

Current Price (18/02)

Rp. 1,215

12M Target Price

Rp. 1,315

Potential Upside

8,2%

HOLD

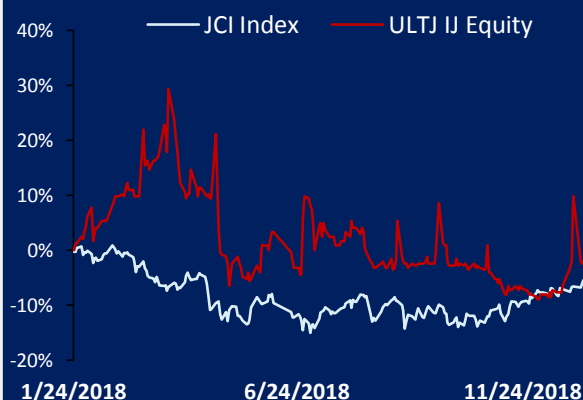
Stock Information

Ticker Code	ULTJ
Market Cap (Rp)	14.04T
52-Week High (Rp)	1,590
52-Week Low (Rp)	1,120
Shares Issued (Bio)	11.55

Major Shareholders (%)

Sabana Prawira Widjaja	31.10%
PT Indolife Pensiortama	14.89%
PT Prawirawidjaja Prakarsa	21.40%
Public (<5%)	32.61%

Price Performance (2018-2019)



Source : Bloomberg

M. Cahyo Huttomo

(cahyo@oso-securities.com)

PT OSO Sekuritas Indonesia

Cyber 2 Tower,
Jl. H.R. Rasuna Said Blok X-5 No. 13
Setiabudi
Jakarta 12950
Tel. : 021 2991 5300
Fax : 021 2902 1497

Initiate Coverage : Ultra Jaya Milk Tbk (ULTJ IJ), (ULTJ JK)

Hingga September 2018, UL TJ Membukukan Laba Bersih Senilai Rp 621 miliar, pencapaian tersebut turun 6% jika dibandingkan dengan periode yang sama pada tahun sebelumnya. Penurunan laba bersih tersebut dikarenakan adanya peningkatan beban penjualan pada kuartal III 2018 sebesar 25%.

Teh Kotak Memiliki Pangsa Pasar Terbesar Dalam Industri Teh RTD (September 2018)

Teh kotak memimpin pangsa pasar teh RTD domestik dengan persentase sebesar 71%. Pangsa pasar ini lebih besar dibandingkan dengan merek dagang lainnya seperti Teh Sosro dan Fruit Tea.

2019, UL TJ Berencana Melakukan Perluasan Bisnis Melalui Penambahan Mesin

UL TJ berencana melakukan pergantian dan penambahan mesin baru, pembangunan kantor dan pengembangan proyek peternakan sapi perah milik PT Ultra Sumatera Dairy Farm (USDF) di Berastagi, Sumatera Utara.

Pada Tahun 2018, Pendapatan UL TJ Diperkirakan Tumbuh 11% Atau Senilai Rp 5.39 Triliun

UL TJ diperkirakan membukukan kinerja yang cukup baik di tahun 2018, kemudian kami perkirakan di tahun 2019F pendapatan UL TJ tumbuh konservatif sebesar 7% atau senilai Rp 5.77 triliun.

Pendapatan UL TJ 99% Berasal Dari Pasar Domestik, Sedangkan Sisanya Dari Ekspor

Di tahun 2019F, kami perkirakan pendapatan UL TJ dari pasar domestik senilai Rp 5.09 triliun serta sisanya dari pasar ekspor senilai Rp 32.2 miliar.

Rekomendasi HOLD

Kami memberikan rekomendasi HOLD terhadap saham UL TJ dengan 12M Target Price IDR 1,315,- dan potensial upside sebesar 8.2%. Kami menggunakan metode valuasi *Discounted Cash Flow (DCF)*. Dengan WACC sebesar 7.8% dan Terminal Growth 1% dengan Margin of Safety sebesar 8%. Adapun harga tersebut mengindikasikan PE sebesar 19.3x dan PBV sebesar 2.65x.

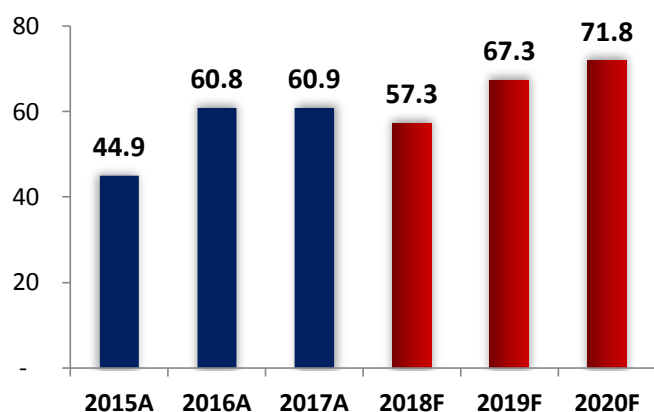
Figure I: Financial Highlight

In Billions of IDR	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Revenue	4,394	4,686	4,880	5,392	5,775	6,193
Gross Profit	1,382	1,633	1,823	1,863	2,055	2,219
Net Profit	519	702	703	662	777	830
Total Aset	3,540	4,239	5,187	5,965	6,979	8,096
Total Equity	2,798	3,489	4,209	4,797	5,661	6,587
Total Liabilities	742	750	978	1,168	1,318	1,509
NPM	11.8%	15.0%	14.4%	12.3%	13.5%	13.4%
ROA	14.7%	16.6%	13.6%	11.1%	11.1%	10.2%

Source : Company UL TJ and OSO Research

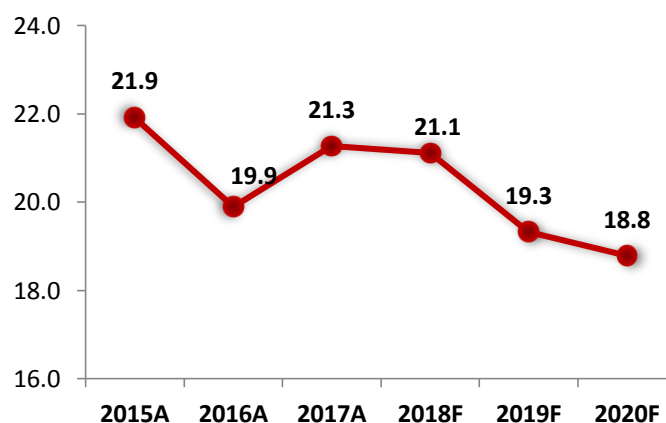
Share Value Indicator

Figure II : Earning per Shares (IDR)



