

# Kalbe Farma Tbk (KLBF IJ)

## FY 19 Indicative Result : Secerach Harapan Meredam Fakta Muram

KLBF berhasil mencatatkan pertumbuhan konservatif sesuai dengan *company guidance* ditopang oleh segmen distribusi sebagai kontributor terbesar bagi pendapatan. Kemudian, segmen lain memberikan kontribusi bagi pendapatan dengan porsi berbeda. Sentimen negatif yang memberikan dampak tak hanya bagi kondisi pasar tetapi juga bagi industri farmasi menjadi alasan kami untuk menurunkan target harga.

### Bottom Line FY19 di Bawah Ekspektasi Kami

Berdasarkan hasil laporan keuangan *unaudited* FY19, KLBF membukukan *top-line* mencapai Rp22.6 triliun (+7,40% y-y) sejalan dengan angka konservatif sales di level 6%-8% berdasarkan the *Company guidance*. Sementara itu, performa *top-line* sedikit melampaui ekspektasi kami. Kami meyakini pertumbuhan ini masih ditopang oleh *skim milk powder* (+5,0% y-y), *unbranded generics* (+7,1% y-y), dan pihak ketiga penjualan & distribusi (+15,7% y-y) sebagai kontributor terbesar bagi penjualan karena berhasil mencatatkan pertumbuhan signifikan. Segmen nutrisi yang kinerjanya berbanding terbalik dengan beberapa segmen di atas mencatatkan penurunan penjualan (-2,8% y-y). Kami memperkirakan penurunan ini masih dipengaruhi oleh regulasi ketat pemerintah yang mewajibkan penjual obat untuk memiliki lisensi toko obat sehingga berdampak pada penjualan produk OTC. Namun, KLBF membukukan *bottom line* yang cukup jauh di bawah ekspektasi kami sebelumnya, yaitu Rp2,4 triliun (+1,7% y-y) atau mencapai 94,3% dari estimasi kami.

### Sinyal Pelemahan Performa Muncul, Terapkan Kehati-Hatian

Dari sisi profitabilitas rasio FY19, kami mengamati penurunan pada GPM dan NPM masing-masing mencapai 45,22% dan 11,0%. Kami memprediksi penurunan ini disebabkan oleh pertumbuhan *unbranded generic* yang lebih cepat dibandingkan dengan produk yang lainnya (*licensed and branded generics*) seiring dengan peningkatan peserta program JKN (223 juta orang per Februari 2020), peningkatan harga *skim milk* dan *product mix*. Mengamati penurunan rasio profitabilitas dan pertumbuhan *top-line* yang lebih rendah dari FY18, kami merevisi naik perkiraan pendapatan FY20E dari Rp23,7 triliun ke Rp24,0 triliun (+6,2% y-y) senada dengan the *Company guidance*. Untuk perkiraan laba bersih, kami melakukan revisi ke bawah dari Rp2,77 triliun ke Rp2,61 triliun (+4,7% y-y) sejalan dengan *net profits* berdasarkan the *Company guidance* 4% - 5%.

### Kinerja Positif Semua Segmen Menjadi Harapan

Beberapa hal yang menjadi pertimbangan kami adalah volatilitas nilai tukar rupiah di tengah perlambatan ekonomi dan pelemahan daya beli masyarakat. Kami berharap segmen produk kesehatan dapat mencatatkan pertumbuhan di FY20E bersamaan dengan segmen yang lainnya. Adanya kasus COVID-19 memberikan pengaruh negatif terhadap industri farmasi. Sebagai catatan, KLBF memprediksi kecukupan bahan baku dalam pembuatan obat setidaknya sampai Juni 2020. *Worst case scenario* adalah jika wabah ini berlanjut dalam jangka panjang dipastikan produksi KLBF akan terpengaruh. Namun, himbauan pemerintah untuk menjaga kesehatan mendorong peningkatan pertumbuhan volume penjualan produk kesehatan dan suplemen serta merupakan katalis positif jangka pendek hingga menengah.

