

BUY
Target Price **Rp4,070**

 Share Price Rp3,350
 Upside (%) +19.7%

Description

 Sector Infrastructures
 Subsector Toll Road
 Shares Outstanding (bn) 7.26
 Market Cap (Rpt) 24.3

Shareholders Composition

 Republik Indonesia 70.00%
 Public 30.00%

Share Price Performance

 52 week High/Low 4,500/3,240
 1 month -4.8%
 3 month -19.1%
 6 month -14.2%
 1 year -19.9%
 YTD -13.1%

Analyst

 Raphon Prima
 raphon.prima@sfsekuritas.co.id

 Roy Passtan
 roy.passtan@sfsekuritas.co.id

Jasa Marga (JSMR)

Potensi Pendapatan Tol yang Melampaui Level Pre-Pandemi

Kami perkirakan kinerja pendapatan tol JSMR pada 2022 akan mencapai Rp10.2t melampaui kinerja sebelum pandemi pada 2019 sebesar Rp10.1t. Kinerja pendapatan tol di 2022 akan didorong oleh kenaikan tarif 2 ruas tol gemuk yaitu Cawang-Pluit dan Jagorawi. Kenaikan 2 tarif ini melengkapi kenaikan di ruas tol Cikampek yang telah naik terlebih dahulu di tahun lalu. Rencana divestasi saham jalan tol di wilayah Jabotabek akan menjadi katalis positif mengingat potensi traffic yang sangat tinggi di Jabotabek. Kami merekomendasikan BUY JSMR dengan target harga Rp4.070.

Pendapatan tol 2022 diperkirakan mencapai Rp10.2t; melampaui level sebelum pandemi sebesar Rp10.1t pada 2019.

Pada 2022 JSMR diperkirakan mampu mencapai pendapatan tol sebesar Rp10.2t, meskipun volume traffic hanya mencapai 3 juta per hari, lebih rendah dari kinerja 2019 sebesar 3.4 juta per hari. Kenaikan tarif di ruas tol utama yaitu tol dalam kota dan Jagorawi di tahun 2022 akan menopang pertumbuhan pendapatan tol yang signifikan. Selain itu, kenaikan tarif ruas tol Cikampek di tahun 2021 akan berdampak positif pada tahun ini karena volume traffic 2022 akan meningkat.

Katalis positif dari rencana divestasi ruas tol Jabotabek. JSMR berencana untuk mendivestasikan kepemilikannya di salah satu ruas tol yang terletak di Jabotabek. Terdapat 3 ruas tol Jabotabek yang dimiliki oleh JSMR secara penuh 100% yaitu Cawang-Pluit, Jagorawi, dan Jakarta-Tangerang. Tiga ruas tol ini memiliki traffic yang tinggi dan memberikan kontribusi 30% terhadap total pendapatan tol JSMR. Selain itu, JSMR juga memiliki ruas tol Jabotabek yang tidak dimiliki 100% yaitu Jakarta Outer Ring Road East dan West; JORR 2 Cengkareng-Cinere yang relatif baru serta ruas Bogor Outer Ring Road (BORR).

Potensi Pertumbuhan Laba Bersih sebesar 54.2% yoy di 2022. Kami memperkirakan JSMR untuk mencetak laba bersih sebesar Rp1.4t di 2022, naik dari Rp936 miliar di 2021. Pertumbuhan laba akan ditopang oleh peningkatan pendapatan sebesar 9.5% yoy dari Rp13.1t di 2021 menjadi Rp14.3t di 2022. Net margin berpotensi naik menjadi 10.1% di 2022 dari 7.2% di 2021 ditopang oleh kenaikan tarif di ruas-ruas tol utama.

