

PT United Tractors Tbk

A Challenging Year Ahead

Kami merekomendasikan **HOLD** untuk UNTR dengan target harga sebesar IDR 19,000. Target harga tersebut memberikan potensi kenaikan 12.1% dan mencerminkan PE'16E sebesar 10.44x dan PBV'16E sebesar 1.57x. Beberapa pertimbangan yang katalis kinerja UNTR adalah 1) Penurunan harga komoditas internasional yang masih berlanjut, 2) Efisiensi perseroan dan 3) Diversifikasi Usaha.

Belum Pulihnya Pasar Komoditas. Perlambatan ekonomi global masih terus berlanjut. Sebagai akibatnya, harga komoditas mengalami penurunan. Perusahaan pertambangan dan perkebunan menjadi pihak yang paling terpengaruh. Hal tersebut tercermin dengan turunnya penjualan alat berat Komatsu periode Januari hingga September 2015 yang hanya mencapai 1,799 unit dibandingkan dengan 2,982 unit di periode sama tahun lalu.

Efisiensi Perseroan. Untuk menyiasati turunnya penjualan, perseroan melakukan upaya efisiensi untuk menurunkan beban bahan *consumable*, perbaikan dan pemeliharaan, serta penyusutan. Perseroan juga diuntungkan oleh peningkatan nilai tukar USD terhadap IDR.

Diversifikasi Usaha. Perseroan melakukan diversifikasi usaha untuk mengurangi ketergantungan terhadap sektor batubara. UNTR telah mengakuisisi PT Acset Indonusa Tbk (ACST) sebanyak 50.1%. Meskipun ACST hanya berkontribusi 2.1% terhadap total pendapatan UNTR, kontribusi ACST diproyeksikan dapat meningkat ke 5% dalam lima tahun mendatang. UNTR juga mendirikan anak usaha PT Unitra Persada Energia (PT UPE) yang bergerak dalam bidang industri pembangkit tenaga listrik.

Berdasarkan asumsi kami, faktor utama yang mempengaruhi kinerja perseroan adalah pertumbuhan ekonomi global, fluktuasi harga komoditas dan isu lingkungan.

Valuasi & rekomendasi. Dengan menggunakan model *Discounted Cash Flow*, kami memperoleh target harga UNTR sebesar IDR 19,000 per saham yang mencerminkan *relative valuation* PER'16E sebesar 10.44x dan PBV'16E sebesar 1.57x. Dengan mempertimbangkan harga penutupan UNTR pada Rabu (06/01) di level IDR 16,950 sehingga terdapat potensi kenaikan sebesar 12.1% maka kami merekomendasikan **HOLD**.

Exhibit 1. Financial Summary

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
Revenue (bn IDR)	55,053	55,954	51,012	53,142	50,132	51,873
COGS (bn IDR)	45,433	41,496	41,071	38,601	39,942	41,361
Gross Profit (bn IDR)	9,620	14,458	9,941	14,540	10,190	10,512
Operating Profit (bn IDR)	7,615	7,566	6,741	8,866	8,522	8,818
Net Income (bn IDR)	5,901	5,780	4,830	5,370	6,534	6,789
EPS (IDR)	1,657	1,549	1,296	1,440	1,752	1,820
Revenue Growth	47.50%	1.64%	-8.83%	4.17%	-5.66%	3.47%
EPS Growth	48.07%	-6.52%	-16.34%	11.12%	21.64%	3.91%
ROA	13%	11%	8%	9%	10%	9%
ROE	21%	18%	14%	14%	16%	15%
PE Ratio	11.47	12.27	14.66	13.19	10.85	10.44

Source: Bloomberg, MCI Research

12 January 2016

Hold

Price (06/01/2016)	IDR 16,950
Target Price	IDR 19,000
Ticker	UNTR
Industry	Trade

Helen

helen.vincentia@megaci.com



Company Description

PT United Tractors Tbk (UNTR) didirikan pada 13 Oktober 1972 sebagai distributor tunggal alat berat Komatsu di Indonesia.

Saat ini, perseroan memiliki empat aktivitas utama yaitu distribusi alat berat, kontraktor penambangan, pertambangan dan alat konstruksi.

Shareholders

PT Astra International	59.50%
Public	40.50%

Stock Data

52-week range (IDR)	13,925-24,000
Market Cap (IDR T)	63.22
Shares O/S (IDR bn)	3.73

Jl. Raya Bekasi Km. 22, Cakung
Jakarta—13910, Indonesia
www.unitedtractors.com

Industry Overview

Alat Berat

Alat berat adalah mesin berukuran besar yang didesain untuk melaksanakan fungsi konstruksi seperti penggerjaan tanah (*earthworking*) dan memindahkan bahan bangunan. Alat berat umumnya terdiri atas lima komponen, yaitu implemen, alat traksi, struktur, sumber tenaga dan transmisinya (power train), serta sistem kendali.

Dari fungsinya alat berat dibagi menjadi beberapa bagian yaitu:

1. Loading Equipment

Loading equipment merupakan alat berat yang digunakan untuk menggali, mengangkat material dari sumbernya ke unit pembawa material.

2. Heavy Support Equipment

Heavy support equipment merupakan alat berat yang digunakan sebagai sarana pendukung disekitar *loading area*, *dumping area* maupun area perjalanan dari *loading* hingga *dumping area*.

3 Lifting Equipment

Lifting equipment merupakan alat berat yang digunakan sebagai alat pengangkat dengan berbagai jenis berat beban maksimal yang mampu diangkat oleh alat tersebut.

4 Hauling Equipment

Hauling equipment merupakan alat berat yang digunakan sebagai alat pemindah material dari *loading area* ke *dumping area*.

5 Drilling Machine

Drilling machine merupakan alat berat yang digunakan sebagai alat pengebor untuk membuat lubang yang akan digunakan sebagai tempat meletakkan bahan peledak untuk diledakkan.