### Rating BUY dengan TP Rp1.430

Kami masih tetap merekomendasi BUY untuk KLBF dengan penurunan target harga menjadi Rp1.430 berdasarkan *forward P/E* 25,7x dan peningkatan imbal hasil 15,8% dari harga saham saat ini. Kondisi pasar yang sangat fluktuatif saat ini menyebabkan peningkatan pada COGS dan penurunan laba bersih sehingga kami merevisi target harga kami. Namun, kami mengamati KLBF masih mempertahankan efisiensi OpEx dan membukukan penjualan konservatif di tengah volatilitas ekonomi saat ini sehingga kami tetap mempertahankan Rating BUY. Risiko dari target harga kami 1) Tren pelemahan nilai tukar rupiah, 2) Peningkatan harga bahan baku dari pemasok, 3) Terganggunya pasokan bahan baku, 4) Daya beli masyarakat yang melemah.

### Kalbe Farma Tbk | Summary

		2018A	2019E	2020F	2021F
Net Sales		21,074	22,622	24,028	25,565
	<i>Sales Growth</i>	4.4%	7.3%	6.2%	6.4%
EBITDA		3,676	3,742	3,924	4,260
Net Profit		2,475	2,502	2,619	2,761
EPS (IDR)		52	53	56	64
	<i>EPS Growth</i>	2.2%	1.8%	4.7%	5.4%
BVPS		326	357	387	418
EBITDA ,margin		17.4%	16.5%	16.3%	16.7%
NPM		11.7%	11.1%	10.9%	10.8%
ROE		16.1%	15.0%	14.5%	14.1%
ROA		13.5%	12.5%	12.2%	12.0%
ROIC		15.5%	14.2%	14.0%	13.6%
P/E		32.2x	28.5x	26.8x	25.4x
P/BV		5.2x	4.3x	3.9x	3.6x
EV/EBITDA		21.0x	18.6x	17.4x	15.9x
DPS (IDR)		25	26	26	27
	<i>Dividend Yield</i>	1.5%	1.7%	1.7%	1.8%

Unit: IDR bn, %, x

Source: Company Data, Bloomberg, NHKS Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

NH Korindo Sekuritas Indonesia

## BUY

Dec 2020 TP (IDR)	1,430
Consensus Price (IDR)	1,587
TP to Consensus Price	-9.9%
vs. Last Price	+15.8%

### Shares data

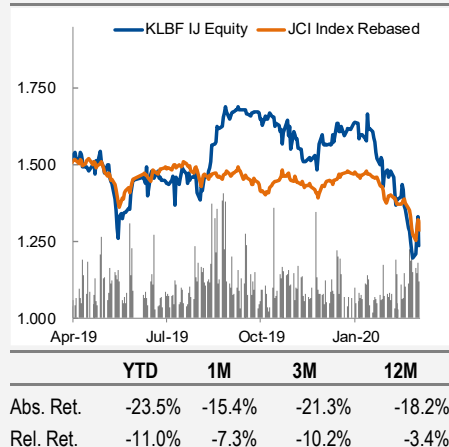
Last Price (IDR)	1,235
Price date as of	Mar 06, 2020
52 wk range (Hi/Lo)	1,690 / 1,195
Free float (%)	42.8
Outstanding sh.(mn)	46,875
Market Cap (IDR bn)	73,594
Market Cap (USD mn)	5,158
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	22.64
Avg. Trd Val - 3M (bn)	32.75
Foreign Ownership	19.9%