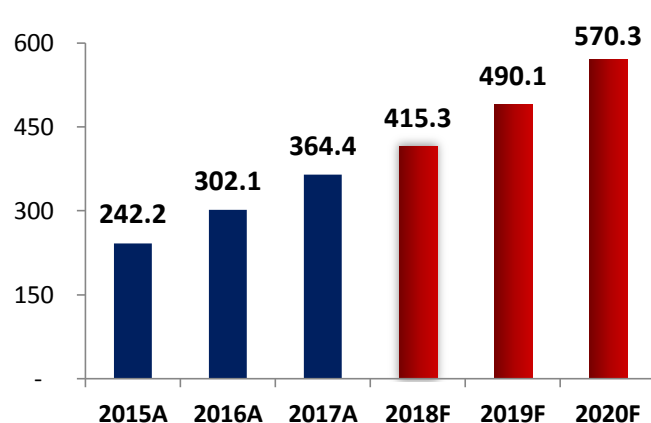
Source : Company UL TJ and OSO Research

Figure III : P/E (x) Historic



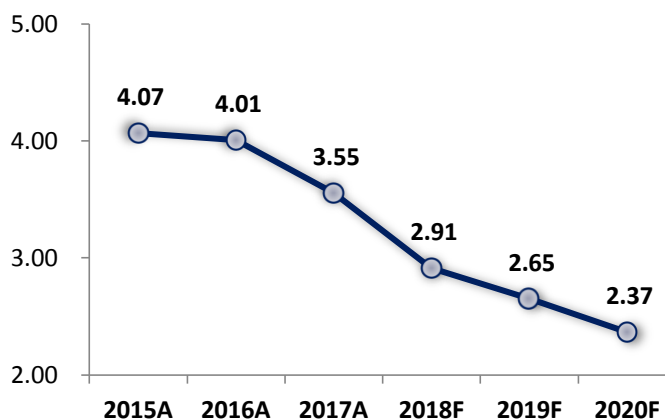
Source : Company UL TJ and OSO Research

Figure IV : Book Value (IDR)



Source : Company UL TJ and OSO Research

Figure V : PBV (x) Historic



Source : Company UL TJ and OSO Research

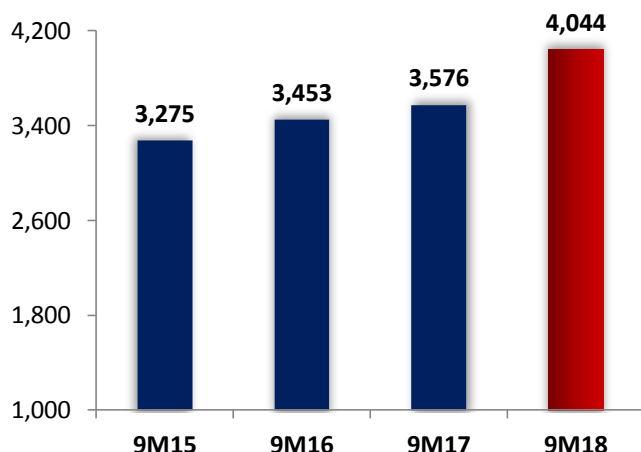
Figure VI : Sensitivity Analysis

Sensitivity Analysis							
Terminal Growth	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
Terminal Value	10.053	10.410	10.792	11.204	11.648	12.129	12.652
PV of Free Cash Flow (2014 - 2018)	3.168	3.168	3.168	3.168	3.168	3.168	3.168
Enterprise Value	13.222	13.578	13.961	14.372	14.817	15.298	15.820
Cash (2018)	2.709	2.709	2.709	2.709	2.709	2.709	2.709
Debt (2018)	151	151	151	151	151	151	151
Equity Value	15.780	16.137	16.519	16.931	17.375	17.856	18.379
Number of Share	11,55	11,55	11,55	11,55	11,55	11,55	11,55
Price	1.365	1.395	1.430	1.465	1.505	1.545	1.590
Margin of Safety	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Target 12M	1.255	1.285	1.315	1.350	1.385	1.420	1.465

