



15 September 2008

Initial Coverage

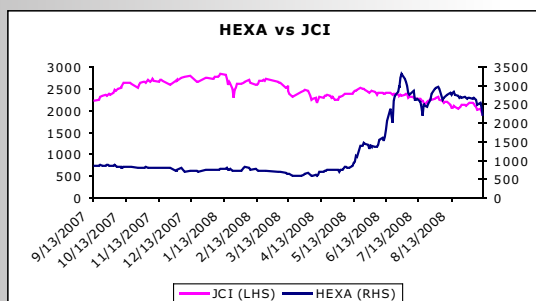
PRICE
Rp. 2.025

Intrinsic Value
Rp. 2.806 ▲ 38%

Recommendation:
BUY

Market Profile

Ticker Code	HEXA
52 Week Price Range (hi/lo)	3,400 / 1,975
1-yr Avg Daily Volume	4,291,731
Beta	0.70
Dividend Yield 2007	0.9%
Shares Outstanding (bn)	0.84
Market Capitalization, Rpbn	1,701.00
Free float, %	23.78%
Book Value per Share	453
Debt to Equity, 2007, %	115%
Return on Equity, 2007, %	13%
Share Price	2,025



Please read the important disclaimer at the end of this document



PT HEXINDO ADIPERKASA Tbk
Your Most Reliable Partner

HIGHLIGHTS :

Pendapatan 1H08 naik 120%.

Perseroan mencatat pendapatan Rp 1.57 T dari Rp 703 M pada 1H07. Laba kotor naik 140% menjadi Rp 330.5 M pada 1H08 dari Rp 135 M pada 1H07. Laba usaha naik fantastis 500% menjadi Rp 205.5 M dari hanya Rp 34 M pada semester pertama tahun lalu. Hal ini didorong oleh volume penjualan yang naik pesat sementara biaya umum dan biaya penjualan hanya mengalami kenaikan 23%.

Margin laba kotor dan laba usaha pada 1H08 masing-masing 21% dan 13%, sedangkan pada 1H07, margin laba kotor 19% dan laba usaha hanya 5%.

Volume penjualan alat berat naik.

Perseroan membukukan kenaikan penjualan 148% dari 461 unit pada 1H07 menjadi 1145 unit pada 1H08. Kenaikan terbesar dialami oleh sektor pertambangan dari 44 unit menjadi 225 unit, disusul sektor agribisnis dari 87 unit menjadi 260 unit, lalu kemudian sektor kehutanan dari 188 unit menjadi 395 unit.

Penjualan suku cadang meningkat.

Dengan kenaikan penjualan unit alat berat setiap tahunnya, dan komitmen perusahaan untuk meminimalisir down time yang dialami klien, maka pendapatan dari jasa terus meningkat, terlebih suku cadang. Pendapatan jasa pemeliharaan pada 1H08 naik 9% namun pendapatan suku cadang naik 100% menjadi Rp 245 M dari Rp 122 M pada 1H07.

Market share excavator meningkat.

Saat ini Hitachi berhasil mengambil porsi penjualan alat berat dari pesaing-pesaingnya. Kenaikan ini dipicu oleh excavator ukuran kecil (20-30 ton) yang banyak digunakan untuk kegiatan kehutanan dan agribisnis. Selain itu untuk sektor pertambangan, excavator yang banyak terjual ialah excavator besar (>120 ton - 800 ton).

	2004	2005	2006	2007	2008F	2009F	2010F
Sales	995.6	1,423.3	1,395.7	1,825.4	2,829.3	3,819.6	4,736.3
Sales Growth	50.41%	42.96%	-1.94%	30.78%	55.00%	35.00%	24.00%
Gross Profit	264.5	322.0	315.7	423.9	679.0	916.7	1,136.7
Operating Profit	131.5	143.0	58.2	136.6	278.9	360.7	434.5
Net Profit	91.4	97.8	39.4	49.5	189.3	247.1	304.8
EBITDA	158.4	173.4	136.5	226.7	353.7	477.4	592.0
EPS	108.8	116.4	46.9	59.0	225.4	294.1	362.8
Price	615	960	900	740	2,025	2,025	2,025
PER	5.7	8.2	19.2	12.6	8.4	6.5	5.2
PBV	1.8	2.3	2.2	1.6	2.9	2.2	1.7
GPM	26.57%	22.62%	22.62%	23.23%	24.00%	24.00%	24.00%
OPM	13.21%	10.05%	4.17%	7.48%	9.86%	9.44%	9.17%
Net Margin	9.18%	6.87%	2.82%	2.71%	6.69%	6.47%	6.44%
EBITDA Margin	15.91%	12.18%	9.78%	12.42%	12.50%	12.50%	12.50%
EV/ EBITDA (x)	3.17	4.92	6.13	2.81	4.79	3.73	3.02

Sumber: Company and Erdikha Research

Analyst:
Yanuar Pribadi
Yanuar@erdikha.com

Harga saham yang undervalue.

