

PT Indo Tambangraya Megah Tbk

Still Breaking Through

Kami merekomendasikan Buy untuk saham ITMG dalam *Stock Call* kami dengan **target price IDR35,700**. Target price tersebut mencerminkan P/E'18E 10.74x, PBVR'18E 2.82x dan P/S'18E 1.59x. Katalis utama dalam rekomendasi kami adalah rencana penambahan cadangan dan kapasitas produksi ITMG, serta potensi kenaikan pasar batubara baik domestik maupun ekspor.

Additional Production Capacity. Paska melakukan akuisisi 70% saham PT Tepian Indah Sukses (TIS) di tahun 2017, tahun ini ITMG masih akan melakukan sejumlah akuisisi tambang baru untuk mencari pengganti tambang yang masa konsesinya sudah hampir berakhir. Dengan adanya akuisisi tambang baru, ITMG dapat memaksimalkan kapasitas produksinya.

Increasing DMO. Konsumsi batubara domestik diperkirakan akan naik seiring dengan penetapan minimal DMO (*Domestic Market Obligation*) 2018 oleh pemerintah sebesar 25% dari batas atas produksi tahun ini sebesar 485 juta ton, yang naik 5% dari realisasi produksi tahun lalu, atau mencapai 121 juta ton. Kenaikan target DMO tahun ini dipicu oleh optimisme bahwa ada peningkatan kebutuhan dari industri dalam negeri, serta mulai beroperasinya pembangkit listrik berbahan bakar batubara.

Big Chance from Southeast Asia. Asia Tenggara merupakan wilayah yang dinamis, dimana permintaan energi di wilayah tersebut diperkirakan akan naik didorong oleh proyeksi pertumbuhan ekonomi dan jumlah populasi yang meningkat. Kenaikan permintaan energi yang signifikan di Asia Tenggara diakibatkan masih kurangnya akses terhadap energi modern dengan estimasi 65 juta penduduk masih hidup tanpa akses listrik.

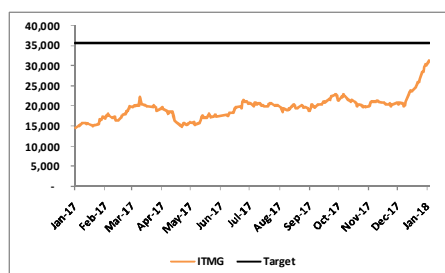
Valuasi & Rekomendasi. Dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flow*, kami memperoleh **target price** ITMG di level IDR35,700 dimana harga tersebut mencerminkan P/E'18E 10.74x, PBVR'18E 2.82x dan P/S'18E 1.59x. Dengan membandingkan harga penutupan ITMG pada hari Senin (29/1) di level IDR31,300 dimana terdapat *upside potential* sebesar +14.06% maka kami merekomendasikan Buy untuk saham ITMG.

30 Januari 2018

Buy

Price (29/1)	IDR 31,300
Target Price	IDR 35,700
Ticker	ITMG
Industry	Mining

Novilya Wiyatno
novilya@megasekuritas.id



Company Description:

Didirikan pada tahun 1987, ITMG adalah perusahaan pemasok batubara terkemuka Indonesia untuk pasar energi dunia.

Stock Data

52-week Range (IDR)	14,500 31,575
Mkt Cap (IDR T)	34.24
JCI Weight	0.48%
Shares O/S (bn)	1.13
YTD Change	46.38%

Shareholders:

Banpu Minerals (Singapore) Pte. Ltd.	65.14%
Somyot Ruchirawat	0.01%
Fredi Chandra	0.09%
Rudijanto Boentoro	0.00%
A.H. Bramantya Putra	0.00%
Public	31.81%

	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
Revenue (Thousand USD)	2,178,763	1,942,655	1,589,409	1,367,498	1,650,508	1,821,280	1,750,074	1,970,406
EBIT (Thousand USD)	311,972	236,762	193,582	208,558	362,642	354,715	307,274	373,578
Net Income (Thousand USD)	204,981	200,971	63,107	130,709	247,157	270,405	235,527	286,131
EPS (USD)	0.18	0.18	0.06	0.12	0.23	0.25	0.21	0.26
EBITDA Margin	0.17	0.15	0.16	0.20	0.25	0.21	0.20	0.21
Profit Margin	0.09	0.10	0.04	0.10	0.15	0.15	0.13	0.15
ROA	0.15	0.15	0.05	0.11	0.18	0.19	0.16	0.19
ROE	0.23	0.23	0.08	0.14	0.25	0.26	0.22	0.26
P/E	12.89	6.95	7.43	10.65	11.74	10.73	12.32	10.14
PBV	2.96	1.58	0.56	1.53	2.92	2.81	2.72	2.62