Exhibit 2. *Heavy Equipment*

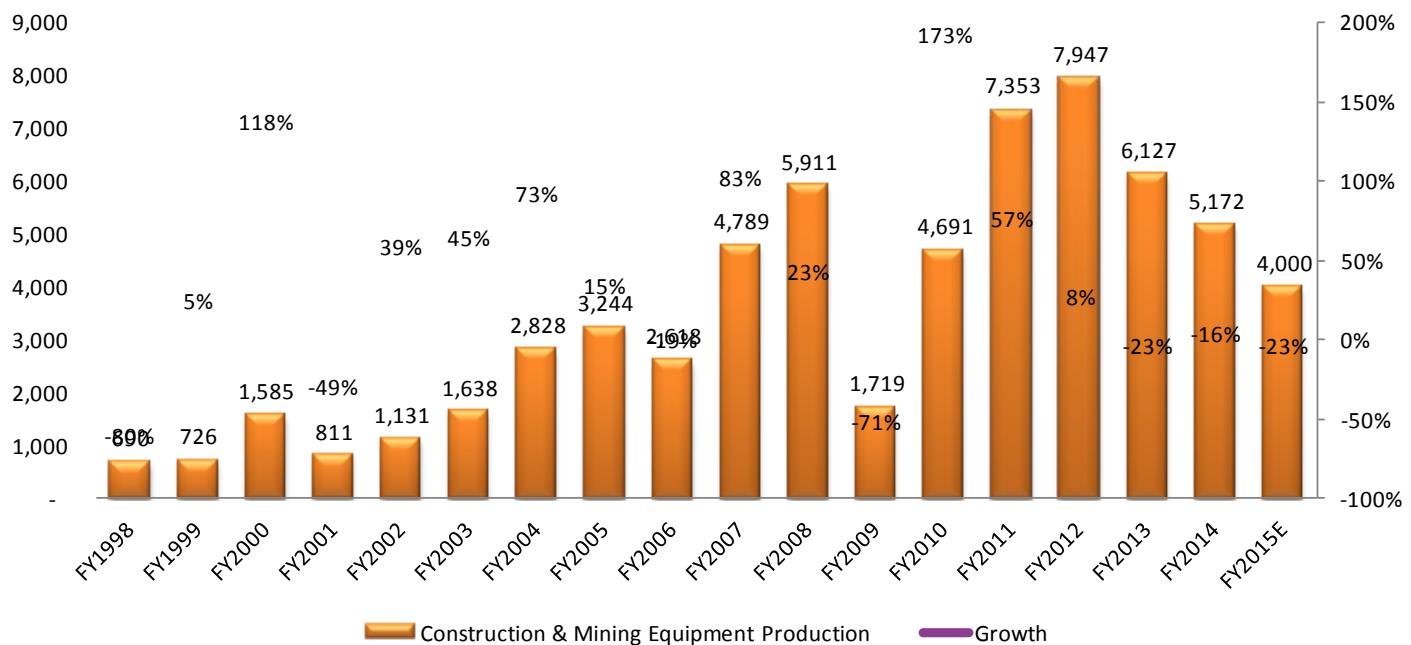


Source: Various Sources

Permintaan alat berat Indonesia saat ini didominasi oleh empat sektor yaitu pertambangan, perkebunan, kehutanan dan konstruksi. Produk alat-alat berat yang dijual di pasar antara lain adalah *excavator*, *backhoe loader*, *wheel loader*, *bulldozer*, *motor grader* dan *dump truck*.

Permintaan alat berat berkaitan dengan pergerakan harga komoditas. Perlambatan ekonomi global menyebabkan turunnya jumlah ekspor dan pelemahan harga komoditas seperti minyak kelapa sawit, batubara, nikel, timah, emas, serta migas yang berdampak pada turunnya permintaan akan alat berat. Hal tersebut tercermin dari semakin turunnya permintaan alat berat serta pergeseran fokus pasar. Sebagian besar penggunaan alat berat di Indonesia adalah untuk sektor pertambangan sehingga sebagian perusahaan pertambangan memutuskan untuk menurunkan target produksi yang berimbang pada turunnya penggunaan dan pembelian alat berat.

Exhibit 3. Construction & Mining Equipment Production

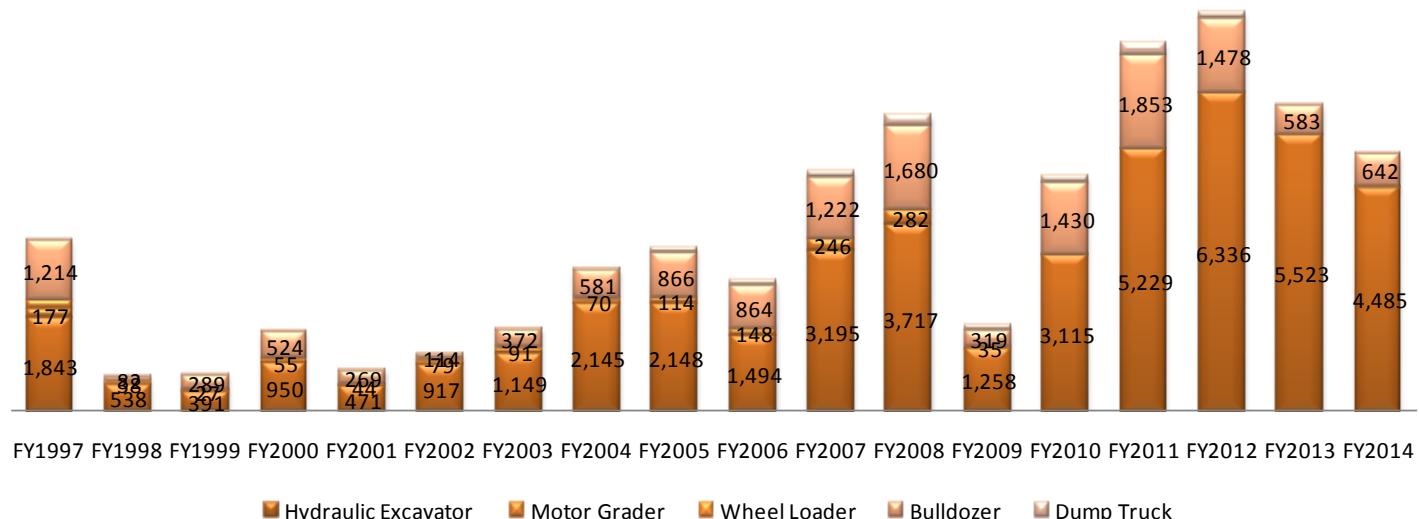


Source: Hinabi

Produksi alat berat naik dari 690 unit di tahun 1999 menjadi 5,172 unit di tahun 2014 atau tumbuh CAGR 13.42% didukung didukung oleh perkembangan sektor pertambangan dan perkebunan. Produksi sempat turun di tahun 2009 sebagai dampak dari krisis finansial global tahun 2008 dan meningkat kembali di tahun berikutnya dan mencapai puncaknya di tahun 2012 dengan produksi 7,947 unit. Namun, produksi alat berat lalu mengalami penurunan di tahun berikutnya akibat belum pulihnya perekonomian global.

Adapun untuk pangsa pasar alat berat di Indonesia per akhir September 2015, Komatsu masih menjadi pemimpin pasar dengan pangsa pasar 37%, disusul oleh Caterpillar dengan pangsa pasar 21%, Hitachi 19%, Kobelco 10% dan produsen alat berat lainnya sebesar 13%.

Exhibit 4. Construction & Mining Equipment Production by Type

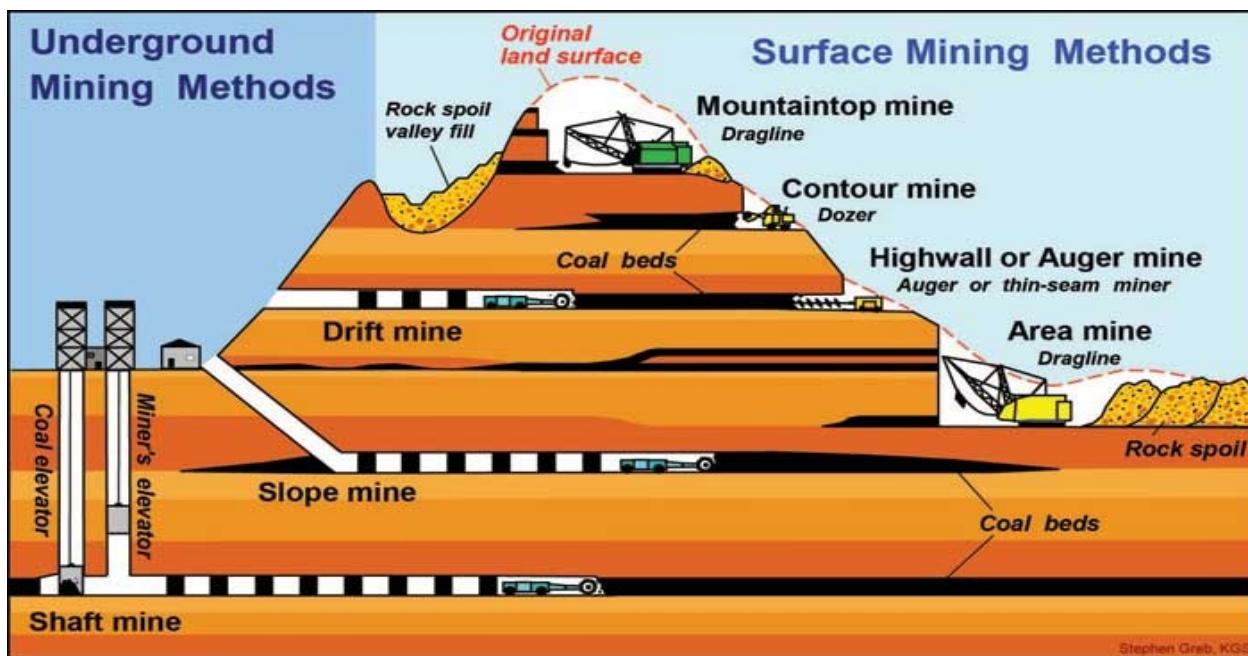


Source: Hinabi

Penambangan Batubara

Kegiatan penambangan batubara meliputi target produksi batubara dan pemindahan tanah. Metode penambangan batubara tergantung pada keadaan geologi daerah antara lain sifat lapisan batuan penutup, batuan lantai batubara, struktur geologi dan keadaan lapisan batubara dan bentuk deposit. Terdapat dua cara penambangan batubara yaitu tambang dalam dan tambang terbuka. Beberapa tipe penambangan batubara dengan metode tambang terbuka adalah *contour mining*, *open pit mining* dan *stripping mining*.