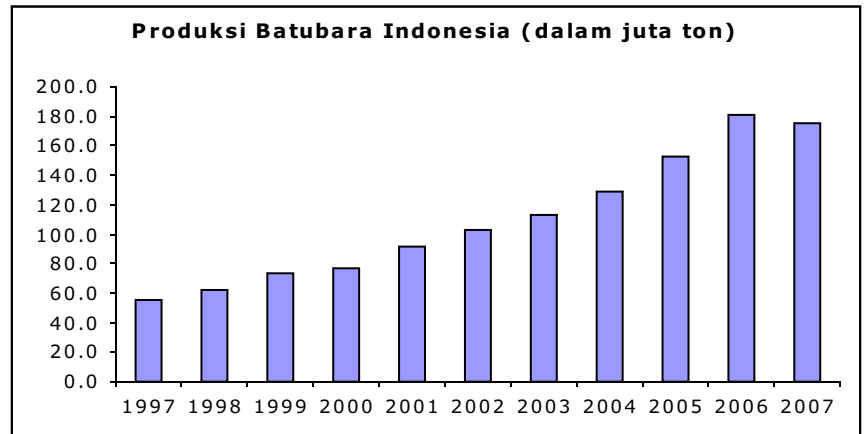
Dengan menggunakan metode DCF, kami menilai harga wajar HEXA adalah Rp 2806/saham dengan asumsi WACC 13.44% dan perpetuity growth 4%. Saat ini diperdagangkan pada 6.5x PE 2009F dan 2.2x PBV 2009F. Kami memulai rekomendasi BUY. Kami melihat pertumbuhan penjualan perseroan CAGR sebesar 8.5% untuk 2009-2018. Kami melihat resiko pada : 1) persaingan alat berat yang semakin tinggi 2) melemahnya harga komoditi pertambangan dan CPO yang dapat mengurangi permintaan alat berat.

Latar Belakang Perusahaan

Hexindo Adiperkasa Tbk (HEXA) didirikan pada tahun 1988 dan mulai go public sejak 1995. Ruang lingkup kegiatannya meliputi penjualan, penyewaan, remanufaktur alat berat beserta dengan service dan suku cadang. Pada awalnya, HEXA hanya menjadi distributor tunggal alat berat merek Hitachi, kemudian pada tahun 2003 perseroan juga menjadi distributor tunggal merek John Deere (alat berat sektor kehutanan dan konstruksi). Alat-alat berat Hitachi antara lain yaitu Excavator, Wheel Loader, Articulated Dump Trucks, Rigid Dump Truck, Truck Mounted Screen, Rubber Crawler Carriers, Compaction Equipment, Attachments dan Applications. Segmentasi alat berat tersebut kegunaannya dapat dibagi menjadi 4 sektor yaitu konstruksi, kehutanan, agribisnis, dan pertambangan. Alat berat yang menjadi produk utama perseroan yaitu Excavator ukuran kecil sebesar 20 – 30 ton, yang umumnya digunakan untuk sektor agribisnis, kehutanan dan konstruksi. Sedangkan untuk sektor pertambangan, perseroan banyak menjual excavator besar dengan range 120 – 800 ton. Untuk excavator kecil, dibeli dari Hitachi Construction Machinery Indonesia agar waktu pengiriman lebih cepat (1 bulan). Sedangkan untuk excavator besar, dikirim dari Jepang, waktu pengiriman paling cepat 1 tahun. Menurut perseroan, tahun ini akan rampung pabrik untuk memproduksi excavator besar di Jepang, dimana akan mempercepat proses pengiriman. Saat ini perseroan memiliki 30 kantor cabang di berbagai kota di Indonesia, terutama di Pulau Kalimantan, Sumatera dan Sulawesi. Setiap cabang memiliki jasa servis dan persediaan spare part. Khusus sektor pertambangan, ada 7 kantor cabang pada site untuk mempercepat proses perbaikan.

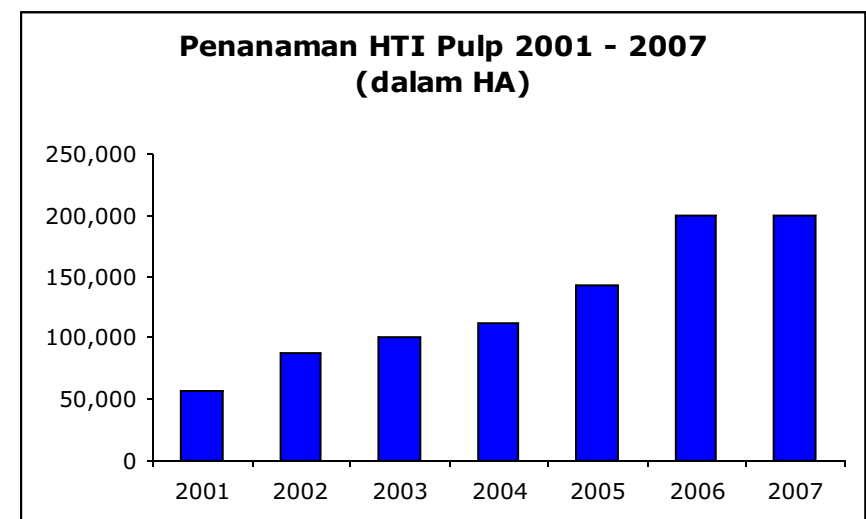
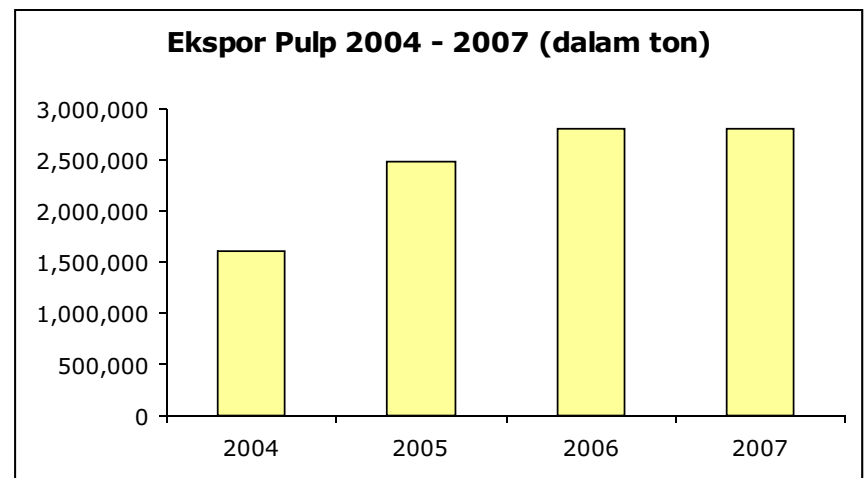
Prospek Industri

