

Current Price, 15 Oktober 2018

12M TP

Potential Upside

Rp. 31,450

Rp. 38,750

23%

BUY

Stock Information

Ticker Code	UNTR
Market Cap (Rp)	117.3 T
52-Week High (Rp)	40,500
52-Week Low (Rp)	28,750
Shares Issued (Bio)	3.73

Major Shareholders (%)

PT Astra International Tbk	59.50%
Public (>5%)	40.50%

Price Performance (2017-2018)



Source : Bloomberg

Sukarno Alatas

(sukarno@oso-securities.com)

PT OSO Securities

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 1H18 : PT United Tractor Tbk (UNTR IJ), (UNTR JK)

Pada 2019, UNTR Menyiapkan Dana Sekitar US\$ 1 Miliar melalui pinjaman bank dan dana internal untuk mengakuisisi tambang Martabe yang memerlukan dana US\$ 917,9 juta dan sisanya untuk ekspansi bisnis. UNTR menargetkan dapat menyelesaikan akuisisi 95% saham Agricourt Resources di tambang Martabe paling lambat pada Januari 2019.

Semester 1-2018, UNTR Mencatat Kenaikan Laba Bersih 60% Atau Senilai Rp5,74 Triliun Lebih Besar Dari Pada Periode Yang Sama Tahun 2017 Senilai Rp3,57 Triliun. Perseroan juga mengalami kenaikan pendapatan sebesar 32% menjadi Rp38,9 triliun dari Rp29,4 triliun, dimana pendapatan ini mayoritas dikontribusi oleh pendapatan *Construction machinery - Distributors* sebesar 43%, *Coal Mining - Contracting* 39%, dan sisanya *Construction Contractor*.

Pada 2018F, kami memperkirakan pendapatan UNTR mampu tumbuh 21.29% atau senilai Rp 78.30 Triliun lebih tinggi dibandingkan tahun 2017. Adapun peningkatan pendapatan ini diperkirakan terjadi seiring dengan naiknya efisiensi perusahaan yang menghasilkan *Net Profit Margin* yang lebih berprospek.

UNTR menargetkan Produksi *overburden removal* pada tahun 2018 sebesar 900 juta bcm. Namun dari jumlah alat berat yang dimiliki saat ini ditambah dengan yang akan di-delivery hingga akhir tahun 2018, maka kapasitas produksi di akhir tahun 2018 diperkirakan lebih besar dari 900 juta bcm.

Valuasi & Rekomendasi

Kami melakukan penilaian saham UNTR dengan menggunakan metode DCF (*Discounted Cashflow Valuation*). Target harga (12M) Rp 38,750 dengan asumsi WACC 10%, *Terminal Growth* 2% dan *Risk Free Rate* 5.50%. Adapun harga wajar untuk UNTR merefleksikan potensi kenaikan sebesar 23% dari harga Rp 31,450, dengan target PE 16x (EPS Rp 2,435) dan PBV 2.8x.

Financial Highlight

Year-end 31 Dec (Rp bn)	2015	2016	2017	2018F	2019F
Net Sales	49,347	45,539	64,559	78,301	86,734
Gross Profit	11,702	9,661	14,484	17,633	19,495
Net Income	3,853	5,002	7,403	9,082	10,298
EPS (Rp)	1033	1341	1985	2435	2761
Earning Yield	6%	6%	6%	6%	7%
ROA	6%	8%	9%	9%	9%
ROE	10%	12%	16%	18%	18%
BVPS (Rp)	10,522	11,426	12,744	13,704	15,288
PE (x)	16	16	18	16	14
PBV (x)	1.6	1.9	2.8	2.8	2.5

Company Overview

United Tractors didirikan pada 13 Oktober 1972 sebagai distributor peralatan berat terbesar dan terkemuka di Indonesia yang menyediakan produk-produk dari merek seperti Komatsu, UD Trucks, Scania, Bomag, Tadano, dan Komatsu Forest.

Figure I: Bidang Usaha (Core Busines)



Source : Company & OSO Research

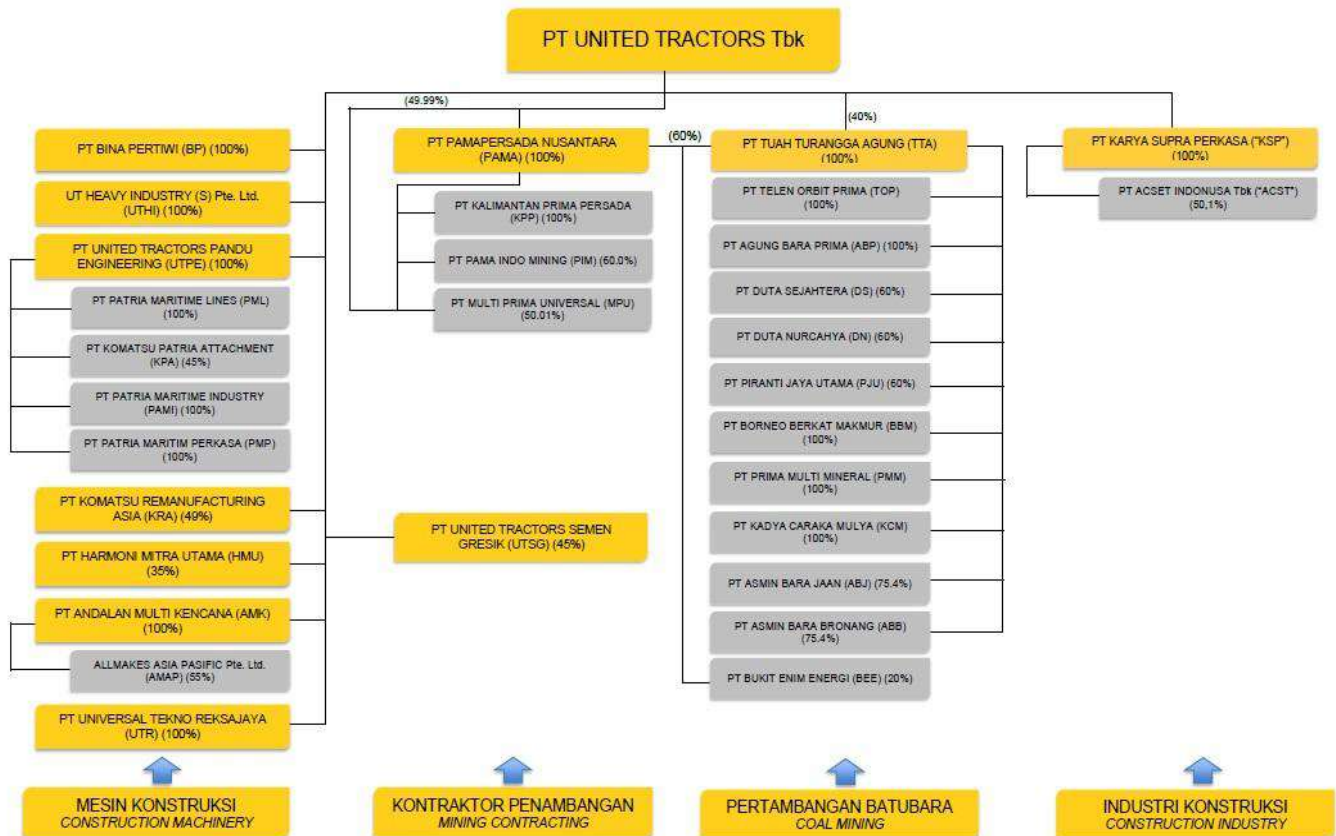
Figure II: Wilayah Operasional



Source : Company & OSO Research

United Tractors memiliki 212 titik layanan di seluruh Indonesia termasuk di dalamnya adalah 20 kantor cabang, 23 site support, 17 kantor tambang, 10 kantor perwakilan, 12 support point dan instalasi layanan lainnya.