Exhibit 5. Mining Methods



Proses penambangan batubara terdiri dari:

- Persiapan
- Pembersihan lahan (*land clearing*)
- Pengupasan tanah pucuk (*top soil*)
- Pengupasan tanah penutup (*stripping overburden*)
- Penimbunan tanah penutup (*overburden removal*)
- Penambangan batubara (*coal getting*)
- Pengangkutan batubara (*coal hauling*)
- Pengupasan parting (*parting removal*)
- Backfilling tanah pucuk dari tempat penyimpanan sementara
- Perataan dan rehabilitasi tanah (*spreading*)
- Penghijauan (*reclamation*)
- Kontrol (*monitoring*)

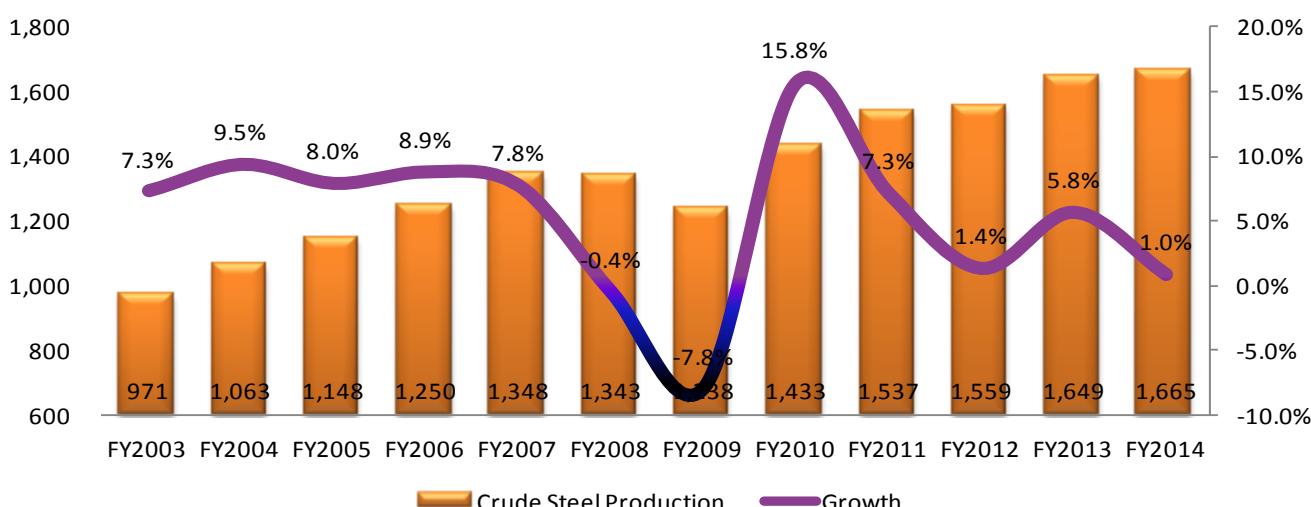
Batubara

Batubara merupakan sumber daya alam berbahan dasar karbon yang digunakan di pembangkit listrik, produksi baja, produksi semen dan sebagai bahan bakar cair. Secara umum terdapat dua karakteristik batubara yang dihasilkan untuk ekspor yaitu batubara kokas (*coking coal*) dan batubara termal (*steam coal*).

- *Coking coal* terutama digunakan untuk menghasilkan kokas, yang digunakan sebagai reduktan dalam pengolahan besi dan baja. Sampai tahap tertentu kokas juga digunakan dalam pembuatan dan peleburan logam dasar.
- *Steam coal* terutama digunakan sebagai sumber energi dalam pembangkit listrik.

Melambatnya pertumbuhan ekonomi dunia dalam beberapa tahun terakhir berdampak pada turunnya permintaan besi dan juga penggunaan energi sehingga permintaan akan batubara melemah. Batubara merupakan sumber energi utama setelah minyak bumi. Adapun di sisi lain, suplai batubara dunia terus meningkat. Kenaikan suplai yang tidak diimbangi oleh permintaan menyebabkan terjadinya penurunan harga batubara yang cukup signifikan. Harga rata-rata jual batubara berdasarkan New Castle Export Index (NEX) pada tahun 2014 berada di level USD 63.68 per ton dibandingkan dengan harga rata-rata tahun 2013 di level USD 79.70 per ton.

Exhibit 6. World Steel Production

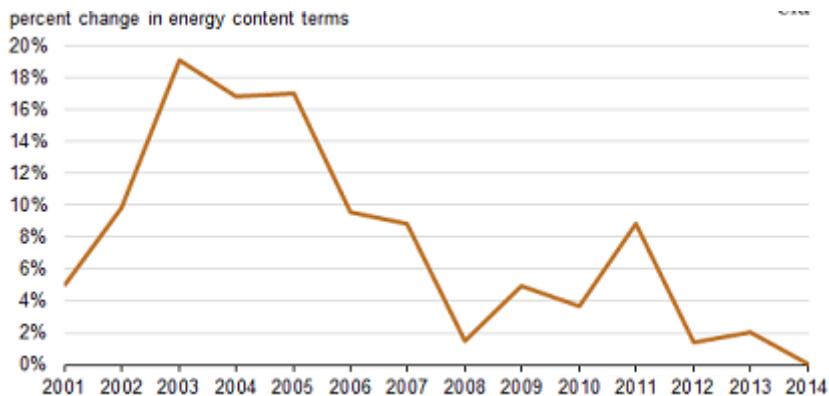


Source: World Steel

China merupakan produsen baja terbesar di dunia dengan jumlah produksi 822.7 juta ton di tahun 2014, disusul oleh Jepang dengan jumlah produksi 110.7 juta ton dan Amerika Serikat dengan jumlah produksi 88.2 juta ton. China juga menjadi negara konsumen baja terbesar didunia yaitu sebesar 46.2% dari penggunaan besi dunia di tahun 2014. Posisi tersebut naik signifikan dari 28.3% di tahun 2004. Namun, pertumbuhan ekonomi China mengalami perlambatan dalam beberapa tahun terakhir yang menyebabkan menurunnya aktivitas manufaktur dan juga konstruksi. Permintaan baja China diperkirakan turun -3.5% di tahun 2015 dan -2.0% di tahun 2016 setelah puncaknya di tahun 2013. Adapun permintaan baja di negara berkembang dan negara maju tidak termasuk China, diproyeksikan naik 1.7% di tahun 2015 dan 3.8% di tahun 2016. Sedangkan permintaan baja global diproyeksikan turun -1.7% menjadi 1,513 juta ton di tahun 2015 dan naik 0.7% di tahun 2016 menjadi 1,523 juta ton.

Pertumbuhan ekonomi China pada tahun 2014 hanya sebesar 7.4%, yang merupakan realisasi terendah semenjak krisis finansial global tahun 2008-2009. Selama beberapa tahun terakhir, China dan juga India mencatatkan pertumbuhan konsumsi batubara yang signifikan. Namun, melambatnya pertumbuhan ekonomi China dan juga isu lingkungan diproyeksikan akan menurunkan permintaan dari China. Selama lima bulan pertama 2015, konsumsi batubara China sebesar 1.57 miliar ton, turun 5% yoy. Adapun impor batubara turun sebanyak 52 ton, jumlah yang lebih besar dibandingkan dengan periode sama tahun sebelumnya.