PLN berencana membangun PLTU baru berkapasitas 10.000 MW yang berada di dalam dan luar pulau Jawa, yang berarti permintaan batu bara akan semakin meningkat, begitu pula dengan permintaan alat berat sektor pertambangan seperti excavator dan dump truck. Berdasarkan data dari BP, total produksi batubara Indonesia tahun 2007 hampir mencapai 175 juta ton, dengan rata-rata kenaikan 12.3% sejak tahun 1997. Terlebih lagi kenaikan harga batubara sejak tahun 2005 turut mendorong kenaikan produksi yang pada akhirnya meningkatkan permintaan alat berat.



Sumber: British Petroleum

Pada sektor kehutanan, saat ini perkembangan industri yang pesat yaitu industri pulp dan kertas. Menurut Departemen Kehutanan, sejak tahun 2002 penanaman kembali Hutan Tanaman Industri (HTI) untuk pulp mulai mengalami kenaikan, begitu pula dengan kegiatan ekspornya. Produk yang didistribusi oleh perseroan seperti Waratah, Rotobec dan excavator Hitachi merupakan alat berat utama dan pembantu (attachments) yang membantu kegiatan produksi kayu.



Sumber: Departemen Kehutanan

Kami melihat prospek penjualan alat berat bidang konstruksi masih pesat. Salah satu contohnya, saat ini ada 11 proyek pembangunan jalan tol yang sudah ditandatangani dengan panjang total 709 km.

JALAN TOL SUDAH DITANDATANGANI PERJANJIAN PENGUSAHAAN JALAN TOL

No.	Ruas / Kelompok	Panjang (Km)	Rencana Pelaksanaan
1	Gempol - Pasuruan	32	2006 - 2009
2	Bogor Ring Road	11	2005 - 2008
3	Depok - Antasari	21.7	2006 - 2008
4	Cinere - Jagorawi	14.7	2006 - 2008
5	Kertosono - Mojokerto	41	2006 - 2009
6	Cikampek - Palimanan	116	2006 - 2009
7	Pejagan - Pematang	57.5	2006 - 2009
8	Pematang - Batang	39	2006 - 2009
9	Semarang - Batang	75	2006 - 2009
10	JORR W2 Utara	7	2006 - 2008
11	Gempol - Pandaan	13.61	2005 - 2009
12	Semarang - Solo	75.7	2006 - 2009
13	Cikarang (Cibitung) - Tj Priok (Cilincing)	33.92	2007 - 2009
14	Bekasi-Cawang- Kampung Melayu	21.04	2007 - 2009
15	Pasuruan - Probolinggo Waru(Aloha)-Wonokromo-	45	2006 - 2009
16	Tg Perak	18.6	2007 - 2010
17	Ciranjang-Padalarang	33	2007 - 2009
18	Ciawi-Sukabumi	54	2007 - 2009

Sumber: Departemen Pekerjaan Umum

Analisa SWOT

Strength : Produk excavator yang bermacam-macam (dari yang terkecil 1 ton sampai dengan 800 ton), persediaan spare part real time, sistem teknologi informasi yang terintegrasi, 30 cabang di berbagai kota termasuk 7 kantor cabang pada lokasi tambang (job site), produk tambahan alat berat kehutanan (Waratah dan Rotobec attachments), orientasi pada servis (dan tersedianya suku cadang). Menurut perseroan, kelebihan excavator Hitachi ialah pada durabilitasnya

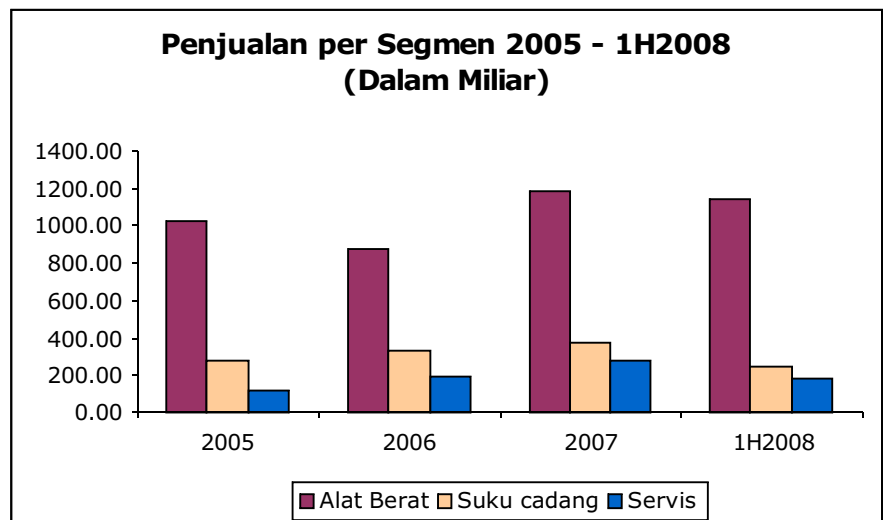
Weakness : peringkat ketiga market share alat berat di Indonesia, jenis produk alat berat yang lebih sedikit dibanding kompetitor

Opportunity : cadangan batubara Indonesia yang besar sehingga mendorong proyek pertambangan batubara yang kemudian meningkatkan kebutuhan alat berat, prospek pertumbuhan perkebunan kelapa sawit yang membutuhkan alat berat untuk persiapan lahan, proyek-proyek infrastruktur dan industri pulp yang masih berkembang.

