

4 Maret 2015

**Maintaining growth through sustainable investment**

**SMGR IJ** Buy  
Sektor Cement  
Target Price Rp 18.000  
(Maintain)  
Upside ± 21,4%

Saham Beredar 5.932 juta  
Harga (3 Mar'15) Rp 14.825  
Kapitalisasi Pasar Rp 87.935  
(Rp miliar)

Shareholders:  
Pemerintah RI 51,01%  
Publik 48,99%

**SMGR IJ & JCI Index**



Sumber: Bloomberg

Analyst: Budi Rustanto, CFA, FRM

**Rekomendasi**

Kami tetap memberikan outlook positif terhadap fundamental keuangan SMGR terkait dengan beberapa katalis sebagai berikut:

- Kinerja keuangan perseroan yang relatif moderat pada tahun 2014.
- Strategi efisiensi dalam bidang distribusi semen dan investasi pembangkit listrik untuk mengantisipasi penurunan harga semen.
- Pelemahan harga minyak global dan kebijakan pemerintah menurunkan tarif listrik yang akan berdampak terhadap penurunan biaya produksi.
- Proyeksi pertumbuhan permintaan semen sekitar 6% pada 2015 yang didukung oleh pembangunan infrastruktur, kondisi makro yang lebih baik dan pemulihan sektor properti.
- Pembangunan pabrik baru di Rembang dan Sumatera Barat dengan kapasitas masing-masing sebesar 3 juta ton per tahun dan diperkirakan selesai pada akhir tahun 2016.
- Peningkatan kapasitas produksi Semen Tonasa dengan membangun belt conveyor.
- Rencana akuisisi perusahaan semen di Vietnam dan ekspansi ke wilayah Myanmar, Laos, Kamboja dan Bangladesh.
- Penambahan belanja modal dari Rp 5 triliun menjadi Rp 7 triliun pada tahun ini.

Mempertimbangkan faktor tersebut dan mengasumsikan pertumbuhan pendapatan sebesar 10% YoY pada tahun 2015F, maka valuasi kami dengan menggunakan metode discounted cash flow memperoleh target price sebesar Rp 18.000. Oleh karena itulah, kami tetap mempertahankan rekomendasi buy untuk saham SMGR.

**Indikator Keuangan**

Year end Dec	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Revenue (Rp bn)	24.501	26.987	29.697	32.265	34.581
Op. income (Rp bn)	6.972	6.954	7.652	8.378	9.049
Net income (Rp bn)	5.370	5.566	6.008	6.589	7.127
EPS (Rp)	905	938	1.013	1.111	1.202
EPS growth (%)	10,8%	3,6%	8,0%	9,7%	8,2%
PE Ratio (x)	16,4	15,8	14,6	13,3	12,3
Div Yield (%)	2,5%	2,7%	2,8%	3,1%	3,4%
ROA (%)	18,7%	17,1%	16,5%	16,1%	15,7%
ROE (%)	28,1%	24,8%	23,3%	22,3%	21,3%
EV/EBITDA (x)	11,0	10,6	9,5	8,6	7,9
PBV (x)	4,2	3,7	3,2	2,8	2,5

**Kinerja Keuangan SMGR 2014**

SMGR membukukan kinerja keuangan yang relatif moderat dengan kenaikan laba bersih sebesar 3,6% YoY dari Rp 5,37 triliun pada 2013 menjadi Rp 5,57 triliun pada 2014. Berikut ini adalah beberapa indikator kinerja keuangan perseroan selama periode tersebut:

- Pendapatan mengalami pertumbuhan sebesar 10,1% YoY dari Rp 24,5 triliun pada 2013 menjadi Rp 26,99 triliun pada 2014. Hal ini terutama disebabkan oleh volume penjualan semen di dalam negeri yang mengalami peningkatan sebesar 2,8% YoY dari 25.450K ton pada 2013 menjadi 26.156K ton pada 2014. Harga jual semen SMGR mengalami kenaikan sekitar 5% pada tahun 2014.
- Pertumbuhan volume penjualan semen selama tahun 2014 mencerminkan perkembangan realisasi berbagai proyek infrastruktur. Tahun politik menyebabkan investor menahan diri untuk mengimplementasikan berbagai proyeknya. Selain itu, pada awal dan akhir tahun lalu, curah hujan relatif tinggi sehingga mempengaruhi permintaan semen.