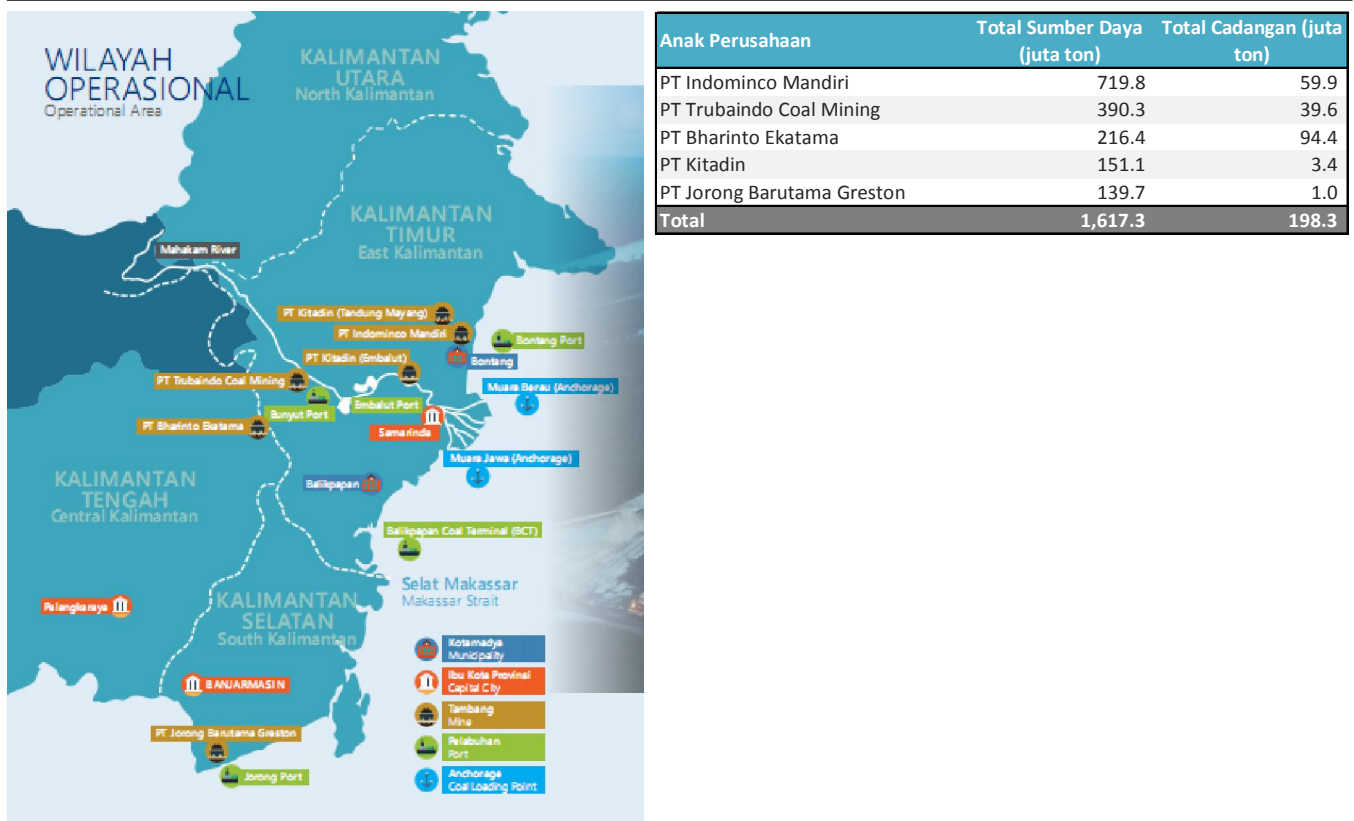
Company Overview

ITMG merupakan perusahaan produsen batubara Indonesia terkemuka untuk pasar energi dunia. ITMG menguasai kepemilikan saham mayoritas di sepuluh anak perusahaan, dimana lima diantaranya mengoperasikan konsesi pertambangan batubara di Pulau Kalimantan, yang meliputi Provinsi Kalimantan Timur, Tengah, dan Selatan. ITMG juga memiliki dan mengoperasikan Terminal Batubara di Bontang, tiga fasilitas Pelabuhan Muat, dan satu Pembangkit Listrik di Bontang.

ITMG bertumpu pada tiga sumber bisnis yaitu batubara, pembangkit listrik, dan manajemen rantai pasok energi. Di bisnis batubara, ITMG melakukan penjualan di pasar domestik, melakukan pencampuran produk batubara, dan memperluas negara tujuan pasar ekspor. Di bisnis pembangkit listrik, ITMG mengoptimalkan peluang dari gencarnya pembangunan proyek pembangkit listrik di Indonesia, termasuk proyek 35 ribu megawatt untuk menyeimbangkan dan menstabilkan arus kas. Sedangkan di bisnis manajemen rantai pasokan energi, ITMG akan fokus pada distribusi, penjualan, dan logistik pengadaan bahan bakar; dan memberdayakan kontraktor internal.

Namun saat ini aktivitas usaha ITMG secara keseluruhan masih berfokus pada bidang penambangan batubara dan jasa terkait batubara. Lokasi tambang ITMG saat ini tersebar di lima wilayah usaha pertambangan, yang semuanya saat ini dalam tahapan beroperasi dan berproduksi, masing-masing di bawah pengelolaan satu anak perusahaan. Tiga daerah konsesi ITMG berlokasi di Kalimantan Timur, satu di Kalimantan Selatan, dan satu terletak di dua provinsi, yakni Kalimantan Timur dan Kalimantan Tengah. Pada akhir tahun 2016, estimasi total sumber daya batubara ITMG mencapai 1,617.3 juta ton, dengan total cadangan sebesar 198.3 juta ton.

Gambar 1 — Wilayah Operasional dan Sumber Daya & Cadangan Batubara ITMG



Source : ITMG

Pada September 2017 lalu, ITMG berhasil mengakuisisi 70% saham PT Tepian Indah Sukses (TIS), yang merupakan pemegang IUP untuk area konsesi seluas 2,065 ha di Kalimantan Timur, dengan jumlah cadangan sebesar 4.7 juta ton batu bara berkalori tinggi. Selain untuk menambah kapasitas produksi, aksi akuisisi tersebut juga dilakukan untuk mencari pengganti tambang yang masa konsesinya sudah hampir berakhir, dimana dua dari enam area tambang ITMG akan tutup operasi pada kuartal II-2018, yaitu tambang Kitadin dan Jorong. Tahun ini, ITMG masih akan melakukan sejumlah akuisisi tambang lagi untuk menambah cadangan batubaranya yang saat ini hanya cukup untuk 7 tahun ke depan. ITMG menargetkan akan menambah cadangan batubaranya sampai dengan 15 tahun ke depan.

Selain itu pada tahun 2017, ITMG juga melakukan akuisisi 75% saham PT Gas Emas, yang merupakan perusahaan distributor bahan bakar. Tujuan transaksi akuisisi tersebut antara lain untuk memastikan keamanan pasokan diesel ke seluruh area tambang ITMG, mengurangi biaya bahan bakar dan logistik, serta berpotensi memperoleh pendapatan lain dari pihak ketiga. Biaya bahan bakar merepresentasikan 21% atas total biaya operasional ITMG (tidak termasuk beban royalti), dengan diakuisisinya PT Gas Emas, ITMG mampu menekan biaya bahan bakarnya dengan target pengurangan sebesar 5%.

