

Laba KLBF 2Q20 telah melebihi ekspektasi kami, dengan pertumbuhan yang moderat di segmen distribusi dan kesehatan konsumen, tetapi masih dibebani oleh segmen obat resep dan nutrisi. Kami juga berpikir katalis baru yaitu pengembangan vaksin akan memiliki efek pisau bermata ganda pada KLBF. Sementara itu, kami mengharapkan paruh kedua tahun 2020 yang lebih baik pada pendapatan maupun laba, karena itu kami mempertahankan rekomendasi BUY.

Hasil 2Q20: Laba Melebihi Ekspektasi Kami

Kalbe Farma (KLBF) mencatat pertumbuhan pendapatan -0,1% YoY dan pertumbuhan laba bersih 8,3% YoY di 2Q20. Secara kumulatif, KLBF membukukan pendapatan sebesar Rp11,6 triliun (+ 3,8% YoY) dan laba bersih Rp1,4 triliun (+ 10,1% YoY). Di tengah kuartal yang menantang, pendapatan KLBF terutama didorong oleh segmen distribusi dan segmen kesehatan konsumen. Segmen distribusi KLBF sebagai penyumbang pendapatan terbesar (c. 34%), masih melaporkan kinerja positif dengan + 7,2% di 2Q20, lebih rendah dibandingkan dengan 12,4% di 2Q19. Kami yakin lambatnya pertumbuhan segmen distribusi disebabkan beberapa daerah di Indonesia menerapkan pembatasan sosial skala besar (PSBB), yang menjadi tantangan utama bagi segmen distribusi. Selanjutnya, segmen produk kesehatan mencatatkan pertumbuhan penjualan yang kuat pada 2Q20, meningkat sebesar 6,2% YoY (vs. 5,9% YoY), didukung oleh salah satu produknya yaitu Promag yang memiliki penjualan musiman lebih baik selama periode puasa. Namun, obat resep telah mencatat penurunan yang signifikan sebesar -13,6% YoY menjadi Rp 1,1 triliun di 2Q20, yang kami percaya disebabkan oleh kekhawatiran masyarakat untuk berobat ke rumah sakit. Selain itu, segmen nutrisi juga mencatatkan sedikit penurunan pendapatan sebesar -0,6% YoY menjadi Rp1,6 triliun.

Pandangan Optimis Tahun Ini

Terlepas dari tantangan dan ketidakpastian yang sangat besar yang akan dihadapi sepanjang tahun ini, pandangan kami dalam jangka panjang tetap optimis. Kami masih mengharapkan pendapatan dan laba bersih untuk FY20F tetap mencatatkan pertumbuhan rendah sebesar satu digit. Pertumbuhan ini juga harus sejalan dengan ekspektasi pemulihan segmen distribusi KLBF yang diharapkan mampu mencapai pertumbuhan *double digit*, seiring dengan keputusan pemerintah untuk melonggarkan pembatasan mulai 3Q20. Selain itu, salah satu katalis baru untuk KLBF berasal dari kolaborasi dengan Genexine (sebuah perusahaan farmasi dari Korea Selatan) untuk mengembangkan vaksin DNA Genexine GX-19. Sebagai catatan, saat ini KLBF sedang mempersiapkan proses uji klinis fase 2 di Indonesia dan memprediksi vaksin Covid-19 akan didistribusikan pada pertengahan 2021 jika semuanya berjalan dengan lancar.

Pertahankan Rekomendasi BUY dengan TP lebih tinggi di Rp1,870

Kami mempertahankan rekomendasi BUY kami untuk KLBF dengan target harga yang lebih tinggi di Rp1.870 (sebelumnya 1.630). Kami menurunkan target harga kami dengan menerapkan target P/E sekitar 34,0x (+0,2SD dari rata-rata P/E 3 tahun). Kami yakin pertumbuhan jangka panjang KLBF tetap selaras. Risiko target harga kami termasuk pengembangan vaksin mungkin memakan waktu lebih lama dari yang diharapkan, nilai tukar rupiah melemah, beberapa negara yang mungkin kembali *lockdown* mengakibatkan gangguan bahan baku, dan daya beli yang lemah.