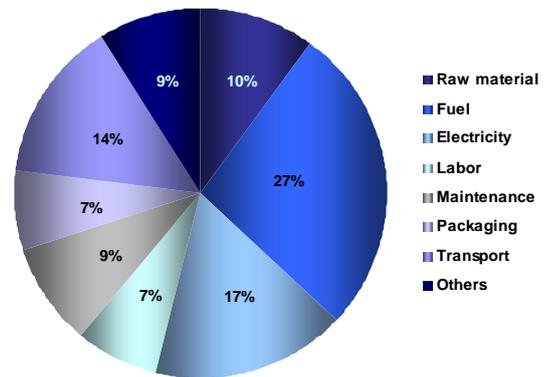
### Komparasi Kinerja Keuangan 2014

Income Statement (Rp bn)	2013	2014	% Change	3Q14	4Q14	% Change
<b>Revenue</b>	<b>24.501</b>	<b>26.987</b>	<b>10,1%</b>	<b>6.463</b>	<b>7.638</b>	<b>18,2%</b>
Cost of revenue	13.557	15.388	13,5%	3.776	4.490	18,9%
<b>Gross profit</b>	<b>10.944</b>	<b>11.599</b>	<b>6,0%</b>	<b>2.688</b>	<b>3.148</b>	<b>17,1%</b>
<i>Gross profit margin</i>	44,7%	43,0%		41,6%	41,2%	
Operating expenses	3.972	4.645	16,9%	1.141	1.304	14,3%
<b>Operating income</b>	<b>6.972</b>	<b>6.954</b>	<b>(0,3%)</b>	<b>1.547</b>	<b>1.844</b>	<b>19,2%</b>
<i>Operating profit margin</i>	28,5%	25,8%		23,9%	24,1%	
Other income/(expense)	(87)	105		30	44	
Equity income of associates	35	32		7	10	
<b>Income before income tax</b>	<b>6.920</b>	<b>7.091</b>	<b>2,5%</b>	<b>1.584</b>	<b>1.897</b>	<b>19,8%</b>
Income tax expense	1.566	1.517	(3,1%)	326	417	27,8%
<b>Income before minority int.</b>	<b>5.354</b>	<b>5.574</b>	<b>4,1%</b>	<b>1.258</b>	<b>1.481</b>	<b>17,7%</b>
Minority interests	(16)	8		(4)	3	
<b>Net income</b>	<b>5.370</b>	<b>5.566</b>	<b>3,6%</b>	<b>1.262</b>	<b>1.478</b>	<b>17,1%</b>
<i>Net profit margin</i>	21,9%	20,6%		19,5%	19,3%	

Sumber: Perusahaan, Valbury Asia Securities

- Level margin dengan indikator GPM, OPM dan NPM mengalami penurunan masing-masing dari 44,7%, 28,5% dan 21,9% pada 2013 menjadi 43%, 25,8% dan 20,6% pada 2014. Penurunan level margin tersebut terutama disebabkan oleh kenaikan tarif dasar listrik, peningkatan beban transportasi akibat kenaikan harga BBM, fluktuasi nilai tukar USD dan kenaikan upah minimum regional. Beban transportasi dalam hal ini mengalami kenaikan sebesar 19,9% YoY dari Rp 1,75 triliun pada 2013 menjadi Rp 2,1 triliun pada 2014.
- Bila memperhatikan struktur biaya pada tahun 2014, biaya bahan bakar memberikan kontribusi terbesar sebesar 27%, diikuti oleh biaya listrik sekitar 17%, transportasi sebesar 14%, pemeliharaan sekitar 9%, serta tenaga kerja dan pengemasan masing-masing sebesar 7%.
- Dalam periode kuartalan, laba bersih mengalami peningkatan sebesar 17,1% QoQ dari Rp 1,26 triliun pada 3Q14 menjadi Rp 1,48 triliun pada 4Q14. Sementara itu, pendapatan mengalami pertumbuhan sebesar 18,2% QoQ dari Rp 6,46 triliun pada 3Q14 menjadi Rp 7,64 triliun pada 4Q14. Hal ini terutama disebabkan oleh peningkatan volume penjualan semen di dalam negeri sebesar 17% QoQ dari 6.182K ton pada 3Q14 menjadi 7.234K ton pada 4Q14.
- Level margin dengan indikator GPM mengalami penurunan dari 41,6% pada 3Q14 menjadi 41,2% pada 4Q14. Dalam hal ini, harga jual rata-rata (blended ASP) mengalami kenaikan sebesar 2,8% QoQ dari Rp 1.025K/ton pada 3Q14 menjadi Rp 1.054K/ton pada 4Q14, sementara beban pokok pendapatan mengalami kenaikan sebesar 3,4% QoQ dari Rp 599K/ton pada 3Q14 menjadi Rp 619K/ton pada 4Q14.
- Posisi keuangan SMGR relatif solid dengan debt equity ratio sebesar 19,6% pada 2013 dan 16,3% pada 2014 sehingga memberikan fleksibilitas bagi perseroan untuk pendanaan eksternal atas berbagai ekspansi strategisnya.