Industry Overview

Secara jangka panjang, *outlook* industri batu bara masih positif, terlebih didorong oleh meningkatnya permintaan batubara sebagai energi termurah untuk pembangkit listrik di kawasan *emerging market*, khususnya Asia Tenggara. Namun demikian, industri batubara tampaknya masih dibayangi sentimen negatif atas kecaman dari berbagai organisasi pencinta lingkungan akibat polusi yang ditimbulkannya. Sehingga berbagai kebijakan untuk mendukung penggunaan sumber energi terbarukan marak dikampanyekan.

Pada tahun 2015, energi terbarukan berkontribusi sebesar 19.3% terhadap konsumsi energi akhir global, dan pertumbuhan kapasitas dan produksi masih berlanjut di tahun 2016. Sektor kelistrikan mengalami peningkatan terbesar dalam kapasitas energi terbarukan pada tahun 2016. Sebagian besar kapasitas energi terbarukan yang terpasang berada di negara-negara berkembang, dan paling banyak terletak di China, yang merupakan pengembang energi terbarukan terbesar selama delapan tahun terakhir. Pada tahun 2016, energi terbarukan menyebar ke sejumlah negara maju dan berkembang, dan beberapa di antaranya telah menjadi pasar penting.

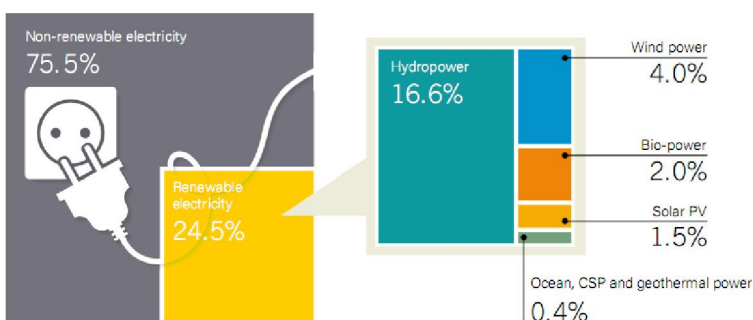
Tabel 1 — Lima Negara Terbesar dengan Kapasitas Pembangkit Terbarukan 2016

POWER					
Renewable power (incl. hydro)	China	United States	Brazil	Germany	Canada
Renewable power (not incl. hydro)	China	United States	Germany	Japan	India
Renewable power capacity per capita (not including hydro ³)	Iceland	Denmark	Sweden/Germany		Spain/Finland
Bio-power generation	United States	China	Germany	Brazil	Japan
Geothermal power capacity	United States	Philippines	Indonesia	New Zealand	Mexico
Hydropower capacity*	China	Brazil	United States	Canada	Russian Federat
Hydropower generation*	China	Brazil	Canada	United States	Russian Federat
CSP capacity	Spain	United States	India	South Africa	Morocco
Solar PV capacity	China	Japan	Germany	United States	Italy
Solar PV capacity per capita	Germany	Japan	Italy	Belgium	Australia/Greece
Wind power capacity	China	United States	Germany	India	Spain
Wind power capacity per capita	Denmark	Sweden	Germany	Ireland	Portugal

Source : REN21, 2017

Kapasitas pembangkit listrik terbarukan mengalami pertumbuhan tahunan yang terbesar pada tahun 2016, dengan estimasi kapasitas yang mencapai 161 GW atau berkontribusi sebesar 62% dari total kapasitas tambahan. Solar PV (tenaga surya) merupakan salah satu sumber energi terbarukan yang meningkat terbesar di tahun 2016, atau berkontribusi sebesar 47% dari pembangkit listrik terbarukan yang baru terpasang, diikuti oleh tenaga angin dan air masing-masing 34% dan 15%. Pertumbuhan yang berkelanjutan dan ekspansi geografis dipicu oleh penurunan harga untuk teknologi energi terbarukan (khususnya tenaga surya dan angin), serta meningkatnya permintaan listrik di beberapa negara juga mekanisme dukungan energi terbarukan yang ditargetkan.

Gambar 2 — Estimasi Pangsa Energi Terbarukan Pada Produksi Listrik Global, Tahun 2016

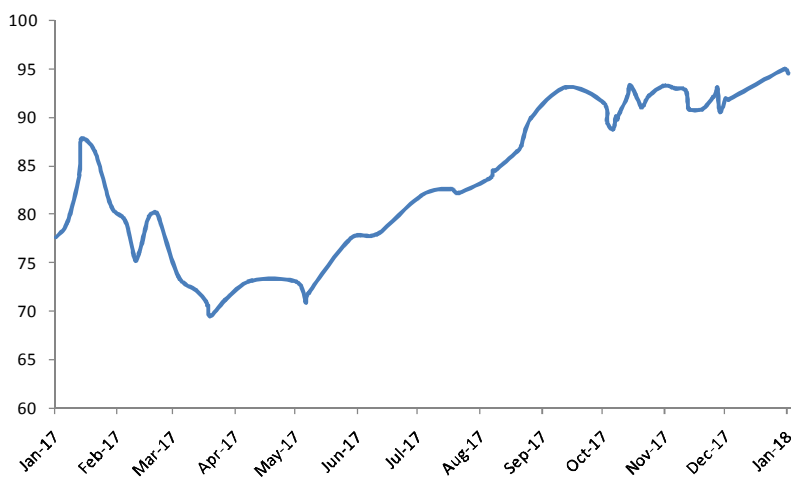


Source : REN21, 2017

Sepanjang tahun 2017, batubara kembali menjadi idola dalam sektor komoditas energi, akibat pemulihan harga batubara Newcastle yang mengalami kenaikan lebih dari 20%. Hal ini didorong oleh kebijakan dari pemerintah China yang memberlakukan inspeksi keselamatan pertambangan serta pemeriksaan dampak lingkungan pertambangan terhadap alam sekitar, sehingga sejumlah tambang lama yang tidak efisien dan melanggar regulasi pun ditutup. China telah menutup lima tambang batubaranya sampai dengan periode Juli 2017.