Exhibit 7. Annual Change in China Coal Consumption



Source: EIA

Dengan masih belum pulihnya ekonomi dunia kami belum melihat bahwa pasar batubara akan mengalami pemulihan. Meskipun begitu, pada sejumlah negara-negara berkembang dimana pasokan listrik masih kurang dibandingkan kebutuhan, pemakaian batubara sebagai sumber energi murah masih menjadi pilihan. India terutama diproyeksikan akan menjadi konsumen batubara terbesar di dunia.

Exhibit 8. Indonesia's Coal Resources and Reserves

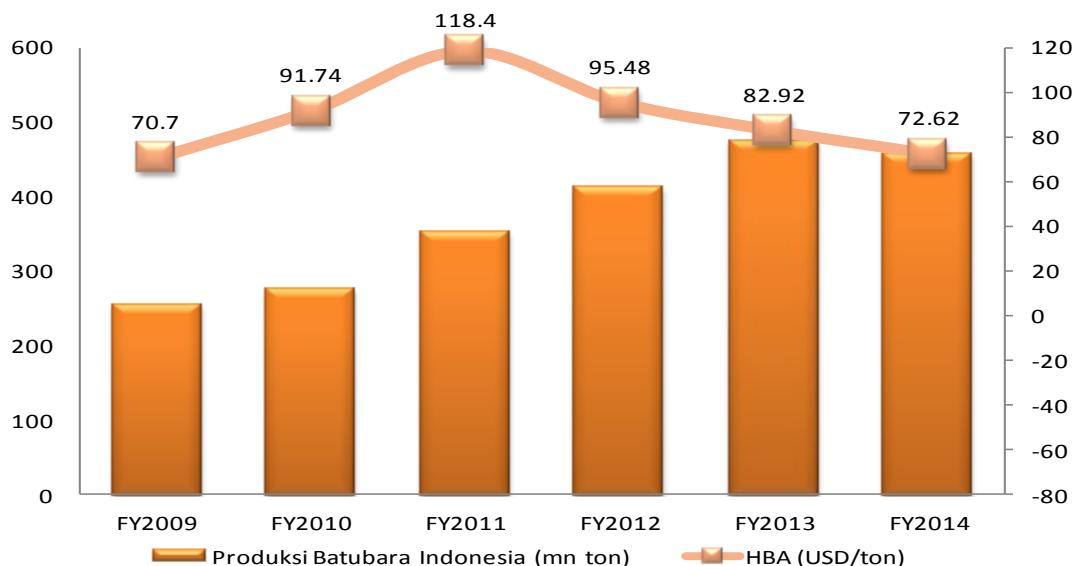


Source: Badan Geologi

Dari dalam negeri, Indonesia memiliki cadangan batubara yang besar dimana saat ini Indonesia bersama dengan Australia merupakan penghasil batubara utama di dunia. Produksi batubara Indonesia pada tahun 2014 mencapai juta 458 ton dibandingkan tahun 2013 sebesar 474 ton. Untuk tahun 2015, Indonesia ditargetkan akan memproduksi 425 ton batubara. Namun target tersebut diproyeksikan tidak akan tercapai mengingat produksi batubara periode Januari hingga November 2015 hanya mencapai 335 ton, termasuk sisa stok yang berlumur terjual 8 ton. Jumlah tersebut turun 20.05% dari produksi tahun lalu 419 ton. Ekspor batubara tercatat 253 ton atau turun 27.21% dibandingkan periode sama tahun lalu 350 ton. Rendahnya ekspor tersebut diakibatkan berkurangnya permintaan dari beberapa Negara konsumen, terutama China.

Sementara, konsumsi batubara domestik selama Januari hingga November 2015 mencapai 74 ton atau naik 5.71%. Dibandingkan dengan realisasi pada periode sama tahun lalu 70 ton yang didorong oleh pertumbuhan industri dan pembangunan pembangkit listrik tenaga uap (PLTU).

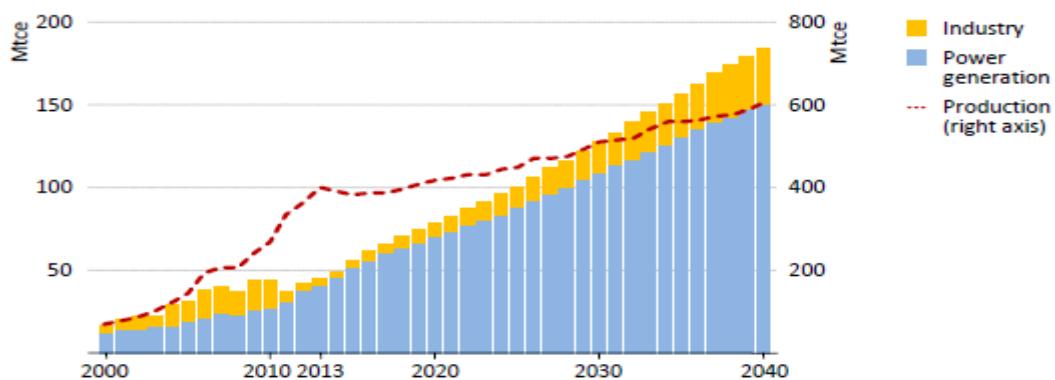
Exhibit 9. Indonesia's Coal Production



Source: Kementerian ESDM

Seiring dengan pelemahan harga batubara dunia, sejumlah perusahaan tambang melakukan diversifikasi usaha dengan mendirikan pembangkit listrik mulut tambang. Dengan terus meningkatnya permintaan akan energi, baik Indonesia maupun negara-negara Asia Tenggara lainnya diproyeksikan masih akan menjadikan batubara sebagai sumber energi utama.

Exhibit 10. Indonesia's Coal Consumption



Source: IEA

Pada tahun 2012 kapasitas total pembangkit nasional (PLN, IPP, PPU, IO non BBM) di wilayah Indonesia adalah sebesar 44.8 GW. Sekitar 73% diantaranya berada di wilayah Jawa 18% di wilayah Sumatera, sisanya di wilayah Kalimantan dan Pulau Lainnya (Sulawesi, Maluku, NTB-NTT, Papua). Dilihat dari segi input bahan bakar, pembangkit berbahan bakar batubara dan gas mempunyai pangsa yang paling tinggi, yaitu masing-masing sebesar 43% (19.1 GW) dan 27% (12 GW), diikuti kemudian oleh pembangkit berbahan bakar minyak dengan pangsa sekitar 18% (8.1 GW). Dengan bertumbuhnya ekonomi Indonesia dan juga besarnya jumlah penduduk yang ada, kebutuhan akan listrik terus meningkat setiap tahun nya.

Konsumsi listrik nasional pada tahun 2015 mencapai 202 Terrawatt hour (TWh), naik 2.2% dibandingkan dengan tahun 2014 yang sebesar 194 TWh. Dari pencapaian 202 TWh tersebut, sekitar 35% konsumen berasal dari sektor industri. Adapun konsumsi listrik nasional tahun ini diproyeksikan mencapai 225 TWh, atau tumbuh 11.4% dibandingkan realisasi 2015.

Company Overview

PT United Tractors Tbk (UNTR) didirikan pada 13 Oktober 1972 sebagai distributor tunggal alat berat Komatsu di Indonesia. Selain itu, perseroan juga bergerak di bidang kontraktor penambangan, penambangan dan industri konstruksi. Dalam melakukan kegiatan usahanya, perseroan didukung oleh jaringan luas dengan 20 kantor cabang, 21 *site support*, 10 kantor perwakilan dan 14 kantor pendukung di seluruh Indonesia.