### Struktur Biaya (2014)

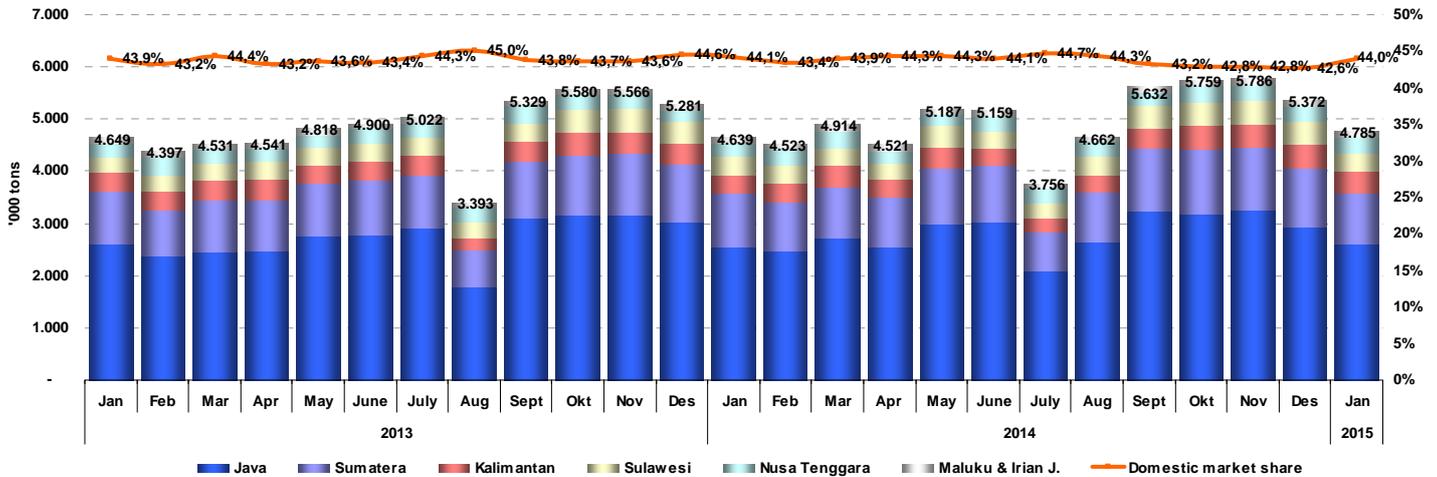


Sumber: Perusahaan

### Update Indikator Operasional SMGR

- Pada bulan Januari 2015, volume penjualan semen SMGR di dalam negeri mengalami pertumbuhan sebesar 2,9% YoY dari 2.045K ton pada Januari 2014 menjadi 2.105K ton pada Januari 2015, sementara volume penjualan semen nasional mengalami pertumbuhan sebesar 3,1% YoY dari 4.639K ton pada Januari 2014 menjadi 4.785K ton pada Januari 2015. Implikasinya, market share perseroan relatif stabil dari 44,1% pada Januari 2014 menjadi 44% pada Januari 2015.
- Wilayah Jawa tetap memberikan kontribusi dominan bagi volume penjualan semen SMGR di dalam negeri sebesar 52% pada Januari 2014 dan 52,2% pada Januari 2015. Pada bulan Januari 2015, SMGR menjadi market leader pada wilayah Jawa Tengah, Yogyakarta, Jawa Timur, Sumatera, Kalimantan, Sulawesi dan Indonesia bagian Timur.

Trend Konsumsi Semen Nasional dan Market Share SMGR



Sumber: Asosiasi Semen Indonesia

- Secara geografis, pertumbuhan volume penjualan semen domestik SMGR selama periode tersebut terutama berasal dari wilayah Kalimantan dengan kenaikan sebesar 36,4% YoY dari 163K ton pada Januari 2014 menjadi 223K ton pada Januari 2015 dan wilayah Jawa dengan kenaikan sebesar 3,2% YoY dari 1.064K ton pada Januari 2014 menjadi 1.098K ton pada Januari 2015. Sementara itu, volume penjualan di wilayah Sumatera mengalami penurunan sebesar 10% YoY dari 454K ton pada Januari 2014 menjadi 408K ton pada Januari 2015.
- Stagnasi konsumsi semen di Jawa serta penurunan di beberapa wilayah lain disebabkan oleh cuaca dengan curah hujan relatif tinggi sehingga distribusi mengalami kendala. Hujan turut memperlambat pengerjaan berbagai proyek infrastruktur. Selain itu, harga-harga komoditas pertambangan dan perkebunan juga belum membaik.

Sebaran Geografis Volume Penjualan Semen SMGR

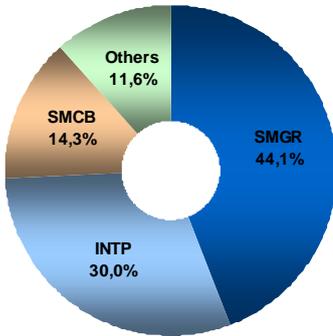
SMGR Cement Vol. ('000 tons)	01M14	01M15	% YoY Change	Dec-14	Jan-15	% MoM Change
Jakarta	108	125	15,4%	131	125	(4,7%)
Banten	104	88	(15,4%)	91	88	(3,5%)
West Java	164	176	7,0%	177	176	(0,8%)
Mid Java	194	229	18,2%	234	229	(2,0%)
D. I. Y.	36	36	(0,7%)	31	36	14,4%
East Java	458	445	(2,9%)	494	445	(10,1%)
<b>Java</b>	<b>1.064</b>	<b>1.098</b>	<b>3,2%</b>	<b>1.159</b>	<b>1.098</b>	<b>(5,2%)</b>
Sumatera	454	408	(10,0%)	479	408	(14,8%)
Kalimantan	163	223	36,4%	223	223	(0,1%)
Sulawesi	206	211	2,5%	262	211	(19,7%)
Nusa Tenggara	106	100	(5,4%)	101	100	(0,9%)
Eastern Indo	52	64	22,4%	65	64	(1,7%)
<b>Total Domestic</b>	<b>2.045</b>	<b>2.105</b>	<b>2,9%</b>	<b>2.290</b>	<b>2.105</b>	<b>(8,1%)</b>
Export-cement	4	7	91,7%	1	7	1100%
Export-clinker	-	-	-	-	-	-
<b>Grand Total</b>	<b>2.049</b>	<b>2.112</b>	<b>3,1%</b>	<b>2.291</b>	<b>2.112</b>	<b>(7,8%)</b>