Source : Company UL TJ and OSO Research

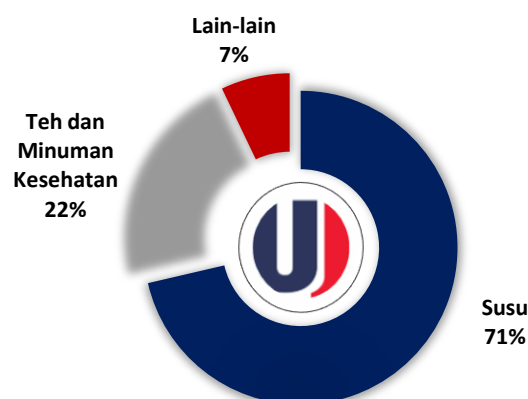
Financial Performance – 9M18

Figure VII : Revenue (Bn.IDR) - 9M18



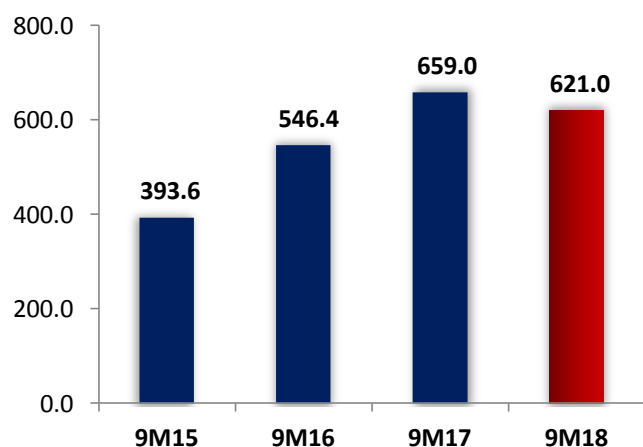
Source : Company UL TJ and OSO Research

Figure VIII : Revenue Contribution - 9M18



Source : Company UL TJ and OSO Research

Figure IX : Net Income (Bn. IDR) - 9M18

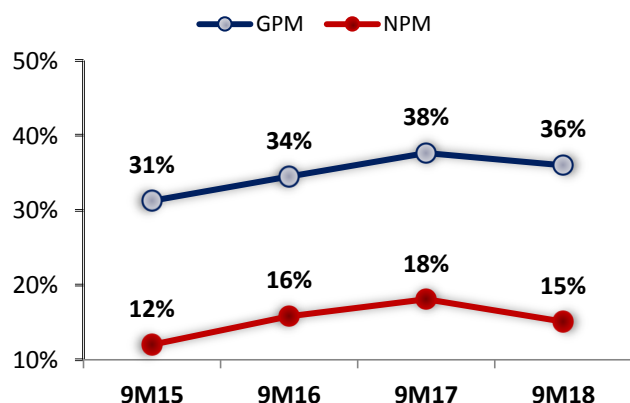


Source : Company UL TJ and OSO Research

Pendapatan UL TJ pada 9M18 Masih di Dominasi Oleh Segmen Susu

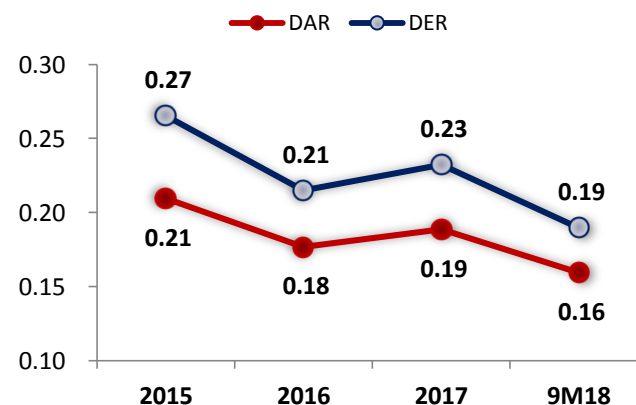
Pendapatan UL TJ pada kuartal III 2018 tercatat naik 13% menjadi Rp 4.04 triliun dibandingkan kuartal III 2017 sebesar Rp 3.57 triliun. Perolehan tersebut masih di dominasi oleh segmen susu yang berkontribusi 71%, Teh dan Minuman Kesehatan 22% serta lainnya 7%. Namun naiknya beban pokok sebesar 14% serta beban penjualan sebesar 25% yang terutama didorong oleh beban promosi membuat laba bersih perseroan turun 6% pada kuartal III 2018 menjadi Rp 621 miliar dibandingkan periode sebelumnya Rp 659 miliar. Hal ini membuat rasio margin UL TJ pada kuartal III 2018 turun dibandingkan periode sebelumnya.

Figure X : Margin Ratio UL TJ - 9M18



Source : Company UL TJ and OSO Research

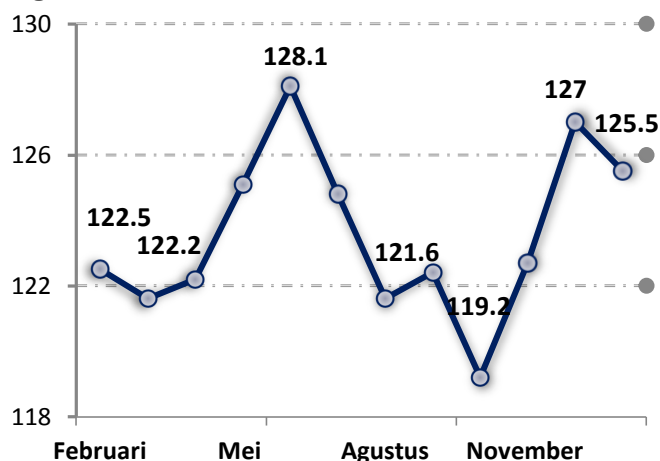
Figure XI : Solvency Ratio (x) - 9M18



Source : Company UL TJ and OSO Research

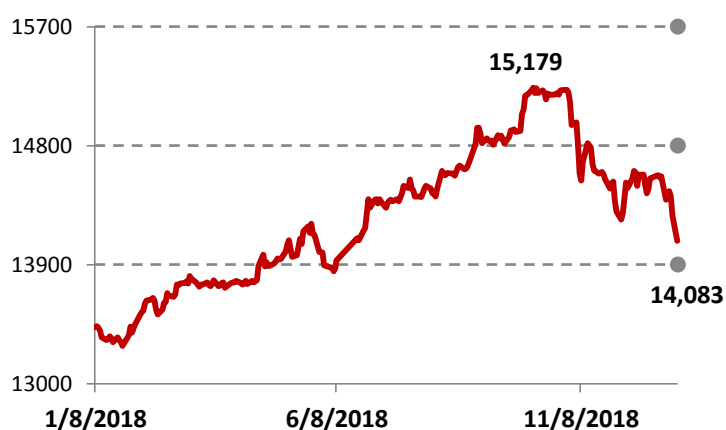
Macro Economics

Figure XII : IKK Januari 2018 – Januari 2019



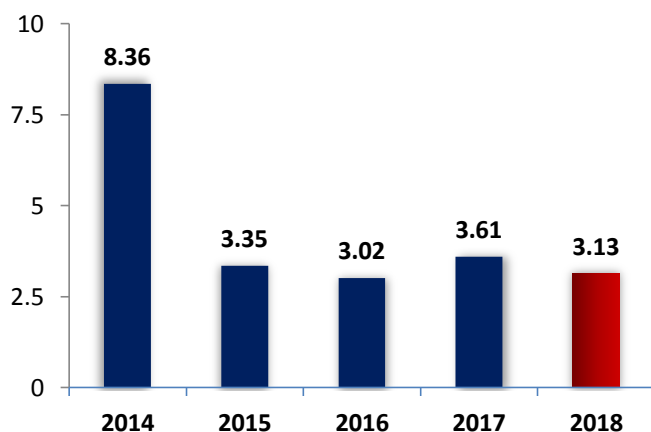
Source : BPS and OSO Research

Figure XIII : USD/IDR Januari 2018 – Januari 2019



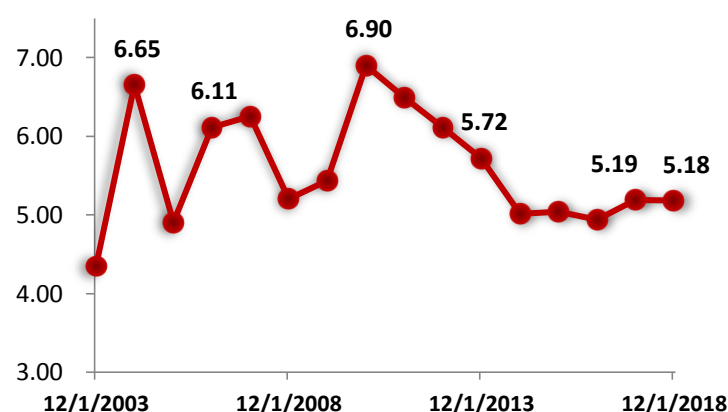
Source : Bank Indonesia and OSO Research

Figure XIV : Inflation (YoY) 2014 - 2018 (%)



Source : Bloomberg and OSO Research

Figure XV : GDP Growth (YoY) (%)



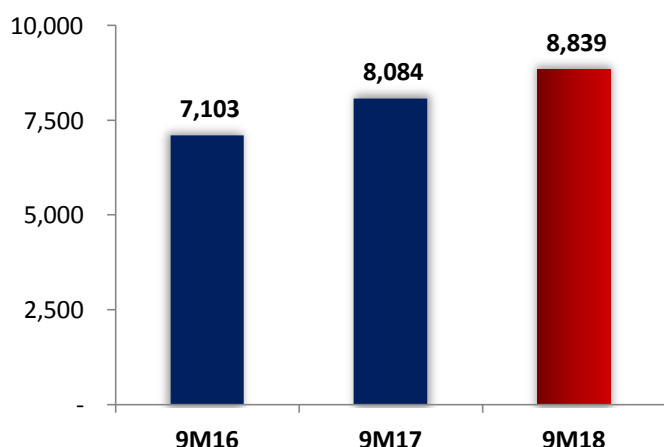
Source : Bloomberg and OSO Research

Pertumbuhan Ekonomi Domestik Sepanjang Tahun 2018 Masih Cukup Stabil Dengan Tingkat Inflasi yang Terjaga Serta Pertumbuhan GDP Tahun 2018 yang Diperkirakan Sesuai Target Pemerintah. Pada tahun 2018 inflasi tercatat sebesar 3.13% atau lebih rendah jika dibandingkan inflasi tahun 2017 sebesar 3.61%. Selain itu inflasi 2018 juga masih berada dibawah target pemerintah sebesar 3.5%. Diperkirakan hal ini akan memberikan pengaruh positif bagi penjualan barang-barang konsumsi seperti makanan atau minuman dikarenakan permintaan dari masyarakat yang masih cukup besar.