Threat : kompetisi yang ketat pada penjualan alat berat sektor pertambangan, tingginya harga BBM (dari segi biaya) dan fluktuasi harga hasil tambang (dari segi pendapatan) yang kemudian akan mengurangi kegiatan pertambangan, yang pada akhirnya akan mengurangi permintaan alat berat

PENDAPATAN

Sejak tahun 2003-2007, pendapatan HEXA meningkat CAGR 28.9%, dimana laba kotor mengalami peningkatan CAGR 25.1% dan peningkatan laba usaha CAGR 28.3%. Segmentasi pendapatan dibagi menjadi 3 bagian yaitu penjualan/penyewaan alat berat, suku cadang dan servis. Pada periode 2003-2007, rata-rata kontribusi penjualan 66%, suku cadang 11% dan servis 22%. Walaupun kontribusinya paling kecil, namun penjualan suku cadang sejak tahun 2005 mengalami peningkatan CAGR 49%, yang selalu mengikuti volume penjualan alat berat. Perseroan menawarkan sistem Full Maintenance Contract (FMC) dimana apabila garansi produk selama 6 bulan sudah habis, maka jaminan servis dan spare part masih akan berlanjut. Penjualan dengan FMC ini mampu meningkatkan margin penjualan antara 15-20%, dan banyak terjadi pada produsen dan kontraktor batubara yang bekerja 24 jam sehingga menuntut kondisi prima alat berat.



Sumber: Perusahaan

Hal yang menarik dari perseroan ialah bahwa hutang jangka pendeknya yang cukup besar (rata-rata 40% dari hutang lancar). Hal ini menurut perseroan adalah untuk membiayai persediaan suku cadang alat berat yang bervariasi. Perhitungan Debt/EBITDA pada FY07 sebesar 1.9 dan pada 1H08 turun menjadi 0.9. Begitu pula dengan D/E ratio pada FY07 sebesar 1.1 turun menjadi 0.39 pada 1H08. Net Gearing juga sama, dari 88% pada FY07 menjadi 5.4% pada 1H08. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kondisi keuangan perseroan cukup baik.

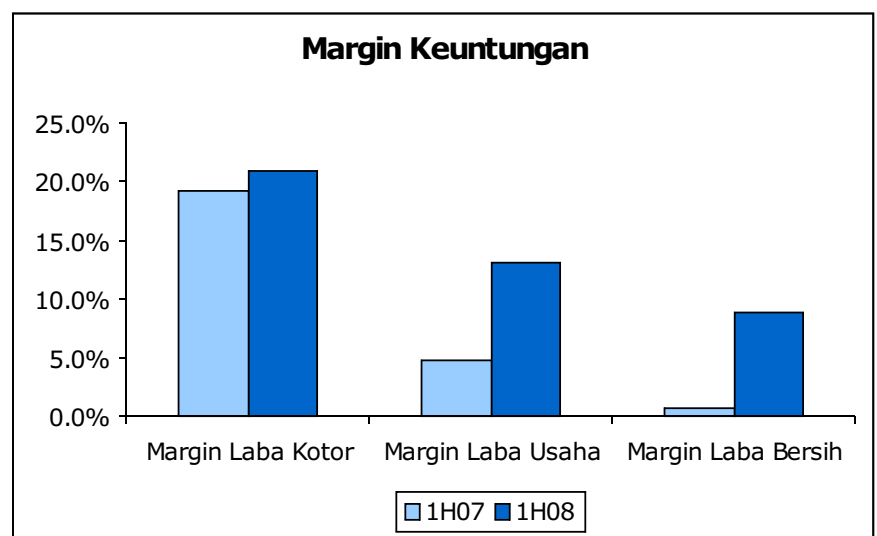
	2006	2007	1H2008
Financial Structure			
Current Ratio	1.11	1.15	1.46
Quick Ratio (Acid Test)	0.46	0.48	0.87
Cash Ratio	0.11	0.11	0.19
Working Capital (Thousands)	77.7	135.2	411.1
Gross Gearing (%)	166.6%	114.8%	39.5%
Net Gearing (%)	144.0%	88.2%	5.4%
Solvency	1.5	4.0	19.8
D/E Ratio	1.7	1.1	0.4
Debt/EBITDA	4.2	1.9	0.9

Sumber: Perusahaan

Pendapatan 1H08 naik 120%.

Perseroan mencatat pendapatan Rp 1.57 T dari Rp 703 M pada 1H07. Laba kotor naik 140% menjadi Rp 330.5 M pada 1H08 dari Rp 135 M pada 1H07. Laba usaha naik fantastis 500% menjadi Rp 205.5 M dari hanya Rp 34 M pada semester pertama tahun lalu. Hal ini didorong oleh volume penjualan yang naik pesat sementara biaya umum dan biaya penjualan hanya mengalami kenaikan 23%.