SMGR Market Share (%)	01M14	01M15	Dec-14	Jan-15
Jakarta	26,4%	27,0%	24,4%	27,0%
Banten	44,4%	33,7%	31,4%	33,7%
West Java	23,3%	26,2%	24,5%	26,2%
Mid Java	38,9%	43,2%	39,2%	43,2%
D. I. Y.	43,5%	46,9%	37,7%	46,9%
East Java	74,2%	72,4%	70,4%	72,4%
<b>Java</b>	<b>41,7%</b>	<b>42,0%</b>	<b>39,5%</b>	<b>42,0%</b>
Sumatera	44,4%	43,1%	42,5%	43,1%
Kalimantan	43,6%	50,8%	47,5%	50,8%
Sulawesi	59,0%	63,0%	60,4%	63,0%
Nusa Tenggara	41,3%	31,9%	36,0%	31,9%
Eastern Indo	59,2%	48,4%	51,6%	48,4%
<b>Total Domestic</b>	<b>44,1%</b>	<b>44,0%</b>	<b>42,6%</b>	<b>44,0%</b>

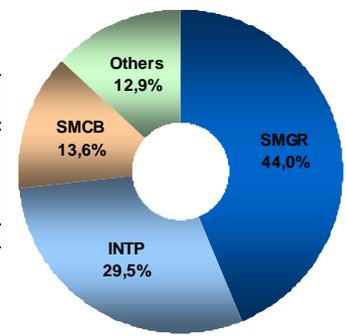
Sumber: Asosiasi Semen Indonesia

- Untuk periode bulanan, volume penjualan semen SMGR di dalam negeri mengalami penurunan sebesar 8,1% MoM dari 2.290K ton pada Desember 2014 menjadi 2.105K ton pada Januari 2015, sementara volume penjualan semen nasional mengalami penurunan sebesar 10,9% MoM dari 5.372K ton pada Desember 2014 menjadi 4.785K ton pada Januari 2015. Hal ini menyebabkan market share perseroan mengalami peningkatan dari 42,6% pada Desember 2014 menjadi 44% pada Januari 2015.
- Secara geografis, penurunan volume penjualan semen domestik SMGR selama periode tersebut terutama berasal dari wilayah Sumatera dengan penurunan sebesar 14,8% MoM dari 479K ton pada Desember 2014 menjadi 408K ton pada Januari 2015 dan wilayah Jawa dengan penurunan sebesar 5,2% MoM dari 1.159K ton pada Desember 2014 menjadi 1.098K ton pada Januari 2015. Sementara itu, volume penjualan di wilayah Sulawesi mengalami penurunan sebesar 19,7% MoM dari 262K ton pada Desember 2014 menjadi 211K ton pada Januari 2015.

Market Share Industri Semen Nasional Jan'14



Market Share Industri Semen Nasional Jan'15



Update Industri Semen Nasional ('000 ton)

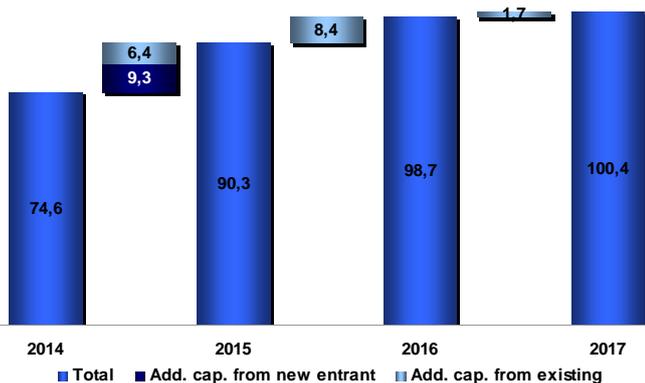
Cement Market Data	01M14	01M15	% YoY Change	Dec-14	Jan-15	% MoM Change
SMGR	2.045	2.105	2,9%	2.290	2.105	(8,1%)
INTP	1.390	1.410	1,4%	1.692	1.410	(16,7%)
SMCB	666	653	(1,9%)	757	653	(13,7%)
Others	538	618	14,8%	633	618	(2,4%)
<b>Grand Total</b>	<b>4.639</b>	<b>4.785</b>	<b>3,1%</b>	<b>5.372</b>	<b>4.785</b>	<b>(10,9%)</b>