Adapun beberapa tantangan yang harus di hadapi sektor barang konsumsi diantaranya terdepresiasi nilai tukar Rupiah serta pelemahan indeks kepercayaan konsumen (IKK) yang terjadi pasca pertengahan tahun. Pelemahan nilai tukar Rupiah berpotensi pada tingkat efisiensi dari emiten consumer yang timbul dari naiknya harga bahan baku produksi khususnya yang berbasis impor. Selain itu, pelemahan IKK di semester II 2018 dikarenakan para konsumen masih menahan diri dan cenderung lebih memilih menabung atau berinvestasi.

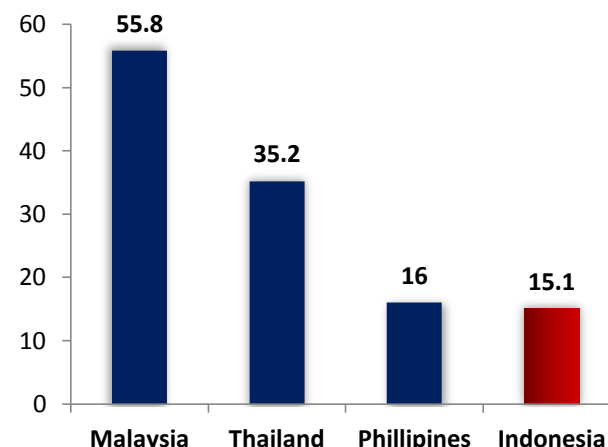
Industry Overview

Figure XVI : Milk Market Share (Mn. IDR)



Source : Nielsen and OSO Research

Figure XVII : Milk Consumption Per Capita (L) 2017



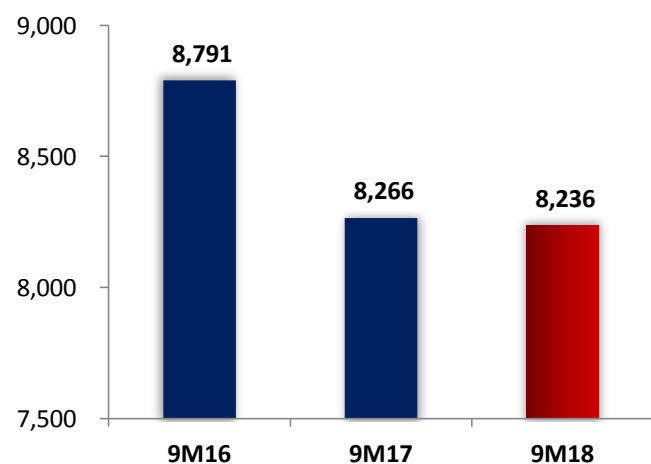
Source : Tetra Compass and OSO Research

Karakteristik Yang Utama / Tren :

- Urbanisasi dan meningkatnya pendapatan memperkuat permintaan susu siap minum;
- Tren menjaga kesehatan dan kebugaran tubuh membuat penjualan susu cair lebih tinggi jika dibandingkan susu bubuk;
- Susu cair dinilai lebih berkualitas tinggi dibandingkan susu bubuk;
- UHT membentuk segmen terbesar susu cair;
- Pangsa pasar susu di Indonesia terus bertambah setiap tahunnya;
- Konsumsi susu di Indonesia dinilai sangat potensial seiring dengan konsumsi susu negara-negara Asia Tenggara lainnya;

Tea Industry RTD (Ready To Drink)

Figure XVIII: Teh RTD Market Share (Mn. IDR)



Source : Nielsen and OSO Research

Karakteristik Yang Utama / Tren :

- Teh hitam merupakan segmen produk yang kuat dibidangnya.
- Berbagai segmen pengemasan untuk memenuhi kebutuhan konsumen yang berbeda, contohnya:
 - Gelas: Penempatan target segmen kelas bawah;
 - Karton: segmen yang cukup menarik dikarenakan mudah untuk dikonsumsi;
 - PET (Kemasan plastik): utamanya konsumsi yang tidak direncanakan;

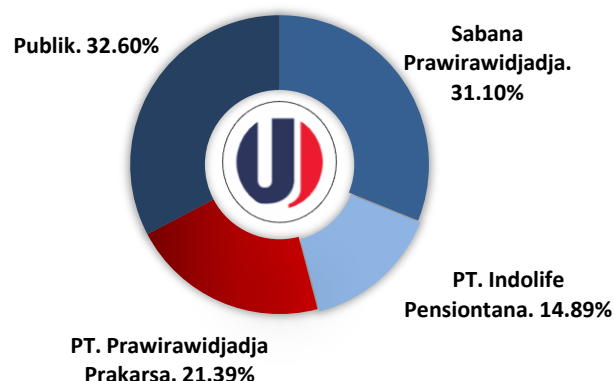
Company Overview

Figure XIX: PT Ultra Jaya Milk Tbk



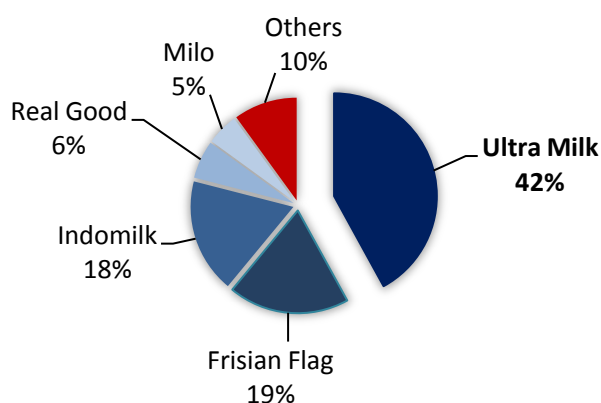
Source: Company UL TJ, OSO Research

Figure XX: Shareholders Composition



Source: Company UL TJ, OSO Research

Figure XXI : Milk UHT Market Share (Sept'18)



Source: Company UL TJ, OSO Research

About Ultrajaya

PT Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk ("Perseroan") telah berdiri sejak tahun 1960. Bergerak pada bidang industri makanan & minuman di Indonesia. Pada periode awal pendirian, Perseroan memproduksi produk susu kemudian pada pertengahan tahun 1970 Perseroan mulai mengolah Susu UHT (Ultra High Temperature) serta menggunakan kemasan karton aseptik (Aseptic Packaging Material).

Pada tahun 1975–1981 Perseroan mulai memproduksi secara komersial produk minuman susu cair UHT, minuman sari buah UHT, minuman teh UHT serta memasarkan produk-produk keju dengan merek dagang "Kraft". Perseroan telah memproduksi lebih dari 60 macam jenis produk minuman UHT.