Distribusi Alat Berat

Perseroan merupakan distributor alat berat produk Komatsu, UD Trucks, Scania, Bomag, Tadano dan Komatsu Forest. Produk alat berat tersebut digunakan di sektor pertambangan, perkebunan, konstruksi dan kehutanan serta untuk *material handling* dan transportasi.

Kontraktor Penambangan

Melalui anak perusahaannya, PT Pamapersada Nusantara ("PAMA"), perseroan memberikan jasa kepada pemilik tambang dalam memproduksi batu bara. Dengan pangsa pasar domestik sebesar 45% (berdasarkan hasil riset internal) PAMA memberikan jasa penambangan komprehensif yang meliputi aspek-aspek strategis maupun implementasi, termasuk desain tambang, eksplorasi, ekstraksi, pengangkutan melalui jalur darat, pengangkutan melalui sungai dan pengapalan.

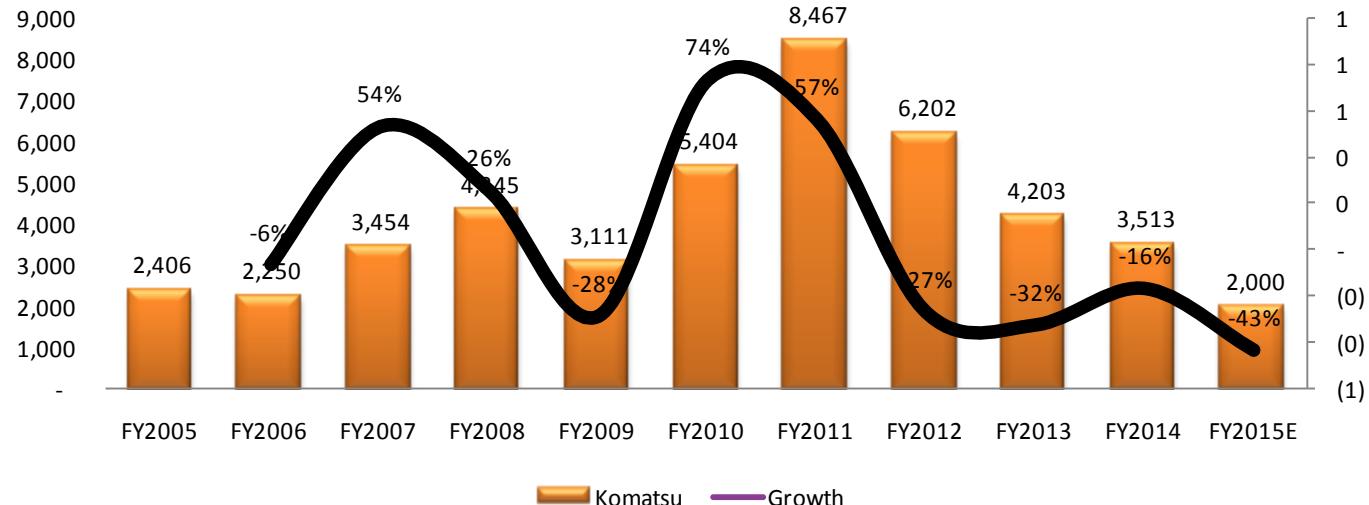
Penambangan Batu Bara

Perseroan memasuki usaha pertambangan batu bara, melalui anak perusahaannya PT Prima Multi Mineral ("PMM"). Hingga kini, UNTR memperoleh hak konsesi atas 9 lahan tambang batu bara, diantaranya adalah PT Tuah Turangga Agung ("TTA"); PT Agung Bara prima ("ABP"); PT Bukit Enim Energi ("BEE"); PT Asmin Bara Bronang ("ABB"); PT Asmin Bara Jaan ("ABJ"); PT Duta Sejahtera ("DS"); PT Duta Nurcahya ("DN"); PT Piranti Jaya Utama ("PJU"); dan PMM, dengan estimasi total cadangan batu bara sebesar 405 juta ton (combined reserve) dengan kualitas batu bara menengah hingga tinggi. Perseroan terus meningkatkan kapasitas produksi batu bara melalui pengoperasian empat tambang yang dikelola oleh TTA, PMM, ABB and DN.

Industri Konstruksi

Pada 5 Januari 2015, UNTR melalui anak perusahaannya, PT Karya Supra Perkasa (KSP) mengakuisisi 40% saham ACST dari PT Cross Plus Indonesia (CPI) dan PT Loka Cipta Kreasi (LCK). Dan pada tanggal 11 Mei 2015, KSP kembali mengakuisisi sebanyak 10% saham ACST dari CPI dan LCK, sehingga total kepemilikan saham ACST menjadi 50.1%. Kegiatan utama ACST adalah jasa konstruksi yang diklasifikasikan menjadi dua segmen yaitu: 1) kontrak jasa konstruksi dan 2) kontrak pondasi. Adapun konstruksi yang dibangun perseroan fokus pada usaha konstruksi proyek-proyek properti komersial, hunian, industri dan resor.

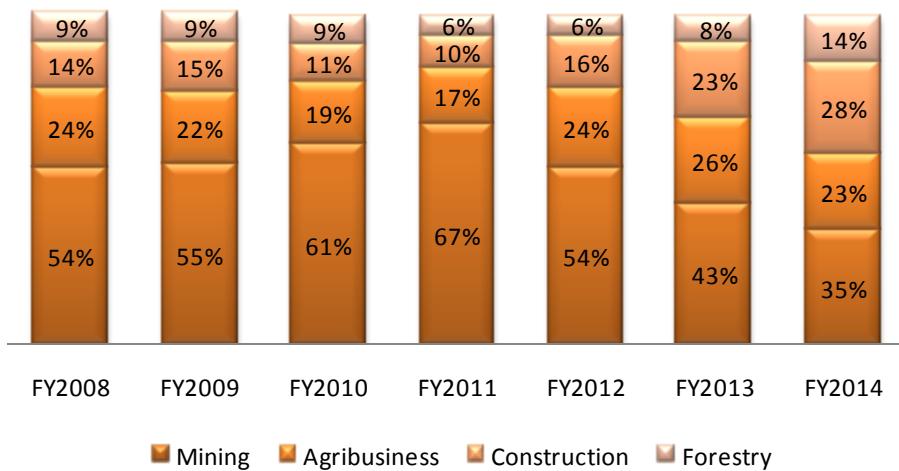
Exhibit 11. Komatsu Sales Volume



Source: Company, MCI Research

Pada tahun 2014, volume penjualan Komatsu turun sebesar 16% atau menjadi 3,513 unit, jauh lebih rendah dibandingkan dengan volume penjualan pada 2013, yaitu 4,203 unit. Penurunan tersebut terutama masih dipengaruhi oleh perlambatan sektor pertambangan dan perkebunan di Indonesia. Situasi tersebut berlanjut di tahun 2015, dimana penjualan Komatsu Januari hingga September 2015 hanya mencapai 1,799 unit dibandingkan dengan 2,982 unit di periode sama tahun lalu.