Sumber: Asosiasi Semen Indonesia

Update Outlook Industri Semen

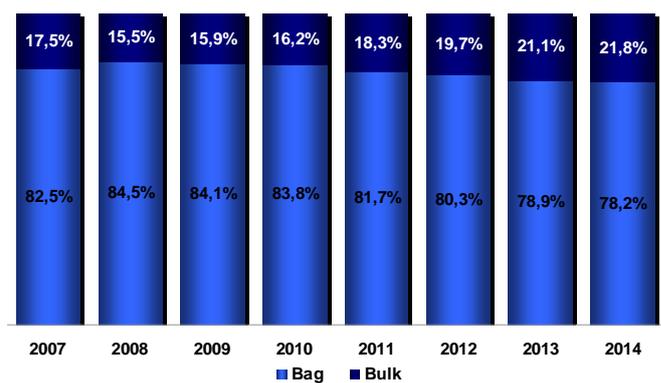
- Secara historis sebelum tahun 2014, pasar semen di Indonesia mengalami kelebihan permintaan. Namun, pada tahun 2015 hingga 2019, pasokan semen nasional diproyeksikan lebih besar dibandingkan dengan permintaan. Dalam 5 tahun mendatang, industri semen dalam negeri diperkirakan memasuki periode "survival". Intensitas persaingan yang relatif tinggi dapat memberikan tekanan terhadap level margin. Setelah tahun 2020, permintaan semen diproyeksikan akan kembali mengalami peningkatan dan melebihi pasokan. Hal ini didukung oleh berbagai pembangunan infrastruktur untuk mendorong pertumbuhan ekonomi. Permintaan semen nasional memiliki elastisitas yang relatif tinggi terhadap pertumbuhan ekonomi.
- Kapasitas produksi semen di dalam negeri akan bertambah sebesar 15,7 juta ton dari 74,6 juta ton pada 2014 menjadi 90,3 juta ton pada 2015. Dari jumlah tersebut, sebesar 9,3 juta ton berasal dari tambahan kapasitas produsen semen baru dan sebesar 6,4 juta ton berasal dari produsen semen yang ada sekarang. Pada tahun 2016, kapasitas produksi semen domestik diperkirakan akan meningkat sebesar 8,4 juta ton sehingga mencapai 98,7 juta ton.
- Permintaan semen dalam bentuk curah yang umumnya digunakan untuk pembangunan infrastruktur mengalami pertumbuhan yang relatif lebih cepat dibandingkan dalam bentuk kantong. Hal ini terlihat dari proporsi konsumsi semen dalam bentuk curah yang mengalami peningkatan dari tahun ke tahun.

Ekspansi Kapasitas Domestik (juta ton)



Sumber: Perusahaan

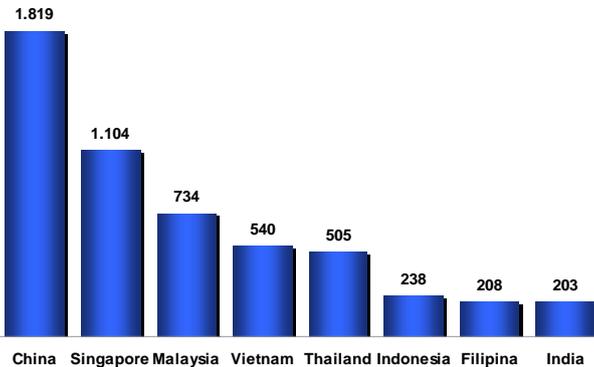
Segmen Konsumsi Semen



Sumber: Perusahaan

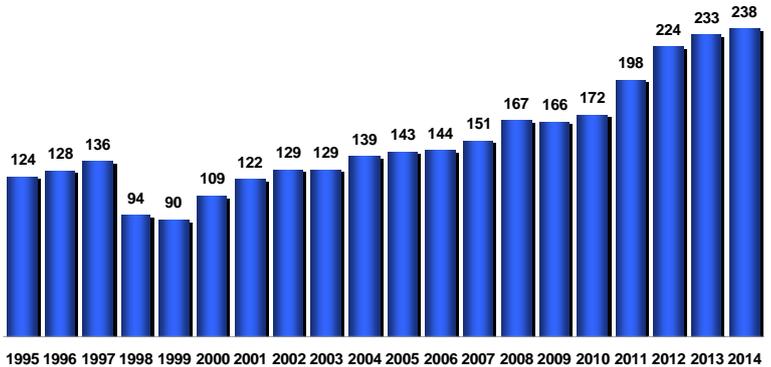
- Konsumsi semen per kapita di Indonesia yang lebih rendah dibandingkan dengan negara-negara lainnya seperti China, Singapore, Malaysia, Vietnam dan Thailand dapat menjadi katalis positif bagi pertumbuhan permintaan semen nasional. Sejak tahun 1999, konsumsi semen di Indonesia mengalami peningkatan hingga tahun 2014. Hal ini didukung oleh tingkat pertumbuhan ekonomi yang relatif baik.

**Konsumsi Semen Per Kapita (2014)**



Sumber: Perusahaan, Deutsche, Asosiasi Semen Indonesia

**Konsumsi Semen Indonesia (1995-2014)**



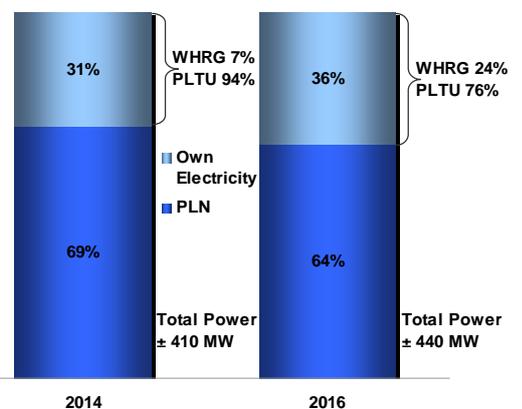
Sumber: Perusahaan, Deutsche, Asosiasi Semen Indonesia

- Kementerian Perindustrian berencana membatasi peluang investasi baru. Hal ini bertujuan untuk mengamankan iklim bisnis dan akan berdampak positif bagi investor semen yang sedang membangun saat ini. Apabila aliran penanaman modal baru dibuka secara luas, industri semen dikhawatirkan mengalami kelebihan pasokan dan pasar menjadi kurang baik. Pasalnya, produsen semen yang ada juga akan melakukan ekspansi bisnis. Namun demikian, kebutuhan semen dalam negeri yang relatif tinggi karena prioritas pembangunan infrastruktur oleh pemerintah dan pemerataan industri di luar Jawa juga menjadi pertimbangan Kementerian Perindustrian untuk tetap membuka investasi baru sektor semen.

