineral dan batubara tahun 2015, Indonesia memiliki sumber daya batubara mencapai 124,8 miliar ton, yang sebagian besar berlokasi di Kalimantan (68,6 miliar ton), dan Sumatera (55,8 miliar ton). Sedangkan estimasi cadangan batubara Indonesia berjumlah 32,4 miliar ton, dimana sebesar 9,0 miliar ton sudah terbukti. Cadangan batubara terbesar berlokasi di Kalimantan Timur, yang menyumbang sekitar dua pertiga output batubara seluruh Indonesia.

Mayoritas (64%) cadangan batubara Indonesia dikategorikan sebagai batubara kalori sedang (CV 4.700-5.700 kcal/kg), yang kemudian diikuti oleh batubara kalori rendah. Rasio cadangan terhadap produksi batubara diperkirakan akan mencukupi kebutuhan selama 70 tahun ke depan, pada tingkat produksi saat ini.

Dari total produksi batubara nasional, porsi ekspor batubara mencapai lebih dari 75% dan sisanya dipasarkan di dalam negeri. Pemanfaatan batubara di dalam negeri meliputi penggunaan di PLTU, industri besi dan baja, industri semen, industri kertas, dan industri lainnya. Tercatat pada tahun 2015 dari seluruh konsumsi batubara dalam negeri, sebesar 70 juta ton (80,72%) digunakan oleh PLTU.

Tabel 1 — Sumber Daya dan Cadangan Batubara Indonesia

	Resources (Mt)					Reserves (Mt)		
	Hypothetic	Inferred	Indicated	Measured	Total	Probable	Proven	Total
Sumatera	12.973,33	14.471,97	16.482,43	11.896,84	55.824,57	10.017,14	2.940,63	12.957,77
Java	5,47	6,65	4,86	2,72	19,70	-	-	-
Kalimantan	6.364,55	21.946,42	12.694,96	27.569,41	68.575,34	13.322,71	6.104,14	19.426,85
Sulawesi	-	50,79	129,22	53,09	233,10	0,06	0,06	0,12
Maluku	8,22	-	-	-	8,22	-	-	-
Papua	100,83	34,98	-	-	135,81	-	-	-
Total	19.452,40	36.510,81	29.311,47	39.522,06	124.796,74	23.339,91	9.044,83	32.384,74

Source : Kementerian ESDM

Industri batubara di Indonesia relatif lebih muda jika dibandingkan dengan negara US atau Australia. Produksi batubara Indonesia dimulai pada tahun 1990-an, dan hanya dalam jangka waktu 25 tahun, industri batubara Indonesia telah berubah dari pemain kecil di pasar batubara Asia menjadi eksportir batubara termal terbesar di dunia.

Di tahun 2015, ekspor batubara termal Indonesia menurun tajam sebesar 10,2%, akibat permintaan impor yang menurun dari China dan India, seiring dengan peraturan baru terkait pertambangan dan ekspor batubara, juga harga komoditas yang lemah, sehingga berdampak pada pengurangan produksi. Ekspor batubara Indonesia ke China turun 27%, sementara ekspor ke India menurun 9%. Meskipun mengalami penurunan, China dan India masih menyumbang setengah dari ekspor batubara Indonesia, sehingga Indonesia tetap sangat bergantung pada permintaan impor dari kedua negara tersebut.

Grafik 1 — Cadangan Batubara Indonesia Berdasarkan Tingkat Kalori



Source : APBI

Company Overview

ADRO merupakan sebuah grup pertambangan dan energi Indonesia yang mendedikasikan operasinya untuk menciptakan nilai di sepanjang rantai pasokannya demi menyediakan pasokan energi yang dapat diandalkan serta mendukung pertumbuhan Indonesia. ADRO memiliki berbagai investasi dan anak usaha yang terlibat dalam seluruh aspek industri batubara dan energi di Indonesia dari tambang-pelabuhan-ketenagalistrikan.