Sementara pada tahun 1994–2000 Perseroan melakukan ekspansi usaha dengan memasuki bidang industri Susu Kental Manis (Sweetened Condensed Milk), susu bubuk (Powder Milk) dan memproduksi dan mengemas produk-produk susu bubuk untuk bayi.

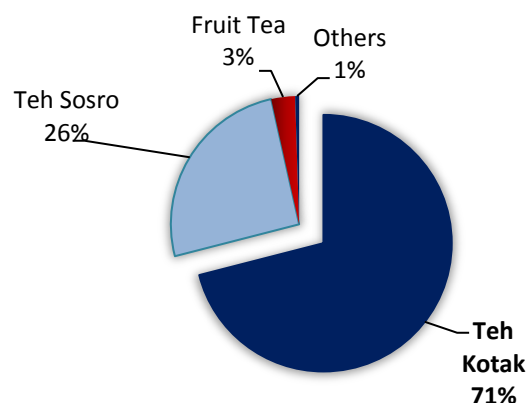
Ultra Milk Memiliki Market Share Sebesar 42% Untuk Pasar Domestik

Ultra Milk merupakan merek susu dengan market share terbesar yakni 42%. Market share tersebut lebih besar dibandingkan merek dagang Milo, Real Good, Indomilk dan Frisian Flag. Data tersebut diambil pada periode September 2018. Kami perkirakan dengan tingkat market share tersebut, UL TJ masih dapat meningkatkan penjualannya seiring dengan tingkat kepercayaan masyarakat atas produk Ultra Milk.

Produk Susu

- Perseroan memasarkan produk dengan berbagai rasa dan target konsumen :
 - Merek Ultra Milk untuk dewasa dan anak
 - Merek Ultra Mini untuk anak-anak
 - Merek Low Fat Hi Cal untuk kesehatan

Figure XXII: Teh RTD Market Share (Sept'18)



Source: Company UL TJ, OSO Research

Figure XXIII : Product Processing Cooperation



Figure XXIV : Product Trademark



Source: Company UL TJ, OSO Research

Figure XXV : Product Trademark



Source: Company UL TJ, OSO Research

- Perseroan menawarkan susu kental manis merek Cap Sapi.
- Produk susu merupakan kontributor utama pendapatan perseroan dari tahun ke tahun.

Teh Kotak Memiliki Market Share Terbesar Dalam Industri Teh RTD (September 2018)

Teh kotak memimpin pangsa pasar teh RTD domestik dengan persentase sebesar 71%. Pangsa pasar ini lebih besar dibandingkan dengan merek dagang lainnya seperti Teh Sosro dan Fruit Tea. Dengan demikian, merek dagang dari UL TJ yakni Teh kotak jauh lebih diminati dibandingkan produk Teh RTD merek lainnya dalam Domestik.

UL TJ Melalui Merek Dagang Teh Kotak Dan Ultra Milk Berhasil Menguasai Pasar Domestik

Kedua merek dagang UL TJ yakni Teh Kotak dan Ultra Milk memiliki pangsa pasar masing-masing sebesar 71% dan 42%. Keduanya merupakan pemimpin pasar, dengan demikian kedua produk tersebut memiliki power untuk meningkatkan penjualannya dan memperluas kembali pasar dagangnya.

Teh dan Minuman Kesehatan

- Perseroan memasarkan berbagai produk teh RTD dalam berbagai pilihan rasa :
 - Merek Teh Kotak Jasmine Reguler dan Less Sugar sebagai minuman teh utama yang dijual dalam kotak.
 - Merek Teh Kotak Rasa untuk minuman teh UHT dengan rasa.
- Perseroan menawarkan variasi minuman kesehatan UHT, yaitu Sari Kacang Ijo, Sari Asem Jawa dan Minuman Buah-buahan.
- Segmen Teh dan Minuman Kesehatan merupakan kontributor kedua pendapatan perseroan setelah produk susu.

Lain-lain

- Perjanjian pengolahan untuk produksi susu untuk entitas afiliasi PT. Sanghiang Perkasa.
- Perjanjian pengolahan untuk produksi jus buah UHT dengan menggunakan merek Buavita untuk PT Unilever Indonesia Tbk.
- Ekspor ke beberapa negara di Asia, Middle East, Pasific Island, Nigeria, Australia dan Amerika.
- Pendapatan segmen lain masih yang paling kecil dibandingkan segmen Produk Susu dan segmen Teh & Minuman Kesehatan.

Jaringan Distribusi Perseroan

Figure XXVI : Distribution Network UL TJ



Source: Company UL TJ, OSO Research

- 22 kantor perwakilan di Pulau Jawa
- 65.000 titik penjualan di Pulau Jawa
- 55 distributor di luar Pulau Jawa
- 15 distributor di luar negeri

Exports Products

ENA MILK

- Ena Milk Chocolate

SCM

- Sweetened Condensed Milk
- Sweetened Condensed Creamer

JAN'S JUICE

- Jan's Juice Guava
- Jan's Juice Soursop
- Jan's Juice Manggo

Milk Supply

- Perseroan menjalin hubungan jangka panjang dengan jumlah koperasi produksi susu lokal untuk menjamin pasokan susu mentah yang berkualitas tinggi.
- Perseroan memiliki hubungan yang kuat dengan Koperasi Perternak Bandung Selatan (KPBS) yang merupakan koperasi perternak sapi perah di daerah Pandeglang Jawa.
- Perseroan melakukan kerjasama dengan para perternak lokal.
- Perseroan memiliki usaha patungan dengan KPBS untuk mengoperasikan sebuah perternakan susu percontohan.
- Saat ini perseroan memiliki lebih dari 2,200 sapi perah.
- Perseroan miliki peternakan skala besar yang berkualitas Internasional, sapi pertama telah tiba pada Oktober 2018 dan diharapkan susu pertama bisa didapat pada awal 2019.

Financial Projection

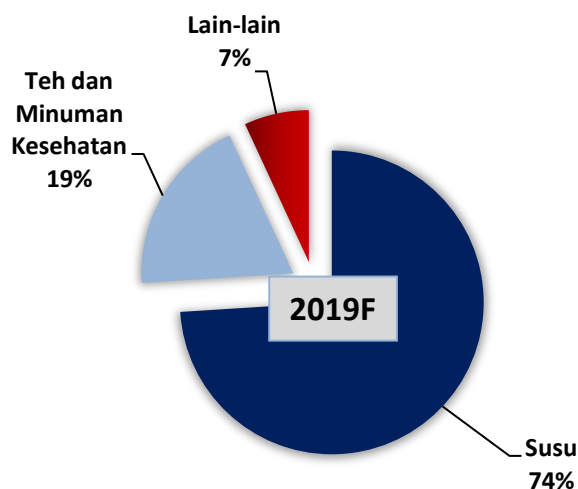
Revenue Breakdown

Figure XXVII : Revenue by Segment (Bn.IDR)

Segmen Penjualan	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Penjualan	4,394	4,686	4,880	5,392	5,775	6,193
Susu	2,844	3,185	3,514	3,942	4,274	4,645
Teh dan Minuman Kesehatan	1,118	1,069	1,020	1,070	1,103	1,133
Lain-lain	432	432	346	380	398	415
Total	4,394	4,686	4,880	5,392	5,775	6,193