**Update Outlook Bisnis dan Ekspansi Strategis SMGR**

- Kebijakan pemerintah menurunkan harga semen SMGR sebesar Rp 3.000 per zak, merefleksikan koreksi sekitar 5% dari rata-rata harga jual semen, diperkirakan dapat menyebabkan pertumbuhan kinerja perseroan sedikit mengalami perlambatan pada tahun 2015. SMGR memproyeksikan margin EBITDA berpotensi turun sebesar 1-3%. Penurunan harga semen memberikan peluang bagi perseroan untuk melakukan efisiensi, mulai dari transportasi, distribusi semen, penggunaan listrik dan air. Adapun salah satu efisiensi jangka panjang yang akan dilakukan adalah investasi pembangkit listrik. SMGR siap mengeluarkan dana sekitar Rp 5-8 triliun untuk investasi tersebut. Perseroan berencana mengembangkan pembangkit listrik di Tuban berkapasitas 200 MW dan memulai proses pembangunan pada tahun 2016. Lokasi Tuban dipilih karena pabrik semen di wilayah tersebut merupakan yang paling besar dan pembangunannya membutuhkan waktu sekitar 2-3 tahun. Dengan pembangkit listrik sendiri, biaya listrik berpotensi diturunkan dari Rp 1.012 per kWh menjadi Rp 700-800 per kWh. Selain dapat menghemat biaya produksi, pembangkit tersebut dapat memberikan pendapatan melalui kerja sama dengan PLN untuk penyaluran ke industri di Tuban.
- Proyek WHRG (waste heat recovery generator) atau pembangkit listrik dengan memanfaatkan gas buang akan meningkatkan efisiensi biaya. Dalam hal ini, harga listrik yang berasal dari pembangkit listrik sendiri relatif lebih rendah. SMGR menjalankan proyek WHRG di Pabrik Tuban dan berencana memulai commissioning pada kuartal III-2016. Porsi pembangkit listrik sendiri akan meningkat dari 31% pada 2014 menjadi 36% pada 2016 dengan kontribusi WHRG naik dari 7% pada 2014 menjadi 24% pada 2016.
- Berlanjutnya pelemahan harga minyak global dan kebijakan pemerintah menurunkan tarif listrik untuk kalangan industri akan berdampak terhadap penurunan biaya produksi perusahaan semen. Pelemahan harga minyak akan berkorelasi langsung terhadap penurunan biaya bahan baku dan logistik semen. Selama ini, sekitar 60% biaya operasional berasal dari transportasi dan distribusi. Namun, sentimen negatif dari depresiasi Rupiah terhadap USD dapat berpengaruh terhadap kenaikan biaya produksi.

**Komposisi Pembangkit Listrik**



Sumber: Perusahaan

- Tahun 2015, permintaan semen diproyeksikan akan mengalami pertumbuhan sekitar 6%. Ada beberapa faktor yang dapat mendorong penjualan semen tahun ini, yaitu pembangunan infrastruktur, kondisi makro dan perbankan yang lebih kondusif, serta kestabilan politik dan pemulihan sektor properti. Untuk meningkatkan penjualan, SMGR akan melakukan ekspansi di wilayah domestik dan Asean (regional). Saat ini, perseroan sedang membangun pabrik baru di Rembang, Jawa Tengah dan Indarung, Sumatera Barat, dengan kapasitas terpasang masing-masing sebesar 3 juta ton per tahun. Hingga Desember 2014, perkembangan kedua proyek tersebut telah mencapai sekitar 17% dan diperkirakan akan selesai pada akhir tahun 2016.
- Semen Padang menargetkan pertumbuhan kapasitas produksi hingga 40% dalam dua tahun ke depan untuk mendukung program pemerintahan baru yang memprioritaskan pembangunan infrastruktur. Peningkatan produksi tersebut berasal dari pabrik Indarung VI yang ditargetkan mulai beroperasi pada tahun 2016. Sementara itu, pabrik di Dumai, Riau, telah mulai dioperasikan dengan kapasitas produksi 900.000 ton. Tahun ini, kapasitas ditargetkan mencapai 7,6 juta ton dengan optimalisasi pabrik di Dumai. Tahun depan, dengan beroperasinya Indarung VI, kapasitas produksi diproyeksikan menjadi 10,4 juta ton.
- Semen Tonasa meningkatkan kapasitas produksi dengan menambah dan membangun belt conveyor atau alat pengangkut semen sepanjang 14 km. Nilai investasinya diperkirakan sekitar Rp 600 miliar. Belt conveyor tersebut diharapkan akan memperlancar dan memfasilitasi distribusi semen perseroan. Selain meningkatkan kapasitas produksi, penambahan alat angkut juga akan mendukung efisiensi. Semen Tonasa menargetkan produksi semen dapat mencapai 7 juta ton tahun ini.
- Saat ini, SMGR masih dalam tahap pencarian lahan dan akan diikuti dengan proses perizinan untuk masuk pasar di Papua. Kebutuhan investasi untuk membangun pabrik semen di kawasan Timur Indonesia sekitar Rp 1,2 triliun. Rencananya, pabrik tersebut akan berkapasitas 600.000 ton hingga 1 juta ton per tahun. Pembangunan pabrik diperkirakan akan dimulai pada tahun 2015 dan membutuhkan waktu selama tiga tahun.
- SMGR kembali membuka peluang untuk mengakuisisi perusahaan semen di Vietnam setelah negosiasi pengambilalihan dengan satu produsen semen di Myanmar tidak berjalan sesuai rencana. Vietnam merupakan negara yang ramah terhadap investor asing dengan posisi wilayah strategis untuk ekspor semen, biaya produksi dan tenaga kerja yang cukup kompetitif, sehingga perseroan lebih tertarik untuk mengkaji akuisisi perusahaan semen di negara tersebut. Dalam hal ini, SMGR berencana membeli saham mayoritas. Selain Vietnam dan Myanmar, perseroan membuka peluang ekspansi ke Laos, Kamboja dan Bangladesh.
- Tahun ini, SMGR akan menambah belanja modal menjadi Rp 7 triliun dari alokasi semula sebesar Rp 5 triliun. Tahun 2015 merupakan puncak investasi untuk pabrik di Rembang dan Indarung. Kedua pabrik tersebut akan menyerap dana Rp 4-5 triliun. Sementara itu, perseroan akan menggunakan dana sebesar Rp 1-2 triliun untuk membiayai akuisisi di luar negeri.