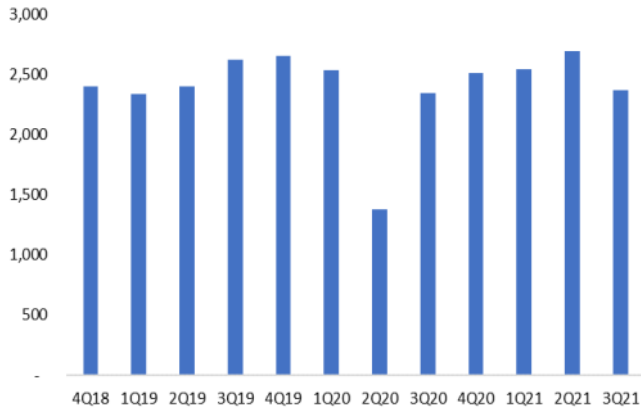
Rekomendasi BUY dan Target Harga Rp4.070. Kami merekomendasikan BUY untuk JSMR dengan target harga Rp4.070. Target harga ini didapat dari asumsi 2022F P/E sebesar 20.5x yang merupakan 0.5SD di bawah rata-rata 5 tahun sebesar 27.2x. Saat ini JSMR diperdagangkan pada posisi 2022F 16.9x P/E.

Rp miliar	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Sales	13,704	13,082	14,327	15,670	16,930
Gross Profit	5,355	5,560	6,427	7,345	8,146
Operating Profit	4,118	4,324	5,132	5,986	6,719
EBITDA	5,807	6,053	6,980	7,979	8,868
Net Profit	501	936	1,442	1,899	2,286
EPS	69	129	199	262	315
P/E (x)	67.1x	30.2x	16.9x	12.8x	10.6x
P/B (x)	1.8x	1.4x	1.1x	1.1x	1.0x
Gross Margin	39.1%	42.5%	44.9%	46.9%	48.1%
Net Margin	3.7%	7.2%	10.1%	12.1%	13.5%
ROE (%)	2.6%	4.7%	6.8%	8.3%	9.1%
ROA (%)	0.5%	0.8%	1.2%	1.5%	1.6%

Sumber: Jasa Marga, SF Sekuritas

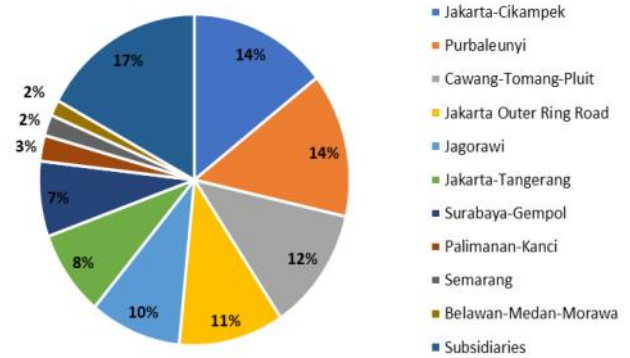
Key Highlights

Toll Road Revenue (Rp billion)



Source: JSRM, SF Sekuritas Research

Toll Revenue Contribution



Source: JSRM, SF Sekuritas Research

New Toll Road Projects

Name	Length (km)	Target Operation	Concession Period	JSMR Ownership
Jakarta-Cikampek 2 Selatan	64	2023	35 years	80%
Probolinggo-Banyuwangi	173	2024	35 years	94.8%
Jogja-Bawen	76	2024	40 years	60.0%
Gedebage-Tasikmalaya-Cilacap	207	2024	40 years	32.5%