Source : Company UL TJ and OSO Research

Figure XXVIII : Revenue Contribution - 2019F



Source : Company UL TJ and OSO Research

Pada Tahun 2018, Pendapatan UL TJ Diperkirakan Tumbuh 11% Atau Senilai Rp 5.39 Triliun

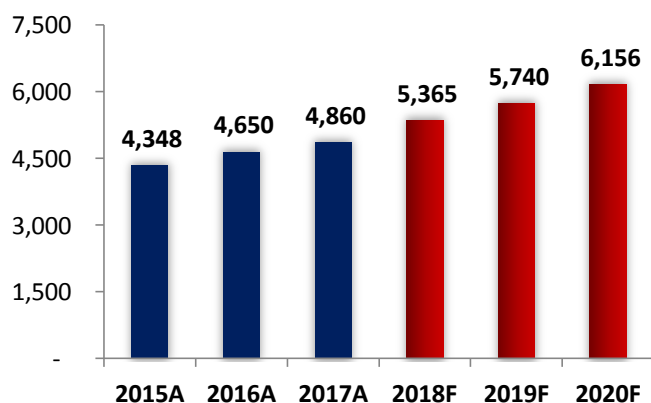
UL TJ diperkirakan membukukan kinerja yang cukup baik di tahun 2018, kemudian kami perkirakan di tahun 2019F pendapatan UL TJ tumbuh konservatif sebesar 7% atau senilai Rp 5.77 triliun. Pendapatan ini mayoritas di kontribusi oleh produk susu sebesar 74%, kemudian produk Teh dan minuman kesehatan 19% dan sisanya didapat dari pendapatan lain-lain yang senilai Rp 398 miliar.

Pendapatan UL TJ 99% Berasal Dari Pasar Domestik, Sedangkan Sisanya Dari Ekspor

Di tahun 2019F, kami perkirakan pendapatan UL TJ dari pasar domestik senilai Rp 5.09 triliun serta sisanya dari pasar ekspor senilai Rp 32.2 miliar. Kontribusi atas nilai ekspor tersebut tumbuh menjadi 0.6% dari sebelumnya 0.5%.

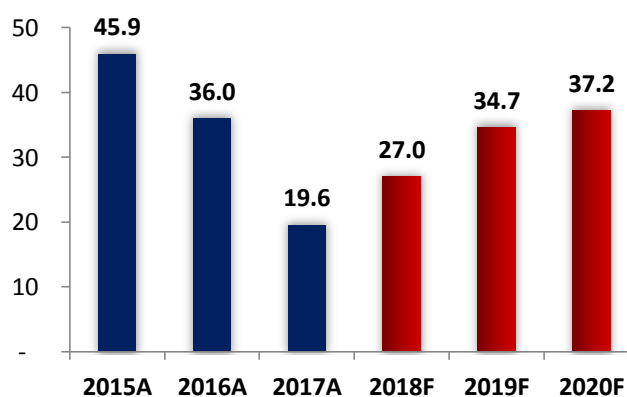
Est. - Revenue (Domestic vs Exports)

Figure XXIX : Domestic Revenue (Bn. IDR)



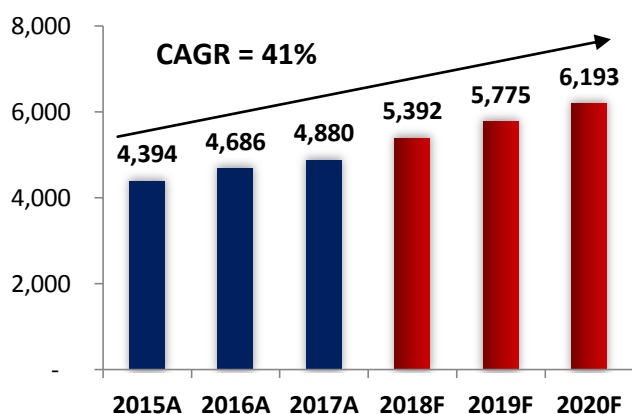
Source : Company UL TJ and OSO Research

Figure XXX : Exports Revenue (Bn. IDR)



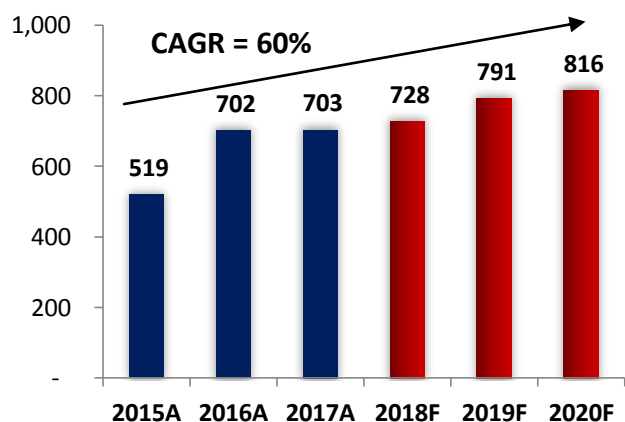
Source : Company UL TJ and OSO Research

Figure XXXI : Revenue (Bn.IDR)



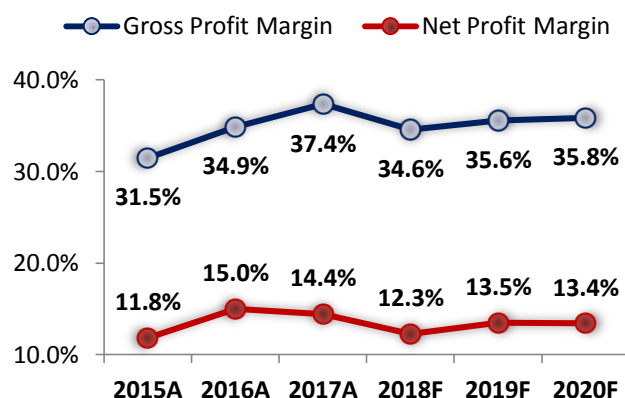
Source : Company UL TJ and OSO Research

Figure XXXII : Net Income (Bn. IDR)



Source : Company UL TJ and OSO Research

Figure XXXIII : Net Income (Bn. IDR)



Source : Company UL TJ and OSO Research

Hingga Tahun 2020F, Kami Perkirakan Pendapatan UL TJ Mengalami Tren Pertumbuhan

CAGR Atas Pendapatan 2015-2020 diperkirakan sebesar 41%. Pada tahun 2015, pendapatan UL TJ senilai Rp 4.39 triliun serta diperkirakan di tahun 2020 mampu memperoleh pendapatan Rp 6.19 triliun. Adapun sejak tahun 2018-2020 kami memberikan asumsi pertumbuhan rata-rata sebesar 8%. Pertumbuhan ini salah satunya dikarenakan UL TJ memiliki pangsa pasar yang cukup besar dibandingkan produk sejenis lainnya. Selain itu, strategi UL TJ untuk memperluas jaringan distribusi dengan membangun jaringan distribusi baru di wilayah Jakarta pada tahun 2019 serta rencana UL TJ untuk menambah varian rasa produk yang telah ada serta menambah produk baru berupa minuman Yoghurt diperkirakan akan menambah pendapatan perseroan kedepannya.