Semen Gresik: Financial Summary (SMGR IJ, Buy, Target Price: Rp 18.000)

Income Statement (Rp '000)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Revenue	24.501.240.780	26.987.035.135	29.696.718.773	32.265.214.989	34.581.198.507
Revenue growth YoY	25,0%	10,1%	10,0%	8,6%	7,2%
Cost of revenue	13.557.146.834	15.388.431.050	16.933.535.195	18.317.469.017	19.545.836.218
<b>Gross profit</b>	<b>10.944.093.946</b>	<b>11.598.604.085</b>	<b>12.763.183.579</b>	<b>13.947.745.972</b>	<b>15.035.362.289</b>
Operating expenses	3.971.709.135	4.644.864.086	5.111.240.335	5.569.448.768	5.986.512.049
<b>Operating income</b>	<b>6.972.384.811</b>	<b>6.953.739.999</b>	<b>7.651.943.244</b>	<b>8.378.297.204</b>	<b>9.048.850.240</b>
Op. income growth YoY	14,1%	(0,3%)	10,0%	9,5%	8,0%
<b>EBITDA</b>	<b>8.026.548.832</b>	<b>8.225.358.312</b>	<b>9.071.147.886</b>	<b>10.003.157.681</b>	<b>10.892.360.733</b>
EBITDA growth YoY	17,1%	2,5%	10,3%	10,3%	8,9%
Other income/(expense)	(86.527.039)	105.079.056	17.371.200	33.089.929	51.272.143
Equity income of associates	34.541.962	31.946.912	33.544.258	35.221.470	36.982.544
<b>Income before income tax</b>	<b>6.920.399.734</b>	<b>7.090.765.967</b>	<b>7.702.858.701</b>	<b>8.446.608.604</b>	<b>9.137.104.926</b>
Income tax expenses	1.566.101.213	1.517.188.688	1.686.161.462	1.848.968.865	2.000.119.020
<b>Income before minority int.</b>	<b>5.354.298.521</b>	<b>5.573.577.279</b>	<b>6.016.697.239</b>	<b>6.597.639.739</b>	<b>7.136.985.906</b>
Minority interests	(15.948.596)	7.719.684	8.333.427	9.138.062	9.885.083
<b>Net income</b>	<b>5.370.247.117</b>	<b>5.565.857.595</b>	<b>6.008.363.812</b>	<b>6.588.501.677</b>	<b>7.127.100.823</b>

Cash Flow Statement (Rp '000)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Net income	5.370.247.117	5.565.857.595	6.008.363.812	6.588.501.677	7.127.100.823
Depreciation	1.054.164.021	1.271.618.313	1.419.204.643	1.624.860.477	1.843.510.493
Changes in working capital	(432.216.670)	(603.017.144)	(155.513.985)	(167.234.593)	(135.245.525)
<b>CF from operating activities</b>	<b>5.992.194.468</b>	<b>6.234.458.764</b>	<b>7.272.054.469</b>	<b>8.046.127.561</b>	<b>8.835.365.791</b>
Investment in fixed assets	(3.218.614.930)	(2.947.628.954)	(4.505.558.166)	(4.938.965.086)	(5.354.151.049)
Others	(308.536.132)	(169.336.989)	(79.581.739)	(79.292.370)	(79.129.841)
<b>CF from investing activities</b>	<b>(3.527.151.062)</b>	<b>(3.116.965.943)</b>	<b>(4.585.139.905)</b>	<b>(5.018.257.455)</b>	<b>(5.433.280.890)</b>
Dividend paid	(2.181.263.329)	(2.416.611.132)	(2.504.635.845)	(2.703.763.636)	(2.964.825.668)
Debt raised (repaid)	232.150.252	(169.558.947)	83.202.337	77.177.231	79.908.711
Others	532.437.846	324.133.938	144.501.462	132.414.217	142.804.194
<b>CF from financing activities</b>	<b>(1.416.675.231)</b>	<b>(2.262.036.141)</b>	<b>(2.276.932.046)</b>	<b>(2.494.172.189)</b>	<b>(2.742.112.763)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>2.728.231.101</b>	<b>3.418.479.954</b>	<b>2.980.365.244</b>	<b>3.311.513.268</b>	<b>3.675.184.848</b>
<b>Net cash flow</b>	<b>1.048.368.175</b>	<b>855.456.680</b>	<b>409.982.519</b>	<b>533.697.916</b>	<b>659.972.138</b>
<b>Cash flow, beginning</b>	<b>3.022.124.696</b>	<b>4.070.492.871</b>	<b>4.925.949.551</b>	<b>5.335.932.070</b>	<b>5.869.629.986</b>
<b>Cash flow, ending</b>	<b>4.070.492.871</b>	<b>4.925.949.551</b>	<b>5.335.932.070</b>	<b>5.869.629.986</b>	<b>6.529.602.124</b>