### Consumer Health

#### Pharmaceutical & Nutritional Products

Bloomberg	KLBF IJ
Reuters	KLBF.JK

### Share Price Performance



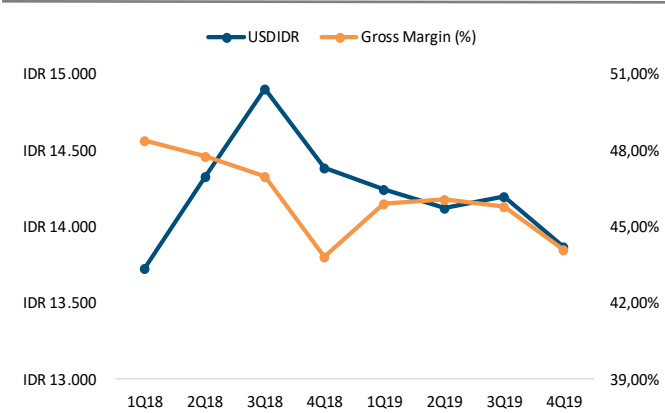
### Putu Chantika Putri Dhammayanti

(021) 5088 9129

putu.chantika@nhsec.co.id

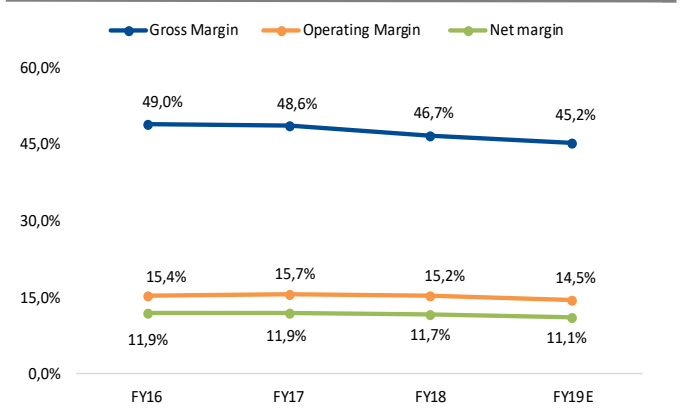
## Performance Highlights in Charts

Stronger Rupiah in FY19



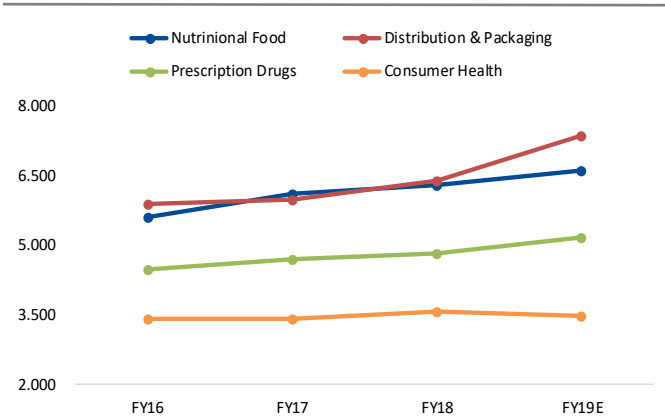
Source: Bloomberg, NHKSI Research

Downward Trends of KLB's Margin Ratios



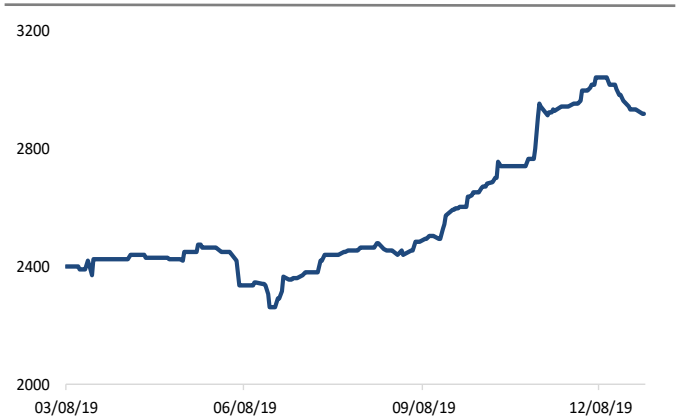
Source: Company Data, NHKSI Research

Distribution Segment Gives the Largest Contribution to KLB's Revenues (IDR Bn)