Figure III: Struktur Bisnis - United Tractors



Source : Company & OSO Research

Company Products

KOMATSU



Articulated Dump Truck



Bulldozer



Hydraulic Excavator



Hydraulic Shovel



Off Highway Dump Truck



Komatsu Forwarder



Komatsu Harvester Head



Motor Grader



Swamp Dozer



Wheel Dozer



Wheel Loader



Scania Bus



Scania Genset



Scania Industrial
Engines



Scania Truck



Truck



Combination
Rollers



Hand Guide
Double Vibratory
Rollers



Heavy Tandem
Vibratory



Light Tandem
Vibratory Rollers



Refuse
Compactors



Road Pavers



Pneumatic Tyred
Rollers



Recycler Stabilizer



Single Direction
Vibratory
Plates



Single Drum
Rollers



Tamper



All Terrain Crane



Cargo Crane



Telescopic Crawler



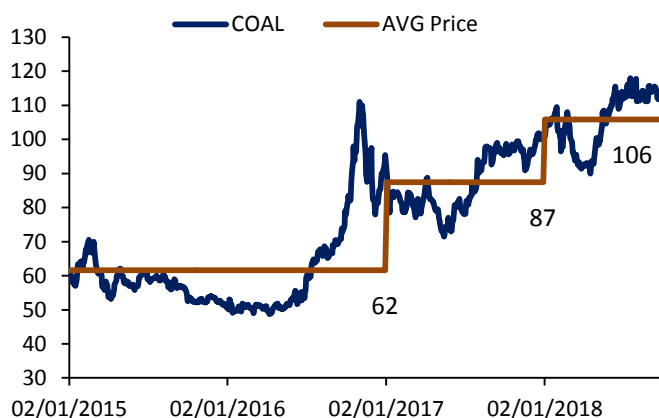
Rough Terrain Crane



Single Drum Rollers

Prospect Overview

Figure IV. Coal Price & Average Price (USD/Barel)



Source : Company & OSO Research

Harga Batu Bara Diperkirakan Tetap Positif Pada Tahun 2018

Dengan perkiraan kondisi ekonomi nasional yang lebih baik pada tahun 2018, harga komoditas batu bara yang tetap positif, serta pembangunan infrastruktur yang terus meningkat, diharapkan semua pilar bisnis Perseroan pada tahun 2018 dapat melanjutkan tren pertumbuhan yang positif.

Adapun dengan membaiknya kondisi tersebut diharapkan mampu mendorong peningkatan permintaan alat berat, produksi batu bara dan volume pengupasan tanah yang dilakukan oleh PAMA, penjualan batu bara dari konsesi tambang milik Perseroan, serta jasa konstruksi yang dijalankan oleh Acset.

Figure V. Kegiatan Penambangan Batubara



Source : Company & OSO Research

Diperkirakan Permintaan Atas Alat Berat Dari Sektor Pertambangan, Perkebunan Dan Konstruksi Masih Cukup Tinggi Sehingga Mampu Menjadi Pendukung Pendapatan UNTR

Peningkatan penjualan alat berat di sektor perkebunan dan kehutanan lebih didorong karena kebutuhan untuk melakukan replacement alat berat dan kegiatan intensifikasi di sektor tersebut.

Sementara itu, market alat berat di sektor konstruksi juga mengalami pertumbuhan seiring dengan alokasi budget pemerintah yang meningkat dan massive-nya pembangunan proyek infrastruktur. Namun, penjualan Perseroan di sektor konstruksi, sedikit mengalami penurunan dikarenakan cukup banyak produk-produk yang ditawarkan oleh kompetitor.

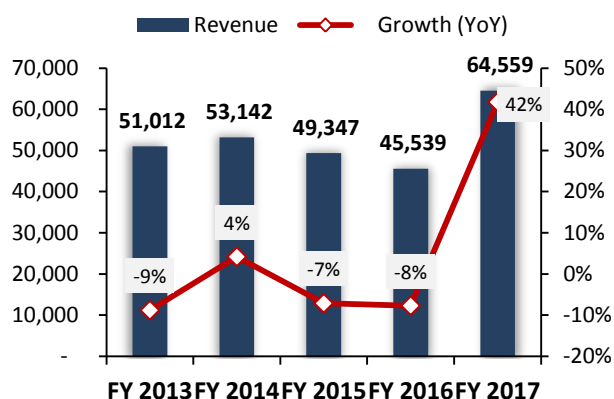
Figure VI. Bongkahan Batubara dan Emas



Source : Company & OSO Research

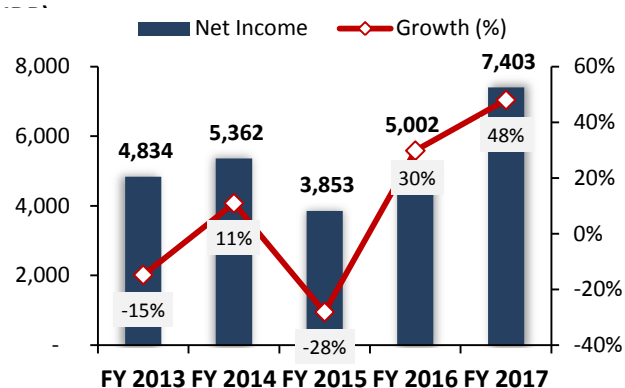
Financial Overview

Figure VII. Revenue (Bn. IDR)