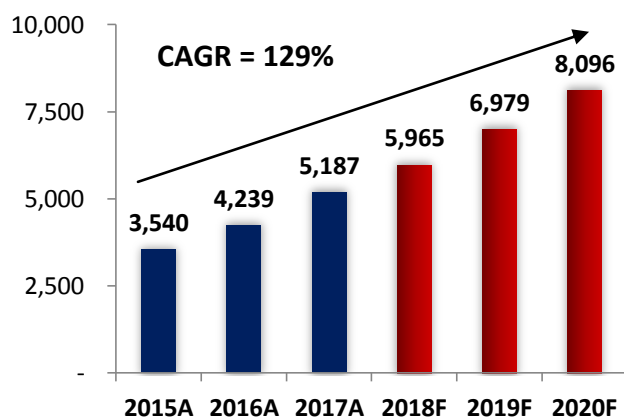
CAGR Atas Laba Bersih UL TJ Hingga 2020F Diperkirakan Sebesar 60%

Diperkirakan CAGR atas laba bersih UL TJ pada tahun 2015-2020F sebesar 60%, adapun laba bersih UL TJ pada tahun 2020F kami perkirakan senilai Rp 829.7 miliar, lebih tinggi jika dibandingkan tahun 2015 senilai Rp 519.1 miliar. Perolehan tersebut sejalan dengan pendapatan UL TJ yang kami perkirakan terus bertumbuh setiap tahunnya serta beban perusahaan yang diasumsikan stabil. Stabilitasnya beban tersebut salah satunya inline dengan target pemerintah yang akan terus menjaga inflasi tetap dikisaran $\pm 3.5\%$.

Kami memperkirakan Gross Profit Margin (GPM) dan Net Profit Margin (NPM) UL TJ tahun 2019F masing-masing sebesar 35.6% dan 13.4%.

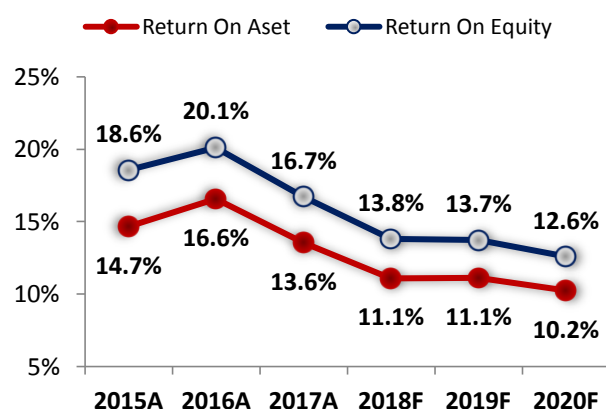
Hal ini seiring dengan strategi UL TJ yang akan fokus untuk ekspansi dengan jangka waktu yang lebih panjang dengan rencana membangun pusat distribusi baru serta fasilitas produksi baru yang diperkirakan mulai beroperasi paling lambat pada 2021 mendatang.

Figure XXXIV : Total Assets UL TJ (Bn. IDR)



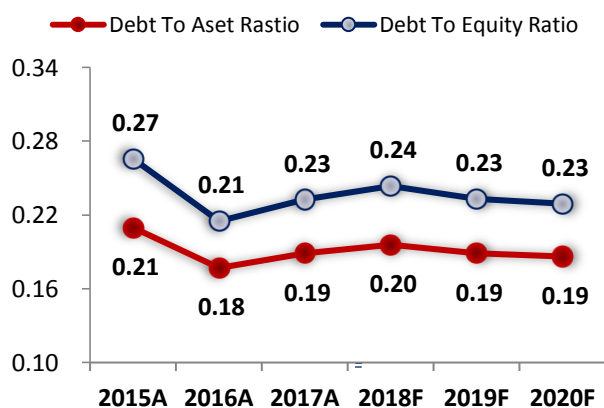
Source : Company UL TJ and OSO Research

Figure XXXV : Profitability Ratio UL TJ



Source : Company UL TJ and OSO Research

Figure XXXVI : Solvency Ratio (x)



Source : Company UL TJ and OSO Research

Kami Perkirakan CAGR Aset 2015-2020 UL TJ Sebesar 129%

CAGR atas Aset UL TJ di tahun 2015-2020 diperkirakan naik sebesar 129%. Hal ini seiring dengan asumsi perkiraan pertumbuhan aset sebesar 19% pertahunnya. Pada tahun 2020 aset UL TJ diperkirakan menyentuh Rp 8,09 triliun naik hampir 3 kali jika dibandingkan tahun 2015 senilai Rp 3,54 triliun.

Peningkatan tersebut didukung oleh rencana UL TJ yang akan memperluas dan menambah lahan pertanian dan membangun fasilitas produksi baru pada tahun 2019.

Total Ekuitas UL TJ Meningkat Didukung Oleh Kenaikan Laba Ditahan

Kenaikan pada Total Equity UL TJ didorong oleh meningkatnya perolehan laba ditahan. Kenaikan laba ditahan tersebut dikarenakan laba bersih UL TJ yang diperkirakan terus tumbuh.

Diperkirakan Dengan Meningkatnya Aset Berpotensi Membuat Rasio Profitabilitas UL TJ Menurun

Kami asumsikan dengan meningkatnya Aset UL TJ yang cukup signifikan serta pertumbuhan Laba Bersih yang tumbuh stabil akan membuat Rasio Profitabilitas UL TJ menurun.

ROE UL TJ di tahun 2018 diperkirakan sebesar 13.8%. Adapun ROE UL TJ sejak tahun 2017-2018 nampaknya masih berada dibawah rata-rata industri yang sebesar 15,32%.

Namun kami menilai Return on Assets (ROA) masih tergolong bagus jika dibandingkan rata-rata industri sebesar 7,86%,

Rasio Solvabilitas UL TJ Tahun 2019 Diperkirakan lebih sehat dibandingkan asumsi di tahun 2018

DAR dan DER 2019 diperkirakan masing-masing sebesar 0.19x dan 0.23x. Penurunan pada DAR & DER inline dengan kenaikan pada jumlah Aset dan Ekuitas yang dimiliki UL TJ.