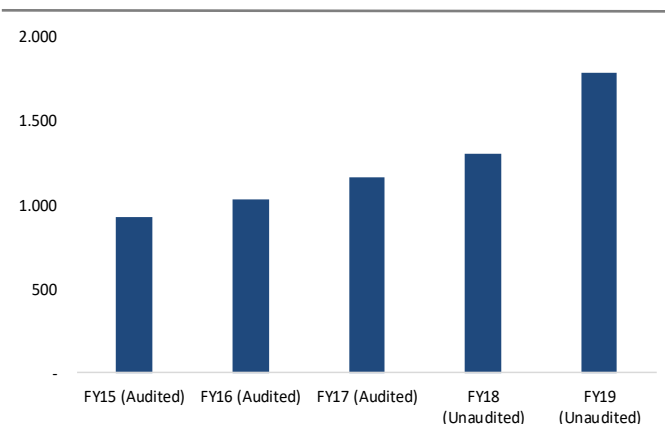
Source: Company Data, NHKSI Research

Prices of Skim Hike (EUR/Mt)



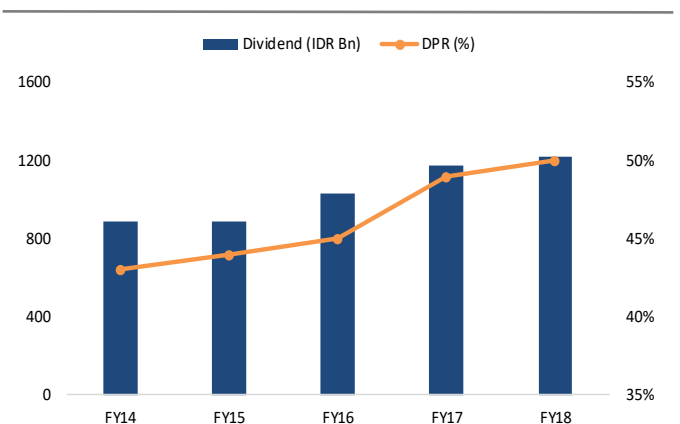
Source: Company Data, NHKSI Research

Upward trend of KLB's CapEx



Source: Company Data, NHKSI Research

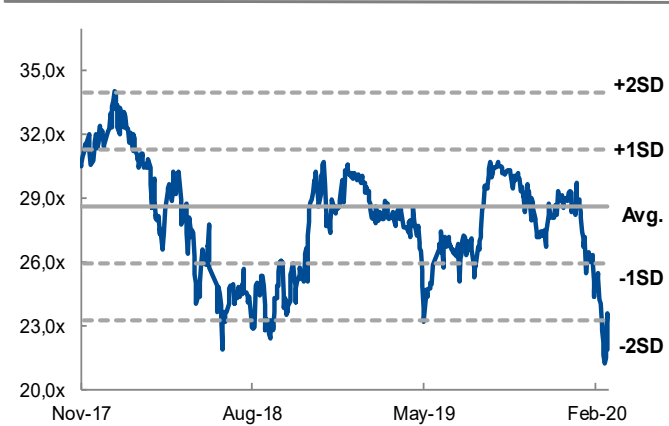
KLB's Dividend Payments



Source: Company Data, NHKSI Research

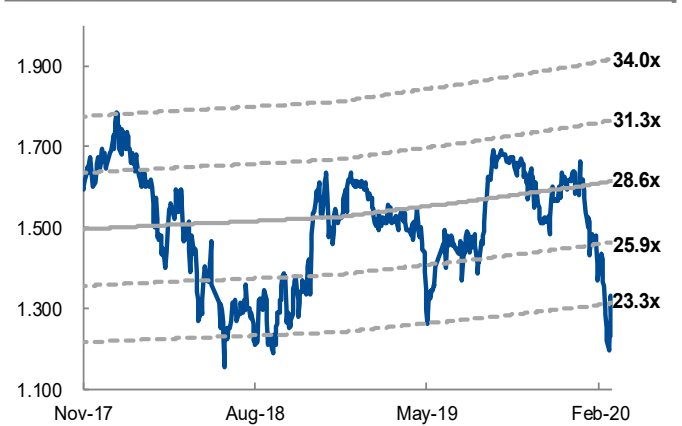
### Valuation highlights in charts

3-year forward P/E band



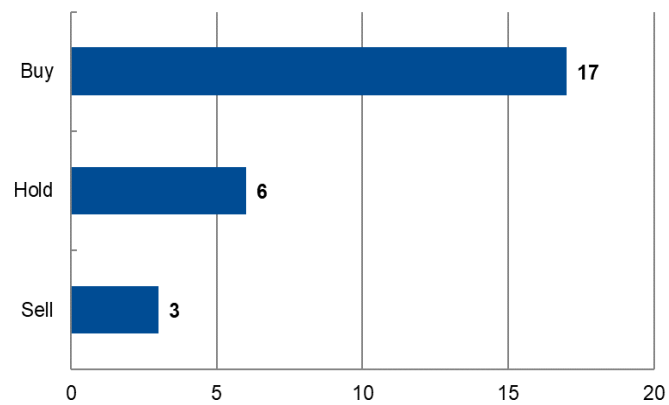
Source: Company Data, NHKSI Research

3-year dynamic forward P/E band



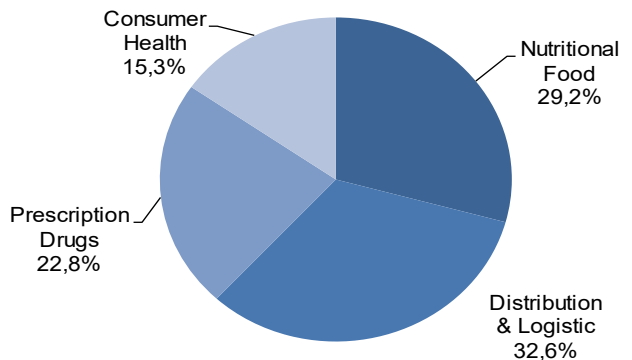
Source: Company Data, NHKSI Research

Consensus of analyst recommendation



Source: Bloomberg, NHKSI Research

KLBF's Revenue Breakdown



Source: Company Data, NHKSI Research