Katalis positif juga datang dari Korea Selatan, dimana pada akhir tahun 2017, Korsel melakukan sejumlah pembelian besar batubara untuk pasokan pembangkit listriknya di tahun ini. Salah satu perusahaan listrik Korsel, Korea East West Power Co Ltd, mengumumkan akan membeli sekitar 1,075 juta ton batubara untuk lima pembangkit listrik nasionalnya. Selain itu, Korea Southern Power Co Ltd juga berniat membeli 480,000 ton batubara untuk pengiriman Januari-Maret 2018. Permintaan batubara dari Korsel tersebut dipicu oleh penutupan sejumlah reaktor nuklir oleh pemerintah Korsel untuk alasan pemeliharaan, sehingga Korsel perlu mencari pasokan baru untuk sumber pembangkit listriknya.

Grafik 1 — Pergerakan Harga Batubara Newcastle Sepanjang Tahun 2017



Source : Bloomberg, MCS Research

Harga batubara pada tahun ini diperkirakan masih ada potensi terjadi penguatan, terutama setelah negara anggota OPEC dan negara produsen minyak Non OPEC yang dipimpin Rusia, sepakat untuk memperpanjang pemangkasan produksi minyak hingga akhir tahun 2018. Hal tersebut mengakibatkan harga minyak mengalami kenaikan, dan berpotensi mendorong harga komoditas lain seperti batubara ikut naik.

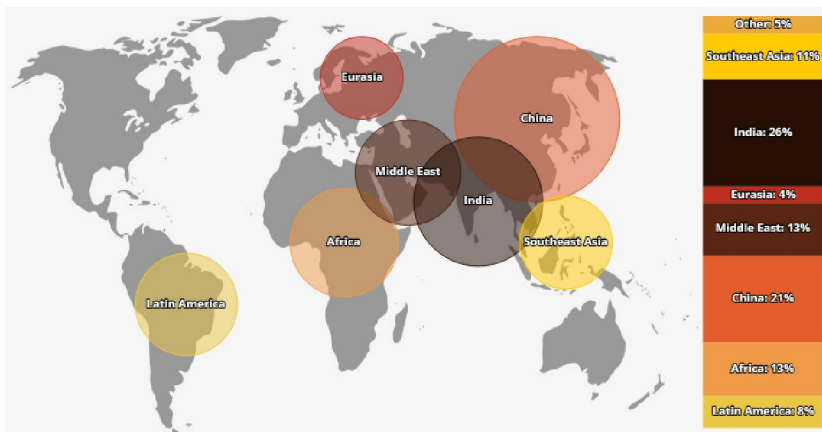
Selain itu, permintaan batubara diperkirakan masih tinggi paska di tahun 2017 lalu Presiden AS, Trump memutuskan untuk keluar dari Paris Agreement, yang merupakan perjanjian pembatasan kenaikan suhu global berada di bawah 2 derajat Celsius serta berupaya membatasi kenaikan hingga 1.5 derajat Celsius. Trump juga memutuskan untuk menandatangani *Executive Order* untuk mencabut batasan penggunaan dan produksi batubara di AS. Hal ini mengindikasikan bahwa Trump akan meningkatkan kembali aktivitas industri batubara sehingga permintaan batubara di negeri Paman Sam tersebut masih cukup besar demi memenuhi kebutuhan pasokan pembangkit listriknya.

Asia Tenggara merupakan salah satu wilayah yang paling dinamis dengan total populasi hampir mencapai 640 juta penduduk, dan masih akan berlanjut mengalami pertumbuhan ekonomi yang tinggi, serta kenaikan populasi dan tingkat urbanisasi yang pesat. Mencerminkan pertumbuhan ekonomi yang stabil dan perkembangan demografis yang kuat, permintaan energi di Asia Tenggara mampu naik 60% selama 15 tahun terakhir. Lima negara ASEAN konsumen energi terbesar adalah Indonesia, Thailand, Malaysia, Vietnam, dan Filipina. Secara kumulatif, lima negara tersebut berkontribusi sebesar 90% atas permintaan energi di wilayah Asia Tenggara. Kenaikan permintaan energi yang signifikan di Asia Tenggara diperkirakan masih akan berlanjut, akibat akses terhadap energi modern masih terbatas dengan estimasi 65 juta penduduk masih hidup tanpa akses listrik.

Permintaan energi di Asia Tenggara diperkirakan akan naik lebih dari 50% sampai dengan tahun 2040. Kenaikan tersebut merepresentasikan sepersepuluh dari kenaikan permintaan global, didorong oleh perekonomian wilayah Asia Tenggara yang diperkirakan naik 3x lipat dan estimasi jumlah populasi yang akan tumbuh 20%. Sementara upaya telah dilakukan baik secara regional maupun nasional untuk mengembangkan energi terbarukan, namun karena kebutuhan energi yang terus meningkat, mendorong kenaikan konsumsi terhadap semua jenis bahan bakar.

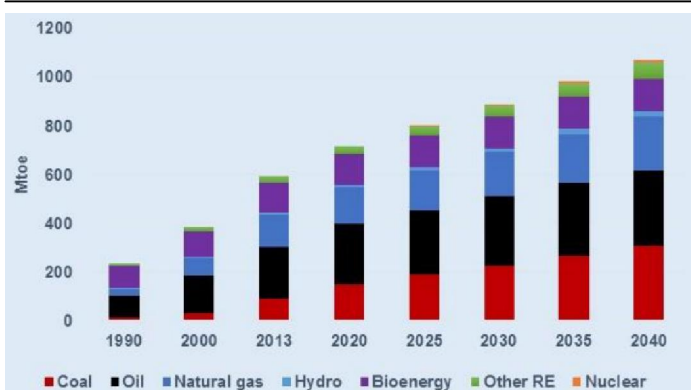
Permintaan batubara sendiri diperkirakan akan tumbuh hampir mencapai 40% sampai dengan tahun 2040. Oleh karena itu, dalam New Policies Scenario IEA, Asia Tenggara merupakan salah satu dari beberapa wilayah di dunia yang pangsa batubara dari bauran energinya diperkirakan akan naik. Pada tahun 2020, pangsa batubara pada total pasokan energi primer diperkirakan naik 21% menyusul gas alam.