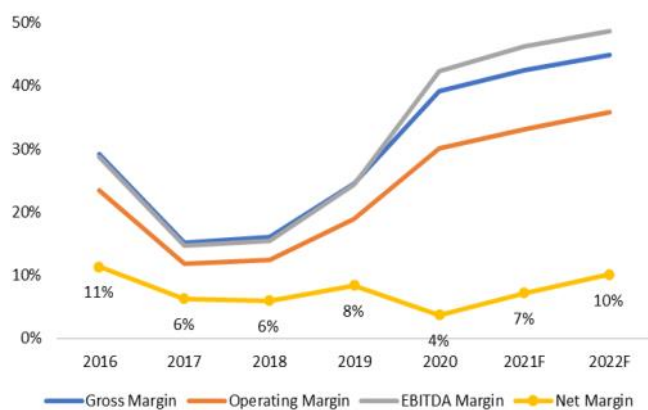
Source: JSRM, SF Sekuritas Research

Major Toll Road Owned by JSRM in Jabotabek

Toll Road	Length (km)	Concession Period	JSMR Ownership
Cawang-Tomang-Pluit	23.6	22 years	100.0%
Jagorawi	59.0	22 years	100.0%
Jakarta-Tangerang	33.0	22 years	100.0%
JORR W2 Utara	7.7	22 years	55.5%
JORR East	28.3	22 years	100.0%
Bogor Ring Road	11.0	32 years	55.0%
JORR2 Cengkareng-Kunciran	34.15	30 years	76.2%
JORR2 Kunciran-Serpong	75.00	30 years	60.0%
JORR2 Serpong-Cinere	61.70	30 years	55.0%

Source: JSRM, SF Sekuritas Research

Margin Ratios



Source: JSRM, SF Sekuritas Research

P/E Band Chart



Source: SF Sekuritas Research

Financial Statement

Income Statement	2020	2021F	2022F	2023F
Sales	13,704	13,082	14,327	15,670
Cost of Sales	(8,349)	(7,522)	(7,900)	(8,325)
Gross Profit	5,355	5,560	6,427	7,345
Sales & GA Expenses	(1,237)	(1,236)	(1,295)	(1,359)
Operating Profit	4,118	4,324	5,132	5,986
Depreciation	1,689	1,728	1,848	1,993
EBITDA	5,807	6,053	6,980	7,979
Finance Expenses	(3,648)	(3,731)	(3,918)	(4,114)
Other Income (Exp.)	227	680	748	711
Pre-tax Profit	696	1,273	1,963	2,583
Tax Expenses	(738)	(382)	(589)	(775)
Non-Controlling Interest	543	45	69	90
Net Profit	501	936	1,442	1,899

Balance Sheet	2020	2021F	2022F	2023F
Cash	4,597	4,355	4,391	5,077
Receivables	4,418	2,883	5,076	3,629
Inventories	138	71	148	83
Other Current Assets	1,553	1,631	1,712	1,798
Total Current Assets	10,706	8,940	11,328	10,587
Net Fixed Assets	746	706	667	630
Intangible Assets	83,443	91,239	99,580	108,589
Other Non-Current Assets	9,191	9,651	7,677	8,577
Total Non-Current Assets	93,381	101,596	107,925	117,795
Trade Payables	325	288	338	336
ST Bank Loan	3,684	2,520	3,024	3,274
Curr. Portion of LT Debt	2,585	2,248	4,536	4,912
Other Current Liabilities	8,334	9,414	8,890	9,129
Total Current Liabilities	14,929	14,470	16,787	17,651
LT Debt	57,702	63,348	68,034	73,675
Other Non-Current Liabilities	6,680	7,015	6,942	7,289
Total Non-Curr. Liab.	64,382	70,362	74,976	80,964
Share Capital	3,629	3,629	3,629	3,629
Add. Paid in Capital	3,997	3,997	3,997	3,997
Retained Earnings	12,063	12,973	14,322	16,077
Other Equity	(614)	(810)	(785)	(785)
Shareholders Equity	19,074	19,789	21,163	22,918
Minority Interest	5,701	5,915	6,325	6,850

Cash Flow	2020	2021F	2022F	2023F
Net Profit	501	936	1,442	1,899
Depreciation	1,689	1,728	1,848	1,993
Chg in Working Capital	1,697	1,565	(2,220)	1,510
Others	(2,446)	1,001	(605)	154
CFO	1,441	5,230	465	5,555
Capex	(6,371)	(9,484)	(10,150)	(10,964)
Others	(17,812)	(126)	1,902	(553)
CFI	(24,183)	(9,610)	(8,249)	(11,516)
Debt Issuance (Repayment)	21,028	4,145	7,478	6,267
Dividend	(110)	(25)	(94)	(144)
Others	2,081	18	436	524
CFF	22,998	4,138	7,820	6,647
Net Cash Increase (Decrease)	256	(242)	36	686