### Quarterly review

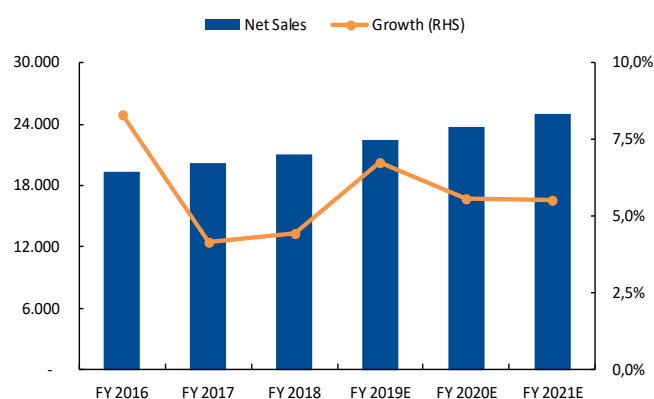
	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19					1Q20E
					Actual	Estimate	Y-Y	Q-Q	Surprise	
<b>Income statement</b>										
Net Sales	5,396	5,301	5,301	5,648	5,800	5,733	8.6	3.7	2.2%	5,744
Gross Profit	2,364	2,433	2,433	2,587	2,585	2,669	9.3	-0.1	-3.1%	2,667
EBIT	908	764	764	878	780	983	-14.1	-11.1	-20.6%	879
EBITDA	1,024	884	884	1,009	866	1,069	-15.4	-14.2	-19.0%	945
Net Profit	653	595	595	657	586	736	-10.2	-10.8	-20.4%	669
<b>Margin</b>										
Gross Margin	43.8	45.9	46.1	45.8	44.1	46.6	0.3	-1.7	-5.2%	46.2
EBIT Margin	16.8	14.4	14.8	15.5	13.3	17.1	-3.5	-2.2	-22.4%	15.2
EBITDA Margin	19.0	16.7	16.9	17.9	14.8	18.6	-4.3	-3.1	-20.7%	16.4
Net Profit Margin	12.1	11.2	11.4	11.6	10.0	12.8	-2.1	-1.6	-22.1%	11.6