Gambar 3 — Pertumbuhan Permintaan Energi Primer



Source : Southeast Asia Energy Outlook 2017, IEA

Grafik 2 — Historis dan Proyeksi Bauran Energi di Asia Tenggara dalam WEO 2015 NPS IEA

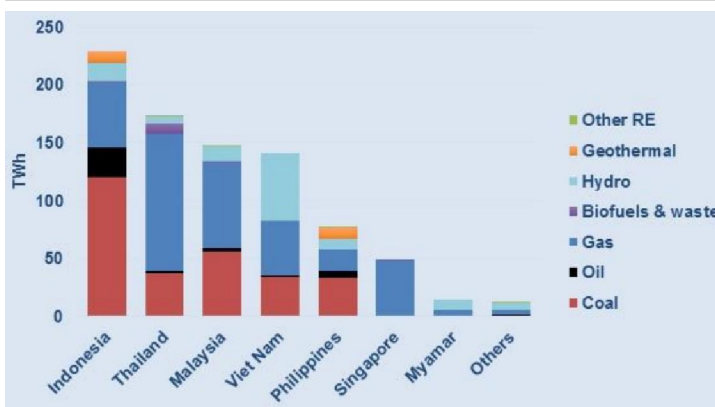


Source : The Oxford Institute for Energy Studies

Listrik memberikan kontribusi terbesar pada pertumbuhan konsumsi energi akhir. Hampir 70% dari kenaikan permintaan listrik di Asia Tenggara berasal dari sektor perumahan dan jasa, sebagian besar disebabkan oleh meningkatnya penduduk kota kelas menengah. Sejak tahun 1990, pembangkit listrik di Asia Tenggara telah meningkat lebih pesat dibandingkan pertumbuhan ekonominya, antara tahun 1990 dan 2014, perekonomian tumbuh dengan rata-rata 5% per tahun, sementara jumlah pembangkit listrik tumbuh 7.4% mencapai sekitar 843 TWh di tahun 2014. Gas alam dan batubara merupakan dua bahan bakar utama untuk pembangkit listrik, masing-masing berkontribusi sebesar 44% dan 34% di tahun 2014.

Sementara gas alam masih mendominasi bauran energi, pergeseran batubara telah meningkat sejak tahun 2010. Oleh karena itu, pangsa gas dalam pembangkit listrik telah menurun 5%, sementara batubara telah melonjak dari 27% menjadi 34%. Terus meningkatnya pembangkit listrik berbahan bakar batubara didukung oleh keunggulan harga dan melimpahnya ketersediaan batubara dibandingkan gas alam dan sumber bahan bakar lainnya. Batubara merupakan bahan bakar yang signifikan dalam penggunaannya di pembangkit listrik di Indonesia, Malaysia, dan Filipina dengan pangsa di kisaran 40%-50%. Sementara sektor kelistrikan di Vietnam dan Thailand kurang bergantung pada bahan bakar batubara (dengan pangsa di kisaran 20%-25%).

Grafik 3 — Pembangkit Listrik di Asia Tenggara Tahun 2014 Berdasarkan Negara dan Bahan Bakar/Teknologinya



Source : The Oxford Institute for Energy Studies

Kapasitas berbasis gas berkembang dengan baik di negara produsen gas (Malaysia, Indonesia, dan Thailand). Peran gas dalam sektor kelistrikan didasarkan pada harga gas historis yang murah. Namun di tiga negara tersebut, pertumbuhan permintaan listrik yang pesat telah menyebabkan kekurangan pasokan gas, mendorong negara tersebut untuk mendiversifikasi bauran pembangkit listriknya menjadi beralih ke batubara. Batubara juga diperkenalkan ke negara yang bergantung pada tenaga air, seperti Vietnam. Pada periode Agustus tahun lalu, Indonesia dan Vietnam menandatangani perjanjian kerja sama, yang salah satunya adalah pemasokan batubara Indonesia untuk kebutuhan pembangkit listrik di Vietnam. Perjanjian kerjasama ini akan berlaku selama 5 tahun sampai dengan periode 2022, namun dapat diperpanjang.

Dalam lima tahun terakhir, batubara telah menjadi bahan bakar pilihan untuk pembangkit listrik: hampir 25 GW dari kapasitas tambahan berbasis batubara dibangun selama periode 2010-2015, berkontribusi sebesar 42% dari total kapasitas tambahan selama periode tersebut.

