

Kalbe Farma Tbk (KLBF IJ)

Tetap Konservatif selama Masa Sulit

KLBF membukukan pertumbuhan top-line dan bottom line pada 1Q20. Pertumbuhan tersebut ditopang oleh semua segmenya yang berhasil mencatatkan kinerja yang baik. Pada sisi margin, GPM dan OPM mencatatkan kontraksi dipicu oleh peningkatan pada COGS. Berbanding terbalik dengan NPM yang mencatatkan peningkatan disebabkan oleh Opex yang lebih rendah serta keuntungan dari valas. Pada 2Q20, kami memproyeksikan KLBF akan menghadapi tantangan yang disebabkan pandemi covid-19. Namun, kami masih mempertahankan estimasi kami untuk FY20 dengan laju pertumbuhan yang konservatif.

Kinerja 1Q20 Sesuai dengan Ekspektasi

KLBF membukukan pertumbuhan top-line mencapai 8,0% atau sebesar Rp5,7 triliun pada 1Q20 dan mencapai 23,8% dari perkiraan kami. Sementara itu, KLBF melaporkan bottom-line sebesar Rp669 miliar (+12,5 y-y) dipicu oleh Opex yang lebih rendah dan keuntungan dari valas. Adanya pandemi Covid-19 ini menyebabkan KLBF memutuskan untuk lebih fokus terhadap aktivitas R&D dan menahan kegiatan promosinya. Sebagai catatan, biaya R&D meningkat sebesar 8,1% menjadi Rp57 miliar. Berdasarkan margin, GPM mencatatkan penurunan 140 bps ke 45,2% seiring dengan adanya peningkatan pada COGS. Adapun hal ini menyabkan OPM mencatatkan penurunan tipis sebesar 20 bps menjadi 14,1%. Namun, KLBF berhasil mencatatkan peningkatan NPM sebesar 50bps menjadi 11,5%. Disisi lain, kami juga Untuk FY20, kami masih mempertahankan estimasi kami dengan laju pertumbuhan yang konservatif pada laba bersih sekitar 4% -5%

Performa Segment : Semua Segmen Berkinerja Positif

Secara keseluruhan semua segmen berkinerja dengan baik. Detail segmen 1Q20 adalah sebagai berikut : 1) segmen distribution tetap menjadi kontributor utama pendapatan KLBF sebesar 31,1% dari total pendapatan dan tumbuh 13,5% y-y menjadi Rp1,8 triliun. Pertumbuhan GPM adalah 24,2% y-y, mencatatkan kontraksi margin sebesar 340bps dari sebelumnya mencapai 27,6% disebabkan oleh product mix. 2) segmen nutritional foods (c.27,6% dari total pendapatan) membukukan pendapatan sebesar Rp1,6 triliun atau meningkat mencapai 5,4%. GPM relatif stabil pada 54,2% pada 1Q20 dan 1Q19. 3) segmen prescription drugs (c.24,1% dari total pendapatan) tumbuh melambat sebesar 5,3% y-y menjadi Rp1,3 triliun. Kami melihat segmen ini sedikit mengalami tekanan disebabkan oleh penurunan jumlah pasien dan penjualan produk karena keterbatasan mobilitas serta harga obat generik yang semakin ekonomis. 4) segmen consumer health (c. 17,2% dari total pendapatan) mencatatkan peningkatan hingga 6,9% y-y menjadi Rp986 miliar dengan GPM yang ekspansi sebesar 60bps menjadi 56,1% pada 1Q20. Kami meyakini laju pertumbuhan khususnya segmen nutritional foods dan consumer health masih solid hingga 2Q20 dipicu oleh konsumsi masyarakat yang meningkat terhadap produk vitamin dan suplemen ditengah masa pandemi.