Exhibit 12. Komatsu Sales Volume by Segment



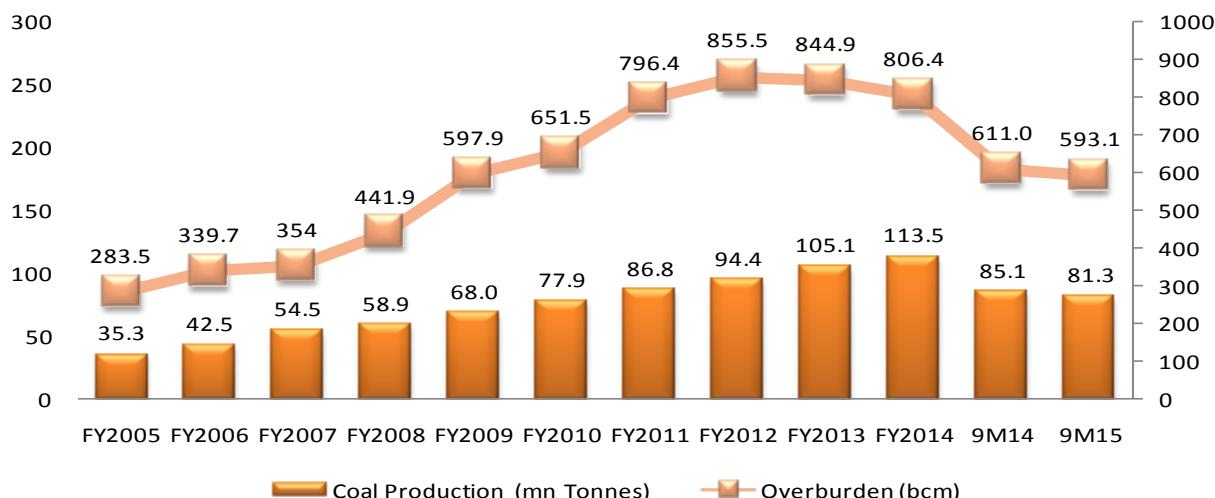
Source: Company

Seiring dengan melemahnya harga komoditas, penjualan alat ke sektor pertambangan dan perkebunan juga mengalami penurunan. Di sisi lain, penjualan ke sektor konstruksi dan kehutanan meningkat. Pada puncaknya di tahun 2011, sektor pertambangan mendominasi sebesar 67% dan terus menurun di tahun berikutnya menjadi hanya 35% di tahun 2014. Adapun sektor konstruksi dan kehutanan mengalami kenaikan dari masing-masing 10% dan 6% di tahun 2011 menjadi 28% dan 14% di tahun 2014. Per September 2015, penjualan alat berat ke sektor konstruksi bahkan menjadi kontributor terbesar yaitu 34% disusul kehutanan 22%, pertambangan 29% dan perkebunan 15%. Kami memproyeksikan bahwa segmen konstruksi akan menjadi pendorong pertumbuhan penjualan alat berat terutama akibat pembangunan infrastruktur.

Pada 2014, PAMA mengelola 14 proyek kontraktor pertambangan di seluruh Indonesia dengan klien utama, termasuk PT Adaro Indonesia, PT Indominco Mandiri, PT Kideco Jaya Agung, PT Kaltim Prima Coal, PT Bukit Asam Tbk, PT Jembayan Muarabara dan PT Trubaindo Coal Mining.

Terdapat penurunan aktivitas *overburden removal* di tahun 2014 yang sebagian besar disebabkan penyesuaian target produksi dalam beberapa proyek kontraktor penambangan, sehingga total *overburden removal* adalah sebesar 806.4 juta bcm, dibandingkan 844.9 juta bcm pada 2013. Sementara itu, total produksi dan pengangkutan batu bara mencatat kenaikan sebesar 14%, atau 119.4 juta ton, dibandingkan tahun lalu sebesar 105.1 million ton. Sampai bulan September 2015 produksi batu bara turun 4% menjadi 81.3 juta ton dan pekerjaan pemindahan tanah (*overburden removal*) turun 3% menjadi 593.1 juta bcm

Exhibit 13. Coal Production & Overburden Removal



Source: Company

Hingga akhir 2014, perseroan memiliki hak konsesi atas 9 lahan tambang di Indonesia dengan total cadangan batu bara sebanyak 404,7 juta ton (*combined reserve*), yang dikelola melalui beberapa anak perusahaan. Hingga bulan September 2015, tambang Turangga Agung (TTA) telah menjual sebanyak 3.9 juta ton atau turun 13%.

Exhibit 14. Coal Reserves

Konsesi Concession	% Kepemilikan % Ownership	Lokasi Location	Cadangan Batu bara (juta ton) Mineable Reserves (million tons)	Kualitas (kcal/kg) GAR Quality (kcal/kg) GAR	Penjualan Batu bara tahun 2014 (juta ton) Coal Sales Volume in 2014 (million tons)
Prima Multi Mineral (PMM)	100%/TTA	Rantau, Kalimantan Selatan	2.0	5,800	1.99
Tuah Turangga Agung (TTA)	100%	Kapuas, Kalimantan Tengah	27.8	5,890	2.41
Agung Bara Prima (ABP)	100%/TTA	Kapuas, Kalimantan Tengah	9.2	5,890	0 (green field)
Bukit Enim Energi (BEE)	20%/PAMA	Muara Enim, Sumatera Selatan	177	3,163	0 (green field)
Asmin Bara Bronang (ABB) Asmin Bara Jaan (ABJ)	75.4%/TTAA	Kapuas dan Murung Raya, Kalimantan Tengah	99.0	4,300-6,095	1.31
Duta Sejahtera (DS) Duta Nurcahya (DN)	60%/TTA	Barito Utara, Kalimantan Tengah	44.7	5,766-5,891	0.22
Piranti Jaya Utama (PJU)	60%/TTA	Kapuas, Kalimantan Tengah	45	4,762	0 (green field)
Total Cadangan (Combined Reserve)			404.7		

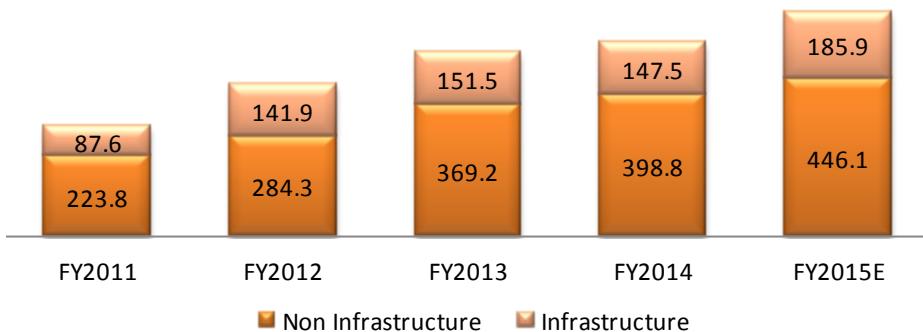
Source: Company

Perseroan memasuki bisnis konstruksi melalui PT Acset Indonusa Tbk (ACST). ACST hingga September 2015 membukukan pendapatan sebesar IDR 852.5 miliar. Adapun kontrak baru mencapai IDR 3.1 triliun dengan komposisi per kegiatan usaha sebagai berikut: konstruksi (80%), pondasi (18%) dan infrastruktur (2%). Beberapa proyek yang dikerjakan oleh ACST antara lain adalah:

- Thamrin Nine
- Apartemen West Vista
- Indonesia 1
- Astra Biz Centre di Bumi Serpong Damai.
- Gerbang dan Kantor Tol untuk Mojokerto Kertosono dan Cilegon Barat

ACST berpeluang untuk bekerja sama dengan PT Astratel Nusantara dalam proyek infrastruktur di Indonesia. Selain itu, PT Astra International Tbk (ASII) mengalokasikan sekitar 15% dari belanja modal untuk proyek-proyek infrastruktur. Rata-rata, ASII menggunakan belanja modal senilai IDR 13 triliun per tahun.