Figure XXXVII : Income Statement Estimate

in Billions of IDR	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Revenue	4,393.9	4,686.0	4,879.6	5,392.4	5,775.0	6,193.5
Cost of Revenue	(3,011.4)	(3,052.9)	(3,056.7)	(3,528.9)	(3,719.8)	(3,974.1)
Gross Profit	1,382.5	1,633.1	1,822.9	1,863.5	2,055.2	2,219.4
Others Operating Income	-	-	-	-	-	-
Operating Expense	(693.8)	(747.3)	(849.7)	(939.0)	(977.4)	(1,068.4)
Operating Income (Loss)	688.7	885.8	973.2	924.5	1,077.9	1,151.0
Non-Operating Loss	12.0	46.7	53.0	42.4	55.2	58.4
Pre-tax profit	700.7	932.5	1,026.2	966.9	1,133.1	1,209.4
Income Tax Expense (Benefit)	(177.6)	(222.7)	(314.6)	(296.35)	(347.30)	(370.70)
Minority Interest	(4.03)	(7.47)	(8.53)	(8.0)	(9.4)	(10.1)
Net Income	519.1	702.4	703.2	661.8	776.9	829.7

Source : Company UL TJ and OSO Research Team

Figure XXXVIII : Cash Flow Estimate

in Billions of IDR	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Net Income	519.1	702.4	703.2	661.8	776.9	829.7
Depreciation & Amortization	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5	0.4
Change in working capital and others	(390.8)	(739.4)	(338.1)	(645.0)	(592.8)	(632.8)
Others Item	541.0	816.0	707.3	794.9	898.0	924.6
Cash from Operating	669.5	779.1	1,072.5	812.1	1,082.6	1,121.8
CAPEX	(244.0)	(41.0)	(350.0)	(413.3)	(450.0)	(350.0)
Net Change in LT Investment	(36.5)	(65.1)	29.3	(2.0)	(14.0)	(15.4)
Other Investing Activities	(2.9)	28.8	(79.0)	160.3	(136.4)	(150.2)
Cash from Investing	(283.4)	(77.3)	(399.7)	(255.0)	(600.4)	(515.6)
Dividend paid	-	(8.2)	(49.6)	(52.9)	(62.2)	(66.4)
Cash From (Repayment) Debt	(26.2)	(21.4)	(24.2)	59.5	15.2	19.3
Other Financing Activities	(72.8)	3.3	44.3	48.9	52.4	56.2
Cash From Financing	(99.0)	(26.2)	(29.5)	55.5	5.4	9.1
Net Cashflow	287.1	675.5	643.3	612.6	487.7	615.3
Beginning Cash	489.3	849.1	1,521.4	2,120.4	2,709.3	3,162.9
Ending Cash	849.1	1,521.4	2,120.4	2,709.3	3,162.9	3,749.3

Source : Company UL TJ and OSO Research Team

Figure XXXIX : Balance Sheet Estimate

in Billions of IDR	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Cash, Cash Equivalents & STI	849.12	1,521.37	2,120.40	2,709.26	3,162.90	3,749.29
Accounts & Notes Receiv	448.13	462.42	504.63	612.52	716.65	831.32
Inventories	738.80	760.53	682.62	828.57	969.43	1,124.54
Other ST Assets	67.51	130.49	132.34	160.63	187.94	218.01
Total Current Assets	2,103.57	2,874.82	3,439.99	4,175.49	4,885.32	5,666.97
Property, Plant & Equip, Net	1,160.71	1,042.07	1,340.50	1,541.34	1,695.15	1,864.52
LT Investments & Receivables	-	75.37	80.52	82.48	96.51	111.95
Other LT Assets	275.72	246.94	325.93	165.67	302.05	452.23
Total Noncurrent Assets	1,436.43	1,364.38	1,746.95	1,789.49	2,093.71	2,428.70
Total Assets	3,540.00	4,239.20	5,186.94	5,964.98	6,979.03	8,095.67
Payables & Accruals	367.01	398.22	451.34	546.69	616.93	706.22
St Debt	27.25	25.92	29.21	32.43	36.60	41.89
Other ST Liabilities	167.37	169.38	340.07	332.03	374.69	428.92
Total Current Liabilities	561.63	593.53	820.63	911.14	1,028.21	1,177.03
Lt Debt	99.91	71.99	58.71	118.25	133.45	152.76
Other LT Liabilities	80.96	84.46	98.85	138.74	156.56	179.22
Total Noncurrent Liabilities	180.86	156.44	157.56	256.99	290.01	331.98
Total Liabilities	742.49	749.97	978.19	1,168.13	1,318.22	1,509.01
Share Capital & APIC	628.81	628.81	628.93	628.93	628.93	628.93
Retained Earnings	2,144.73	2,847.09	3,475.14	4,084.01	4,923.06	5,819.09
Minority/Non Controlling Interest	16.65	15.75	123.88	126.09	151.00	180.83
Other Equity	7.32	(2.41)	(19.19)	(22.99)	(22.99)	(22.99)
Total Equity	2,797.51	3,489.23	4,208.76	4,796.85	5,660.81	6,586.66
Total Liabilities & Equity	3,540.00	4,239.20	5,186.94	5,964.98	6,979.03	8,095.67

Source : Company UL TJ and OSO Research Team

Research Team

Ike Widiawati (ike@oso-securities.com)	Head of Research	+62 21 2991 5300
Rifqiyati (Rifqiyati @oso-securities.com)	Research Analyst	+62 21 2991 5300
Sukarno Alatas (sukarno@oso-securities.com)	Research Analyst	+62 21 2991 5300
Mochammad Cahyo (cahyo@oso-securities.com)	Research Associate	+62 21 2991 5300
Istavani Kayesha (istavani@oso-securities.com)	Research Associate	+62 21 2991 5300

Disclosure Of Interests

As of the date of this report,

- The research analysts primarily responsible for the preparation of all or part of this report hereby certify that:
 - the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and
 - no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.
- The research analysts primarily responsible for the preparation of all or part of this report, or his/her associate(s), do not have any interest (including any direct or indirect ownership of securities, arrangement for financial accommodation or serving as an officer) in any company mentioned in this report
- PT OSO Securities Indonesia on a business in Indonesia in investment banking, proprietary trading or agency broking in relation to securities

Disclaimer

This report has been prepared by PT OSO Sekuritas Indonesia on behalf of itself and its affiliated companies and is provided for information purposes only. Under no circumstance is it to be used or considered as an offer to sell, or a solicitation of any offer to buy. This report has been produced independently and the forecasts, opinions and expectations contained herein are entirely those of PT. OSO Sekuritas Indonesia. We expressly disclaim any responsibility or liability (express or implied) of PT. OSO Sekuritas Indonesia, its affiliated companies and their respective employees and agents whatsoever and howsoever arising (including, without limitation for any claims, proceedings, action, suits, losses, expenses, damages or costs) which may be brought against or suffered by any person as a result of acting in reliance upon the whole or any part of the contents of this report and neither PT. OSO Sekuritas Indonesia, its affiliated companies or their respective employees or agents accepts liability for any errors, omissions or mis-statements, negligent or otherwise, in the report and any liability in respect of the report or any inaccuracy therein or omission there from which might otherwise arise is hereby expressly disclaimed. The information contained in this report is not to be taken as any recommendation made by PT. OSO Sekuritas Indonesia or any other person to enter into any agreement with regard to any investment mentioned in this document. This report is prepared for general circulation. It does not have regard to the specific person who may receive this report. In considering any investments you should make your own independent assessment and seek your own professional financial and legal advice.

PT OSO Sekuritas Indonesia - Research

Cyber 2 Tower, 22nd Floor
Jl. HR. Rasuna Said Blok X-5 No. 13
Jakarta Selatan, 12950
Telp: +62-21-299-15-300
Fax: +62-21-290-21-497