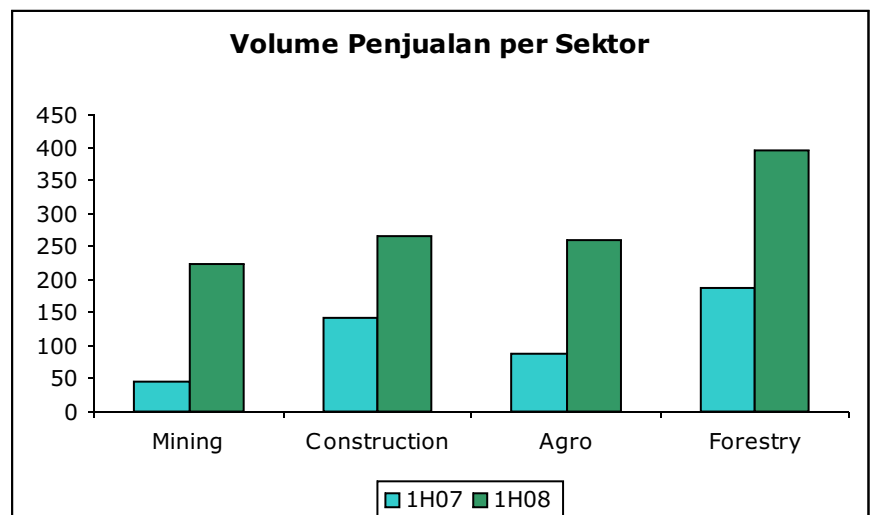
Margin laba kotor dan laba usaha pada 1H08 masing-masing 21% dan 13%, sedangkan pada 1H07, margin laba kotor 19% dan laba usaha hanya 5%.



Sumber: Perusahaan

Volume penjualan alat berat naik.

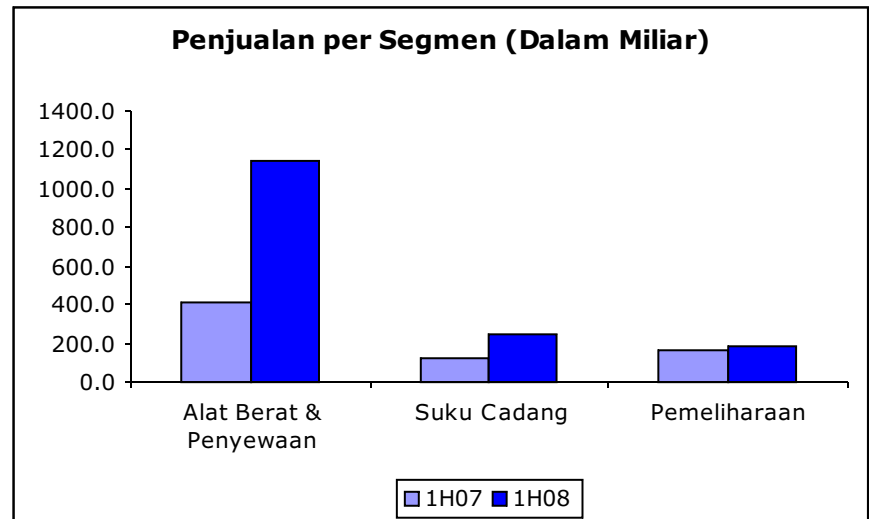
Perseroan membukukan kenaikan penjualan 148% dari 461 unit pada 1H07 menjadi 1145 unit pada 1H08. Kenaikan terbesar dialami oleh sektor pertambangan dari 44 unit menjadi 225 unit, disusul sektor agribisnis dari 87 unit menjadi 260 unit, lalu kemudian sektor kehutanan dari 188 unit menjadi 395 unit.



Sumber: Perusahaan

Penjualan suku cadang meningkat.

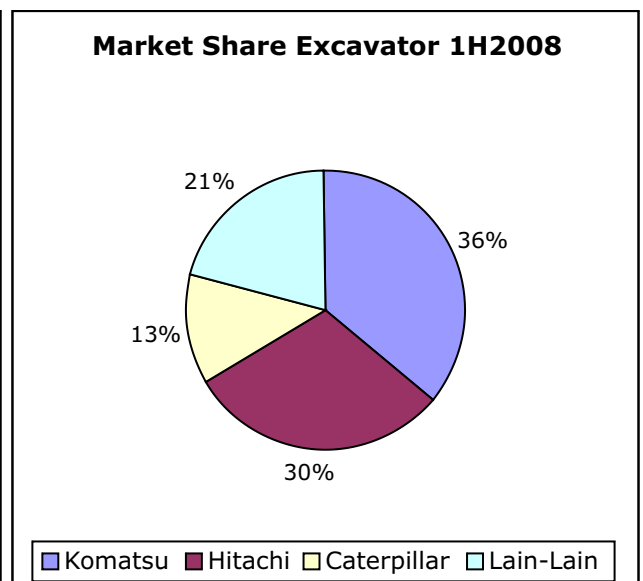
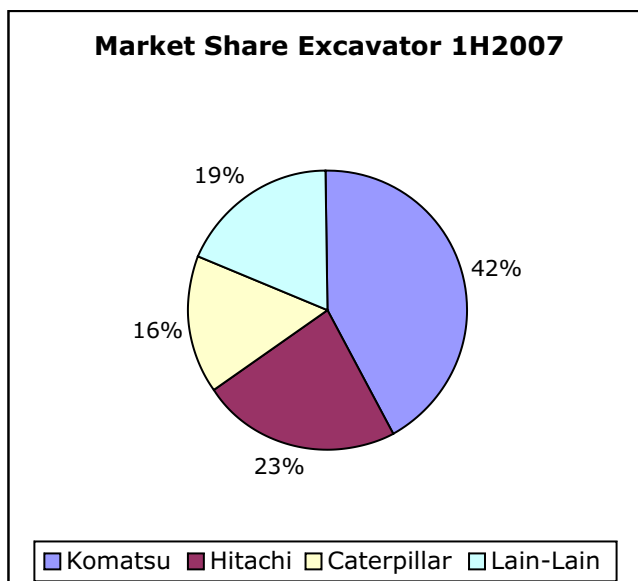
Dengan kenaikan penjualan unit alat berat setiap tahunnya, dan komitmen perusahaan untuk meminimalisir down time yang dialami klien, maka pendapatan dari jasa terus meningkat, terlebih suku cadang. Pendapatan jasa pemeliharaan pada 1H08 naik 9% namun pendapatan suku cadang naik 100% menjadi Rp 245 M dari Rp 122 M pada 1H07.