Pandangan Kami terhadap KLBF untuk 2Q20

Pandemi Covid-19 yang terjadi sejak awal tahun menyebabkan nilai tukar kurs rupiah mengalami depresiasi signifikan. Hal ini menjadi pertimbangan kami mengingat mayoritas bahan baku obat-obatan yang import. Namun, kami meyakini KLBF melakukan penyesuaian ASP untuk mengimbangi hal tersebut sehingga COGS pada 1Q20 masih terlihat cukup stabil. Selain itu, KLBF membeli stok bahan baku setidaknya untuk 6 bulan kedepan sehingga dapat meminimalisir dampak tersebut. Namun, kami melihat trend nilai tukar rupiah yang kembali cenderung menguat pada 2Q20. Disisi lain, tantangan yang dihadapi KLBF disebabkan oleh produksi Active pharmaceutical ingredients (API) di Tiongkok yang mengalami gangguan supply-chain lantaran lonjakan kebutuhan bahan baku obat-obatan di masa pandemi ini. Namun pada 2Q20, produksi API sudah kembali pulih seiring dengan kegiatan bisnis di Tiongkok yang kembali normal. Oleh karena itu, kami masih mengharapkan KLBF dapat menjaga biaya di level yang stabil terlebih KLBF juga diuntungkan dengan adanya economies of scale.

Rating BUY dengan TP Rp1.630

Kami masih tetap merekomendasi BUY untuk KLBF dengan meningkatkan target harga Rp1.630 berdasarkan forward P/E 29,0x dan peningkatan imbal hasil 17,4%. Harga saham saat ini diperdagangkan pada 25,8x P/E (-1 SD from 3-yr average). 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

	2019A	2020E	2021F	2022F
Net Sales	22,633	24,392	25,877	27,823
Sales Growth	7.4%	7.8%	6.1%	7.5%
Net Profit	2,507	2,640	2,793	2,909
EPS (IDR)	53	56	60	62
EPS Growth	2.0%	5.3%	5.8%	4.1%
NPM	11.1%	10.8%	10.8%	10.5%
ROE	15.0%	14.6%	14.2%	13.8%
ROA	12.4%	11.6%	11.4%	11.0%
P/E	30.3x	25.0x	23.7x	22.7x
P/BV	4.5x	3.7x	3.4x	3.1x
DPS (IDR)	26	24	27	29
Dividend Yield	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%

Unit: IDR bn, %, x

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

NH Korindo Sekuritas Indonesia

BUY

Dec 2020 TP (IDR)	1,630
Consensus Price (IDR)	1,491
TP to Consensus Price	+9.3%
vs. Last Price	+15.6%

Shares data

Last Price (IDR)	1,410
Price date as of	Jun 04, 2020
52 wk range (Hi/Lo)	1,690 / 865
Free float (%)	42.7
Outstanding sh.(mn)	46,875
Market Cap (IDR bn)	66.797
Market Cap (USD mn)	4,771
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	53.80
Avg. Trd Val - 3M (bn)	62.23
Foreign Ownership	18.2%