Ratios	2020	2021F	2022F	2023F
Gross Margin	39%	43%	45%	47%
Operating Margin	30%	33%	36%	38%
EBITDA Margin	42%	46%	49%	51%
Net Margin	3.7%	7.2%	10.1%	12.1%
Return on Equity	3%	5%	7%	8%
Return on Asset	0%	1%	1%	1%
Receivable Turnover	2.6x	3.6x	3.6x	3.6x
Inventory Turnover	84.0x	72.0x	72.0x	72.0x
Payable Turnover	25.6x	72.0x	72.0x	72.0x
Days in Receivable	140.4	100.5	100.0	100.0
Days in Inventory	4.3	5.0	5.0	5.0
Days in Payable	14.1	5.0	5.0	5.0
Cash Conversion Cycle	130.6	100.5	100.0	100.0
Current Ratio	72%	62%	67%	60%
Quick Ratio	32%	31%	27%	29%
Interest Coverage Ratio	113%	116%	131%	146%
Debt/Equity	335%	344%	357%	357%
Asset/Equity	546%	559%	563%	560%
EPS	69	129	199	262
BVPS	2,628	2,727	2,916	3,158
P/E	67.1x	30.2x	16.9x	12.8x
P/B	1.8x	1.4x	1.1x	1.1x
EV/EBITDA	18.6x	17.6x	15.8x	14.8x



SEKURITAS

PT SURYA FAJAR SEKURITAS

Satrio Tower Building Lt. 9
Jalan Prof. Dr. Satrio Blok C4/5
Kuningan, DKI Jakarta 12950, Indonesia
Phone : 021-2788-3989 | www.sfsekuritas.co.id

DISCLAIMER

RISET PERUSAHAAN (“**Laporan**”) ini disusun oleh PT Surya Fajar Sekuritas dan disediakan hanya untuk tujuan informasi. Laporan ini tidak dapat digunakan untuk, atau dianggap sebagai, tawaran untuk menjual, atau ajakan untuk membeli apa pun. Informasi yang terkandung dalam laporan ini seluruhnya diproduksi secara independen dan dimiliki oleh PT Surya Fajar Sekuritas. Seluruh opsi, analisis, ramalan, proyeksi, dan harapan yang terkandung dalam laporan ini didasarkan pada informasi-informasi dan hanya merupakan ekspresi dari kepercayaan saja. Informasi yang diberikan dalam laporan ini adalah pada tanggal laporan ini dan tidak ada jaminan bahwa hasil atau peristiwa di masa depan akan konsisten dengan informasi ini. Informasi ini dapat berubah tanpa pemberitahuan sebelumnya dan PT Surya Fajar Sekuritas berhak untuk membuat modifikasi dan perubahan terhadap pernyataan ini sebagaimana yang diperlukan dari waktu ke waktu.

Laporan ini disediakan hanya untuk tujuan informasi kepada klien PT Surya Fajar Sekuritas yang diharapkan membuat keputusan investasi atas keputusan sendiri dan tidak bergantung kepada isi laporan ini. Baik PT Surya Fajar Sekuritas, petugas dan/atau karyawan PT Surya Fajar Sekuritas tidak bertanggung jawab atas kerugian langsung, tidak langsung, konsekuensial, atau kerugian lainnya, termasuk namun tidak terbatas pada kerugian yang disebabkan oleh pengguna atau pihak ketiga lainnya yang timbul dari penggunaan laporan ini. PT Surya Fajar Sekuritas dan/atau orang-orang yang terkait dengannya mungkin telah bertindak atau menggunakan informasi yang ada disini, atau penelitian atau analisis yang menjadi dasarnya, sebelum publikasi. PT Surya Fajar Sekuritas dapat turut berpartisipasi dalam penawaran ekuitas perusahaan pada masa yang akan datang.

Target harga saham dalam laporan ini merupakan nilai fundamental, bukan nilai pasar wajar atau harga transaksi yang direferensikan oleh peraturan.

Laporan ini disusun oleh tim analis SF Sekuritas dan dipublikasikan secara umum.