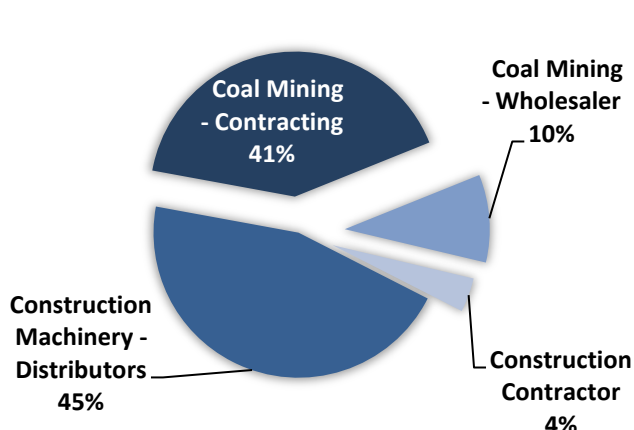
Source : Company & OSO Research

Figure VIII. Net Income (Bn. IDR)



Source : Company & OSO Research

Figure IX. Segmentation Revenue



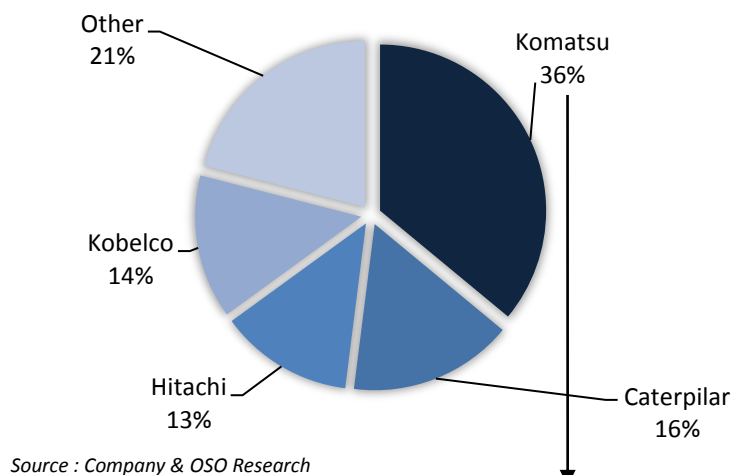
Source : Company & OSO Research

Perseroan memiliki fundamental yang kuat. Pada tahun 2017 perseroan menghasilkan pendapatan sebesar Rp 64.6 triliun atau tumbuh 42% secara tahunan (yoy), dibandingkan tahun 2016 pendapatan turun sebesar 8% menjadi Rp 45.5 triliun di tahun 2015. Pendapatan tumbuh signifikan disebabkan faktor harga batu bara mengalami pertumbuhan. Pada tahun 2017 harga batu bara meningkat sebesar 6% menjadi \$100 per barel. Peningkatan harga batu bara juga berdampak positif bagi perseroan karena permintaan penggunaan mesin kontraktor pertambangan batu bara sendiri.

Pada posisi laba bersih perseroan pada tahun 2017 mengalami pertumbuhan sebesar 48% menjadi Rp 7.4 triliun dibandingkan tahun sebelumnya tumbuh sebesar 30% menjadi Rp 5 triliun. Sehingga perseroan menghasilkan laba bersih per saham sebesar Rp 1.985, sedangkan perseroan membagikan dividen sebesar Rp 893 atau rasio dividen pay out rasio (DPR) sebesar 45%, meningkat dari sebelumnya 40%. Rata-rata 5 tahun terakhir perseroan membagikan dividen dengan rasio DPR 49%.

Perseroan rata-rata 5 tahun terakhir menghasilkan rasio net profit margin sebesar 10%. Pada tahun 2017 NPM sebesar 11.5%, 2016 NPM 11% dan pada tahun 2015 NPM 7.8%.

Figure X. Domestic Market Share 6M 2018

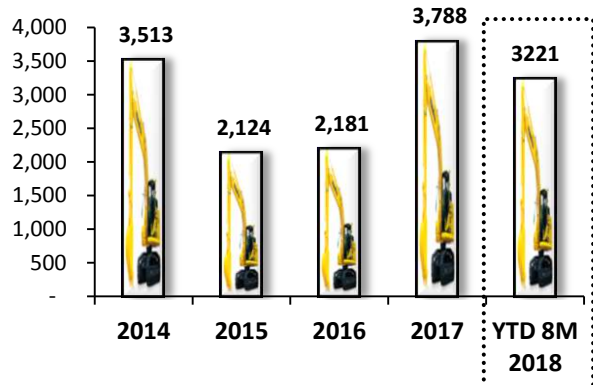


Source : Company & OSO Research

Pangsa pasar domestik **Komatsu sebesar 36%** dari total domestic market share.

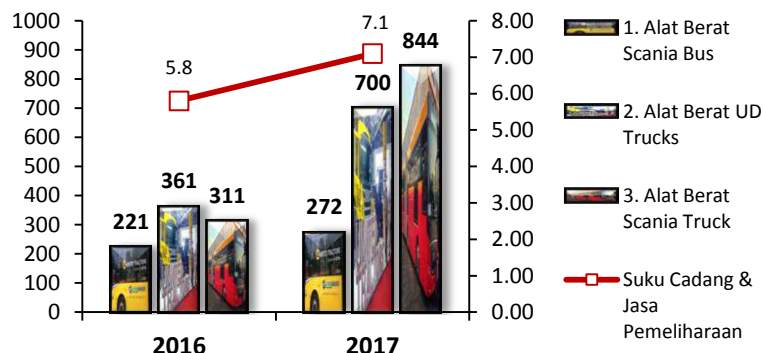
Penjualan Komatsu terbesar dengan mengungguli **Caterpillar 16%, Hitachi 13%, Kobelco 14%** dan lainnya sebesar 21%.

Figure XI. Penjualan Alat Berat Komatsu (unit)



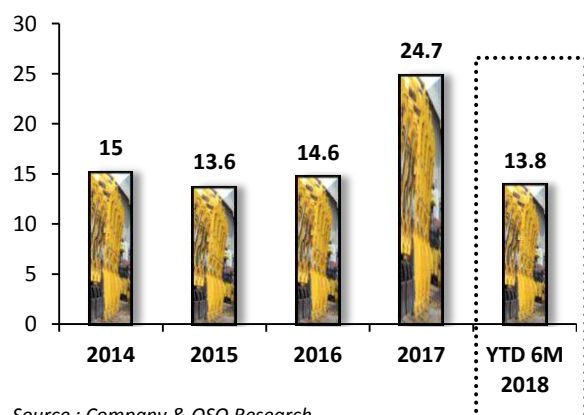
Source : Company & OSO Research

Figure XII. Penjualan Alat Berat 2016 – 2017 (unit)



Source : Company & OSO Research

Figure XIII. Pendapatan Mesin Konstruksi (Bn.IDR)



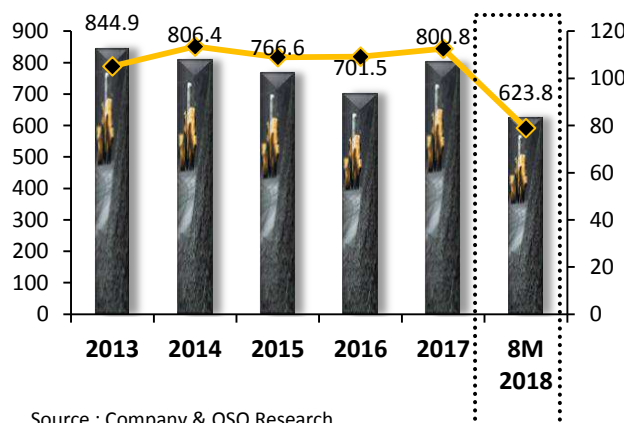
Source : Company & OSO Research

Selama Januari - Juli 2018 UNTR membukukan penjualan Komatsu sebesar 2.876 unit atau mencapai 63,9% dari total target penjualan tahun ini.