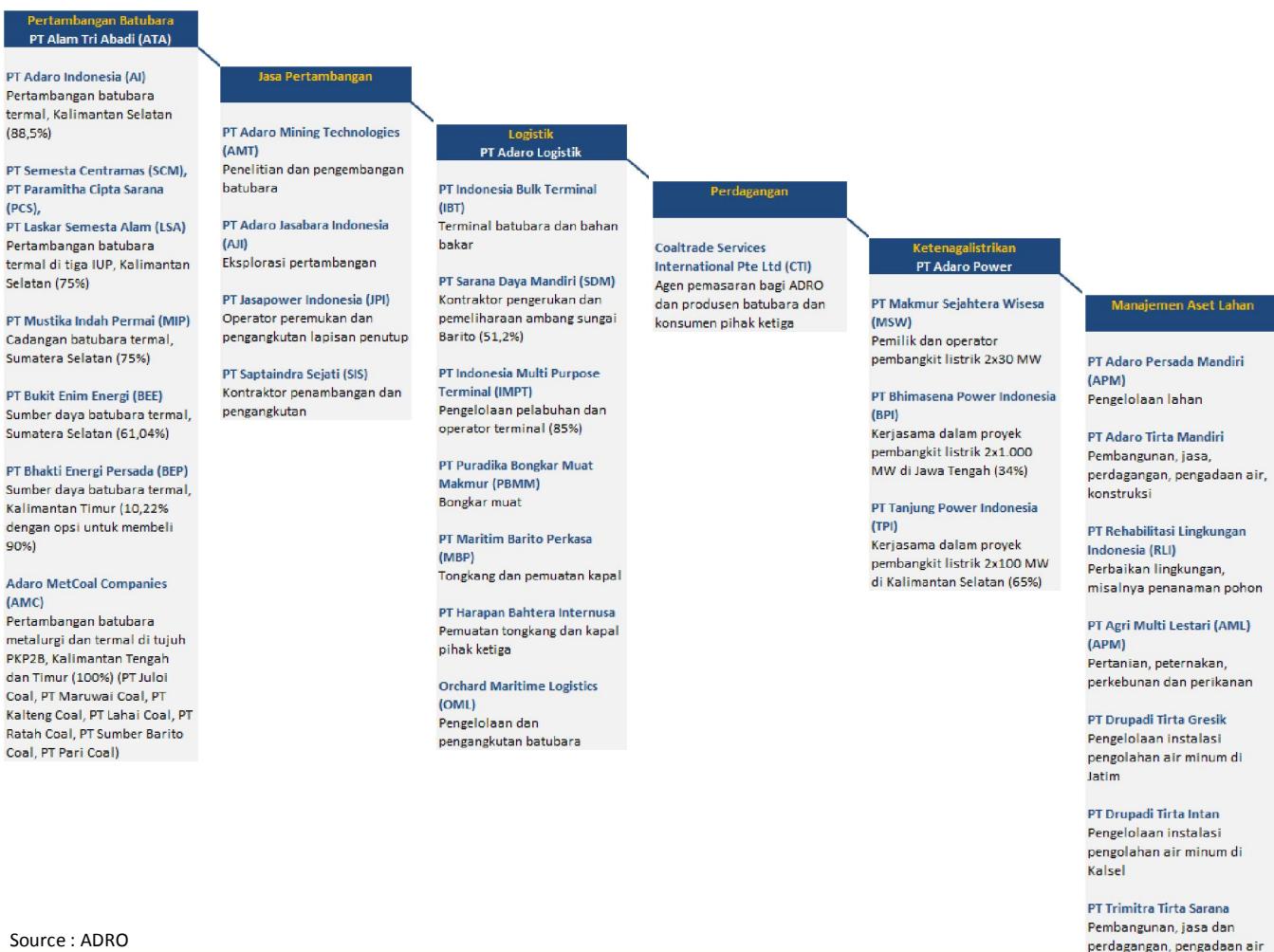
Pertambangan Batubara

PT Adaro Indonesia (AI) merupakan anak usaha utama ADRO dari pilar pertumbuhan pertama, yakni pertambangan batubara. AI mengoperasikan salah satu tambang batubara terbesar di Indonesia dan merupakan pemasok yang signifikan di pasar batubara termal. AI memiliki tiga tambang yakni Tutupan, Paringin dan Wara di Kalimantan Selatan dalam naungan Perjanjian Karya Pengusahaan Pertambangan Batubara (PKP2B). ADRO juga memproduksi batubara termal dari operasi Balangan Coal Companies di Kalimantan Selatan.

Selain dari kedua aset di atas, ADRO juga memiliki aset batubara lainnya di Kalimantan Selatan, Kalimantan Tengah dan Kalimantan Timur dengan total sumber daya batubara sebesar 13,7 miliar ton dan cadangan batubara sebesar 1,2 miliar ton per akhir 2016.

Pada tahun 2016, ADRO mengakuisisi sisa 75% kepemilikan BHP Billiton dalam IndoMet Coal Project, yang sekarang dinamakan Adaro MetCoal Companies (AMC). Akuisisi ini memperluas portofolio produk batubara perusahaan mulai dari batubara termal subbituminous yang cocok untuk pembangkit listrik, sampai batubara metalurgi, yang merupakan produk khusus dan komponen penting dalam proses produksi baja.

Gambar 1 — Integrasi Vertikal Model Bisnis ADRO



Source : ADRO

Jasa Pertambangan dan Logistik

Anak usaha ADRO, PT Saptaindra Sejati (SIS) adalah salah satu dari tiga kontraktor pertambangan. Di tahun 2016, SIS menangani 42% pemindahan lapisan penutup dan 50% produksi batubara ADRO. Kontraktor pertambangan mengangkut batubara melalui jalan angkutan milik AI sepanjang 80 km menuju Terminal Khusus Batubara Kelanis di Sungai Barito untuk kegiatan peremukan, penimbunan dan pemuatan batubara ke tongkang. Setelah pemuatan ke tongkang, batubara diangkut sepanjang 240 km melalui Sungai Barito menuju pelabuhan lepas pantai di Taboneo. Batubara juga ditongkang ke pelabuhan yang dioperasikan PT Indonesia Bulk Terminal (IBT) di Pulau Laut.

PT Maritim Barito Perkasa (MBP) juga merupakan kontraktor utama yang menangani kegiatan pemuatan kapal untuk AI dari Terminal Khusus Batubara Kelanis ke pelabuhan lepas pantai Taboneo. MBP memiliki lima *floating crane* dimana satu di antaranya merupakan *Floating Transfer Unit* (FTU) di pelabuhan lepas pantai Taboneo dengan kapasitas pemuatan kapal gabungan 120.000 ton per hari.

Anak usaha ADRO lainnya yakni PT Sarana Daya Mandiri (SDM) melakukan pengeringan dan pemeliharaan rutin mulut Sungai Barito untuk kemudahan lalu lintas tongkang.

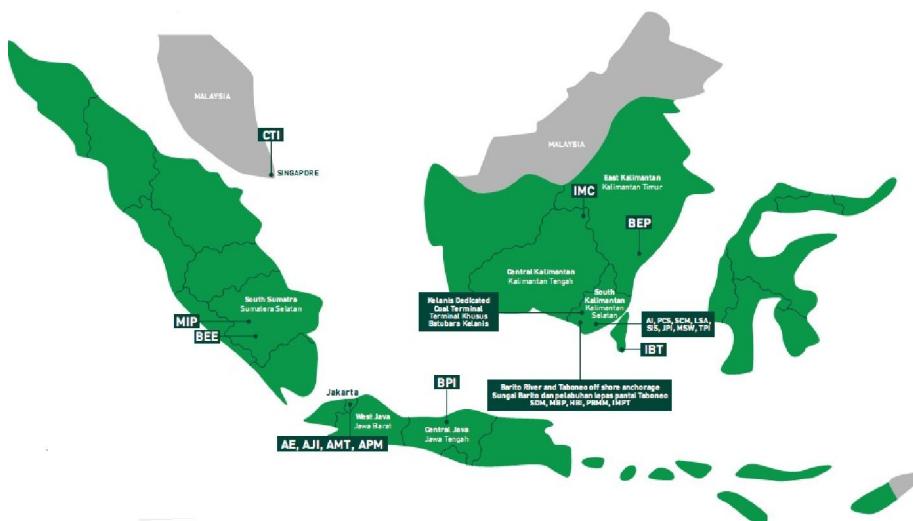
Ketenagalistrikan

Investasi ADRO dalam sektor ketenagalistrikan melalui PT Adaro Power telah menempatkannya pada posisi yang lebih baik dan kuat untuk memanfaatkan peluang pertumbuhan di pasar energi Indonesia. Bisnis ketenagalistrikan ini sekaligus menciptakan pasar yang pasti bagi batubara ADRO.

ADRO mengoperasikan PLTU pertamanya di bawah PT Makmur Sejahtera Wisesa (MSW), yang berkapasitas 2x30 MW di Kabupaten Tabalong, Kalimantan Selatan. Selain itu, PT Bhimasena Power Indonesia (BPI), suatu perusahaan yang didirikan oleh PT Adaro Power (34%), juga akan mengoperasikan PLTU berkapasitas 2x1.000 MW di Kabupaten Batang, Jawa Tengah, yang memanfaatkan batubara subbituminous Indonesia sebagai bahan bakarnya, dengan AI sebagai pemasok utama. Konstruksi telah dimulai pada bulan Juni 2016 dan kedua unit diperkirakan akan memulai operasi komersial pada tahun 2020.

Proyek PLTU lainnya yang sedang dikembangkan ADRO adalah pembangkit listrik PT Tanjung Power Indonesia (TPI) berkapasitas 2x100 MW yang berlokasi di Kabupaten Tabalong, Kalimantan Selatan. Proyek ini dimiliki oleh konsorsium PT Adaro Power (65%) dan PLTU ini akan menggunakan batubara subbituminous Indonesia pasokan AI. TPI diperkirakan akan memulai operasi komersial pada tahun 2019.