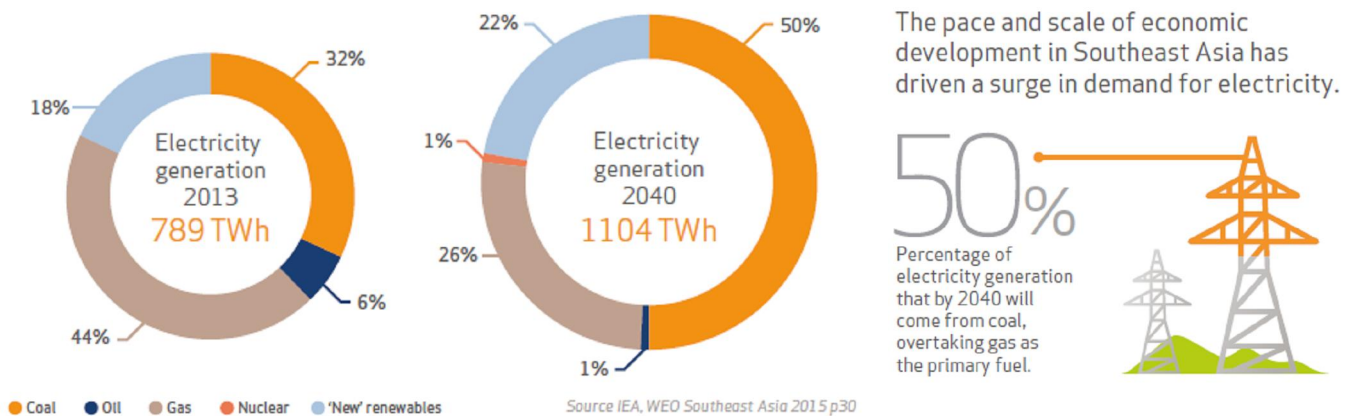
Pergeseran ke batubara telah terlihat sejak tahun 2010 dan akan berlanjut dalam jangka pendek dan menengah. Pada awal tahun 2016, terdapat sekitar 29 GW kapasitas pembangkit listrik berbasis batubara dalam masa pembangunan, dan diperkirakan akan selesai sekitar tahun 2020, dimana sebagian besar terdapat di Vietnam (12,8 GW), Indonesia (6 GW), Filipina (4,7 GW), dan Malaysia (4,6 GW). Di luar pembangkit listrik yang sedang dibangun, kapasitas yang sudah ada mencapai 113 GW pada awal tahun 2016, sehingga menjadikan wilayah Asia Tenggara sebagai wilayah terbesar ketiga yang menggunakan batubara, setelah Asia Timur dan Asia Selatan.

Tabel 2 — Kapasitas CFPP di Asia Tenggara yang Sedang Dibangun dan Diusulkan (Awal Tahun 2016)

	Coal-fired capacity in 2015 (GW)	Under construction (GW)	Permitted (GW)	Pre-permitted (GW)	Announced (GW)
Indonesia	27.2	6.0	4.4	17.9	17.8
Malaysia	8.7	4.6	-	-	-
Myanmar	0.1	-	-	0.7	13.8
Philippines	5.9	4.7	0.5	5.0	1.9
Thailand	5.5	-	-	3.9	3.4
Vietnam	12.9	12.8	14.1	10.4	15.6
Cambodia	0.5	0.1	0.2	-	1.7
Laos	1.3	0.6	-	-	1.3
TOTAL	62.1	28.8	19.2	37.9	55.5

Source : The Oxford Institute for Energy Studies

Gambar 4 — Pembangkit Listrik Berdasarkan Bahan Bakar di Asia Tenggara

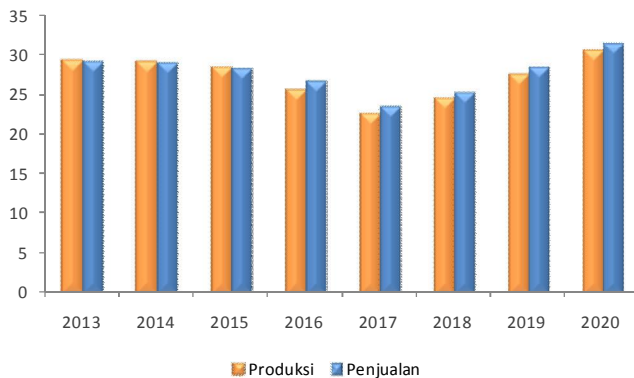


Source : World Coal Association

Selama periode 2011-2013, volume produksi dan penjualan batubara ITMG mengalami pertumbuhan CAGR yang melebihi 5% per tahun, namun di tahun 2014 dan 2015 mengalami penurunan tipis sebesar 2%, kemudian di tahun 2016 baik volume produksi dan penjualan batubara ITMG mengalami penurunan yang cukup signifikan masing-masing 10% dan 5% dipicu perlambatan perekonomian China, yang merupakan salah satu importir terbesar batubara ITMG.

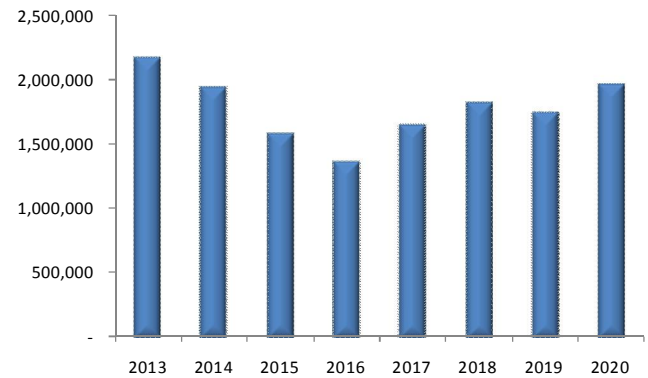
Porsi penjualan batubara ITMG masih lebih banyak terserap pada penjualan ekspor yakni mencapai 86% di tahun 2016, sementara sisanya dijual di dalam negeri. Porsi ekspor terbesar masih dipegang oleh wilayah Asia Timur dengan kontribusi ekspor mencapai 54%, yang kemudian disusul oleh wilayah Asia Tenggara sebesar 18%. Negara yang menjadi tujuan ekspor ITMG di wilayah Asia Tenggara mencakup Filipina, Thailand, dan Malaysia. Dengan adanya pembangunan berbagai proyek pembangkit listrik di wilayah Asia Tenggara, diharapkan porsi ekspor ITMG ke kawasan tersebut serta penjualan domestik dapat meningkat, seiring dengan penetapan minimal DMO (*Domestic Market Obligation*) 2018 oleh pemerintah sebesar 25% dari batas atas produksi tahun ini sebesar 485 juta ton, yang naik 5% dari realisasi produksi tahun lalu, atau mencapai 121 juta ton. Kenaikan target DMO tahun ini dipicu oleh optimisme bahwa ada peningkatan kebutuhan dari industri dalam negeri, serta mulai beroperasinya pembangkit listrik berbahan bakar batubara.