Sebagian besar penjualan Komatsu tersebut atau 55% dipasarkan untuk segmen pertambangan. Baik pasar pembelian baru maupun perusahaan tambang yang melakukan *replacement* terhadap alat berat mereka yang sudah tua.

Pendapatan UNTR melalui anak usahanya PT Pamapersada Nusantara (PAMA) terdampak positif dari adanya pelemahan Rupiah, dimana setiap 1% USD/IDR akan menambah 1,7% pendapatan PAMA.

Figure XIV. Volume Pengupasan Tanah & Batu Bara



Source : Company & OSO Research

Pendapatan dari Komatsu pada tahun 2018 diperkirakan lebih tinggi dibandingkan tahun 2017, seiring dengan membaiknya harga komoditas pertambangan yang membuat penjualan alat berat turut meningkat.

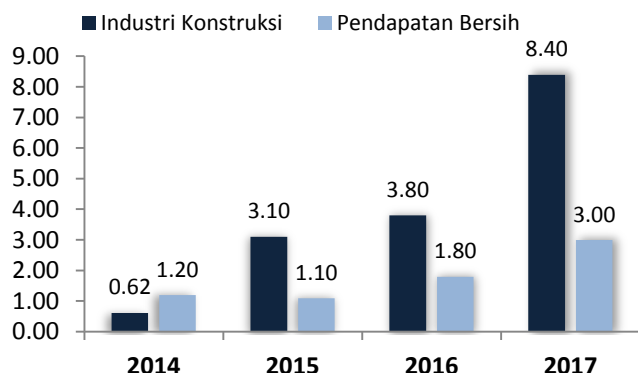
UNTR berhasil bukukan laba bersih pada semester 1-2018 didukung oleh turunnya beban-beban operasional serta efisiensi yang baik. Adapun hal ini terefleksi dengan peningkatan rasio margin UNTR yang lebih tinggi dibandingkan periode yang sama tahun 2017.

Figure XIV. Produksi Bara (Juta Ton) & Pendapatan (Bn.IDR)



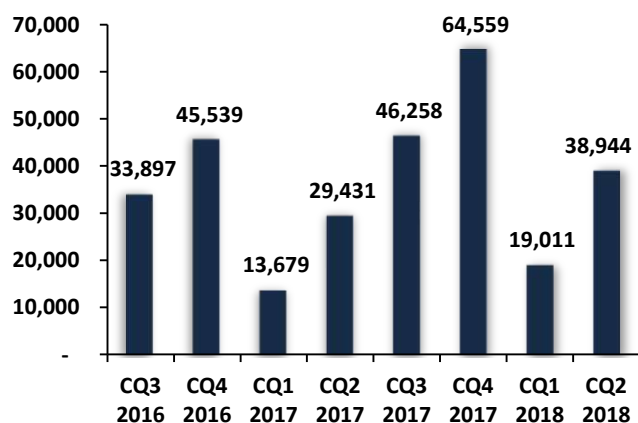
Source : Company & OSO Research

Figure XV. Kontrak konstruksi & Pendapatan (Bn.IDR)



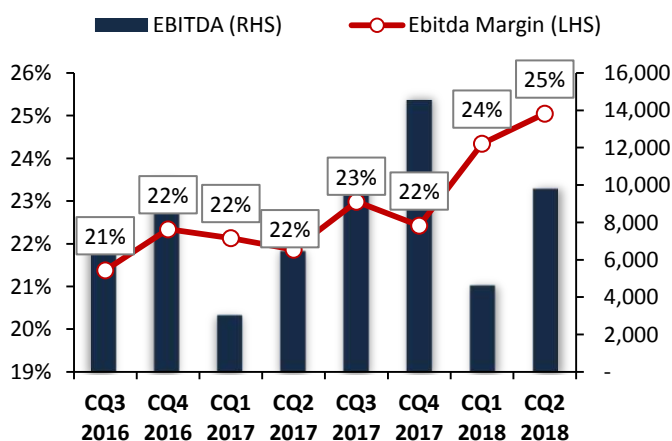
Source : Company & OSO Research

Figure XVII. Revenue Quarters (Bn.IDR)



Source : Company & OSO Research

Figure XVIII. Revenue Quarters (Bn.IDR)



Source : Company & OSO Research

Figure XVI. Energi 2017

2 x 1,000 MW

PLTU JAWA-4 (Tanjung Jati 5&6)

Langkah Awal Perseroan Memasuki Industri Energi

1. PLTU PAMA 1, Kapasitas 2 x 15 MW
2. PLTU JAWA -4 (Tanjung Jati 5 & 6 Kapasitas 2 x 1,000 MW)

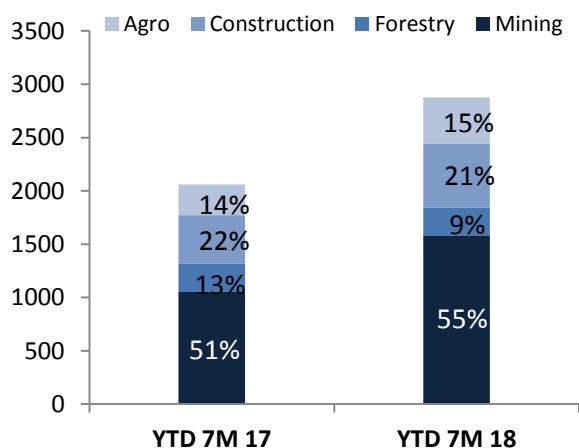
Source : Company & OSO Research

UNTR mencatat kenaikan laba bersih 60% menjadi Rp5,5 triliun per 30 Juni 2018 dari Rp3,4 triliun pada periode yang sama tahun 2017. Perseroan juga mengalami kenaikan pendapatan sebesar 32% menjadi Rp38,9 triliun dari Rp29,4 triliun. Peningkatan pendapatan tersebut seiring peningkatan kinerja seluruh lini bisnis perseroan. Masing-masing unit usaha mengalami kenaikan seperti mesin konstruksi memberikan kontribusi 36%, bisnis kontraktor penambangan sebesar 45%, bisnis pertambangan dengan kontribusi 15% dan lini industri konstruksi sebesar 4%.