Kalbe Farma Tbk | Summary

	2019A	2020E	2021F	2022F
Net Sales	22.633	23.491	24.493	25.984
<i>Sales Growth</i>	7,4%	3,8%	4,3%	6,1%
Net Profit	2.507	2.588	2.681	2.795
EPS (IDR)	53	55	57	60
<i>EPS Growth</i>	2,0%	3,2%	3,6%	4,2%
NPM	11,1%	11,0%	10,9%	10,8%
ROE	15,0%	14,1%	13,5%	13,1%
ROA	12,4%	11,2%	10,9%	10,5%
P/E	30,3x	25,5x	24,7x	23,6x
P/BV	4,5x	3,6x	3,3x	3,1x
DPS (IDR)	26	20	27	28
<i>Dividend Yield</i>	1,6%	1,4%	1,9%	2,0%

Unit: IDR bn, %, x

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

BUY

Dec 2020 TP (IDR)	1,870
Consensus Price (IDR)	1,683
TP to Consensus Price	+11.1%
vs. Last Price	+15.1%

Shares data

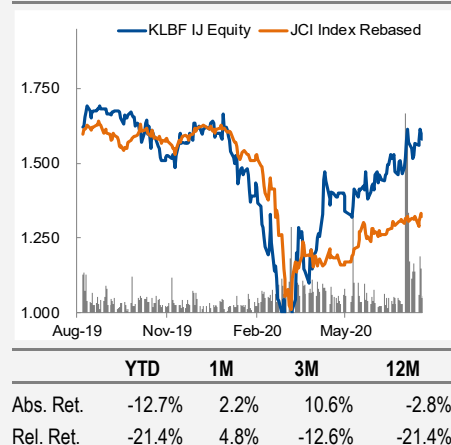
Last Price (IDR)	1,625
Price date as of	Aug 13, 2020
52 wk range (Hi/Lo)	1,690 / 865
Free float (%)	42.7
Outstanding sh.(mn)	46,875
Market Cap (IDR bn)	76.172
Market Cap (USD mn)	5,111
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	60.08
Avg. Trd Val - 3M (bn)	91.57
Foreign Ownership	18.2%