Grafik 4 — Volume Produksi dan Penjualan Batubara



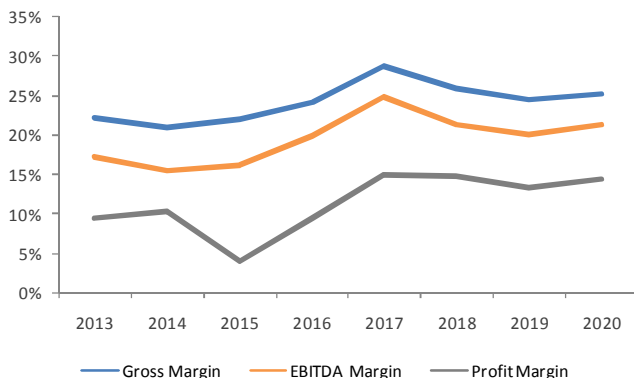
Source : ITMG, MCS Research

Grafik 5 — Nilai Penjualan Batubara ITMG



Source : ITMG, MCS Research

Grafik 6 — Profitability Ratio ITMG



Source : ITMG, MCS Research

Grafik 7— Posisi Keuangan ITMG



Source : ITMG, MCS Research

Investment Risk

Commodity Price — Perubahan dan ketidakpastian harga komoditas yang berdampak pada harga jual dan margin laba.

Supply Chain Risk — Kegagalan proses rantai pasokan dan pengiriman produk batubara mulai dari produksi batubara akhir sampai dengan pengapalan yang berdampak pada penambahan biaya dan waktu serta hubungan dengan pelanggan.

Facilities and Infrastructure — Kegagalan dan ketidakcukupan fasilitas dan infrastruktur utama dalam menunjang kegiatan operasional yang berdampak pada peningkatan biaya produksi dan tidak tercapainya target produksi tahunan.

Commercial Risk — Penurunan permintaan pasar batubara dan hubungan pelanggan yang berdampak pada target penjualan perusahaan.

Regulatory Compliance — Kegagalan pemenuhan peraturan perundang-undangan yang berlaku di Indonesia terutama dalam industri tambang yang berdampak pada reputasi perusahaan, hubungan dengan regulator dan implikasi hukum.

Planning and Technical Risk — Proses perencanaan dan teknis dalam kegiatan operasional yang tidak memadai yang dapat menghambat pencapaian target produksi tahunan.

Contractor Risk — Kinerja kontraktor yang menurun dan tidak dapat diandalkan dapat menyebabkan penurunan produktivitas atau kualitas serta menimbulkan biaya yang tinggi.

Social and Community Risk — Masalah-masalah hubungan sosial dan masyarakat di sekitar lingkungan operasional yang dapat mengganggu operasional perusahaan.

Valuasi & Rekomendasi

Metodologi yang kami gunakan dalam melakukan valuasi saham ITMG adalah *cash flow model*, melalui metode *Discounted Cash Flow*. Target harga yang kami peroleh adalah sebesar IDR 35,700. Target price tersebut mencerminkan P/E'18E 10.74x, PBVR'18E 2.82x dan P/S'18E 1.59x.

Dengan membandingkan harga penutupan saham ITMG pada hari Senin (29/1) di level IDR 31,300, dimana terdapat *upside potential* sebesar 14.06%, maka kami merekomendasikan Buy untuk saham ITMG. Penetapan rekomendasi dalam riset kami adalah berdasarkan potensial pergerakan harga dengan kriteria sebagai berikut:

- **Strong Buy** : terdapat potensi pergerakan harga +40% ke atas;
- **Buy** : terdapat potensi pergerakan harga antara +10% hingga +39%;
- **Neutral** : terdapat potensi pergerakan harga antara +0% hingga +9%;
- **Reduce** : terdapat potensi pergerakan harga negatif;
- **No Rating** : belum masuk dalam *coverage* kami atau dalam *under review*.

	FY18E	FY19E	FY20E	Terminal
Revenue	1,821,280	1,750,074	1,970,406	
COGS	(1,350,308)	(1,322,020)	(1,471,739)	
Gross Income	470,973	428,054	498,667	
Operating Expenses	(116,257)	(120,781)	(125,089)	
EBIT	354,715	307,274	373,578	
Tax on EBIT	(88,679)	(76,818)	(93,395)	
EBIAT	266,036	230,455	280,184	
Depreciation & Amortization	24,165	33,964	39,537	
Change in WC	(21,427)	(18,249)	(19,586)	
Capex	(108,646)	(61,638)	(62,618)	
FCFF	160,128	184,533	237,517	
PV of FCFF	141,281	143,651	163,134	2,053,852

Discounted Cash Flow	
Sum of Year PV	448,067
Terminal Value	2,053,852
Enterprise Value	2,501,918
+ Cash	401,947
- Interest Bearing Debt	-
Indicative Value of 100% Shares	2,903,865
Target Price	35,700

Financial Statement

INCOME STATEMENT (Thousand USD)	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
Revenue	2,178,763	1,942,655	1,589,409	1,367,498	1,650,508	1,821,280	1,750,074	1,970,406
COGS	(1,695,072)	(1,533,734)	(1,239,178)	(1,036,799)	(1,176,269)	(1,350,308)	(1,322,020)	(1,471,739)
Gross Income	483,691	408,921	350,231	330,699	474,239	470,973	428,054	498,667
- Operating Expenses	(171,719)	(172,159)	(156,649)	(122,141)	(111,596)	(116,257)	(120,781)	(125,089)
Operating Income	311,972	236,762	193,582	208,558	362,642	354,715	307,274	373,578
- Interest Expense	(901)	(898)	(1,089)	(912)	(458)	-	-	-
- Foreign Exchange Losses (Gains)	(22,432)	(717)	(4,838)	(3,826)	-	-	-	-
- Net Non-Operating Losses (Gains)	6,806	27,710	(48,209)	(11,829)	(12,076)	5,824	6,762	7,929
Pretax Income	295,445	262,857	139,446	191,991	350,108	360,540	314,036	381,507
- Income Tax Expense	(90,464)	(61,886)	(76,339)	(61,282)	(102,971)	(90,135)	(78,509)	(95,377)
Income Before XO Items	204,981	200,971	63,107	130,709	247,137	270,405	235,527	286,131
- Minority Interests	-	-	-	-	(20)	-	-	-
Net Income	204,981	200,971	63,107	130,709	247,157	270,405	235,527	286,131