Gambar 2 — Lokasi Anak Perusahaan ADRO



Source : ADRO

Electricity Demand

Permintaan akan listrik di Indonesia tumbuh dengan rata-rata 7,1% per tahun sejak akhir tahun 2000-an, dari 134,6 TWh pada tahun 2009 menjadi 202,8 TWh di tahun 2015. Pulau Jawa dan Bali berkontribusi sekitar tiga perempat konsumsi listrik Indonesia. Pada akhir tahun 2015, total kapasitas pembangkit listrik di Indonesia mencapai 55,5 GW, dimana sebesar 70% dimiliki oleh PLN, 21% diperoleh PLN melalui kontrak kerja sama dengan *Independent Power Producer* (IPP), dan sisanya dikelola oleh pihak swasta.

Pada tahun 2015 sekitar 88% dari penduduk Indonesia telah memiliki akses listrik, lebih tinggi jika dibandingkan dengan rasio elektrifikasi yang kurang dari 68% pada tahun 2010. Meskipun mengalami kemajuan yang pesat, namun rasio elektrifikasi di Indonesia masih terbilang relatif rendah dibandingkan negara lain dengan tingkat pendapatan yang sama. Wilayah Indonesia timur masih tertinggal dari wilayah barat, dengan beberapa provinsi seperti Papua yang hanya mampu menyediakan listrik bagi 43% penduduknya. Bahkan di daerah yang terhubung dengan jaringan listrik, penambahan kapasitas listrik belum sejalan dengan kenaikan tingkat permintaan listrik, sehingga menyebabkan adanya kekurangan daya listrik.

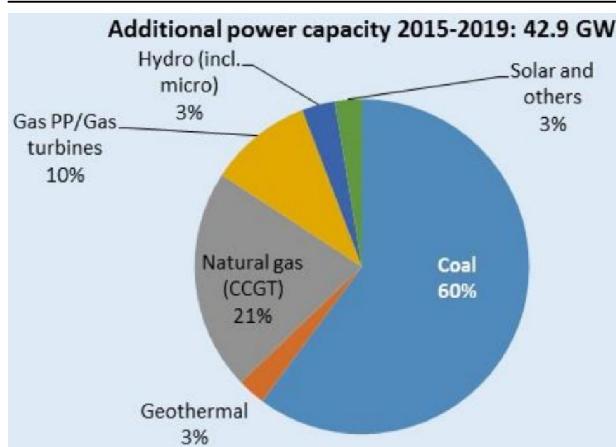
Meskipun ada seruan besar untuk pembangunan infrastruktur di sepanjang rantai nilai, namun pembangunan tersebut terhambat oleh keterbatasan PLN baik secara kapasitas maupun keuangan. Oleh karena itu, prioritas utama bagi Indonesia adalah meningkatkan kapasitas pembangkit listrik di Indonesia untuk menuntaskan masalah elektrifikasi dan memenuhi peningkatan konsumsi listrik.

Rencana Pembangunan Jangka Menengah untuk periode 2015-2019 (RPJMN 2015-19) berfokus pada pencapaian elektrifikasi penuh pada tahun 2019 mendatang. Lebih lanjut, bagi pemerintah untuk mempertahankan target pertumbuhan ekonomi tahunan hingga 6-7 persen, penambahan kapasitas listrik di dalam negeri membutuhkan sedikitnya 7.000 MW per tahun. Artinya, dalam lima tahun ke depan, penambahan kapasitas sebesar 35.000 MW menjadi suatu keharusan. Program 35.000 MW adalah proyek pemerintah untuk membangun pembangkit listrik mencapai 35.000 MW hingga tahun 2019.

Pemerintah telah berkomitmen untuk merealisasikan penyediaan listrik sebesar 35.000 MW dalam jangka waktu 5 tahun (2014-2019). Sepanjang 5 tahun ke depan, pemerintah bersama PLN dan swasta akan membangun 109 pembangkit; masing-masing terdiri dari 35 proyek oleh PLN dengan total kapasitas 10.000 MW dan 74 proyek oleh swasta/IPP dengan total kapasitas 25.000 MW.

Program 35.000 MW untuk menambah kapasitas pembangkit listrik akan didominasi bahan bakar batubara (56% atau 20 GW) dan gas alam (36%). Dari perspektif pemerintah, batubara dipandang sebagai bahan bakar yang tercepat, termudah dan termurah untuk menyediakan listrik bagi jutaan penduduk. Melimpahnya sumber daya batubara di dalam negeri merupakan dasar perencanaan untuk pembangkit listrik tenaga batubara. Selain itu, memproduksi listrik dari batubara jauh lebih murah dibanding menggunakan baik gas alam atau produk minyak. Pembangkit listrik berbasis gas memakan biaya 2x lebih mahal dibandingkan pembangkit listrik berbasis batubara, sementara pembangkit listrik berbasis solar atau BBM memakan biaya 4x lebih mahal.

Grafik 2 — Program FTP: Penambahan Kapasitas Listrik Berdasarkan Tipe Pembangkit (2015-2019)

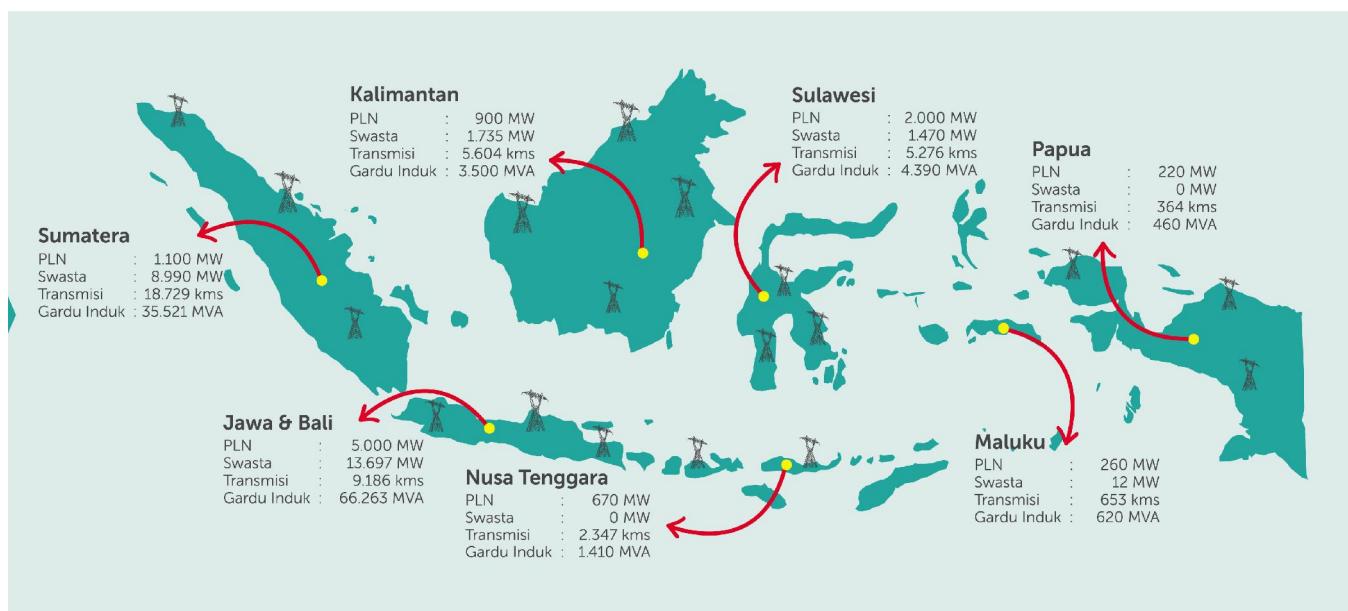


Source : Kementerian ESDM

Permintaan domestik batubara mencapai 91 juta ton pada tahun 2015, dan diperkirakan mencapai 100 juta ton di tahun 2016. Permintaan domestik didominasi oleh sektor ketenagalistrikan (88%) dan industri semen (9%). Konsumsi batubara telah meningkat 2x lipat sejak tahun 2010, dan pada tahun 2015, batubara telah menjadi sumber bahan bakar yang dominan di Indonesia, berkontribusi sebesar 41% dari total konsumsi energi komersial (tidak termasuk biomassa tradisional).