Penjualan Alat Berat di bawah segmen Mesin Konstruksi mencatat peningkatan 37% dalam volume penjualan Komatsu menjadi 2.400 unit dari 1.751 unit. Penjualan suku cadang dan layanan pemeliharaan meningkat 35% menjadi Rp4,4 triliun. Pendapatan usaha Mesin Konstruksi keseluruhan tumbuh 24% menjadi Rp13,9 triliun. Segmen usaha Kontraktor Penambangan membukukan kenaikan 32% dalam pendapatan bersih menjadi Rp17,4 triliun, dengan 56,6 juta ton produksi batubara dan 444,9 juta bcm pemindahan tanah penutup. Segmen usaha pertambangan mencatat peningkatan volume penjualan batubara sebesar 22% menjadi 4,4 juta ton, dan pendapatan bersih meningkat 51% menjadi Rp6,0 triliun karena harga jual rata-rata batu bara lebih tinggi. Segmen keempat, Industri Konstruksi, mencatat pertumbuhan pendapatan bersih 62% menjadi Rp1,7 triliun dengan nilai kontrak baru Rp300 miliar.

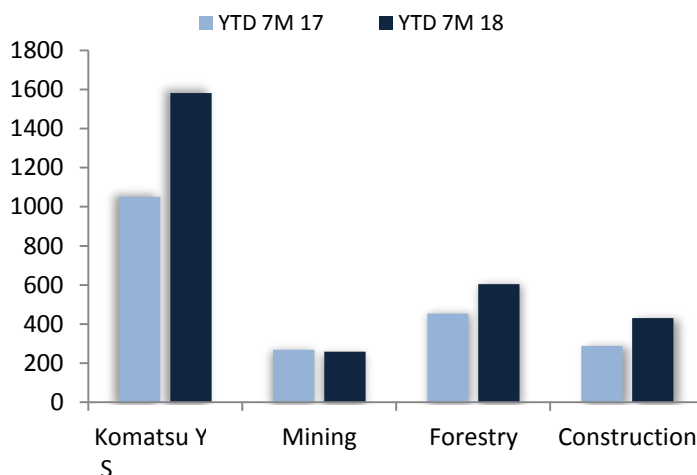
Secara keseluruhan, segmen Kontraktor Penambangan menyumbang 45% terhadap pendapatan bersih konsolidasi Perusahaan, diikuti oleh Mesin Konstruksi yang berkontribusi 36%, Penambangan berkontribusi 15%, dan Industri Konstruksi dengan kontribusi 4%.

Figure XIX. Komatsu Sales (Unit)



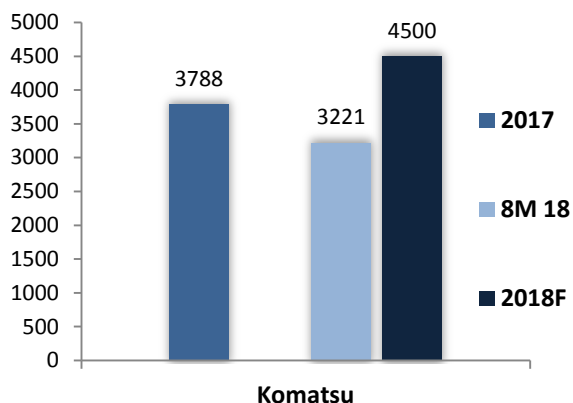
Source : Company & OSO Research

Figure XX. Komatsu Sales Per Segmen (Unit)



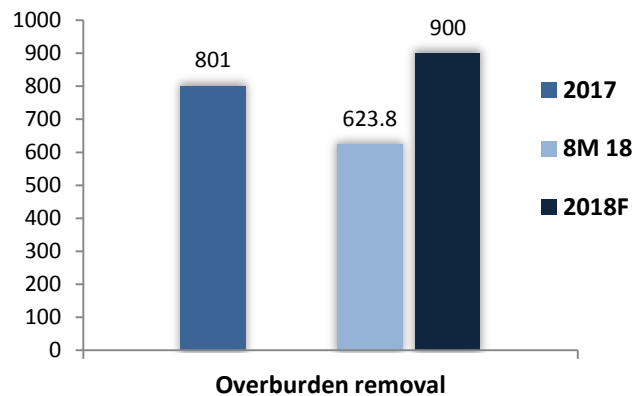
Source : Company & OSO Research

Figure XXI. Target Komatsu Sales (Unit)



Source : Company & OSO Research

Figure XXII. Target Overburden Removal (Bn Bcm)



Source : Company & OSO Research

EV/EBITDA		P/E		P/B	
Average	18.7	Average	43.8	Average	2.0
CMPP IJ	#NA	CMPP	#NA	CMPP	#NA
DWGL IJ	#NA	DWGL	#NA	DWGL	#NA
BOGA IJ	113	INTA	#NA	BOGA	6
INTA IJ	43	BOGA	303	INTA	5
AKRA	17	MPMX	103	CARS	3
CARS	17	AKRA	21	TGKA	2
TURI	14	CARS	19	UNTR	2
TGKA	8	DSSA	17	TURI	2
DPUM	7	UNTR	12	AKRA	2
UNTR	6	TURI	12	FISH	1
EPMT	5	TGKA	9	HEXA	1
DSSA	5	EPMT	9	EPMT	1
HEXA	4	HEXA	8	DSSA	1
FISH	4	DPUM	7	DPUM	1
MPMX	0	FISH	6	MPMX	0

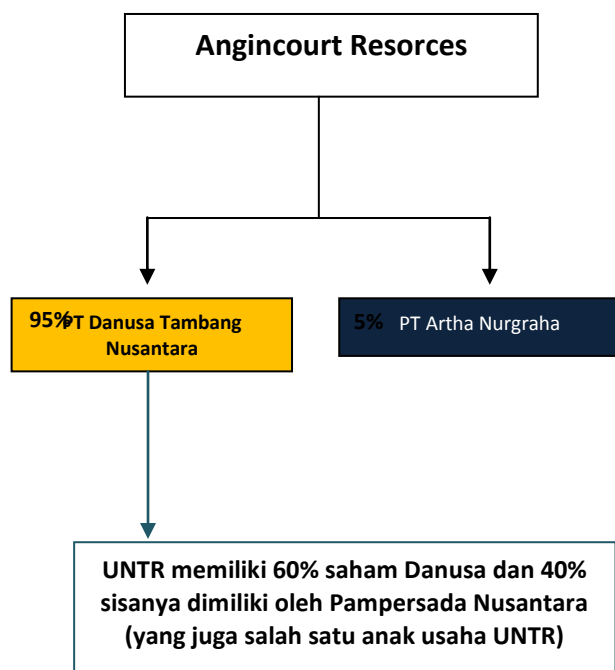
Strategi - UNTR

UNTR Resmi Meningkatkan Kepemilikan Saham Di PT Bina Pertiwi. PT Bina Pertiwi Yang Merupakan Anak Usaha UNTR

UNTR mengambil bagian keseluruhan saham baru tersebut yang juga menyebabkan peningkatan kepemilikan saham UNTR pada PT Bina Pertiwi. Setelah transaksi ini UNTR memiliki saham sebanyak 599.999 saham PT Bina Pertiwi atau senilai Rp 149,99 miliar atau 99,99995% kepemilikan PT Bina Pertiwi ada pada UNTR. Kemudian sisanya ada pada PT United Tractors Pandu Engineering.