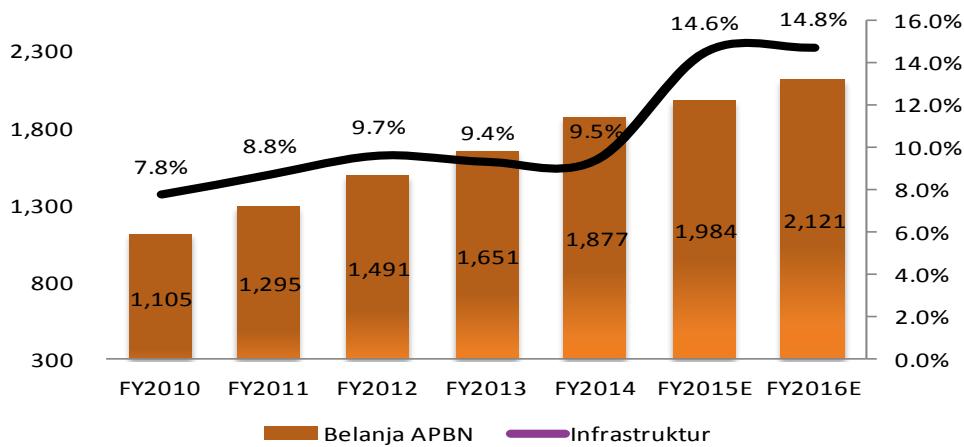
Exhibit 15. Nilai Proyek Konstruksi Nasional (IDR tn)



Source: BCI Asia

Pertumbuhan ACST juga didukung dengan rencana pemerintah untuk membangun proyek infrastruktur mengingat masih terbatasnya sarana dan prasarana infrastruktur di Indonesia. Pemerintah telah menaikkan alokasi anggaran infrastruktur terhadap total belanja APBN dari sekitar 7% hingga 10%, selama periode 2010-2014 menjadi sekitar 14% mulai tahun 2015. Anggaran belanja infrastruktur tahun 2015 tercatat sebesar IDR 290 triliun atau naik 63% dibandingkan 2014 yang hanya sebesar IDR 178 triliun. Sementara itu untuk tahun 2016 mendatang pemerintah telah mengalokasikan anggaran belanja infrastruktur sebesar IDR 313.5 triliun atau naik 8% dibandingkan dengan tahun 2015.

Exhibit 16. Alokasi Anggaran Infrastruktur terhadap APBN



Source: Kementerian Keuangan RI

Selain bisnis konstruksi, sebagai upaya untuk mengurangi ketergantungan terhadap komoditas batubara Perseroan juga melakukan ekspansi dan diversifikasi ke segmen usaha lainnya.

- UNTR melalui anak usaha mengakuisisi 75.5% saham perusahaan tambang emas PT Sumbawa Jutaraya senilai USD 2.57 juta. Perseroan akan melakukan eksplorasi dalam waktu satu hingga dua tahun ke depan untuk mengetahui realisasi cadangan emas di tambang tersebut. Untuk eksplorasi tersebut, UNTR menganggarkan belanja modal sebesar USD 10 juta hingga USD 20 juta.
- Perseroan mendirikan anak usaha PT Unitra Persada Energia (PT UPE) yang bergerak dalam bidang industri pembangkit tenaga listrik yang meliputi kegiatan pembangkitan, penjualan, transmisi dan distribusi serta usaha-usaha lain yang terkait dengan tenaga kelistrikan.

Perseroan dengan Sumitomo Corporation dan Kansai Electric Power Co, Inc telah mencapai kesepakatan untuk mengembangkan ekspansi proyek Tanjung Jati B Pembangkit Tenaga Listrik Batubara unit 5 & 6 dan pada tanggal 21 Desember 2015 menandatangi perjanjian pengikatan jual beli listrik ('PPA') dengan PT Perusahaan Listrik Negara (Persero) ('PLN')

Proyek yang dikerjakan dengan skema BOT ini (*Built, Operate and Transfer*), adalah (i) untuk membangun 2 unit pembangkit listrik *ultra-supercritical* di Jawa Tengah dengan kapasitas masing-masing 1000 MW (yang letaknya berdekatan dengan pembangkit listrik unit 1 sampai 1 yang telah ada terlebih dahulu); (ii) mengoperasikan dan memelihara 2 unit pembangkit listrik tersebut; dan (iii) memasok listrik kepada PLN untuk periode 25 tahun, terhitung sejak dimulainya operasi komersial 2 unit pembangkit listrik tersebut.

Bagi perseroan, tahun 2016 menandai tahun ketiga tahap kedua dari Astra Heavy Equipment, Mining & Energy (AHEME) 2020, yang merupakan roadmap UNTR dan seluruh anak perusahaan.

Forecast & Valuation

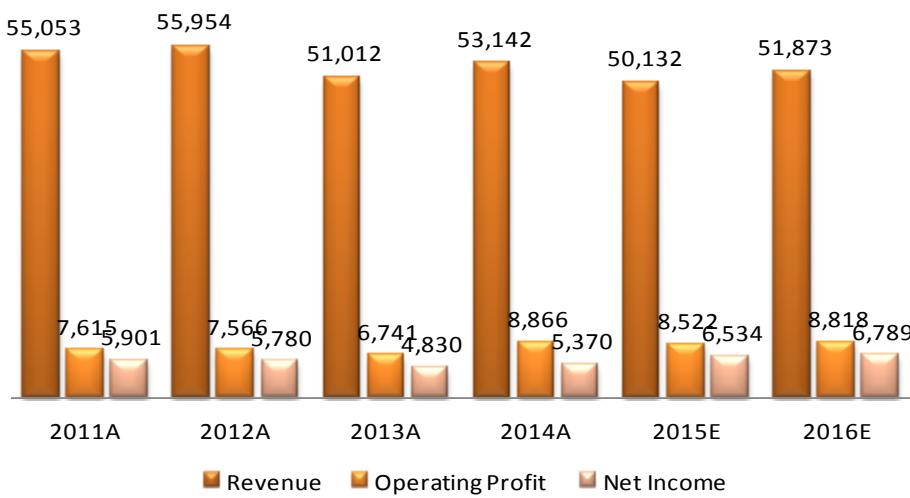
Kinerja 9M15. Pendapatan bersih perseroan selama 9M 2015 turun 6% menjadi IDR 38.3 triliun, dimana mesin konstruksi menyumbang 28% dari total pendapatan, kontraktor penambangan 61%, pertambangan 9%, dan industri konstruksi 2%. Volume penjualan Komatsu sampai dengan bulan September 2015 mencapai 1,799 unit atau turun 40%. Laba kotor naik menjadi IDR 8.93 triliun dibandingkan dengan periode sama tahun lalu IDR 8.63 triliun, laba usaha naik menjadi IDR 6.7 triliun dari IDR 6.3 triliun dan laba bersih naik dari IDR 4.8 triliun menjadi IDR 5.57 triliun.

Exhibit 16. Income Statement Summary 9M15

	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	QoQ
Revenue	13,277.2	12,331.9	12,648.2	12,301.0	13,345.4	8.5%
- Cost of Goods Sold	10,379.8	8,895.4	10,075.1	9,216.0	10,072.5	9.3%
Gross Income	2,897.4	3,436.5	2,573.1	3,085.0	3,272.9	6.1%
- Operating Expenses	938.2	812.8	725.7	732.5	724.8	-1.1%
Operating Income	1,959.3	2,623.7	1,847.5	2,352.6	2,548.0	8.3%
- Interest Expense	21.9		20.0	19.9	16.3	-18.1%
- Foreign Exchange Losses (Gains)	(110.4)	(38.2)	(267.8)	21.4	(515.0)	-2506.5%
- Net Non-Operating Losses (Gains)	(2.6)	2,532.4	(124.8)	(10.4)	(12.1)	16.3%
Pretax Income	2,050.2	129.5	2,220.1	2,321.7	3,058.9	31.8%
- Income Tax Expense	541.1	52.4	579.4	565.7	903.4	59.7%
Income Before XO Items	1,509.1	77.1	1,640.6	1,755.9	2,155.4	22.8%
- Extraordinary Loss Net of Tax						
- Minority Interests	15.6	(517.7)	4.3	(13.8)	(10.8)	-21.7%
Net Income	1,493.5	594.9	1,636.3	1,769.8	2,166.2	22.4%
Basic EPS	400.4	159.5	439.0	474.5	580.7	22.4%

Source: Bloomberg, MCI Research

Exhibit 17. Profit & Loss



Source: Bloomberg, MCI Research

Valuasi & rekomendasi. Dengan menggunakan model *Discounted Cash Flow*, kami memperoleh target harga UNTR sebesar IDR 19,000 per saham yang mencerminkan *relative valuation PER'16E* sebesar 10.44x dan *PBV'16E* sebesar 1.57x. Dengan mempertimbangkan harga penutupan UNTR pada Rabu(06/01) di level IDR 16,950 sehingga terdapat potensi kenaikan sebesar 12.1% maka kami merekomendasikan HOLD.