Berdasarkan RPJMN 2015-19, penjualan domestik (sektor ketenagalistrikan dan industri) diperkirakan akan melonjak hingga 240 juta ton pada tahun 2019, mewakili 60% dari total produksi pada tahun yang sama. Program 35.000 MW merupakan katalisator utama pertumbuhan konsumsi batubara dalam negeri. Pembangkit listrik berbasis batubara yang baru akan meningkatkan permintaan batubara dalam negeri secara signifikan. Berdasarkan PLN, 20 GW dari kapasitas pembangkit listrik berbasis batubara yang termasuk dalam program 35.000 MW membutuhkan sekitar 70 juta ton batubara per tahun saat nantinya sudah beroperasi penuh.

Gambar 3 — Program 35.000 MW: Sebaran Pembangkit dan Jaringan Transmisi



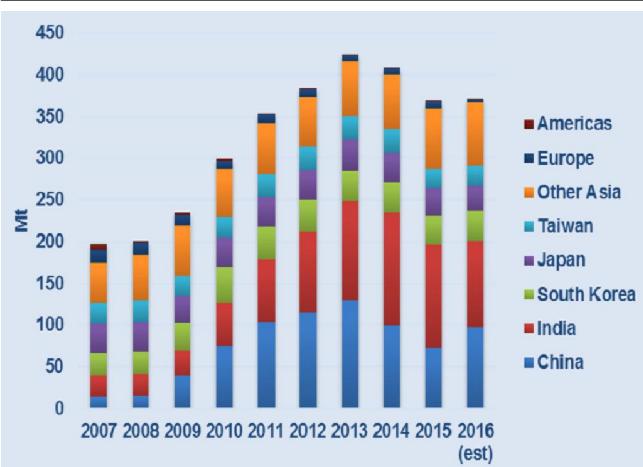
Source : Kementerian BUMN

Import Demand

Ekspor batubara Indonesia meningkat tajam selama satu dekade pada pertengahan abad ke-21, sehingga menjadikan Indonesia sebagai negara eksportir batubara terbesar di dunia sampai dengan tahun 2015. Namun, pada tahun 2015, Indonesia disusul oleh Australia, meskipun Indonesia masih menjadi eksportir batubara termal terbesar di dunia. Ekspor batubara Indonesia hampir seluruhnya terdiri dari batubara termal dan lignit. Indonesia merupakan pendorong utama di balik pertumbuhan tajam perdagangan global batubara termal antara periode 2009 dan 2013, yang berkontribusi sebesar 55% terhadap pertumbuhan inkremental selama periode tersebut.

Tren produksi batubara Indonesia dalam beberapa tahun terakhir telah mengarah pada batubara sub-bituminous *low rank* dan lignit, yang dijadikan sebagai sumber bahan bakar batubara termal dengan harga yang murah untuk pembangkit listrik. Tren ini telah memacu industri listrik domestik Indonesia dan negara Asia lainnya seperti Korea Selatan, Vietnam, Thailand, dan Filipina untuk membangun pembangkit listrik tenaga batubara untuk memanfaatkan sumber daya batubara yang murah tersebut. Khusus Indonesia pendorong utama dari ekspor adalah tumbuhnya impor batubara dari negara China dan India.

Grafik 3 — Ekspor Batubara Indonesia Berdasarkan Negara Tujuan



Source : OIES (The Oxford Institute for Energy Studies)

Meskipun ekspor batubara Indonesia didominasi oleh negara China dan India, namun negara lain di wilayah Asia Tenggara, seperti Thailand, Filipina, dan Malaysia juga memiliki peran penting terhadap pertumbuhan ekspor batubara Indonesia. Berdasarkan data BPS, dalam kurun waktu 10 tahun dari periode 2005-2015, ekspor batubara Indonesia mengalami pertumbuhan paling tinggi ke wilayah Asia Selatan dengan rata-rata CAGR sebesar 22,6%, sementara urutan kedua ditempati oleh wilayah Asia Tenggara dengan pertumbuhan CAGR sebesar 11%, lebih tinggi dibandingkan wilayah Asia Timur yang sebesar 9,3%.

Asia Tenggara merupakan tonggak pasar batubara termal global, dan posisi kawasan ini tetap bertahan dalam beberapa dekade mendatang. Oleh karena perdagangan global batubara termal telah menurun dalam dua tahun terakhir—terutama disebabkan penurunan permintaan impor oleh negara China, dan pada tingkat yang lebih rendah oleh India—pertumbuhan pasokan dan permintaan di Asia Tenggara dapat memainkan peran kunci dalam menyeimbangkan kembali pasar batubara termal global. Hal itu terjadi karena dipicu 2 faktor, yakni:

1. Asia Tenggara adalah ‘rumah’ bagi eksportir batubara termal terkemuka di dunia, Indonesia, yang berkontribusi lebih dari sepertiga perdagangan global batubara termal, dan setengah impor batubara termal di wilayah Pasifik. Adanya perubahan pada kebijakan energi Indonesia dapat mempengaruhi perdagangan global, terutama di wilayah Pasifik.
2. Kawasan ini mencakup negara-negara pengimpor batubara, seperti Malaysia, Thailand, dan Filipina, dan baru-baru ini adalah Vietnam yang berubah menjadi net importir pada tahun 2015. Di tahun 2015, negara-negara tersebut secara kolektif meningkatkan impor mereka sebesar 21% menjadi 75 juta ton akibat kenaikan permintaan batubara.

Terdapat perbedaan yang signifikan antara lanskap ekonomi dan energi pada 10 negara di wilayah Asia Tenggara. Beberapa di antaranya memiliki sumber energi yang cukup, seperti Indonesia, Malaysia, dan Brunei misalnya, memiliki sumber bahan bakar fosil yang besar. Indonesia secara signifikan mempunyai sumber batubara yang besar dan merupakan negara eksportir batubara termal terbesar ketiga di dunia. Sebagian besar negara lain, relatif memiliki sumber daya bahan bakar fosil asli yang lebih sedikit, sehingga lebih bergantung pada impor energi. Meski menjadi perpaduan antar negara-negara dengan latar belakang ekonomi dan energi yang berbeda, negara ASEAN berbagi serangkaian tantangan umum, di antaranya adalah akses energi serta keamanan dan keterjangkauan pasokan energi.