FINANCIAL POSITION STATEMENT (Thousand USD)	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
Total Current Assets	606,592	569,553	512,318	539,004	764,625	736,455	739,892	772,964
+ Cash & Near Cash Items	288,707	226,120	267,818	328,085	378,523	311,571	299,580	298,136
+ Short Term Investments	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Accounts & Notes Receivable	169,335	170,344	111,885	125,231	138,423	152,745	146,773	165,252
+ Inventories	118,441	149,858	117,372	61,991	120,108	144,568	165,968	182,006
+ Other Current Assets	30,109	23,231	15,243	23,697	127,571	127,571	127,571	127,571
Total Non-Current Assets	721,626	740,941	666,045	670,788	576,078	660,559	688,232	711,312
+ Long Term Investments	-	-	-	-	-	-	-	-
Gross Fixed Assets	791,452	814,207	811,020	830,602	229,058	244,156	328,637	356,310
Accumulated Depreciation	453,944	509,604	539,296	590,250	39,948	24,165	33,964	39,537
+ Net Fixed Assets	337,508	304,603	271,724	240,352	244,156	328,637	356,310	379,390
+ Other Long Term Assets	384,118	436,338	394,321	430,436	331,922	331,922	331,922	331,922
Total Assets	1,328,218	1,310,494	1,178,363	1,209,792	1,340,703	1,397,014	1,428,125	1,484,276
Total Short Term Liabilities	374,674	364,170	284,344	238,835	274,146	291,501	288,680	303,610
+ Accounts Payable	165,673	164,775	120,608	93,962	117,298	134,653	131,832	146,762
+ Short Term Borrowings	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Other Short Term Liabilities	209,001	199,395	163,736	144,873	156,848	156,848	156,848	156,848
Total Long Term Liabilities	62,490	61,704	59,462	63,527	74,133	74,133	74,133	74,133
+ Long Term Borrowings	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Other Long Term Borrowings	62,490	61,704	59,462	63,527	74,133	74,133	74,133	74,133
Total Liabilities	437,164	425,874	343,806	302,362	348,279	365,634	362,813	377,743
+ Long Preferred Equity	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Minority Interest	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Share Capital & APIC	392,920	392,920	392,920	392,920	392,920	392,920	392,920	392,920
+ Retained Earnings & Other Equity	498,134	491,700	441,637	514,510	599,504	638,460	672,392	713,613
Total Shareholders Equity	891,054	884,620	834,557	907,430	992,424	1,031,380	1,065,312	1,106,533
Total Liabilities & Equity	1,328,218	1,310,494	1,178,363	1,209,792	1,340,703	1,397,014	1,428,125	1,484,276

CASH FLOW STATEMENT (Thousand USD)	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
Net cash flows from operating activities	159,291	190,926	192,667	145,224	274,559	273,143	251,242	306,082
Net cash flows from investing activities	(56,889)	(52,124)	(34,820)	(24,500)	(66,136)	(108,646)	(61,638)	(62,618)
Net cash flows from financing activities	(274,925)	(201,389)	(116,149)	(60,457)	(158,223)	(231,449)	(201,595)	(244,909)
Net Changes in Cash	(172,523)	(62,587)	41,698	60,267	50,200	(66,952)	(11,991)	(1,444)
Beginning Cash	461,230	288,707	226,120	267,818	328,085	378,523	311,571	299,580
Ending Cash	288,707	226,120	267,818	328,085	378,523	311,571	299,580	298,136

Financial Ratio

RATIO	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
Valuation Ratios								
Price Earnings	12.89	6.95	7.43	10.65	11.74	10.73	12.32	10.14
EV to EBIT	6.95	4.97	1.03	4.98	6.90	7.05	8.14	6.70
EV to EBITDA	5.72	3.92	0.81	3.98	6.08	6.45	7.15	5.93
Price to Sales	1.21	0.72	0.30	1.02	1.76	1.59	1.66	1.47
Price to Book	2.96	1.58	0.56	1.53	2.92	2.81	2.72	2.62
Dividend Yield	0.07	0.11	0.15		0.07	0.08	0.07	0.08
Profitability Ratios								
Gross Margin	0.22	0.21	0.22	0.24	0.29	0.26	0.24	0.25
EBITDA Margin	0.17	0.15	0.16	0.20	0.25	0.21	0.20	0.21
Operating Margin	0.14	0.12	0.12	0.15	0.22	0.19	0.18	0.19
Profit Margin	0.09	0.10	0.04	0.10	0.15	0.15	0.13	0.15
Return on Assets	0.15	0.15	0.05	0.11	0.18	0.19	0.16	0.19
Return on Equity	0.23	0.23	0.08	0.14	0.25	0.26	0.22	0.26
Leverage & Coverage Ratios								
Current Ratio	1.62	1.56	1.80	2.26	2.79	2.53	2.56	2.55
Quick Ratio	1.22	1.09	1.34	1.90	1.89	1.59	1.55	1.53
Interest Coverage Ratio (EBIT/I)	346.25	263.65	177.76	228.68	791.80	n/a	n/a	n/a
Tot Debt/Capital	-	-	-	-	-	-	-	-
Tot Debt/Equity	-	-	-	-	-	-	-	-
Others								
Asset Turnover	1.64	1.48	1.35	1.13	1.23	1.30	1.23	1.33
Accounts Receivable Turnover	12.87	11.40	14.21	10.92	11.92	11.92	11.92	11.92
Accounts Payable Turnover	10.23	9.31	10.27	11.03	10.03	10.03	10.03	10.03
Inventory Turnover	14.31	10.23	10.56	16.72	9.79	9.34	7.97	8.09
Effective Tax Rate	0.31	0.24	0.55	0.32	0.29	0.25	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
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.