PT Kalbe Farma Tbk. (KLBF)

Distribusi Mendorong Pendapatan, Margin Jadi Penentu

Pendapatan KLBF 9M26 tumbuh +11,5% YoY menjadi Rp29,0 triliun (dari Rp26,0 triliun di 9M25), di atas run-rate proyeksi FY26F kami sebelumnya dengan pencapaian 76,4% (9M25: 73,6% dari pendapatan FY25). Pendapatan 3Q26 naik +6,6% YoY menjadi Rp9,5 triliun (dari Rp8,9 triliun di 3Q25; -3,1% QoQ), dengan segmen Distribusi & Logistik tetap menjadi motor utama, tumbuh +12,2% YoY menjadi Rp3,4 triliun. GPM menyempit menjadi 37,6% di 9M26 (vs. 40,5% di 9M25), karena laba kotor hanya naik +3,6% YoY menjadi Rp10,9 triliun akibat biaya bahan baku dan bauran produk. OPM turun menjadi 12,1% (vs. 12,8% di 9M25) dan NPM menjadi 9,4% (vs. 10,1% di 9M25), dengan laba bersih Rp2,7 triliun (+4,0% YoY), setara 73,8% dari proyeksi laba bersih FY26F kami, sesuai ekspektasi. Laba bersih 3Q26 rebound +24,5% YoY menjadi Rp817 miliar, seiring beban promosi yang turun -19,8% YoY menjadi Rp776 miliar. Kami menaikkan proyeksi pendapatan FY26F menjadi Rp39,1 triliun (sebelumnya Rp37,9 triliun) dan mempertahankan proyeksi laba bersih FY26F di Rp3,71 triliun. Kami mempertahankan rekomendasi "Buy" untuk KLBF dengan target harga tetap Rp1.100/saham.

Kinerja Keuangan 9M26 & 3Q26

- **Pertumbuhan dua digit berlanjut hingga 9M26.** Pendapatan KLBF 9M26 tumbuh +11,5% YoY menjadi Rp29,0 triliun (dari Rp26,0 triliun di 9M25), lebih cepat dari pertumbuhan +7,2% YoY di 9M25. Pendapatan 3Q26 naik +6,6% YoY menjadi Rp9,5 triliun (dari Rp8,9 triliun di 3Q25), namun turun -3,1% QoQ (dari Rp9,8 triliun di 2Q26).
- **Distribusi tetap memimpin pertumbuhan.** Di 9M26, pendapatan Distribusi & Logistik naik +21,6% YoY menjadi Rp10,6 triliun (dari Rp8,7 triliun di 9M25), sehingga kontribusinya naik menjadi 36,5% dari total pendapatan (vs. 33,4% di 9M25). Obat Resep tumbuh +6,5% YoY menjadi Rp8,2 triliun, Produk Kesehatan +9,9% YoY menjadi Rp4,0 triliun, dan Nutrisi +4,1% YoY menjadi Rp6,3 triliun. Di 3Q26, Distribusi tumbuh +12,2% YoY (-9,5% QoQ) menjadi Rp3,4 triliun, Obat Resep +5,2% YoY (+6,9% QoQ) menjadi Rp2,9 triliun, dan Produk Kesehatan +8,0% YoY (-5,0% QoQ) menjadi Rp1,2 triliun, sementara Nutrisi stagnan (-0,5% YoY, -3,4% QoQ) di Rp2,0 triliun.
- **Margin masih tertekan oleh biaya dan bauran produk.** GPM 9M26 menyempit menjadi 37,6% (vs. 40,5% di 9M25), dengan laba kotor hanya naik +3,6% YoY menjadi Rp10,9 triliun. Di 3Q26, GPM tercatat 37,8% (vs. 39,5% di 3Q25/36,8% di 2Q26), terbebani segmen Obat Resep yang GPM-nya turun menjadi 45,3% (vs. 50,0% di 3Q25) akibat biaya bahan baku berbasis USD dan bauran produk. OPM turun menjadi 12,1% di 9M26 (vs. 12,8% di 9M25), namun membaik menjadi 11,3% di 3Q26 (vs. 9,2% di 3Q25), seiring beban promosi yang turun -19,8% YoY menjadi Rp776 miliar.
- **Laba bersih bertahan dan sesuai estimasi kami.** Laba bersih 9M26 naik +4,0% YoY menjadi Rp2,7 triliun (dari Rp2,6 triliun di 9M25), setara 73,8% dari proyeksi laba bersih FY26F kami, sesuai ekspektasi, dengan NPM 9,4% (vs. 10,1% di 9M25). Laba bersih 3Q26 naik +24,5% YoY menjadi Rp817 miliar (dari Rp656 miliar di 3Q25), namun turun -8,2% QoQ (dari Rp891 miliar di 2Q26), dengan NPM 8,6% (vs. 7,4% di 3Q25/9,1% di 2Q26).