Consumer Health

Pharmaceutical & Nutritional Products

Bloomberg	KLBF IJ
Reuters	KLBF.JK

Share Price Performance



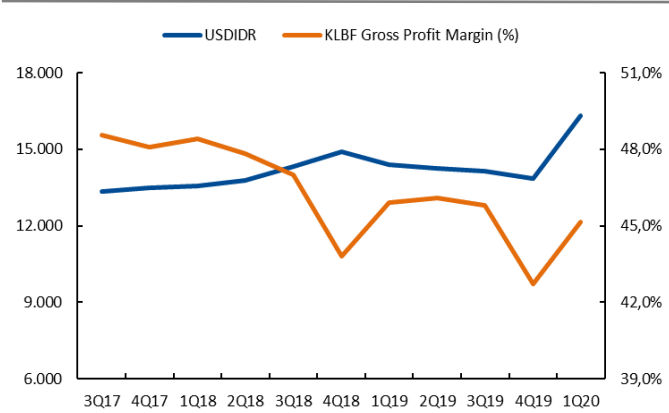
Putu Chantika Putri Dhammayanti

(021) 5088 9129

putu.chantika@nhsec.co.id

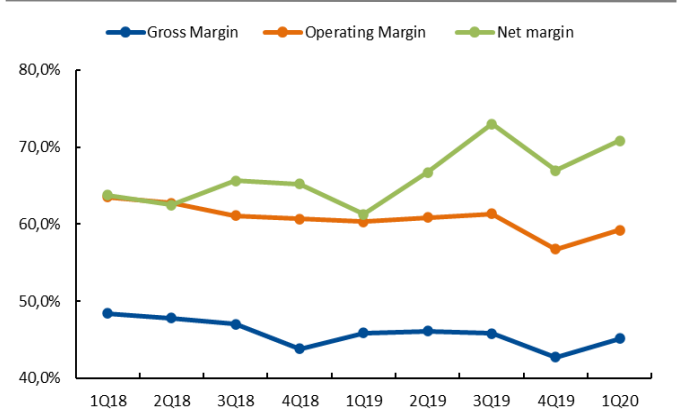
Performance Highlights in Charts

Stronger Rupiah in FY19



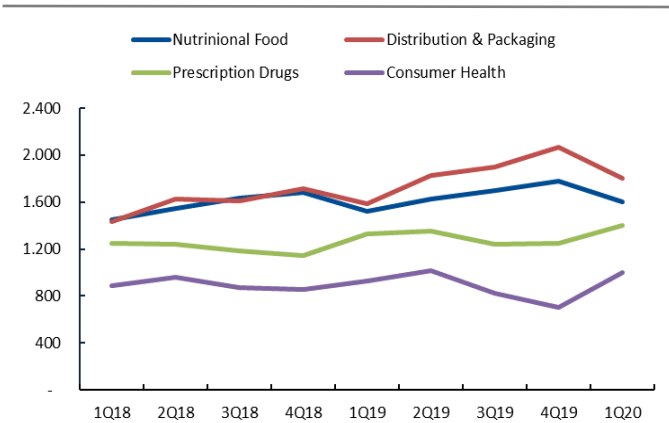
Source: Bloomberg, NHKSI Research

Upward Trends of KLB's Margin Ratios



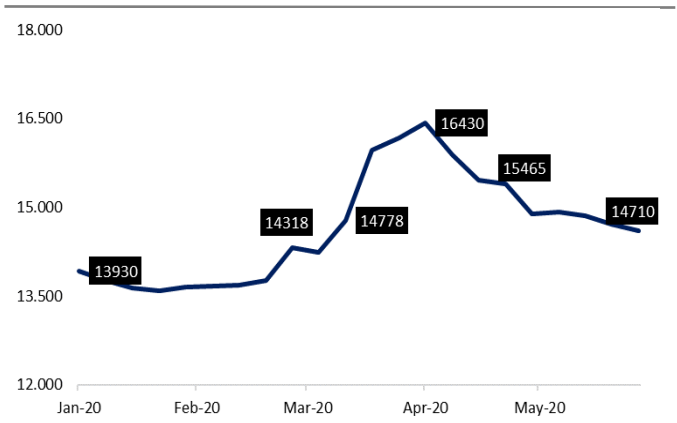
Source: Company Data, NHKSI Research

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



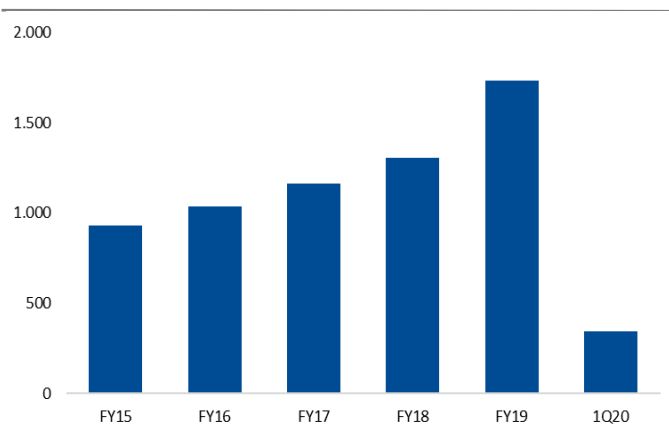
Source: Company Data, NHKSI Research

USD/IDR Trend (YTD)