UNTR menyiapkan sejumlah dana yang diperlukan sekitar US\$1 miliar tahun depan. Salah satu ekspansi tersebut adalah akuisisi tambang Martabe yang memerlukan dana US\$ 917,9 juta. UNTR berencana akan memperoleh lewat

Figure XXIII. Susunan kepemilikan Pasca Akuisisi



Source : Company & OSO Research

pinjaman bank dan dana internal.

UNTR akan mengakuisisi Agincourt Resources lewat anak usaha miliknya yakni PT Danusa Tambang Nusantara. Pasca akuisisi, PT Agincourt Resources akan dimiliki 95% oleh PT Danusa Tambang Nusantara dan 5% PT Artha Nurgraha Agung. UNTR memiliki 60% saham Danusa Tambang dan 40% dimiliki oleh Pampersada Nusantara, yang juga anak usaha UNTR.

UNTR diperkirakan dapat menyelesaikan akuisisi 95% saham Agincourt Resources di tambang Martabe paling lambat pada Januari 2019.

UNTR berencana mengakuisisi tambang Martabe yang terletak di Sumatera Utara tersebut dengan nilai sebesar USD1,14 miliar atau 95% dari total enterprise value yang sebesar USD1,2 miliar.

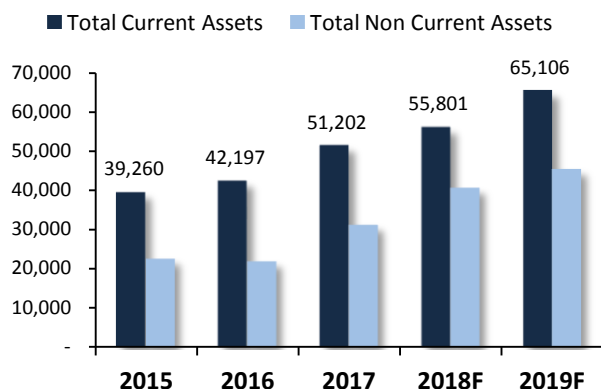
Untuk pendanaan, UNTR akan menggunakan kas internal. Tambang Martabe membukukan laba bersih sebesar USD150 juta pada tahun lalu dengan produksi mencapai 350.000 ounces. Perseroan berupaya mengurangi ketergantungan pada thermal coal.

Berdasarkan catatan perseroan, selama Januari - Juli 2018 emiten dengan kode saham UNTR tersebut membukukan penjualan Komatsu sebesar 2.876 unit atau mencapai 63,9% dari total target penjualan tahun ini.

UNTR memberikann pinjaman sebanyak US\$ 30 juta, kepada anak usahanya PT United Tractors Pandu Engineering Tbk (UTE). Pinjaman tersebut akan digunakan UTE untuk modal kerja. Dalam transaksi disebutkan, bunga pinjaman sebesar 1% JIBOR apabila pinjaman dalam jumlah rupiah. Sedangkan JIBOR 0,5% diberikan jika pinjaman dalam bentuk dollar AS. Adapun sifat pinjaman adalah berulang atau *revolving*.

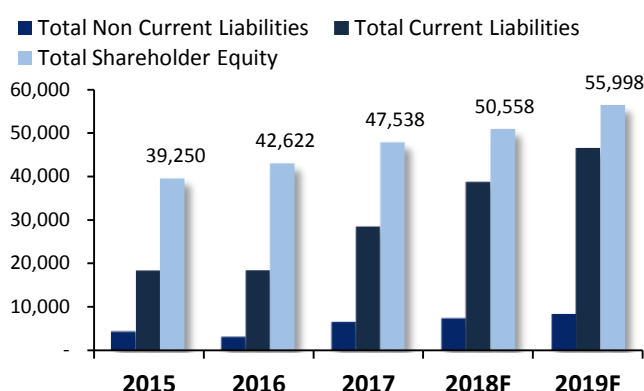
Financial Forecasting

Figure XXIV. Aktiva 2015-2019F (Bn.IDR)



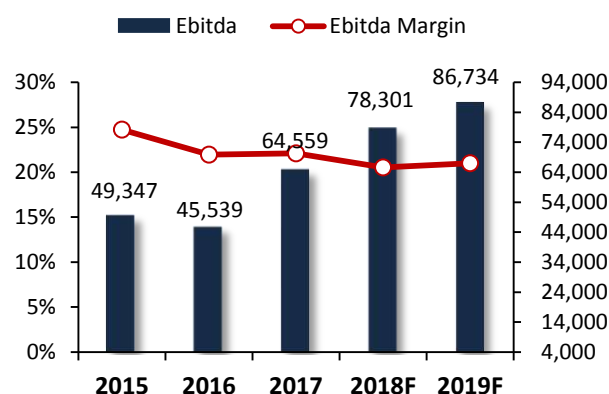
Source : Company & OSO Research

Figure XXV. Passiva 2015-2019F (Bn)



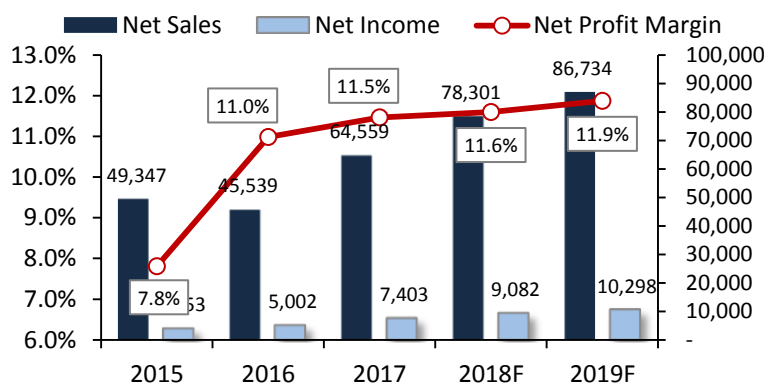
Source : Company & OSO Research

Figure XXVI. Ebita & Ebitda Margin 2015-2019F (Bn)