Ratio Analysis	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Operating margin (%)	28,5%	25,8%	25,8%	26,0%	26,2%
Net profit margin (%)	21,9%	20,6%	20,2%	20,4%	20,6%
ROE (%)	28,1%	24,8%	23,3%	22,3%	21,3%
ROA (%)	18,7%	17,1%	16,5%	16,1%	15,7%
EPS (Rp)	905	938	1.013	1.111	1.202
PER (x)	16,4	15,8	14,6	13,3	12,3
PBV (x)	4,2	3,7	3,2	2,8	2,5
EV/EBITDA (x)	11,0	10,6	9,5	8,6	7,9
Dividend Yield (%)	2,5%	2,7%	2,8%	3,1%	3,4%
Sales/Assets (x)	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Assets/Equity (x)	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3

**Semen Gresik: Financial Summary (SMGR IJ, Buy, Target Price: Rp 18.000)**

<b>Balance Sheet (Rp '000)</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
<b>Current assets</b>					
Cash and cash equivalents	4.070.492.871	4.925.949.551	5.335.932.070	5.869.629.986	6.529.602.124
Trade receivables	2.825.108.640	3.301.247.304	3.632.715.202	3.946.912.044	4.230.219.725
Inventories	2.645.892.517	2.811.704.405	3.094.018.834	3.346.884.952	3.571.326.642
Other current assets	<u>430.616.342</u>	<u>609.643.415</u>	<u>657.595.099</u>	<u>702.538.217</u>	<u>743.285.380</u>
<b>Total current assets</b>	<b>9.972.110.370</b>	<b>11.648.544.675</b>	<b>12.720.261.204</b>	<b>13.865.965.199</b>	<b>15.074.433.870</b>
<b>Non current assets</b>					
Fixed assets	19.076.991.268	20.753.001.909	23.839.355.432	27.153.460.042	30.664.100.597
Other non current assets	<u>1.743.782.454</u>	<u>1.913.119.443</u>	<u>1.992.701.182</u>	<u>2.071.993.551</u>	<u>2.151.123.392</u>
<b>Total non current assets</b>	<b>20.820.773.722</b>	<b>22.666.121.352</b>	<b>25.832.056.614</b>	<b>29.225.453.593</b>	<b>32.815.223.989</b>
<b>Total assets</b>	<b>30.792.884.092</b>	<b>34.314.666.027</b>	<b>38.552.317.818</b>	<b>43.091.418.792</b>	<b>47.889.657.860</b>
<b>Current liabilities</b>					
Trade payables	2.501.733.910	3.031.507.612	3.335.891.793	3.608.525.559	3.850.512.836
Accrued expenses	438.205.233	445.434.118	490.158.762	532.553.039	570.779.472
Taxes payable	398.536.742	271.687.005	301.945.408	331.099.762	358.166.621
Short-term debt	840.200.326	597.878.430	604.218.757	609.200.212	615.251.451
Other current liabilities	<u>1.118.954.326</u>	<u>926.761.957</u>	<u>1.053.614.755</u>	<u>1.154.203.843</u>	<u>1.260.174.283</u>
<b>Total current liabilities</b>	<b>5.297.630.537</b>	<b>5.273.269.122</b>	<b>5.785.829.474</b>	<b>6.235.582.415</b>	<b>6.654.884.662</b>
<b>Non current liabilities</b>					
Long-term debt	3.242.382.258	3.315.145.207	3.392.007.217	3.464.202.992	3.538.060.464
Other non current liabilities	<u>448.895.422</u>	<u>723.799.762</u>	<u>820.280.515</u>	<u>902.272.987</u>	<u>992.134.349</u>
<b>Total non current liabilities</b>	<b>3.691.277.680</b>	<b>4.038.944.969</b>	<b>4.212.287.731</b>	<b>4.366.475.979</b>	<b>4.530.194.813</b>
Minority interests	921.432.547	960.414.183	1.008.434.892	1.058.856.637	1.111.799.469
<b>Shareholders' equity</b>	<b><u>20.882.543.328</u></b>	<b><u>24.042.037.753</u></b>	<b><u>27.545.765.721</u></b>	<b><u>31.430.503.761</u></b>	<b><u>35.592.778.916</u></b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>30.792.884.092</b>	<b>34.314.666.027</b>	<b>38.552.317.818</b>	<b>43.091.418.792</b>	<b>47.889.657.860</b>