Sumber: Perusahaan

Market share excavator meningkat.

Saat ini Hitachi berhasil mengambil porsi penjualan alat berat dari pesaing-pesaingnya. Kenaikan ini dipicu oleh excavator ukuran kecil (20-30 ton) yang banyak digunakan untuk kegiatan kehutanan dan agribisnis. Selain itu untuk sektor pertambangan, excavator yang banyak terjual ialah excavator besar (>120 ton – 800 ton).



Sumber: Perusahaan

Untuk 2009 - 2011

Perseroan saat ini telah menandatangani kontrak penjualan alat berat dengan KPC (produsen batubara) senilai US\$ 520 juta untuk mengirim 25 excavator besar (120 – 800 ton dengan range harga US\$ 1.6 juta – US\$ 13 juta) dan 135 dump truck (harga US\$ 2 juta). Perjanjian ini akan menjamin pendapatan perseroan kurang lebih sebesar Rp 1.6 T untuk tahun 2009 – 2011. Untuk tahun 2009, perseroan menargetkan penambahan market share, mendirikan leasing company untuk pembiayaan penjualan alat beratnya dan mengakuisisi kontraktor pertambangan batubara. Kami menilai keputusan perseroan untuk mendirikan leasing company merupakan langkah yang tepat untuk meningkatkan margin dengan client yang sudah ada.

Harga saham yang undervalue

Dengan menggunakan metode DCF, kami menilai harga wajar HEXA adalah Rp 2806/saham dengan asumsi WACC 13.44% dan perpetuity growth 4%. Saat ini diperdagangkan pada 6.5x PE 2009F dan 2.2x PBV 2009F. Kami memulai rekomendasi BUY. Kami melihat pertumbuhan penjualan perseroan CAGR sebesar 8.5% untuk 2009-2018. Kami melihat resiko pada : 1) persaingan alat berat yang semakin tinggi 2) melemahnya harga komoditi pertambangan dan CPO yang dapat mengurangi permintaan alat berat.

Neraca 2006 – 2011

Assets	IDR'000,000,000	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F
Cash and Deposits		78.1	101.3	129.0	170.3	206.5	232.1
Marketable Securities		-	-	-	-	-	-
Trade Receivables (Debtors):		235.6	307.9	392.0	517.7	627.7	705.4
Inventory		458.1	600.1	764.0	1,008.9	1,223.3	1,374.8
Sundry Current Assets		5.4	13.0	16.6	21.9	26.5	29.8
Current Assets		777.2	1,022.3	1,301.5	1,718.8	2,084.0	2,342.1
Land and Buildings		71.6	89.7	140.0	189.0	234.4	269.5
Plant and Machinery		425.5	438.7	684.5	924.1	1,145.9	1,317.8
Depreciation		(144.4)	(229.2)	(357.7)	(482.9)	(598.8)	(688.6)
Net Property, Plant and Equipment		352.8	299.2	466.8	630.2	781.5	898.7
Other Investments		74.1	62.4	-	-	-	-
Intangibles/Goodwill		-	-	-	-	-	-
Non Current and Fixed Assets		426.9	361.6	466.8	630.2	781.5	898.7
Total Assets		1,204.1	1,383.8	1,768.3	2,349.0	2,865.4	3,240.8

Liabilities	IDR'000,000,000	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F
Short Term Bank Loans		427.7	335.5	374.5	476.7	573.2	659.2
Trade Creditors (Receivables)		238.9	492.6	549.9	699.9	841.6	967.8
Other Creditors		19.1	32.0	35.7	45.4	54.6	62.8
Other Current Liabilities		13.9	27.0	30.2	38.4	46.2	53.1
Current Liabilities		699.6	887.1	990.3	1,260.5	1,515.6	1,742.9
Other Long Term Loans		10.9	14.4	88.9	230.2	309.7	246.4
Long Term Bank Loans		148.1	101.6	136.3	124.8	88.3	62.8
Long Term Liabilities		159.1	116.0	225.3	355.0	397.9	309.2
Tax/Deferred Taxation		-	-	-	-	-	-
Long Term Liabilities and Provisions		159.1	116.0	225.3	355.0	397.9	309.2
Ordinary Shares (Common Stock)		100.7	100.7	100.7	100.7	100.7	100.7
Profit and Loss Reserve (Retained Earnings)		244.8	280.1	452.1	632.9	851.2	1,087.9
Shareholders' Funds		345.5	380.8	552.8	733.6	951.9	1,188.6
Total Liabilities and Equity		1,204.2	1,383.8	1,768.3	2,349.0	2,865.4	3,240.8