Risiko Biaya Berlanjut hingga 4Q26F

- **Pelemahan rupiah tetap menjadi risiko biaya.** Rupiah ditutup di Rp18.268/USD pada 16 November 2026, melemah sekitar 8% YoY (dari ~Rp16.700/USD di November 2025) dan dari ~Rp17.850/USD saat update 2Q26 kami. Hal ini tetap menjadi perhatian utama mengingat besarnya porsi bahan baku dalam USD, yang sudah terlihat pada penurunan GPM Obat Resep menjadi 45,3% di 3Q26 (vs. 50,0% di 3Q25), dan terutama relevan bagi segmen Nutrisi.
- **Harga minyak menaikkan biaya distribusi.** Harga Brent naik +42% QoQ ke sekitar USD 104/barel di 3Q26, dan harga BBM nonsubsidi (termasuk Dexlite) dinaikkan pada 2 September. Sejauh ini dampaknya terlihat pada biaya distribusi, bukan pada margin kotor: beban transportasi dan pengiriman naik +43,2% YoY menjadi Rp242 miliar di 3Q26 (2,5% dari pendapatan vs. 1,9% di 3Q25), sementara overhead pabrik relatif stabil. Meskipun Brent telah turun ke sekitar USD 92/barel, harga BBM bertahan di level September hingga November, sehingga biaya transportasi diperkirakan tetap setara atau di atas run-rate 3Q26.
- **Kami menaikkan proyeksi pendapatan FY26F, namun mempertahankan laba bersih.** Kami menaikkan proyeksi pendapatan FY26F menjadi Rp39,1 triliun (sebelumnya Rp37,9 triliun), karena pendapatan 9M26 sudah mencapai 76,4% dari proyeksi sebelumnya, di atas porsi 9M yang biasanya sekitar 74% pada 2023-2025, didorong Distribusi & Logistik (+21,6% YoY di 9M26), sementara pendapatan 4Q secara musiman lebih tinggi dari 3Q. Namun, kami mempertahankan proyeksi laba bersih FY26F di Rp3,71 triliun, karena sebagian besar tambahan pendapatan berasal dari segmen Distribusi yang bermargin lebih rendah, margin kotor masih tertekan oleh bahan baku berbasis USD, dan biaya distribusi terus meningkat. Laba bersih 9M26 sebesar Rp2,7 triliun setara 73,8% dari proyeksi kami, sejalan dengan run-rate historis 9M.

Mempertahankan Rekomendasi "Buy" dengan Target Harga Rp1.100

- **Kami mempertahankan rekomendasi "Buy" untuk KLBF dengan target harga tetap Rp1.100/saham (P/E FY26F 13,4x), dengan potensi kenaikan +42,9%.** Saham saat ini diperdagangkan di P/E FY26F ~9,4x, di bawah level -1 standar deviasi (12,2x) dari rentang historis 3 tahunnya, sementara target multiple kami masih jauh di bawah rata-rata 3 tahun sebesar 18,1x. Platform multi-segmen KLBF menjadi lindung nilai alami terhadap siklus di masing-masing segmen, sementara Enseval, jaringan distribusi kesehatan terbesar, tetap menjadi keunggulan kompetitifnya.
- **Risiko:** (1) pelemahan rupiah berkepanjangan yang semakin menekan GPM akibat bahan baku berbasis USD, (2) melemahnya daya beli masyarakat yang menekan volume Nutrisi dan Produk Kesehatan, (3) tekanan harga pada produk Obat Resep generik dan tender JKN, serta (4) kenaikan biaya BBM dan logistik yang menggerus margin Distribusi.