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

Valuation highlights in charts

3-year forward P/E band



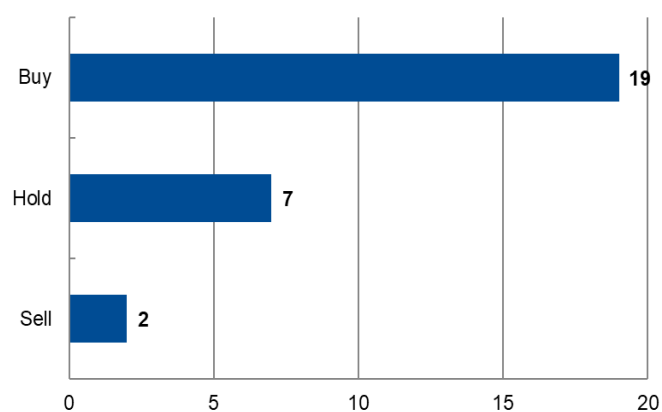
Source: Company Data, NHKSI Research

3-year dynamic forward P/E band



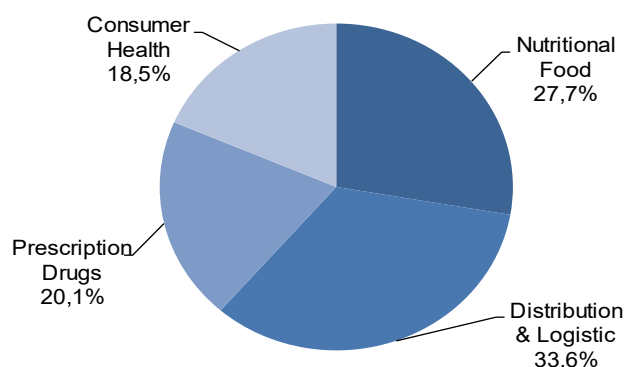
Source: Company Data, NHKSI Research

Consensus of analyst recommendation



Source: Bloomberg, NHKSI Research

KLBF's Revenue Breakdown



Source: Company Data, NHKSI Research

Quarterly review

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20					3Q20E
					Actual	Estimate	Y-Y	Q-Q	Surprise	
Income statement										
Net Sales	5.813	5.648	5.807	5.796	5.809	6.146	-0,1%	0,2%	-5,5%	5.789
Gross Profit	2.679	2.587	2.480	2.617	2.635	2.746	-1,6%	0,7%	-4,0%	2.580
EBIT	858	878	815	816	902	779	5,1%	10,5%	15,8%	756
EBITDA	983	1.009	947	956	1.058	901	7,6%	10,7%	17,4%	889
Net Profit	663	657	591	669	718	630	8,3%	7,3%	14,0%	605
Margin										
Gross Margin	46,1%	45,8%	42,7%	45,2%	45,4%	44,7%	-0,7%	0,2%	1,5%	44,6%
EBIT Margin	14,8%	15,5%	14,0%	14,1%	15,5%	12,7%	0,8%	1,4%	22,5%	13,1%
EBITDA Margin	16,9%	17,9%	16,3%	16,5%	18,2%	14,7%	1,3%	1,7%	24,3%	15,4%
Net Profit Margin	11,4%	11,6%	10,2%	11,5%	12,4%	10,3%	1,0%	0,8%	20,6%	10,5%

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	5.111	1.463	1.610	184	5,47%	11,4%	17,0%	28,9x	4,7x
Kalbe Farma	1.248	1.325	668	(1)	N/A	-0,1%	-0,2%	N/A	2,7x
Kimia Farma									
India									
Laurus Labs Ltd	1.446	1.085	401	(10)	64,42%	-2,4%	-2,6%	N/A	1,3x
Wockhardt Ltd	477	1,085	401	(6)	77.69	-1.5	-1.6	N/A	1.1
South Korea									
Hugel Inc	1.750	775	163	33	-34,32%	20,5%	5,1%	51,6x	2,9x
Bukwang Pharmaceutical Co	1.936	336	143	2	-97,83%	1,6%	-3,2%	971,1x	7,7x
Daewoong Co Ltd	1.678	1.444	1.164	39	4,46%	4,8%	11,0%	31,5x	2,3x
Sam Chun Dang Pharm Co Ltd	1.027	251	153	7	-5,84%	4,3%	5,6%	146,7x	7,3x
Taiwan									
Center Laboratories Inc.	1.117	764	37	45	-74,49%	119,2%	1,0%	22,5x	2,3x
Bangladesh									
Renata Ltd	1.229	292	286	47	21,65%	16,4%	21,9%	26,4x	53,1x