Unit: IDR bn, %, USD/ton  
Source: Company Data, NHKSI Research

## Sekilas tentang Perusahaan

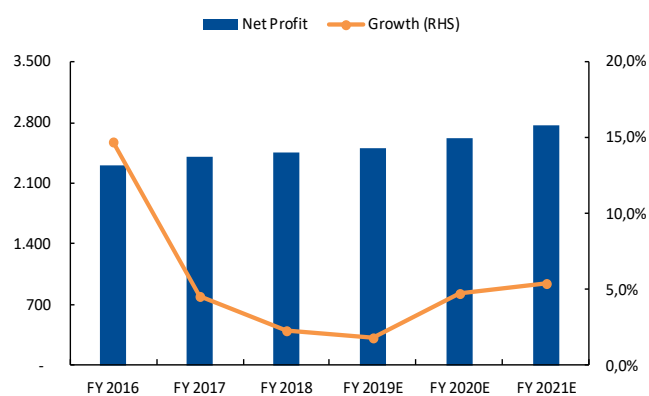
- PT Kalbe Farma Tbk (KLBF IJ) yang didirikan pada 1966 adalah perusahaan swasta Indonesia yang bergerak di industri farmasi.
- Pendapatan KLBF dikontribusikan oleh 4 segmen, yakni obat resep, produk kesehatan, nutrisi, serta distribusi dan logistik.
- Beberapa anak KLBF yang cukup dikenal, yaitu Bintang Toedjoe, Saka Farma, Enseval Putera Megatrading (EPMT IJ), Kalbe Morinaga, Sanghiang Perkasa, Kalbe Blackmores Nutrition, Kalbe International Pte. Ltd.
- Selain ekspansi pembangunan dua pabrik baru pada awal 2019, KLBF juga mendorong pengembangan ekosistem di bidang kesehatan. KLBF menggandeng Grab Indonesia untuk mendukung sinergi antarlayanan-layanan berbasis digital milik KLBF, seperti Kalbe Home Delivery, klikdokter.com, dan kalbestore.com.

### Revenue and Growth Movement



Source: Company Data, NHKSI Research

### Earnings and Growth Movement



Source: Company Data, NHKSI Research

### Asia pharmaceutical companies peers analysis

Company	Market Cap	Asset	Sales	Net Profit LTM	Net Profit Growth LTM	Net Profit Margin	ROE	P/E LTM	P/BV
<b>Indonesia</b>									
Kalbe Farma	5,217	1,258	1,552	179	5.8	11.6	17.6	28.7	4.8
Kimia Farma	707	785	582	16	-35.5	2.8	4.7	42.9	1.4
<b>India</b>									
Laurus Labs Ltd	504	481	320	13	-44.06	4.2	6.2	38.3	2.3
Wockhardt Ltd	384	1,130	595	(28)	68.0	-4.7	-7.0	N/A	1.0
<b>South Korea</b>									
Hugel Inc	1,600	825	182	42	-36.4	22.9	7.4	29.1	2.2
Bukwang Pharmaceutical Co	782	443	138	(15)	N/A	-11.0	-5.1	N/A	2.8
Daewoong Co Ltd	606	1,430	1,162	36	-38.9	3.1	7.0	12.9	0.9
Sam Chun Dang Pharm Co Ltd	566	235	156	10	-12.0	6.4	7.4	56.8	4.1
<b>Taiwan</b>									
Center Laboratories Inc.	812	666	303	122	56.57	102.1	36.3	7.0	2.0
<b>Bangladesh</b>									
Renata Ltd	1,222	255	246	41	13.2	16.7	21.6	31.0	6.0