Tabel 2 — Indikator Utama Ekonomi dan Energi di Asia Tenggara

	Population (million, 2015)	Real GDP (2015 billion \$)	Real GDP growth, 2016-2020 (%)	TPES (2014, Mtoe)	Import dependency (%)	CO2 emissions (2014, MtCO2)
Southeast Asia	632.3	2,442.5	5.2	624.1		1,220.6
Brunei	0.4	15.5	1.8	3.6	-	6.7
Cambodia	15.6	18.0	7.3	6.4	34%	6.1
Indonesia	257.6	861.9	5.5	225.5	-	436.5
Lao PDR	6.8	12.3	7.3	2.5	1%	3.4
Malaysia	30.3	296.2	5.0	89.7	-	220.5
Myanmar	53.9	64.9	8.3	19.3	-	19.6
Philippines	100.7	292.0	5.7	47.7	47%	95.7
Singapore	5.6	292.7	2.6	28.0	98%	45.3
Thailand	68.0	395.3	3.6	134.8	44%	243.5
Vietnam	93.4	193.6	6.0	66.6	-	143.3
	Electricity consumption (2014, TWh)	Electricity consumption per capita (2014, kWh)	Population without electricity (2014, million)		National electrification rate (2014, %)	
Southeast Asia	788.9	1,262	102.7		84%	
Brunei	4.2	10,110	0		100%	
Cambodia	4.2	270	10.3		34%	
Indonesia	207.1	810	41.2		84%	
Lao PDR	3.4	500	0.9		87%	
Malaysia	138.9	4,650	0		100%	
Myanmar	11.3	210	36.7		32%	
Philippines	67.0	710	11.1		89%	
Singapore	48.4	8,840	0		100%	
Thailand	173.8	2,570	0.7		99%	
Vietnam	130.6	1,440	1.9		98%	

Source : OIES (The Oxford Institute for Energy Studies)

Meskipun perekonomian di Asia Tenggara terus berkembang, namun indikator energi utamanya secara substansial masih jauh di bawah rata-rata global. Di seluruh kawasan ASEAN, sekitar 103 juta penduduk masih belum memiliki akses listrik, meskipun rasio elektrifikasi berbeda di setiap negara dan perbaikan besar telah dicapai dalam beberapa tahun terakhir.

Di beberapa negara ASEAN, seperti Kamboja, Laos, Myanmar, Indonesia, dan Filipina, tingkat akses listrik yang rendah merupakan tantangan pembangunan utama. Bahkan di antara populasi dengan akses listrik, angka konsumsi per kapita masih signifikan lebih rendah dibandingkan rata-rata global di kebanyakan negara di kawasan ini. Pada tahun 2014, konsumsi listrik rata-rata ASEAN adalah 1.262 kWh/kapita dibandingkan dengan rata-rata global 3.030 kWh/kapita.

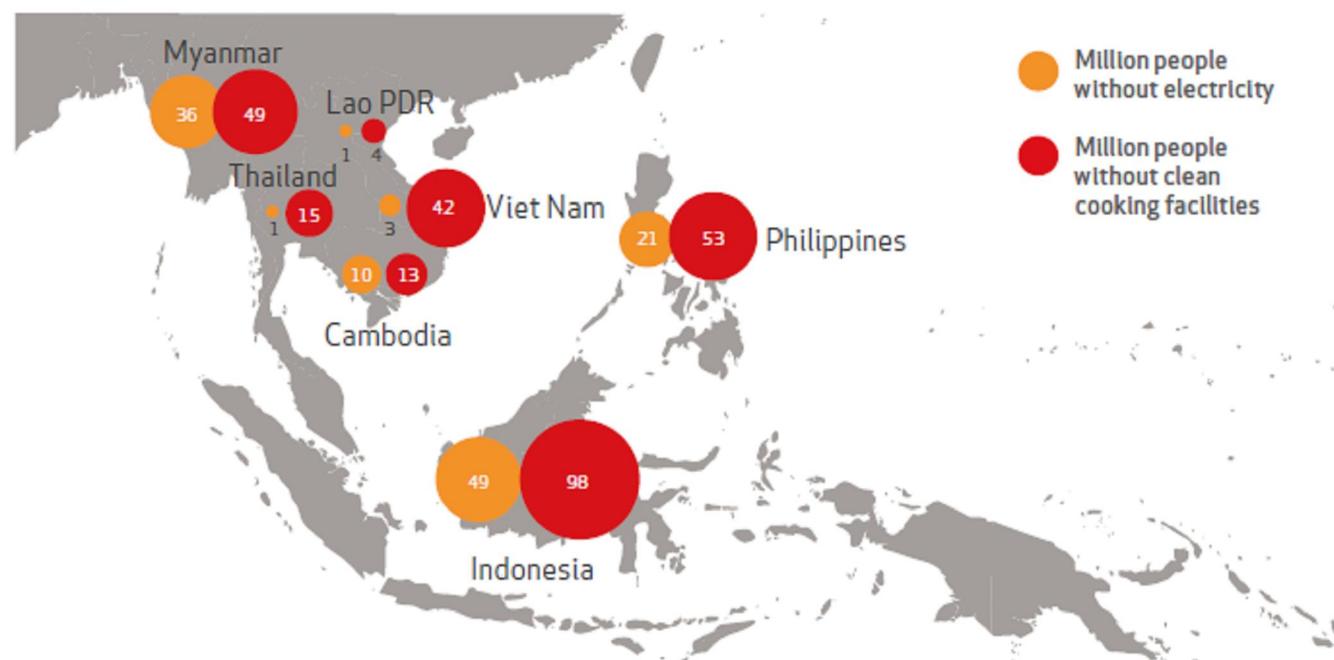
Meskipun terjadi peningkatan kapasitas pembangkit listrik yang pesat, pasokan listrik tidak mengikuti pertumbuhan permintaan listrik, yang menyebabkan kelangkaan daya dan pemadaman yang dijadwalkan bahkan di daerah yang terhubung dengan jaringan listrik. Oleh karena itu prioritas utama untuk negara-negara di Asia Tenggara adalah untuk meningkatkan kapasitas daya guna menyelesaikan permasalahan elektrifikasi di kawasan dan untuk memenuhi permintaan listrik yang meningkat.

Kebutuhan impor energi yang terus berkembang (khususnya minyak dan gas) di sebagian besar negara di kawasan ASEAN membuat keamanan energi menjadi perhatian yang mendesak. Peningkatan pemaparan terhadap harga bahan bakar fosil global yang berfluktuasi telah menimbulkan permasalahan ekonomi terkait dengan meningkatnya ketergantungan pada minyak impor, dan dalam beberapa kasus, gas alam. Banyak negara Asia Tenggara telah berupaya untuk mendiversifikasi pasokan energi mereka, salah satunya dengan meningkatkan peran batubara dalam bauran listrik.