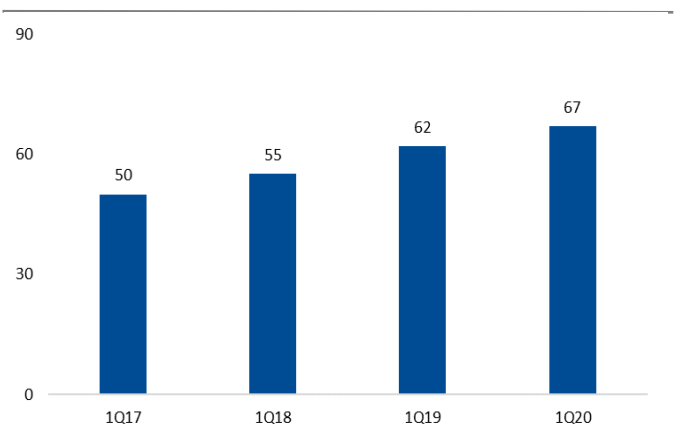
Source: NHKSI Research

KLB's Capex (in IDR Bn)



Source: Company Data, NHKSI Research

Upward Trend KLB's R&D Expense (in IDR Bn)



Source: Company Data, NHKSI Research

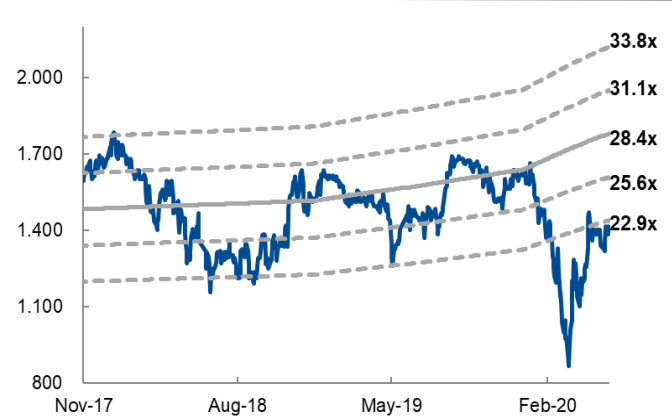
Valuation highlights in charts

3-year forward P/E band



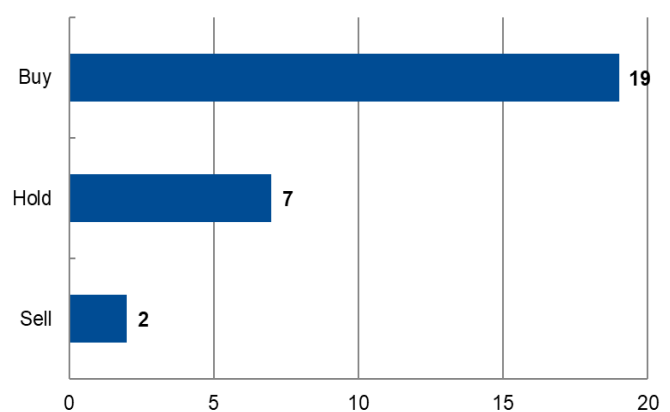
Source: Company Data, NHKSI Research

3-year dynamic forward P/E band



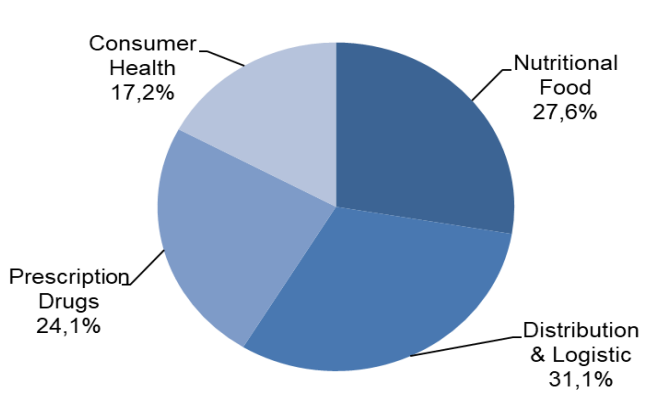
Source: Company Data, NHKSI Research

Consensus of analyst recommendation



Source: Bloomberg, NHKSI Research

KLBF's Revenue Breakdown



Source: Company Data, NHKSI Research

Quarterly review

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20					2Q20E	
					Actual	Estimate	Y-Y	Q-Q	Surprise		
Income statement											
Net Sales	5,366	5,813	5,648	5,807	5,796	5,774	8.0	-0.2	0.4%	6,146	
Gross Profit	2,498	2,679	2,587	2,480	2,617	2,667	4.8	5.5	-1.9%	2,746	
EBIT	764	858	878	815	816	879	6.8	0.1	-7.1%	779	
EBITDA	884	983	1,009	947	956	945	8.1	1.0	1.2%	901	
Net Profit	595	663	657	591	669	669	12.5	13.2	0.0%	630	
Margin											
Gross Margin	46.6	46.1	45.8	42.7	45.2	46.2	-1.4	2.4	-2.2%	44.7	
EBIT Margin	14.2	14.8	15.5	14.0	14.1	15.2	-0.2	0.0	-7.5%	12.7	
EBITDA Margin	16.5	16.9	17.9	16.3	16.5	16.4	0.0	0.2	0.8%	14.7	
Net Profit Margin	11.1	11.4	11.6	10.2	11.5	11.6	0.5	1.4	-0.3%	10.2	

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.

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
Indonesia									
Kalbe Farma	4,771	1,463	1,629	182	4.8	11.2	16.3	25.9	4.1
Kimia Farma	476	1,325	665	(1)	N/A	-0.1	-0.2	N/A	0.9
India									
Laurus Labs Ltd	671	498	401	36	172.25	9.0	15.3	19.8	2.9
Wockhardt Ltd	375	1,085	401	(6)	77.69	-1.5	-1.6	N/A	1.1
South Korea									
Hugel Inc	1,503	775	166	31	-42.5	18.7	5.1	47.4	2.5
Bukwang Pharmaceutical Co	1,675	336	144	(9)	N/A	-6.5	-3.2	N/A	6.8