PT Kalbe Farma Tbk. | Summary (IDR Billions)

	FY25/12A	FY26/12F	FY27/12F	FY28/12F
Revenue	35,325	39,064	42,351	45,576
Growth (%y/y)	8.3%	10.6%	8.4%	7.6%
Net Profit	3,665	3,707	3,923	4,154
Growth (%y/y)	13.1%	1.2%	5.8%	5.9%
Basic EPS (IDR)	81	82	87	92
Price / Earnings	14.9	13.4	12.6	11.9
Price / Book Value	2.3	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.3	7.9	7.3	6.6
ROE	15.7%	14.3%	13.9%	13.5%
ROA	11.9%	11.3%	11.0%	10.7%

Source : Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

Update Report | 20th November 2026

BUY

Target Price (IDR)	**1,100**
Consensus Price	1,040
TP to Consensus Price	+5.8%
Potential Upside	+42.9%

Shares Data

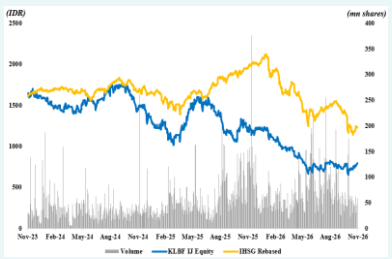
Last Price (IDR)	770
Price date as of	19th November 2026
52 wk range (Hi/Lo)	1,280 / 630
Free Float (%)	33.3
Outstanding sh (mn)	45,063
Market Cap (IDR bn)	34,699
Market Cap (USD mn)	1,902
Avg. Trd Vol – 3M (mn)	60.97

Sector
Healthcare

Sub-Sector
Pharmacy & Healthcare Research

Bloomberg	KLBF IJ Equity
Reuters	KLBF JK

Shares Price Performance

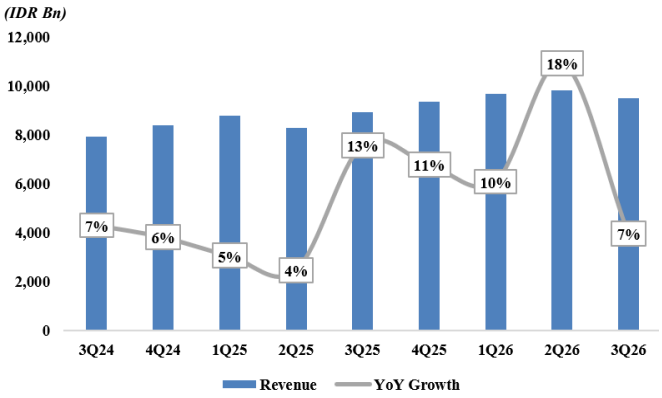


	YTD	3M	6M	12M
Abs.Ret	-36.1%	-1.3%	-7.8%	-37.4%
Rel.Ret	+6.4%	+21.5%	+13.1%	+1.3%

Fadly Rafiudin
Equity Research Analyst
fadly.rafiudin@nhsec.co.id

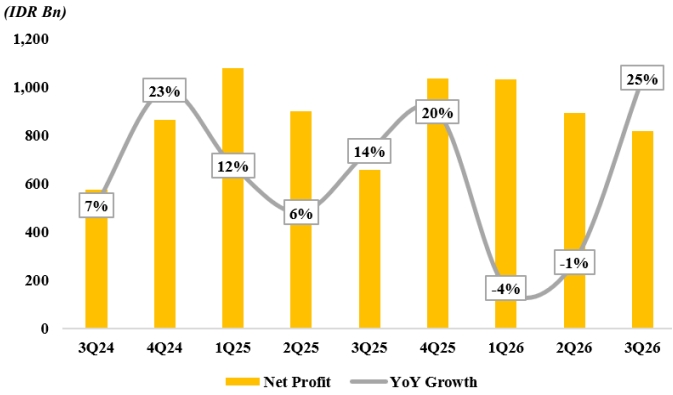
Performance Highlight for KLBF

Exhibit 1. KLBF Quarterly Revenue Performance (3Q24-3Q26)