Investment Risk

Berdasarkan asumsi kami, faktor utama yang mempengaruhi kinerja perseroan adalah pertumbuhan ekonomi global, fluktuasi harga komoditas dan isu lingkungan.

Pertumbuhan Ekonomi Global. Melambatnya pertumbuhan ekonomi menyebabkan turunnya permintaan akan energi.

Fluktuasi Harga Komoditas. Pelemahan harga komoditas tambang terutama batubara dan juga hasil perkebunan yang terjadi dalam beberapa tahun terakhir menyebabkan berkurangnya permintaan akan produk dan juga jasa yang ditawarkan oleh Perseroan.

Isu Lingkungan. Penggunaan batubara untuk pembangkit listrik tenaga uap (PLTU) dikritik sebagai salah satu penyebab pencemaran lingkungan.

Appendix

in bn IDR	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
Revenue	55,053	55,954	51,012	53,142	50,132	51,873
COGS	45,433	41,496	41,071	38,601	39,942	41,361
Gross Profit	9,620	14,458	9,941	14,540	10,190	10,512
Operating Profit	7,615	7,566	6,741	8,866	8,522	8,818
Net Income	5,901	5,780	4,830	5,370	6,534	6,789
EPS (in IDR)	1,657	1,549	1,296	1,440	1,752	1,820

in bn IDR	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
Current Assets	25,626	22,048	27,814	33,580	36,206	36,456
Non Current Assets	20,814	28,253	29,548	26,712	31,473	35,168
Total Assets	46,440	50,301	57,362	60,292	67,679	71,624
Current Liabilities	14,930	11,327	14,561	16,298	19,306	19,907
Non Current Liabilities	4,006	6,673	7,153	5,417	6,596	6,611
Total Liabilities	18,936	18,000	21,713	21,715	25,901	26,519
Equity	27,504	32,301	35,649	38,577	41,778	45,105
Total Equity & Liabilities	46,440	50,301	57,362	60,292	67,679	71,624

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
Sales Growth	47.50%	1.64%	-8.83%	4.17%	-5.66%	3.47%
Gross Profit Growth	50.00%	3.21%	-9.54%	26.83%	-4.47%	3.47%
Operating Income Growth	47.51%	-0.64%	-10.91%	31.52%	-3.88%	3.47%
Net Income Growth	52.36%	-2.05%	-16.43%	11.17%	21.68%	3.91%
Debt Ratio	0.41	0.36	0.38	0.36	0.38	0.37
Debt to Equity Ratio	0.69	0.56	0.61	0.56	0.62	0.59
Current Ratio	1.72	1.95	1.91	2.06	1.88	1.83
GPM	17.47%	25.84%	19.49%	27.36%	20.33%	20.27%
OPM	13.83%	13.52%	13.21%	16.68%	17.00%	17.00%
NPM	10.72%	10.33%	9.47%	10.10%	13.03%	13.09%
ROA	12.71%	11.49%	8.42%	8.91%	9.65%	9.48%
ROE	21.45%	17.89%	13.55%	13.92%	15.64%	15.05%

Source: Company, Bloomberg, MCI Research

RESEARCH

Danny Eugene	Head of Research, Economic, Infrastructure, Construction, Banking, Cement	danny.eugene@megaci.com	+62 21 7917 5599	62431
Helen Vincentia	Consumer Goods, Retail	helen.vincentia@megaci.com	+62 21 7917 5599	62035
Dimas Satria Hardianto	Plantation, Media, Textile	dimas.satria@megaci.com	+62 21 7917 5599	62035
Dida Fathdira	Property	dida@megaci.com	+62 21 7917 5599	62035
Genio Bian	Mining, Telco, Transportation	genio@megaci.com	+62 21 7917 5599	62425
Fadlillah Qudsi	Technical Analyst	fadlillah.qudsi@megaci.com	+62 21 7917 5599	62425

INSTITUTIONAL SALES

Hendry Kuswari	Head of Sales, Trading & Dealing	hendry@megaci.com	+62 21 7917 5599	62037
Gunawan Sudrajat	Institutional Sales	gunawan@megaci.com	+62 21 7917 5599	62046
Ratna Wijayanti	Institutional Sales	ratna.wijayanti@megaci.com	+62 21 7917 5599	62178
Suparman	Institutional Sales	suparman@megaci.com	+62 21 7917 5599	62058
Rachmadian Iskandar Z	Institutional Sales	rachmadian@megaci.com	+62 21 7917 5599	62402
Ety Sulistyowati	Institutional Sales	ety.sulistyowati@megaci.com	+62 21 7917 5599	62408
Dewi Suryani	Institutional Sales	dewi.suryani@megaci.com	+62 21 7917 5599	62441
Widianita	Institutional Client Care	widianita@megaci.com	+62 21 7917 5599	62439
Rinny Oktaviany	Institutional Client Care	rinny@megaci.com	+62 21 7917 5599	62411
Renita Anggraeni	Administrasi Equity HO	renita@megaci.com	+62 21 7917 5599	62037
Rahayu Kusumaningsih	Administrasi Equity HO	ayu.kusuma@megaci.com	+62 21 7917 5599	62037

Fixed Income Sales & Trading
 Tel. +62 21 7995 795, 7917 5559-62
 Fax. +62 21 7917 5965

Investment Banking
 Tel. +62 21 7917 5599
 Fax. +62 21 7919 3900

Head Office
 Menara Bank Mega Lt.2
 Jl.Kapten P.Tendean. Kav 12-14A, Jakarta 12790
 021-7917 5599 , 021-7919 3900

Bandung
 Menara Bank Mega Lt.3
 Jl.Gatot Subroto No.283 Bandung 40273
 022-8734 0972 , 022-8734 0985

Jakarta - Pondok Indah
 Plaza 5 Pondok Indah, Blok D No.15 Lt.2
 Jl. Margaguna Raya Radio Dalam
 Pondok Indah, Jakarta Selatan 12420
 021-723 4437 , 021-7279 8140

Surabaya
 Ruko Embong Kemiri Square No.2G-2H
 (Ruko Asuransi PT.Asuransi Umum Mega)
 Jl.Raya Embong Kemiri, Embong Kaliasin
 Genteng, Surabaya 60271
 031 547 1200 , 031-547 2492

Jakarta - Roxy
 Ruko Gading Bukit Indah Lt.2
 Jl. Raya Gading Raya Blok A, No.26
 Kelapa Gading, Jakarta Utara 14240
 021-4587 4243 , 021-4587 4246

Makasar
 Menara Bank Mega Lt.2
 Kawasan Trans Studio
 Jl.Metro Tanjung Bunga, Makasar 90134
 0411-811 8800 , 0411-811 8802

Jakarta - Kelapa Gading
 Ruko Gading Bukit Indah Lt.2
 Jl. Raya Gading Raya Blok A, No.26
 Kelapa Gading, Jakarta Utara 14240
 021-451 5717 , 021451 5720

Yogyakarta
 Gedung Bank Mega 3rd Floor
 Jl.Gejayan (Affandi) No.22
 Yogyakarta 55281
 0274 - 582 929 , 0274 582 931

DISCLAIMER
 This Document is for information only and for the use of the recipient. It is not to be reproduced or copied or made available to others. Under no circumstances is it to be considered as an offer to sell or solicitation to buy any security. Any recommendation contained in this report may not be suitable for all investors and strictly a personal view and should not be used as a sole judgment for investment. Moreover, although the information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable, its accuracy, completeness and reliability cannot be guaranteed. All rights reserved by PT Mega Capital Indonesia.