Unit: IDR bn, %, X

Source: Bloomberg, NHKS Research

## Summary of Financials

INCOME STATEMENT					PROFITABILITY & STABILITY				
(IDR bn)	2018/12A	2019/12E	2020/12E	2021/12E		2018/12A	2019/12E	2020/12E	2021/12E
<b>Net Sales</b>	<b>21.074</b>	<b>22.622</b>	<b>24.028</b>	<b>25.565</b>	ROE	16,1%	15,0%	14,5%	14,1%
<i>Growth</i>	4,4%	7,3%	6,2%	6,4%	ROA	13,5%	12,5%	12,2%	11,9%
COGS	(11.226)	(12.338)	(13.118)	(13.913)	ROIC	15,5%	14,2%	14,0%	13,6%
<b>Gross Profit</b>	<b>9.848</b>	<b>10.284</b>	<b>10.910</b>	<b>11.652</b>	Cash Dividend (IDR bn)	1.172	1.219	1.220	1.277
<i>Gross Margin</i>	46,7%	45,5%	45,4%	45,6%	Dividend Yield	1,5%	1,7%	1,7%	1,8%
Operating Expenses	(6.635)	(7.004)	(7.449)	(8.027)	Payout Ratio	47,7%	48,7%	46,6%	46,3%
<b>EBIT</b>	<b>3.213</b>	<b>3.280</b>	<b>3.461</b>	<b>3.625</b>	DER	2,3%	4,2%	2,8%	2,3%
<i>EBIT Margin</i>	15,2%	14,5%	14,4%	14,2%	Net Gearing	2,5%	4,5%	3,0%	2,4%
Depreciation	463	462	463	635	LT Debt to Equity	1,7%	3,4%	1,6%	1,3%
<b>EBITDA</b>	<b>3.676</b>	<b>3.742</b>	<b>3.924</b>	<b>4.260</b>	Capitalization Ratio	2,3%	4,1%	2,7%	2,3%
<i>EBITDA Margin</i>	17,4%	16,5%	16,3%	16,7%	Equity Ratio	84,3%	83,6%	84,1%	84,8%
Interest Expenses	(20)	(31)	(61)	(42)	Debt Ratio	2,0%	3,5%	2,4%	2,0%
<b>EBT</b>	<b>3.306</b>	<b>3.366</b>	<b>3.524</b>	<b>3.715</b>	Financial Leverage	99,2%	100,8%	99,5%	99,2%
Income Tax	(809)	(825)	(863)	(910)	Current Ratio	465,8%	472,6%	435,2%	443,5%
Minority Interest	(40)	(40)	(42)	(44)	Par Value (IDR)	10	10	10	10
<b>Net Profit</b>	<b>2.457</b>	<b>2.502</b>	<b>2.619</b>	<b>2.761</b>	Total Shares (mn)	46.875	46.875	46.875	46.875
<i>Growth</i>	2,2%	1,8%	4,7%	5,4%	Share Price (IDR)	1.690	1.520	1.495	1.495
<i>Net Profit Margin</i>	11,7%	11,1%	10,9%	10,8%	Market Cap (IDR tn)	79,2	71,3	70,1	70,1

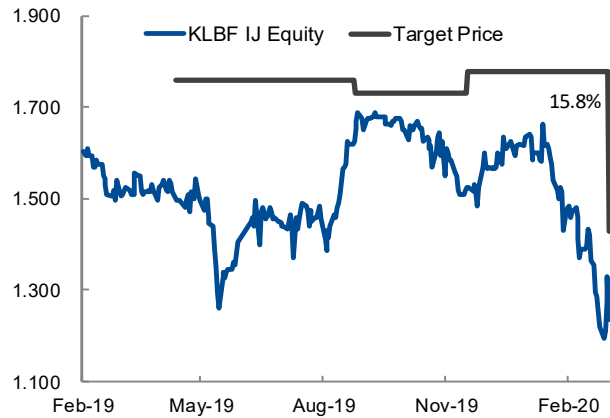
BALANCE SHEET					VALUATION INDEX				
(IDR bn)	2018/12A	2019/12E	2020/12E	2021/12E		2018/12A	2019/12E	2020/12E	2021/12E
Cash	3.153	3.442	3.797	4.221	Price /Earnings	32,2x	28,5x	26,8x	25,4x
Receivables	3.256	3.450	3.279	3.488	Price /Book Value	5,2x	4,3x	3,9x	3,6x
Inventories	3.475	3.841	3.971	4.212	Price/Sales	3,8x	3,1x	2,9x	2,7x
<b>Total Current Assets</b>	<b>10.648</b>	<b>11.264</b>	<b>11.791</b>	<b>12.559</b>	PE/EPS Growth	14,5x	15,7x	5,7x	4,7x
Net Fixed Assets	6.253	7.498	8.534	9.352	EV/EBITDA	21,0x	18,6x	17,3x	15,8x
Other Non Current Assets	1.245	1.231	1.225	1.221	EV/EBIT	24,0x	21,2x	19,6x	18,6x
<b>Total Assets</b>	<b>18.146</b>	<b>19.994</b>	<b>21.550</b>	<b>23.132</b>	EV (IDR bn)	77.210	69.447	67.724	67.244
Payables	1.290	1.218	1.401	1.486	Sales CAGR (3-Yr)	5,6%	5,3%	6,0%	6,7%
ST Bank Loan	97	134	227	195	EPS CAGR (3-Yr)	7,0%	2,8%	2,9%	4,0%
LT Debt	260	573	285	261	Basic EPS (IDR)	52	53	56	59
<b>Total Liabilities</b>	<b>2.852</b>	<b>3.272</b>	<b>3.310</b>	<b>3.408</b>	Diluted EPS (IDR)	52	53	56	59
Capital Stock & APIC	435	435	435	435	BVPS (IDR)	326	357	387	418
Retained Earnings	14.073	15.356	16.756	18.240	Sales PS (IDR)	450	483	513	545
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>15.295</b>	<b>16.722</b>	<b>18.122</b>	<b>19.606</b>	DPS (IDR)	25	26	26	27