Unit: IDR bn, %, X

Source: Bloomberg, NHKSI Research

Summary of Financials

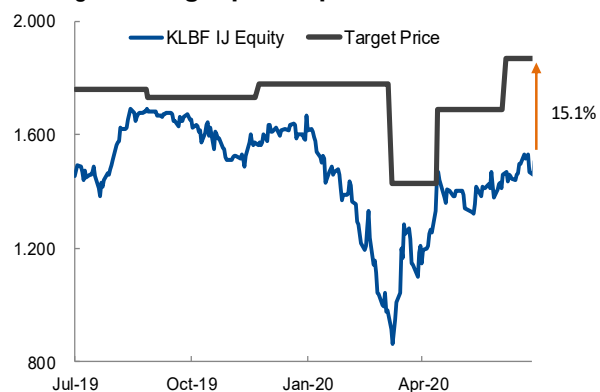
INCOME STATEMENT					PROFITABILITY & STABILITY				
(IDR bn)	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E		2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E
Net Sales	22.633	23.491	24.493	25.984	ROE	15,0%	14,1%	13,5%	13,1%
<i>Growth</i>	7,4%	3,8%	4,3%	6,1%	ROA	12,4%	11,2%	10,9%	10,5%
COGS	(12.390)	(13.033)	(13.849)	(14.782)	ROIC	14,1%	12,7%	12,1%	11,7%
Gross Profit	10.243	10.458	10.644	11.201	Cash Dividend (IDR bn)	1.219	937	1.262	1.307
<i>Gross Margin</i>	45,3%	44,5%	43,5%	43,1%	Dividend Yield	1,6%	1,4%	1,9%	2,0%
Operating Expenses	(6.928)	(7.248)	(7.299)	(7.691)	Payout Ratio	48,6%	36,2%	47,1%	46,8%
EBIT	3.315	3.210	3.345	3.510	DER	4,9%	6,8%	8,3%	9,6%
<i>EBIT Margin</i>	14,6%	13,7%	13,7%	13,5%	Net Gearing	5,2%	7,2%	8,7%	10,0%
Depreciation	508	571	656	664	LT Debt to Equity	3,9%	3,6%	3,8%	4,4%
EBITDA	3.823	3.781	4.002	4.175	Capitalization Ratio	4,7%	6,4%	7,7%	8,8%
<i>EBITDA Margin</i>	16,9%	16,1%	16,3%	16,1%	Equity Ratio	82,4%	79,8%	80,5%	79,9%
Interest Expenses	(31)	(78)	(102)	(135)	Debt Ratio	4,0%	5,4%	6,7%	7,7%
EBT	3.397	3.389	3.511	3.660	Financial Leverage	102,2%	103,2%	99,1%	100,8%
Income Tax	(859)	(859)	(763)	(790)	Current Ratio	435,5%	350,3%	355,2%	339,2%
Minority Interest	(31)	(38)	(39)	(41)	Par Value (IDR)	10	10	10	10
Net Profit	2.507	2.588	2.681	2.795	Total Shares (mn)	46.875	46.875	46.875	46.875
<i>Growth</i>	2,0%	3,2%	3,6%	4,2%	Share Price (IDR)	1.620	1.410	1.410	1.410
<i>Net Profit Margin</i>	11,1%	11,0%	10,9%	10,8%	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	3.972	4.188	4.429	Price /Earnings	30,3x	25,5x	24,7x	23,6x
Receivables	3.573	3.442	3.657	3.880	Price /Book Value	4,5x	3,6x	3,3x	3,1x
Inventories	3.753	4.517	4.394	4.690	Price/Sales	3,4x	2,8x	2,7x	2,5x
Total Current Assets	11.223	12.760	13.085	13.836	PE/EPS Growth	15,0x	7,9x	6,9x	5,6x
Net Fixed Assets	7.666	8.863	10.088	11.398	EV/EBITDA	19,5x	17,0x	16,1x	15,5x
Other Non Current Assets	1.376	1.398	1.409	1.415	EV/EBIT	22,5x	20,0x	19,3x	18,4x
Total Assets	20.265	23.021	24.582	26.649	EV (IDR bn)	74.428	64.306	64.485	64.644
Payables	1.216	1.452	1.400	1.495	Sales CAGR (3-Yr)	5,3%	5,2%	5,1%	4,7%
ST Bank Loan	169	594	887	1.104	EPS CAGR (3-Yr)	2,9%	2,5%	3,0%	3,7%
LT Debt	648	656	757	941	Basic EPS (IDR)	53	55	57	60
Total Liabilities	3.559	4.640	4.782	5.361	Diluted EPS (IDR)	53	55	57	60
Capital Stock & APIC	435	435	435	435	BVPS (IDR)	356	392	422	454
Retained Earnings	15.361	17.012	18.430	19.918	Sales PS (IDR)	483	501	523	554
Shareholders' Equity	16.706	18.381	19.800	21.287	DPS (IDR)	26	20	27	28

CASH FLOW STATEMENT					OWNERSHIP			
(IDR bn)	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E	By Geography	% Shareholders	%	
Operating Cash Flow	2.674	2.855	2.976	3.129	Indonesia	81,8	Gira Sole Prima	10,2
Investing Cash Flow	(1.940)	(1.783)	(1.892)	(1.980)	United States	7,0	Santa Seha Sanadi	9,9
Financing Cash Flow	(636)	(267)	(868)	(907)	United Kingdom	3,3	Diptanala Bahana	9,5
Net Changes in Cash	98	805	216	241	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
2020.08.10	Buy	IDR1,870 (12M)	IDR1,683

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.