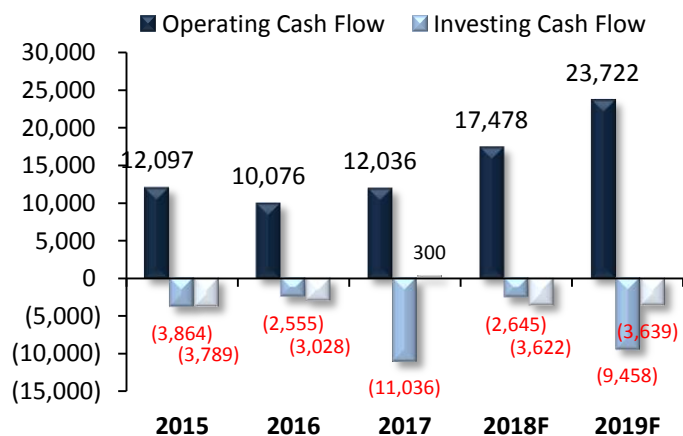
Source : Company & OSO Research

Figure XXVII. Net Sales, NI & NPM 2015-2019F (Bn)



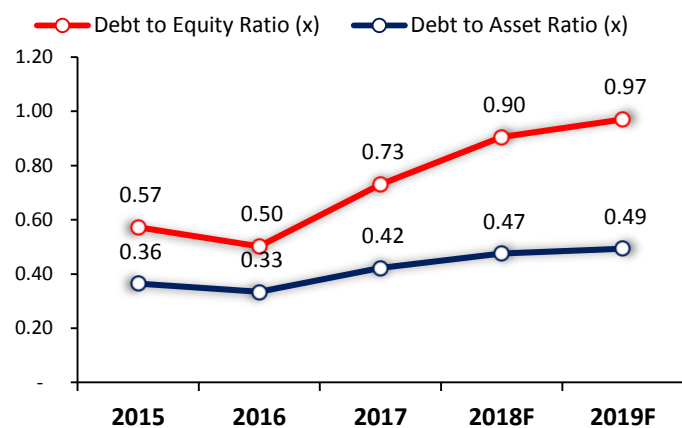
Source : Company & OSO Research

Figure XXVIII. Cash Flow 2015-2019F (Bn)



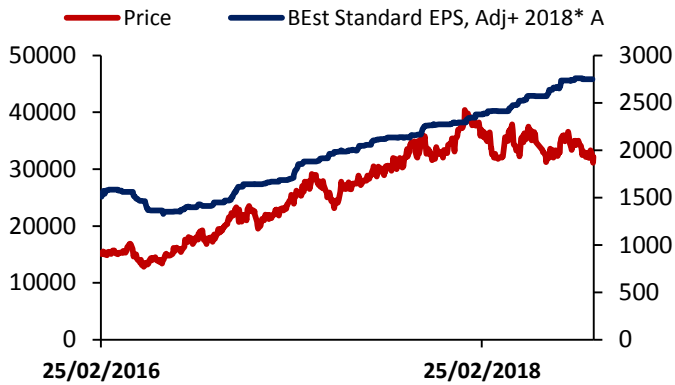
Source : Company & OSO Research

Figure XXIX. Solvability Ratio 2015-2019F (Bn)