CASH FLOW STATEMENT					OWNERSHIP			
(IDR bn)	2018/12A	2019/12E	2020/12E	2021/12E	By Geography	% Shareholders	%	
Operating Cash Flow	2.843	2.691	3.144	3.206	Indonesia	80,1	Gira Sole Prima	10,2
Investing Cash Flow	(1.400)	(1.661)	(1.372)	(1.449)	United States	7,3	Santa Seha Sanadi	9,7
Financing Cash Flow	(1.074)	(741)	(1.416)	(1.333)	United Kingdom	5,6	Diptanala Bahana	9,5
<b>Net Changes in Cash</b>	<b>369</b>	<b>289</b>	<b>355</b>	<b>424</b>	Canada	2,5	Ladang Ira Panen	9,5

Source: Company Data, NHKS Research

**Closing and target price update**



Source: NHKSI Research

**Rating and target price update**

Date	Rating	Target price	Consensus
2019.04.15	Buy	IDR1,730 (12M)	IDR1,543
2019.08.19	Hold	IDR1,730 (12M)	IDR1,565
2019.11.22	Buy	IDR1,780 (12M)	IDR1,737
2020.03.06	Buy	IDR1,430 (12M)	IDR1,587

Source: NHKSI Research

**NHKS stock ratings**

- Based on a stock's forecasted absolute return over a period of 12 months from the date of publication.
- Buy: greater than +15%, Hold: -15% to +15%, Sell: less than -15%.
- This document is strictly confidential and is being supplied to you solely for your information. The recipients of this report must make their own independent decisions regarding any securities or financial instruments mentioned herein. This document may not be quoted, reproduced, exhibited, redistributed, transmitted, edited, translated, or published, in whole or in part, for any purpose without notice. Any failure to comply with this restriction may constitute a violation of civil or criminal laws.

---

**DISCLAIMER**

This report and any electronic access hereto are restricted and intended only for the clients and related entities of PT NH Korindo Sekuritas Indonesia. This report is only for information and recipient use. It is not reproduced, copied, or made available for others. Under no circumstances is it considered as a selling offer or solicitation of securities buying. Any recommendation contained herein may not suitable for all investors. Although the information hereof is obtained from reliable sources, its accuracy and completeness cannot be guaranteed. PT NH Korindo Sekuritas Indonesia, its affiliated companies, employees, and agents are held harmless from any responsibility and liability for claims, proceedings, action, losses, expenses, damages, or costs filed against or suffered by any person as a result of acting pursuant to the contents hereof. Neither is PT NH Korindo Sekuritas Indonesia, its affiliated companies, employees, nor agents are liable for errors, omissions, misstatements, negligence, inaccuracy contained herein. All rights reserved by PT NH Korindo Sekuritas Indonesia.

---