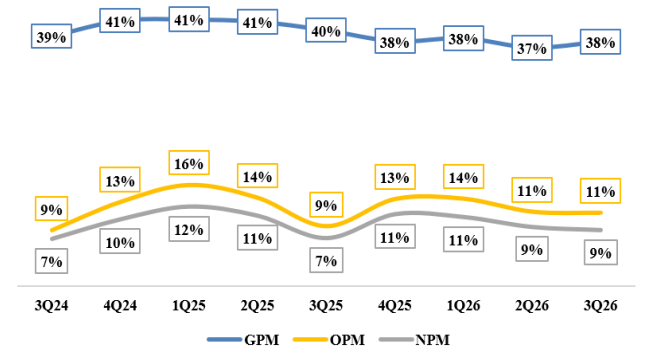
Source: Company, NHKSI Research

Exhibit 2. KLBF Quarterly Net Profit Performance (3Q24-3Q26)



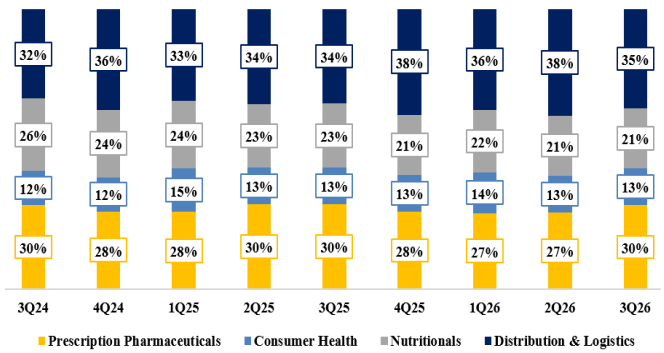
Source: Company, NHKSI Research

Exhibit 3. KLBF Margin Performance (3Q24-3Q26)



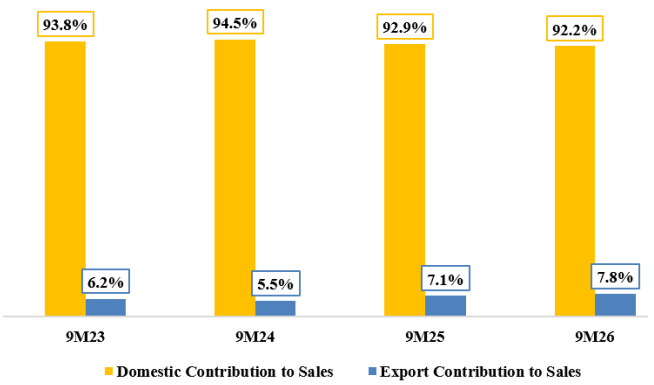
Source: Company, NHKSI Research

Exhibit 4. KLBF Revenue by Segment (3Q24-3Q26)



Source: Company, NHKSI Research

Exhibit 5. KLBF Domestic & Export Contribution



Source: Company, NHKSI Research

Exhibit 6. KLBF 3-Year P/E Band



Source: Company, NHKSI Research

Summary of KLBF's Financials & Forecast

INCOME STATEMENT

IDR bn	FY25/12A	FY26/12F	FY27/12F	FY28/12F
Revenue	**35,325**	**39,064**	**42,351**	**45,576**
Growth %	8.3%	10.6%	8.4%	7.6%
COGS	(21,269)	(24,406)	(26,662)	(28,846)
Gross Profit	**14,056**	**14,658**	**15,689**	**16,729**
Gross Margin	39.8%	37.5%	37.0%	36.7%
Operating Expenses	(9,417)	(10,002)	(10,844)	(11,669)
EBIT	**4,582**	**4,716**	**4,911**	**5,130**
EBIT Margin	13.0%	12.1%	11.6%	11.3%
EBITDA	5,411	5,606	5,859	6,143
EBITDA Margin	15.3%	14.4%	13.8%	13.5%
Finance Expenses	(51)	(39)	(29)	(29)
EBT	**4,778**	**4,936**	**5,223**	**5,531**
Income Tax	(1,034)	(1,092)	(1,156)	(1,224)
Net Profit	**3,665**	**3,707**	**3,923**	**4,154**
Growth %	13.1%	1.2%	5.8%	5.9%
Net Profit Margin	10.4%	9.5%	9.3%	9.1%