Laporan Rugi Laba 2006 - 2011

Item	IDR'000,000,000	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F
Sales		1,395.7	1,825.4	2,829.3	3,819.6	4,736.3	5,446.7
Cost of Goods Sold		(1,080.1)	(1,401.4)	(2,150.3)	(2,902.9)	(3,599.6)	(4,139.5)
Gross Profit		315.7	423.9	679.0	916.7	1,136.7	1,307.2
Depreciation	Manufacturer	(78.3)	(90.0)	(74.8)	(116.7)	(157.6)	(195.4)
	Amortisation/Other	0	0	0	0	0	0
Sales, General & Administration Overheads		(179.2)	(197.3)	(325.4)	(439.2)	(544.7)	(626.4)
Net Operating Profit (NOP)		58.2	136.6	278.9	360.7	434.5	485.5
Interest Expense		(39.5)	(34.6)	(9.1)	(12.3)	(10.0)	(7.1)
Interest Income		1.7	1.3	2.7	3.6	4.9	6.2
Other Financial Income		37.6	(28.9)	6.0	6.0	6.0	6.0
Profit after Financial Items		57.9	74.4	278.4	358.0	435.4	490.6
Exceptional Expense		0	0	0	0	0	0
Profit before Tax		57.9	74.4	278.4	358.0	435.4	490.6
Tax		(18.5)	(24.9)	(89.1)	(111.0)	(130.6)	(147.2)
Net Profit after Tax (NPAT)		39.4	49.5	189.3	247.1	304.8	343.4
Minority Interest		-	-	-	-	-	-
Dividends		(38.6)	(14.3)	(17)	(66)	(86)	(107)
Retained Profit for the Year		0.8	35.2	172.0	180.8	218.3	236.7

Laporan Arus Kas 2006 - 2011

	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F
Net Operating Profit (NOP)/EBIT	58.2	136.6	278.9	360.7	434.5	485.5
Depreciation / Amortisation	78.3	90.0	74.8	116.7	157.6	195.4
EBITDA	136.5	226.7	353.7	477.4	592.0	680.8
Operating Items						
+) Current Assets	96.2	(221.8)	(251.5)	(376.0)	(329.0)	(232.5)
/(Current Liabilities)	(8.3)	279.7	64.2	168.0	158.6	141.4
Net Operating Cash Flow (NOCF)	224.4	284.5	166.3	269.5	421.7	589.6
Returns on Investment and Servicing of Finance						
Interest Received	1.7	1.3	2.7	3.6	4.9	6.2
Interest Paid	(39.5)	(34.6)	(9.1)	(12.3)	(10.0)	(7.1)
Dividends	(38.6)	(14.3)	(17.3)	(66.3)	(86.5)	(106.7)
Net Cash Outflow from Returns on Investments	(76.4)	(47.6)	(23.7)	(74.9)	(91.5)	(107.5)
Taxation						
Taxes Paid	(18.5)	(24.9)	(89.1)	(111.0)	(130.6)	(147.2)
Deferred Tax	-	-	109.3	-	-	-
Net Cash Outflow for Taxation	(18.5)	(24.9)	20.2	(111.0)	(130.6)	(147.2)
Investing Activities						
Expenditure on Property, Plant and Equipment	(231.0)	(36.4)	(242.5)	(280.1)	(308.8)	(312.6)
Expenditure on Investments, LT Assets & Intangibles	(5.9)	(17.2)	68.4	6.0	6.0	6.0
Marketable Securities	-	-	-	-	-	-
Net Cash Outflow for Capital Expenditure	(236.9)	(53.6)	(174.1)	(274.1)	(302.8)	(306.6)
Exceptional and Minority Items						
Exceptional Income and Expense	0	0	0	0	0	0
Net Cash Outflow from Exceptional and Minority Items	0	0	0	0	0	0
Reconciliation						
Reconciliation Figure	(0.0)	(0.0)	(172.0)	-	-	-
Total Cash (Outflow)/Inflow before Financing	(107.4)	158.4	(183.4)	(190.6)	(103.3)	28.3
Financing						
Share Capital and Reserves	-	-	109.3	-	-	-
Short Term Debt and Provisions	72.8	(92.2)	39.0	476.7	198.7	182.5
Long Term Debt and Provisions	68.3	(46.5)	74.6	(11.5)	(36.6)	(25.4)
Net Cash Inflow/(Outflow) from Financing	141.0	(138.7)	222.9	465.2	162.1	157.0
Increase / (Decrease) in Cash	33.6	19.7	39.5	274.7	58.9	185.4