Seringkali pasokan energi domestik sangat bergantung pada satu sumber (contohnya tenaga air di Vietnam, dan gas alam di Thailand). Ketergantungan semacam itu telah menciptakan masalah daya pada musim kemarau dalam kasus pembangkit listrik tenaga air, dan kekurangan gas alam dalam kasus di Thailand. Hal ini telah menyebabkan negara-negara melakukan diversifikasi bauran listrik mereka, dan dalam banyak kasus, memperkenalkan batubara sebagai sumber bahan bakar berbiaya rendah yang stabil.

Gambar 4 — Kemiskinan Energi di ASEAN

People without access to modern energy services in Southeast Asia



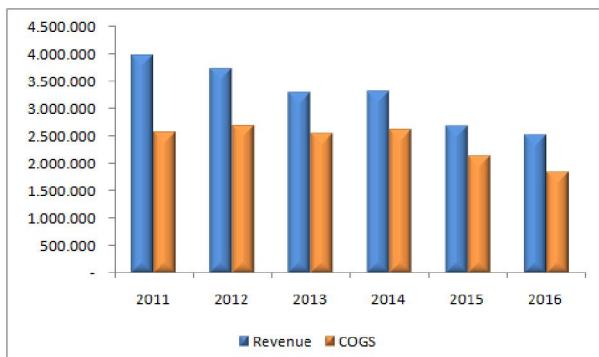
Source : World Coal Association

Selama 10 tahun periode historis dari tahun 2007 sampai dengan 2016, pendapatan ADRO mampu tumbuh dengan CAGR mencapai 9%. Dari tahun 2006, pendapatan ADRO terus mengalami pertumbuhan sampai dengan titik tertinggi di tahun 2011 mencapai USD4 miliar, yang kemudian terus menurun akibat pelemahan aktivitas ekonomi global terutama di negara China sehingga menurunkan permintaan batubara. Tidak hanya itu, pada era boom komoditi 2000-an yang menguntungkan, banyak perusahaan pertambangan baru yang didirikan di Indonesia sementara perusahaan tambang yang sudah ada meningkatkan investasi untuk memperluas kapasitas produksi mereka, yang pada akhirnya memicu terjadinya *oversupply* batubara.

Pada paruh kedua 2016, harga batubara kembali pulih didorong oleh meningkatnya permintaan batubara domestik di Indonesia seiring dengan kembalinya pembangkit listrik tenaga batubara, serta yang terutama adalah kebijakan pemerintah China terkait penambangan batubara dimana dilakukan pengurangan hari kerja produksi. Pada tahun 2016, pendapatan ADRO mengalami penurunan sebesar 6% dari USD2,68 miliar menjadi USD2,52 miliar. Namun di sisi lain, beban pokok pendapatan ADRO juga mengalami penurunan sebesar 14% dari USD2,14 miliar menjadi USD1,84 miliar. Sehingga rasio *gross profit margin* naik dari 20% di tahun 2015 menjadi 27% di tahun 2016.

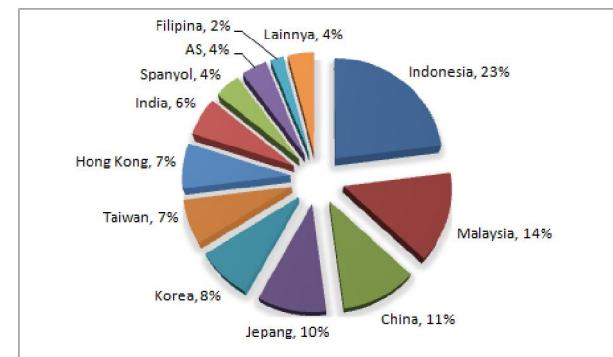
Sementara untuk kinerja semester 1 tahun 2017, pendapatan ADRO mengalami peningkatan sebesar 32% dalam basis tahunan (yoY), meskipun terjadi penurunan kuantitas produksi dan penjualan masing-masing sebesar 3% dan 7%. Laba bersih ADRO juga mengalami peningkatan yang signifikan yakni sebesar 102% dalam basis tahunan (yoY), menjadi USD249 juta pada paruh pertama tahun 2017 dari USD123 juta pada periode yang sama tahun lalu. Tujuan penjualan batubara ADRO didominasi oleh negara-negara berkembang di Asia, yang diperkirakan akan mengendalikan permintaan batubara pada masa mendatang.

Grafik 4 — Kinerja Keuangan Historis ADRO



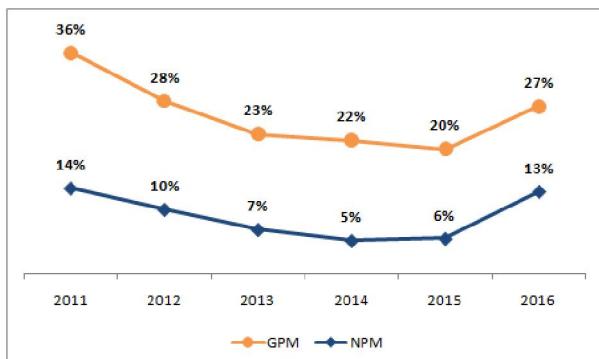
Source : ADRO, MCS Research

Grafik 5 — Rincian Penjualan Batubara ADRO 1H 2017



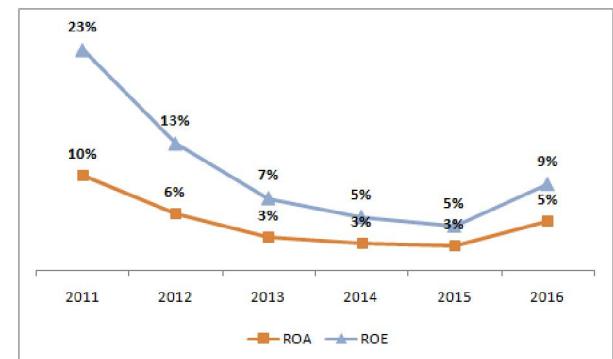
Source : ADRO, MCS Research

Grafik 6 — Rasio GPM dan NPM ADRO



Source : ADRO, MCS Research

Grafik 7 — Rasio DAR dan DER ADRO



Source : ADRO, MCS Research

Investment Risk

Industry — Perubahan pada industri jangka panjang perusahaan, misalnya tantangan lingkungan atas penggunaan batubara, tersedianya energi alternatif dan penurunan harga batubara.

Project Failures — Kegagalan proyek meliputi tertundanya penyelesaian proyek, pembengkakan biaya proyek dan penyelesaian proyek dengan kualitas lebih rendah daripada spesifikasi.

Joint Venture Investment — Risiko investasi pada perusahaan patungan terkait dengan keberhasilan untuk menghasilkan pengembalian dari investasi tersebut.

Regulatory Changes — Perubahan peraturan perundang-undangan dapat mengancam kemampuan perusahaan untuk menyelesaikan transaksi-transaksi penting, melaksanakan kontrak atau melaksanakan strategi dan aktivitas tertentu.

Coal Reserves — Ketersediaan cadangan batubara sangat penting untuk dapat memenuhi kebutuhan para pelanggan domestik maupun luar negeri.