Daewoong Co Ltd	1,195	1,444	1,164	56	141.29	4.8	11.0	16.2	1.7
Sam Chun Dang Pharm Co Ltd	744	251	156	7	-8.3	4.7	5.6	101.0	5.5
Taiwan									
Center Laboratories Inc.	1,108	764	45	4	-97.46	9.9	1.0	195.6	2.4
Bangladesh									
Renata Ltd	1,066	292	286	47	21.6	16.4	21.9	23.1	46.3

Unit: IDR bn, %, X

Source: Bloomberg, NHKSI Research

Summary of Financials

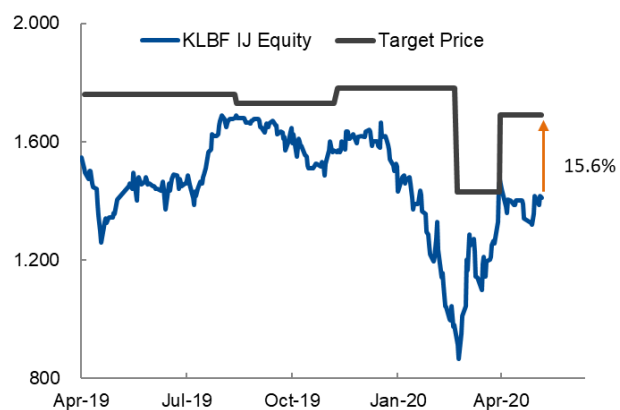
INCOME STATEMENT					PROFITABILITY & STABILITY				
(IDR bn)	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E		2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E
Net Sales	22.633	24.392	25.877	27.823	ROE	15,0%	14,6%	14,2%	13,8%
<i>Growth</i>	7,4%	7,8%	6,1%	7,5%	ROA	12,4%	11,6%	11,4%	11,0%
COGS	(12.390)	(13.561)	(14.641)	(15.896)	ROIC	14,1%	12,9%	12,6%	12,2%
Gross Profit	10.243	10.832	11.236	11.926	Cash Dividend (IDR bn)	1.219	1.128	1.287	1.362
<i>Gross Margin</i>	45,3%	44,4%	43,4%	42,9%	Dividend Yield	1,6%	1,7%	1,9%	2,1%
Operating Expenses	(6.928)	(7.534)	(7.711)	(8.236)	Payout Ratio	48,6%	42,7%	46,1%	46,8%
EBIT	3.315	3.298	3.525	3.691	DER	4,9%	6,9%	8,5%	8,6%
<i>EBIT Margin</i>	14,6%	13,5%	13,6%	13,3%	Net Gearing	5,2%	7,3%	9,0%	9,0%
Depreciation	508	529	674	654	LT Debt to Equity	3,9%	4,5%	8,3%	7,3%
EBITDA	3.823	3.827	4.199	4.345	Capitalization Ratio	4,7%	6,5%	7,8%	7,9%
<i>EBITDA Margin</i>	16,9%	15,7%	16,2%	15,6%	Equity Ratio	82,4%	79,2%	79,8%	79,8%
Interest Expenses	(31)	(62)	(102)	(137)	Debt Ratio	4,0%	5,5%	6,8%	6,9%
EBT	3.397	3.526	3.731	3.886	Financial Leverage	102,2%	104,1%	99,3%	100,0%
Income Tax	(859)	(859)	(852)	(901)	Current Ratio	435,5%	340,8%	439,1%	407,5%
Minority Interest	(31)	(35)	(37)	(38)	Par Value (IDR)	10	10	10	10
Net Profit	2.507	2.640	2.793	2.909	Total Shares (mn)	46.875	46.875	46.875	46.875
<i>Growth</i>	2,0%	5,3%	5,8%	4,1%	Share Price (IDR)	1.620	1.410	1.410	1.410
<i>Net Profit Margin</i>	11,1%	10,8%	10,8%	10,5%	Market Cap (IDR tn)	75,9	66,1	66,1	66,1