Rasio Keuangan 2006 - 2011

	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F
Core Ratios						
Return on Sales (NPAT/Sales %)	3%	3%	7%	6%	6%	6%
Asset Turnover (Sales / Total Assets)	116%	132%	160%	163%	165%	168%
Asset Leverage (Total Assets/Equity)	348%	363%	320%	320%	301%	273%
Return on Equity (NPAT/Equity %)	11%	13%	34%	34%	32%	29%
Profitability						
Gross Profit / Sales (%)	23%	23%	24%	24%	24%	24%
Net Operating Profit / Sales (%)	4%	7%	10%	9%	9%	9%
Profit before Tax / Sales (%)	4%	4%	10%	9%	9%	9%
Return on Capital Employed (ROCE)	12%	28%	36%	33%	32%	32%
Return on Invested Capital (ROIC)	8%	22%	35%	35%	35%	33%
Return on Assets (NPAT/Assets %)	3%	4%	11%	11%	11%	11%
Operating Efficiency						
Inventory Days	154.82	156.29	129.7	126.9	124.0	121.2
Trade Receivables (Debtor) Days	61.61	61.57	50.6	49.5	48.4	47.3
Creditors Days	80.75	128.29	93.3	88.0	85.3	85.3
Funding Gap Debtors+Inventory-Creditors	135.68	89.56	86.9	88.3	87.1	83.2
Financial Structure						
Current Ratio	1.11	1.15	1.31	1.36	1.38	1.34
Quick Ratio (Acid Test)	0.46	0.48	0.54	0.56	0.57	0.55
Cash Ratio	0.11	0.11	0.13	0.14	0.14	0.13
Working Capital (Thousands)	77.7	135.2	311.2	458.3	568.4	599.1
Gross Gearing (%)	166.6%	114.8%	92.4%	82.0%	69.5%	60.7%
Net Gearing (%)	144.0%	88.2%	69.1%	58.8%	47.8%	41.2%
Solvency (Operating Profit/Interest Expense)	1.5	4.0	30.5	29.4	43.5	68.7
D/E Ratio	1.7	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
Debt/EBITDA	4.2	1.9	1.4	1.3	1.1	1.1
Cashflow Ratios						
EBITDA / Sales (%)	9.8%	12.4%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
Net Operating Cash Flow/Sales	16.1%	15.6%	5.9%	7.1%	8.9%	10.8%
Cash Flow before Financing/Sales	-7.7%	8.7%	-6.5%	-5.0%	-2.2%	0.5%
Growth Formulas						
R = Retained Earnings / Sales	0.1%	1.9%	6.1%	4.7%	4.6%	4.3%
G = Sales Growth %	-1.9%	30.8%	55.0%	35.0%	24.0%	15.0%
T = Current Assets / Sales	56%	56%	46%	45%	44%	43%
Growth funded by RE = R / G * T	(0.02)	0.04	0.05	0.06	0.08	0.12
Profit Margin (P)	2.8%	2.7%	6.7%	6.5%	6.4%	6.3%
Retained Earnings (R)	2.00	71.16	90.85	73.18	71.63	68.94
Asset Turnover (A)	116%	132%	160%	163%	165%	168%
Asset Equity (T)	3.49	4.00	6.31	4.25	3.91	3.40
Sustainable Growth (PRAT)	0%	10%	61%	33%	30%	25%

Free Cash Flows	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F
Earnings	58.2	136.6	189.3	247.1	304.8	343.4
Depresiasi	78.3	90.0	74.8	116.7	157.6	195.4
? Working Capital	(126.1)	57.5	176.0	147.1	110.0	30.8
Cashflow from operation	262.6	169.1	88.1	216.6	352.3	508.0
Capital Expenses	222.2	31.3	296.1	288.6	267.2	207.0
Free Cash Flow	40.3	137.8	(208.0)	(72.0)	85.2	300.9

10 Years Valuations Model

Assumptions

Current Stock Price	2025
Share outstanding (Bill)	0.84
next year's free cash flow	(208.0)
Perpetuity growth rate (g)	3%
Discount Rate R	13.44%

Rf	9.75%	Cost Of Debt	Interest	13.0%
B	0.7	(1-Tax)	8.8%	
Rm	21.10%			
COE	18%	WACC	13.44%	
Equity	552.8			
Debt	510.9			
Debt+Equity	1063.7			

Forecast free cash flow (FCF) for the next 10 years, discount it and summing up

assumed constant growth rate: 5%

Free cash inflow in Rupiah Billions

Year	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Free Cash flow	(208.0)	(72.0)	85.2	300.9	389.6	521.9	480.9	494.3	517.8	526.5
Discount Factor	88%	78%	68%	60%	53%	47%	41%	36%	32%	28%
Discounted FCF	(183.4)	(55.9)	58.3	181.7	207.3	244.9	198.9	180.2	166.4	149.2
	(218)	(67)	69	216	247	292	237	215	198	178

TOTAL FCF: 1,147.7

Calculate the perpetuity value and discount it to the present

Perpetuity Value: 5,193

Discounted perpetuity: 1,471

Calculate Equity Value

Equity Value (milion) 2,619

Margin of Safety Level : 10%

Intrinsic Value 3,118

Current Price/ Value: 65%

Intrinsic Value with disc 2,806

Current Price/ Disc Value 72%

Potential Gain (Loss) 38.57%

RESEARCH TEAM

Bernhard S. Kusumah
Head of Research
bernhard@erdikha.com
Ext. 771

Bregas Ekananto
Research Analyst
Bregas@erdikha.com
Ext. 785

Dedy Hendrawan
Fixed Income Analyst
dedy@erdikha.com
Ext. 202

Joseph Pangaribuan
Research Associate
joseph@erdikha.com
Ext. 791

Bogi Yudianto
Research Associate
bogi@erdikha.com
Ext. 782

Yanuar Pribadi
Research Associate
yanuar@erdikha.com
Ext. 783

EQUITY DESK

Billy Pebrianto
Retail Sales Manager
Bps@erdikha.com
Ext. 261

FIXED INCOME DESK

Tono S. Hartono
Head of Fixed Income Dept.
tono@erdikha.com
Ext. 201

PT.Erdikha Elit

Sucaco Building 3rd Floor.
Jl. Kebon Sirih 71 Jakarta 10340
Indonesia
Tel : (62-21) 398-36420 (hunting)
Fax: (62-21) 315-2841/ 398-36422
Email : research@erdikha.com
Website: <http://www.erdikha.com>

Disclaimer:

The data herein is prepared for general use. It does not have regard to specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive this report. The information contained herein is believed to be reliable, its completeness and accuracy is however not guaranteed. Opinions expressed in this report are subject to change without notice, and no part of this report is to be construed as an offer, or solicitation of an offer to buy or sell any securities or financial instruments whether referred to herein or otherwise. We do not accept any liability whatsoever whether direct or indirect that may arise from the use of information contained in this report.