Business Interruption — Kerusakan dari fasilitas dan infrastruktur utama seperti jembatan, jalur pengangkutan, terminal penanganan batubara atau terhalangnya alur sungai dapat menyebabkan berhentinya kegiatan operasional dalam jangka waktu tertentu.

Legal and Regulatory Compliance — Ada sejumlah peraturan kementerian, perda, dan peraturan lainnya yang harus dipatuhi oleh perusahaan. Ketidakpatuhan terhadap peraturan dapat menyebabkan kerugian reputasi, sanksi, biaya hukum, dan dampak buruk lainnya.

Social Risk — Hubungan masyarakat menjadi masalah umum di semua perusahaan tambang. Hal ini berkaitan dengan dukungan dari masyarakat sekitar dan pemerintah daerah setempat terhadap operasi perusahaan supaya dapat berjalan dengan lancar.

Valuasi & Rekomendasi

Metodologi yang kami gunakan dalam melakukan valuasi saham ADRO adalah *cash flow model*, melalui metode *Discounted Cash Flow*. Target harga yang kami peroleh adalah sebesar IDR 2.190. Target price tersebut mencerminkan P/E'17E 11,58x, PBVR'17E 1,25x dan P/S'17E 1,81x.

Dengan membandingkan harga penutupan saham ADRO pada hari Rabu (13/9) di level IDR 1.715, dimana terdapat *upside potential* sebesar 27,70%, maka kami merekomendasikan Buy untuk saham ADRO. Penetapan rekomendasi dalam riset kami adalah berdasarkan potensial pergerakan harga dengan kriteria sebagai berikut:

- Buy : pergerakan harga > +15%;
- Hold : -15% ≤ pergerakan harga ≤ +15%;
- Sell : pergerakan harga < -15%.

	FY17E	FY18E	FY19E	Terminal
Revenue	2.914.428	2.994.009	3.366.134	
COGS	(1.978.196)	(2.157.792)	(2.397.203)	
Gross Income	936.232	836.218	968.931	
Operating Expenses	(165.472)	(180.177)	(190.954)	
EBIT	770.760	656.040	777.977	
Tax on EBIT	(192.690)	(164.010)	(194.494)	
EBIAT	578.070	492.030	583.482	
Depreciation & Amortization	277.524	239.978	242.311	
Change in WC	15.435	25.525	(10.775)	
Capex	(254.125)	(38.953)	(36.943)	
FCFF	616.904	718.580	778.075	
PV of FCFF	522.423	559.992	513.492	4.194.791

Discounted Cash Flow	
Sum of Year PV	1,211,794
Terminal Value	4,194,791
Enterprise Value	5,406,584
+ Cash	1,236,440
- Interest Bearing Debt	(1,377,859)
Indicative Value of 100% Shares	5,265,165
Target Price	2,190

Financial Statement

INCOME STATEMENT (Thousand USD)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
Revenue	3,987.405	3,722.489	3,285.142	3,325.444	2,684.476	2,524.239	2,914.428	2,994.009	3,366.134
COGS	(2,559.012)	(2,679.867)	(2,540.984)	(2,605.707)	(2,141.176)	(1,838.963)	(1,978.196)	(2,157.792)	(2,397.203)
Gross Income	1,428.393	1,042.622	744.158	719.737	543.300	685.276	936.232	836.218	968.931
- Operating Expenses	(297.187)	(206.238)	(204.901)	(229.905)	(211.419)	(97.658)	(165.472)	(180.177)	(190.954)
Operating Income	1,131.206	836.384	539.257	489.832	331.881	587.618	770.760	656.040	777.977
- Interest Expense	(119.758)	(118.347)	(116.582)	(189.717)	(60.762)	(50.006)	(44.613)	(33.255)	(27.040)
- Foreign Exchange Losses (Gains)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Net Non-Operating Losses (Gains)	(8.837)	(4.313)	1.581	21.524	8.854	8.908	16.234	7.363	9.190
Pretax Income	1,002.611	713.724	424.256	321.639	279.973	546.520	742.381	630.148	760.126
- Income Tax Expense	(450.508)	(330.417)	(192.259)	(138.395)	(128.970)	(205.834)	(260.055)	(157.537)	(190.032)
Income Before XO Items	552.103	383.307	231.997	183.244	151.003	340.686	482.326	472.611	570.095
- Minority Interests	1.749	(2.040)	(1.968)	5.347	(1.437)	6.065	27.583	2.113	2.549
Net Income	550.354	385.347	233.965	177.897	152.440	334.621	454.744	470.497	567.546

FINANCIAL POSITION STATEMENT (Thousand USD)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
Total Current Assets	1,297.525	1,413.875	1,370.879	1,271.632	1,092.519	1,592.715	1,750.585	2,121.272	2,528.023
+ Cash & Near Cash Items	558.872	500.368	680.904	745.248	702.452	1,076.948	1,211.705	1,584.430	1,949.095
+ Short Term Investments	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Accounts & Notes Receivable	471.342	474.013	309.565	285.560	195.694	300.689	311.066	319.560	359.278
+ Inventories	52.420	64.487	102.747	96.743	72.791	73.417	98.519	87.987	90.355
+ Other Current Assets	214.891	375.007	277.663	144.081	121.582	141.661	129.295	129.295	129.295
Total Non-Current Assets	4,361.436	5,235.573	5,325.072	5,142.232	4,866.110	4,929.542	4,913.068	4,712.044	4,506.676
+ Long Term Investments	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gross Fixed Assets	3,395.540	4,651.475	5,085.659	5,235.804	5,321.296	6,186.841	3,744.017	3,973.223	3,772.199
Accumulated Depreciation	708.269	954.422	1,192.948	1,520.385	1,827.220	2,206.089	109.635	239.978	242.311
+ Net Fixed Assets	2,687.271	3,697.053	3,892.711	3,715.419	3,494.076	3,980.752	3,973.223	3,772.199	3,566.831
+ Other Long Term Assets	1,674.165	1,538.520	1,432.361	1,426.813	1,372.034	948.790	939.845	939.845	939.845
Total Assets	5,658.961	6,649.448	6,695.951	6,413.864	5,958.629	6,522.257	6,663.653	6,833.316	7,034.699
Total Short Term Liabilities	779.201	899.223	773.679	774.595	454.473	644.555	550.032	575.690	621.458
+ Accounts Payable	388.342	352.675	326.987	351.145	196.419	207.794	258.708	282.195	313.505
+ Short Term Borrowings	138.244	300.051	187.866	192.771	122.881	153.726	14.502	16.672	31.130
+ Other Short Term Liabilities	252.615	246.497	258.826	230.679	135.173	283.035	276.823	276.823	276.823
Total Long Term Liabilities	2,437.537	2,778.715	2,748.079	2,379.797	2,151.113	2,091.820	1,917.133	1,740.448	1,525.929
+ Long Term Borrowings	1,179.031	1,356.901	1,243.052	1,687.759	1,444.465	1,280.422	1,131.236	954.551	740.032
+ Other Long Term Borrowings	1,258.506	1,421.814	1,505.027	692.038	706.648	811.398	785.897	785.897	785.897
Total Liabilities	3,216.738	3,677.938	3,521.758	3,154.392	2,605.586	2,736.375	2,467.166	2,316.138	2,147.387
+ Long Preferred Equity	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Minority Interest	6.352	436.084	490.218	491.862	487.155	639.424	754.083	794.226	825.943
+ Share Capital & APIC	1,497.434	1,497.434	1,497.434	1,497.434	1,497.434	1,497.434	1,497.434	1,497.434	1,497.434
+ Retained Earnings & Other Equity	938.437	1,037.992	1,186.541	1,270.176	1,368.454	1,649.024	1,944.970	2,225.518	2,563.934
Total Shareholders Equity	2,442.223	2,971.510	3,174.193	3,259.472	3,353.043	3,785.882	4,196.487	4,517.178	4,887.311
Total Liabilities & Equity	5,658.961	6,649.448	6,695.951	6,413.864	5,958.629	6,522.257	6,663.653	6,833.316	7,034.699