PROFITABILITY & STABILITY

	FY25/12A	FY26/12F	FY27/12F	FY28/12F
ROE	15.7%	14.3%	13.9%	13.5%
ROA	11.9%	11.3%	11.0%	10.7%
Inventory Turnover	3.2x	3.3x	3.3x	3.3x
Receivables Turnover	6.8x	6.9x	7.1x	7.0x
Payables Turnover	10.4x	10.5x	10.8x	10.8x
Cash Conversion Cycle	134.3	128.4	128.8	129.4
Dividend Yield	1.7%	3.2%	3.4%	3.5%
Dividend Payout Ratio	24.7%	42.3%	42.3%	42.3%
DER	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%
Net Debt/Equity	-16.3%	-20.0%	-23.6%	-26.9%
Current Ratio	3.5x	4.3x	4.5x	4.7x
Quick Ratio	2.2x	2.7x	2.9x	3.1x
Total Shares (mn)	45,287	45,063	45,063	45,063
Share Price (IDR)	1,205	1,100	1,100	1,100
Market Cap (IDR bn)	54,570	49,569	49,569	49,569

BALANCE SHEET

IDR bn	FY25/12A	FY26/12F	FY27/12F	FY28/12F
Cash	4,331	5,776	7,337	9,037
Receivables	5,651	5,815	6,305	6,785
Inventories	6,985	7,738	8,453	9,146
Other Current Assets	1,540	1,540	1,540	1,540
Total Current Assets	**18,508**	**20,870**	**23,636**	**26,508**
Net Fixed Assets	8,333	8,330	8,314	8,316
Other Non Current Assets	3,858	3,710	3,765	3,829
Total Non Current Assets	**12,191**	**12,041**	**12,079**	**12,145**
Total Assets	**30,699**	**32,910**	**35,714**	**38,653**
Trade Payables	2,403	2,472	2,700	2,921
ST Bank Loan	112	112	112	112
Other Current Liabilities	2,821	2,261	2,410	2,557
Total Current Liabilities	**5,336**	**4,845**	**5,223**	**5,590**
LT Debt (bank, lease, convertible)	164	164	164	164
Other Non Current Liabilities	470	470	470	470
Total Non Current Liabilities	**635**	**635**	**635**	**635**
Total Liabilities	**5,971**	**5,480**	**5,857**	**6,225**
Capital Stock & APIC	350	350	350	350
Retained Earnings	25,343	28,145	30,499	32,992
Shareholders' Equity	**23,312**	**25,929**	**28,283**	**30,777**

VALUATION INDEX

	FY25/12A	FY26/12F	FY27/12F	FY28/12F
Price / Earnings	14.9x	13.4x	12.6x	11.9x
Price / Book Value	2.3x	1.9x	1.8x	1.6x
PE to Growth	1.0x	8.1x	2.2x	2.0x
EPS Growth	15%	2%	6%	6%
EV/EBITDA	9.3x	7.9x	7.3x	6.6x
EV/EBIT	11.0x	9.3x	8.7x	8.0x
EV (IDR bn)	50,538	44,092	42,530	40,830
Sales CAGR (3-Year)	8%	9%	9%	9%
Net Income CAGR (3-Year)	1%	10%	7%	4%
Basic EPS (IDR)	81	82	87	92
BVPS (IDR)	515	575	628	683
DPS (IDR)	20	35	37	39

CASH FLOW STATEMENT

IDR bn	FY25/12A	FY26/12F	FY27/12F	FY28/12F
Operating Cash Flow	3,271	3,236	4,092	4,411
Investing Cash Flow	(800)	(650)	(890)	(975)
Financing Cash Flow	(2,869)	(1,142)	(1,640)	(1,736)
Net Changes in Cash	**(398)**	**1,444**	**1,561**	**1,700**

OWNERSHIP

Shareholders	**%**
PT Ladang Ira Panen	10.5%
PT Gira Sole Prima	10.3%
PT Santa Seha Sanadi	10.1%
PT Lucasta Murni Cemerlang	9.5%
PT Diptanala Bahana	9.3%
PT Bina Arta Charisma	8.2%
PT Kalbe Farma Tbk	3.7%
Public (each <5%)	38.4%
By Geography	**%**
Indonesia	87.4%
United States	5.0%
Others	7.6%

Source: Company, Bloomberg & NHKSI Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

NH Korindo Sekuritas Indonesia (NHKSI) Stock Ratings

1. Based on a stock's forecasted absolute return over a period of 12 months from the date of publication
2. Rating system based on a stock's potential upside from the date of publication

- Buy : Greater than 15%
- Overweight : +5% to 15%
- Hold : -5% to +5%
- Underweight : -5% to -15%
- Sell : Less than -15%

Disclaimer

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. 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 right reserved by PT NH Korindo Sekuritas Indonesia