BALANCE SHEET					VALUATION INDEX				
(IDR bn)	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E		2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E
Cash	3.236	3.393	3.655	4.078	Price /Earnings	30,3x	25,0x	23,7x	22,7x
Receivables	3.573	3.043	3.509	3.773	Price /Book Value	4,5x	3,7x	3,4x	3,1x
Inventories	3.753	4.108	4.244	4.608	Price/Sales	3,4x	2,7x	2,6x	2,4x
Total Current Assets	11.223	12.231	13.140	14.168	PE/EPS Growth	15,0x	4,7x	4,1x	5,5x
Net Fixed Assets	7.666	9.226	10.022	10.926	EV/EBITDA	19,5x	17,0x	15,5x	14,9x
Other Non Current Assets	1.376	1.398	1.409	1.415	EV/EBIT	22,5x	19,7x	18,5x	17,6x
Total Assets	20.265	22.855	24.571	26.509	EV (IDR bn)	74.428	64.967	65.124	64.853
Payables	1.216	1.579	1.480	1.607	Sales CAGR (3-Yr)	5,3%	6,5%	7,1%	7,1%
ST Bank Loan	169	426	37	283	EPS CAGR (3-Yr)	2,9%	3,2%	4,4%	5,1%
LT Debt	648	823	1.630	1.536	Basic EPS (IDR)	53	56	60	62
Total Liabilities	3.559	4.756	4.967	5.357	Diluted EPS (IDR)	53	56	60	62
Capital Stock & APIC	435	435	435	435	BVPS (IDR)	356	386	418	451
Retained Earnings	15.361	16.646	18.152	19.699	Sales PS (IDR)	483	520	552	594
Shareholders' Equity	16.706	18.099	19.604	21.151	DPS (IDR)	26	24	27	29

CASH FLOW STATEMENT					OWNERSHIP			
(IDR bn)	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E	By Geography	% Shareholders	%	
Operating Cash Flow	2.674	2.869	2.613	3.196	Indonesia	81,8	Gira Sole Prima	10,2
Investing Cash Flow	(1.940)	(1.918)	(1.481)	(1.564)	United States	7,0	Santa Seha Sanadi	9,9
Financing Cash Flow	(636)	(724)	(870)	(1.209)	United Kingdom	3,3	Diptanala Bahana	9,5
Net Changes in Cash	98	226	262	423	Canada	2,4	Lucasta Mumi Cemerlang	9,5

Source: Company Data, NHKSI 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
2020.06.04	Buy	IDR1,630 (12M)	IDR1,491

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.