CASH FLOW STATEMENT (Thousand USD)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
Net cash flows from operating activities	712.156	432.717	721.745	592.106	511.594	675.523	824.197	736.000	799.081
Net cash flows from investing activities	(1,064.458)	(509.780)	(183.527)	(26.013)	(118.449)	(228.384)	(254.125)	(38.953)	(36.943)
Net cash flows from financing activities	304.475	24.665	(331.500)	(496.321)	(422.813)	(72.994)	(436.359)	(324.322)	(397.473)
Net changes in cash	(47.827)	(52.398)	206.718	69.772	(29.668)	374.145	133.713	372.725	364.665
Beginning cash	607.271	558.872	500.368	680.904	745.248	702.452	1,076.948	1,211.705	1,584.430
Net effect of exchange rates	(572)	(6.106)	(26.182)	(5.428)	(13.128)	351	1.044	-	-
Ending cash	558.872	500.368	680.904	745.248	702.452	1,076.948	1,211.705	1,584.430	1,949.095

Financial Ratio

RATIO	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
Valuation Ratios									
Price Earnings	11,34	13,65	12,23	15,03	7,83	12,06	11,58	11,19	9,28
EV to EBIT	13,35	5,42	8,21	6,91	8,56	7,30	7,01	8,24	6,95
EV to EBITDA	9,96	4,27	5,86	3,52	4,70	3,27	5,16	6,03	5,30
Price to Sales	1,57	1,41	0,87	0,80	0,44	1,60	1,81	1,76	1,56
Price to Book	2,56	1,77	0,90	0,82	0,36	1,07	1,25	1,17	1,08
Dividend Yield	0,04	0,02	0,03	0,03	0,06	-	0,03	0,04	0,04
Profitability Ratios									
Gross Margin	0,36	0,28	0,23	0,22	0,20	0,27	0,32	0,28	0,29
EBITDA Margin	0,33	0,30	0,25	0,24	0,24	0,36	0,36	0,30	0,30
Operating Margin	0,28	0,22	0,16	0,15	0,12	0,23	0,26	0,22	0,23
Profit Margin	0,14	0,10	0,07	0,05	0,06	0,13	0,16	0,16	0,17
Return on Assets	0,10	0,06	0,03	0,03	0,03	0,05	0,07	0,07	0,08
Return on Equity	0,23	0,13	0,07	0,05	0,05	0,09	0,11	0,10	0,12
Leverage & Coverage Ratios									
Current Ratio	1,67	1,57	1,77	1,64	2,40	2,47	3,18	3,68	4,07
Quick Ratio	1,32	1,08	1,28	1,33	1,98	2,14	2,77	3,31	3,71
Interest Coverage Ratio (EBIT/I)	9,45	7,07	4,63	2,58	5,46	11,75	17,28	19,73	28,77
Tot Debt/Capital	0,35	0,36	0,31	0,37	0,32	0,27	0,21	0,18	0,14
Tot Debt/Equity	0,54	0,56	0,45	0,58	0,47	0,38	0,27	0,22	0,16
Others									
Asset Turnover	0,70	0,56	0,49	0,52	0,45	0,39	0,44	0,44	0,48
Accounts Receivable Turnover	8,46	7,85	10,61	11,65	13,72	8,39	9,37	9,37	9,37
Accounts Payable Turnover	6,59	7,60	7,77	7,42	10,90	8,85	7,65	7,65	7,65
Inventory Turnover	48,82	41,56	24,73	26,93	29,42	25,05	20,08	24,52	26,53
Effective Tax Rate	0,45	0,46	0,45	0,43	0,46	0,38	0,35	0,25	0,25

Research Division

Danny Eugene	Strategist, Construction, Cement, Automotive	danny.eugene@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62431
Helen Vincentia	Consumer Goods, Retail	helen.vincentia@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62035
Fikri Syaryadi	Banking	fikri@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62035
Leonardo Teo	Telco, Transportation	teo@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62134
Adrian M. Priyatna	Property, Hospital	adrian@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62425
Novilya Wiyatno	Mining, Media, Plantation	novilya@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62425
Dhian Karyantono	Economist	dhian@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62134
Fadlillah Qudsi	Technical Analyst	fadlillah.qudsi@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62035

Retail Equity Sales Division

Hendry Kuswari	Head of Sales, Trading & Dealing	hendry@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62038
Dewi Suryani	Retail Equity Sales	dewi.suryani@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62441
Brema Setyawan	Retail Equity Sales	brema.setyawan@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62126
Ety Sulistyowati	Retail Equity Sales	ety.sulistyowati@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62408
Fadel Muhammad Iqbal	Retail Equity Sales	fadel@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62164
Andri Sumarno	Retail Equity Sales	andri@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62045
Harini Citra	Retail Equity Sales	harini@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62161
Syaifathir Muhamad	Retail Equity Sales	fathir@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62179

Corporate Equity Sales Division

Rachmadian Iskandar Z	Corporate Equity Sales	rachmadian@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62402
Ratna Wijayanti	Corporate Equity Sales	ratna.wijayanti@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62055
Reza Mahendra	Corporate Equity Sales	reza.mahendra@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62409

Fixed Income Sales & Trading

Tel. +62 7917 5559-62 Fax. +62 21 7917 5965

Investment Banking

Tel. +62 21 7917 5599 Fax. +62 21 7919 3900

Kantor Pusat

Menara Bank Mega Lt. 2
Jl. Kapt P. Tendean, Kav 12-14 A
Jakarta Selatan 12790

Pondok Indah

Plaza 5 Pondok Indah Blok D No. 15 Lt. 2
Jl. Margaguna Raya Pondok Indah
Jakarta Selatan

Kelapa Gading

Ruko Gading Bukit Indah Lt.2
Jl. Bukit Gading Raya Blok A No. 26, Kelapa Gading
Jakarta Utara - 14240

DISCLAIMER

This Document is for information only and for the use of the recipient. It is not to be reproduced or copied or made available to others. Under no circumstances is it to be considered as an offer to sell or solicitation to buy any security. Any recommendation contained in this report may not be suitable for all investors and strictly a personal view and should not be used as a sole judgment for investment. Moreover, although the information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable, its accuracy, completeness and reliability cannot be guaranteed. All rights reserved by PT Mega Capital Sekuritas.