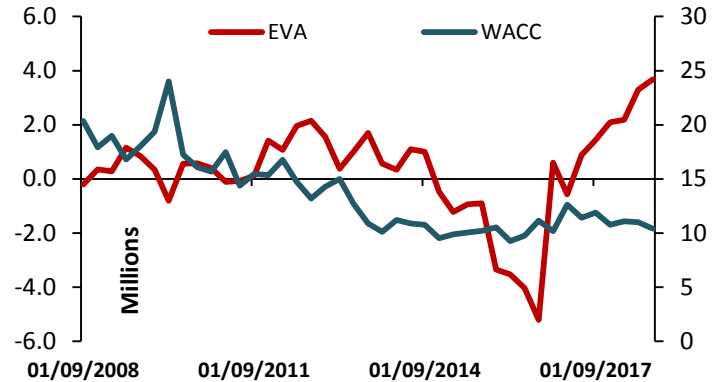
Source : Company & OSO Research

Figure XXX. Price and Best Standard EPS



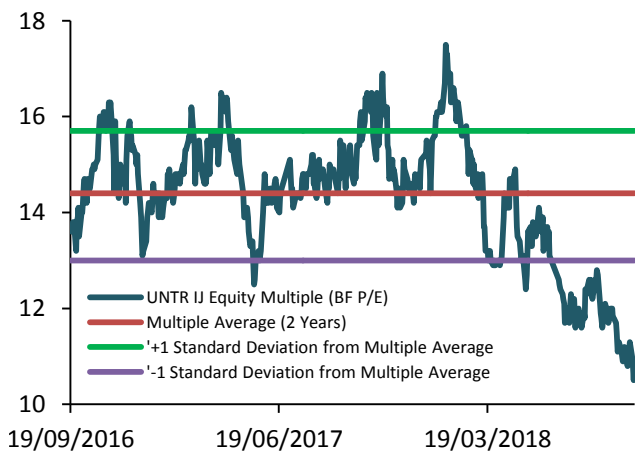
Source : Company & OSO Research

Figure XXXI. EVA and WACC 2008-2017



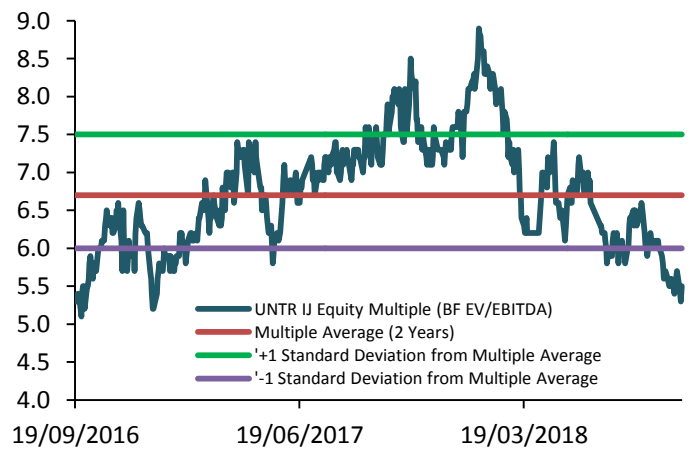
Source : Company & OSO Research

Figure XXXII. P/E Multiple Average



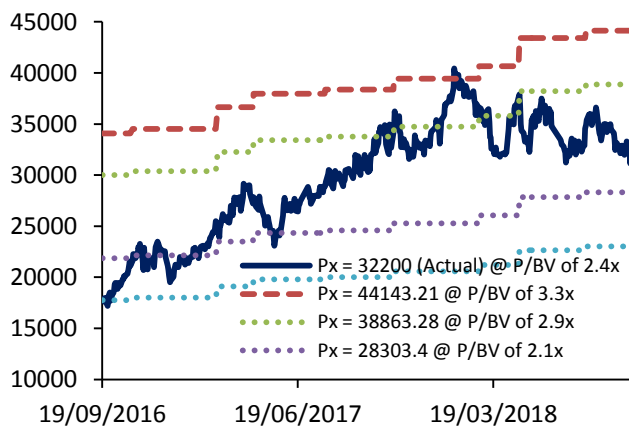
Source : Company & OSO Research

Figure XXXIII. EV/Ebitda Multiple Average



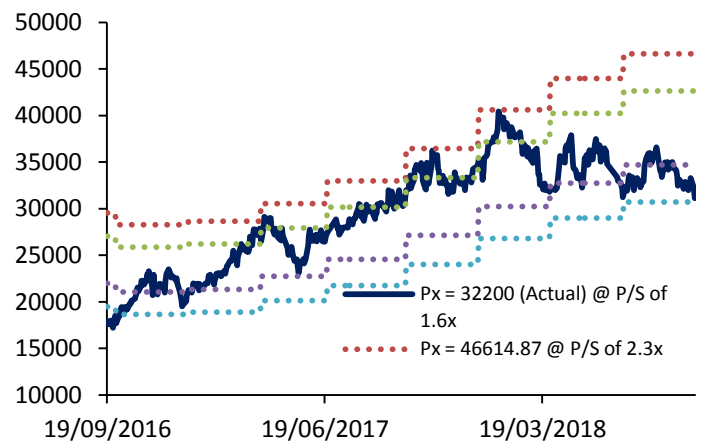
Source : Company & OSO Research

Figure XXXIV. P/BV Forward



Source : Company & OSO Research

Figure XXXV. P/S Forward



Source : Company & OSO Research

Figure XXXVI : Financial Position

Balance sheet					
Year-end 31 Dec (Rp bn)	2015	2016	2017	2018F	2019F
Cash and Cash Equivalents	15,413	19,461	20,831	32,405	43,081
Short Term investment	700	849	398	477	573
Accounts Receivable	11,480	11,042	16,555	17,383	16,514
Inventory	8,328	7,108	7,855	11,416	12,052
Other Current Assets	3,338	3,738	5,563	5,841	6,133
Total Current Assets	39,260	42,197	51,202	67,523	78,353
Fixed Assets	17,817	17,352	23,487	21,203	24,541
Other Non Current Assets	4,639	4,442	7,573	8,014	8,302
Total Non Current Assets	22,456	21,794	31,060	29,217	32,843
Total Assets	61,715	63,991	82,262	96,740	111,196
Accounts Payable	16,152	16,154	24,933	32,413	42,137
Other Current Liabilities	2,128	2,202	3,444	6,090	4,046
Total Current Liabilities	18,280	18,356	28,377	38,503	46,183
Longterm Debt / Borrowings	1,091	65	2,724	3,133	3,603
Other Longterm Liabilities	3,093	2,948	3,623	3,985	4,384
Total Non Current Liabilities	4,185	3,013	6,348	7,119	7,987
Total Liabilities	22,465	21,369	34,724	45,622	54,170
Minority Interest	1,331	1,762	2,175	2,284	2,398
Total Shareholder Equity	39,250	42,622	47,538	51,118	57,026
BVPS (Rp)	10,522	11,426	12,744	13,704	15,288

Sources: Company & OSO Research

Figure XXXVII: Cashflow Statement

Cash Flow					
Yr-end Dec (Rp bn)	2015	2016	2017	2018F	2019F
Net Income	3,853	5,002	7,403	9,082	10,298
Depreciation & Amortization	3,728	3,289	3,505	4,246	4,706
Others	2,859	599	(1,258)	1,226	(1,062)
Working Capital change	1,656	1,186	2,386	2,925	9,780
Operating Cash Flow	12,097	10,076	12,036	17,478	23,722
Net - Capital Expenditure	(3,342)	(1,967)	(9,219)	(800)	(6,422)
Investing Cash Flow	(3,864)	(2,555)	(11,036)	(2,645)	(9,458)
Net - Borrowings	(1,295)	(1,171)	3,334	771	869
Others	83	143	297	(535)	(3)
Financial Cash Flow	(3,789)	(3,028)	300	(3,622)	(3,639)
Net - Cash Flow	5,353	4,048	1,371	11,574	10,676
Cash at beginning	10,060	15,413	19,461	20,831	32,405
Cash at ending	15,413	19,461	20,831	32,405	43,081

Sources: Company & OSO Research

FigureXXXVIII : Income Statement

Income Statement					
Year-end 31 Dec (Rp bn)	2015	2016	2017	2018F	2019F
Net Sales	49,347	45,539	64,559	78,301	86,734
Cost of Goods Sold	37,645	35,878	50,075	60,668	67,239
Gross Profit	11,702	9,661	14,484	17,633	19,495
Other Operating Expenses	3,226	2,955	3,727	4,521	5,008
Operating Income	8,476	6,706	10,756	13,112	14,488
Pre-tax Profit	5,035	(153)	(43)	(13)	(15)
Income Tax Expense	1,400	1,626	2,849	3,540	4,023
Minority Interests	(1,061)	102	270	208	258
Net Income	3,853	5,002	7,403	9,082	10,298
EPS	1,033	1,341	1,985	2,435	2,761

Sources: Company & OSO Research

FigureXXXIX : Financial Ratio

Finance ratio					
Year-end 31 Des	2015	2016	2017	2018F	2019F
Liquidity Ratio					
Current Ratio(x)	2.15	2.30	1.80	1.75	1.70
Quick Rasio(x)	1.30	1.24	1.07	0.91	0.76
Net Working Capital(Rp.Bn)	20,979	23,841	22,826	29,020	32,170
Activity Ratio					
Asset Turn Over(x)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
Inventory Turn Over(x)	4.5	5.0	6.4	5.3	5.6
Receivable Turn Over(x)	4	4	4	5	5
Inventory Turnover (Days)	80.75	72.31	57.25	68.68	65.42
Raceivable Turnover (Days)	85	88	94	81	69
Solvability Ratio					
Debt to Equity Ratio (x)	0.57	0.50	0.73	0.89	0.95
Debt to Asset Ratio (x)	0.36	0.33	0.42	0.47	0.49
Profitability Ratio					
Gross Profit Margin	23.7%	21.2%	22.4%	22.5%	22.5%
Operating Profit Margin	17.2%	14.7%	16.7%	16.7%	16.7%
Net Profit Margin	7.8%	11.0%	11.5%	11.6%	11.9%
ROA	6.2%	7.8%	9.0%	9.4%	9.3%
ROE	9.8%	11.7%	15.6%	17.8%	18.1%
Growth Rates					
EPS Growth Rate		30%	48%	23%	13%
Sales Growth Rate		-8%	42%	21%	11%
EBIT Growth Rate		-21%	60%	22%	10%
Net Income Growth Rate		30%	48%	23%	13%
Balance Ratio					
EDR	175%	199%	137%	112%	105%
EER	64%	66%	69%	75%	77%
EAR	64%	67%	58%	53%	51%

Sources: Company & OSO Research

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