

Mitra Adiperkasa Tbk (MAPI IJ)

Terbebani Penutupan Toko dan Lemahnya Pengeluaran Konsumen

Sektor ritel terus menderita di bawah beban Covid-19 sepanjang 1Q20 dan kemungkinan berlanjut ke kuartal berikutnya. MAPI, sebagai salah satu pengecer Indonesia, mencatatkan pertumbuhan satu digit rendah pada pendapatan dan penurunan tajam dalam laju SSSG. Untuk kedepannya, kami menurunkan asumsi topline dan bottom line kami karena pandangan awal kami untuk memulihkan pertumbuhan untuk 1H20 akan ditantang oleh lingkungan permintaan yang terus-menerus lemah.

SSSG Negatif Karena Penurunan Tajam Pengunjung Mall

Pada 1Q20, pertumbuhan SSSG MAPI mencatatkan penurunan menjadi -8% (vs 1% di 1Q19). Berdasarkan segmen, segmen makanan dan minuman mencatatkan penurunan terbesar yang mencapai -13%, yang terutama disebabkan oleh penerapan Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB). Sementara itu, *specialty stores* dan *department store* membukukan penurunan SSSG masing-masing sebesar -9% dan -5%, karena penutupan sementara pusat perbelanjaan di tengah wabah COVID-19. Meskipun biaya sewa dari manajemen pusat perbelanjaan telah dilonggarkan, lokasi penyewaan yang kebanyakan berada di Jabodetabek menjadi beban berat bagi MAPI. Meskipun demikian, kami masih optimis pada prospek profitabilitas perusahaan, ditopang oleh pendapatan historis tertinggi di 4Q dan fase transisi yang memungkinkan beberapa tempat publik untuk dibuka kembali.

Dampak IFRS 16 Bagi Retailer

Sebagian besar retailer telah mengetahui bahwa Standar Pelaporan Keuangan Internasional (IFRS 16 / PSAK 73) yang mulai berlaku pada 1 Januari akan mengubah perhitungan transaksi sewa secara fundamental. Sebagai hasil implementasi IFRS 16 menggunakan metode modified retrospective, laba bersih MAPI turun sebesar Rp30 miliar. Sebagai catatan, dampak adopsi IFRS 16 pada balance sheet akan ganda, yaitu pada pengakuan hak guna aset (RoU) dan kewajiban sewa guna usaha, yang akan mengarah pada peningkatan aset dan kewajiban tidak lancar.

Margin 1Q20 Tertekan

MAPI membukukan pendapatan sebesar Rp 4,7 triliun yang berada pada tingkat yang sama dengan 1Q19, di tengah permintaan yang lemah. Sementara itu, laba kotor tercatat sebesar Rp2,1 triliun (-2,2% YoY) karena perusahaan berhasil mencatatkan flat COGS sebesar Rp2,5 triliun (+3,1% YoY) meskipun margin laba kotor masih tercatat menurun sebesar 130bps YoY menjadi 45,6%. Hal ini lantaran margin konsinyasi tercatat lebih rendah sebesar 18% (vs 21% pada 1Q19). Untuk meminimalkan dampak negatif yang disebabkan oleh Covid-19, MAPI telah menerapkan beberapa strategi termasuk pembekuan belanja modal dan pengurangan gaji, tetapi EBIT tetap tercatat turun 44% YoY menjadi Rp 161 miliar, yang berarti margin EBIT lebih rendah di level 3,4% (vs 6,1% pada 1Q19). Selain itu, NPM juga turun 280 bps menjadi 0,2% (vs 3,0% di 1Q19) karena penutupan sementara took-toko dan standar akuntansi baru. Ini berarti profitabilitas lebih rendah dari kuartal yang sama tahun lalu.

Valuasi: Menurunkan Estimasi dan Target Harga

Kami mempertahankan rekomendasi BUY dengan target harga yang lebih rendah sebesar Rp870 berdasarkan *forward P/E* dari 28.8x dibandingkan dengan valuasi saat ini sebesar 14.8x 12M *forward P/E*. Selain itu, kami memangkas pertumbuhan *topline / bottom line* FY20 sebesar -19,4% / -73,0%, ditopang oleh penjualan bersih yang lebih rendah karena kami yakin konsumen masih mengurangi pengeluaran diskresioner setidaknya hingga 1H20. Namun, kami masih meyakini MAPI tetap menjadi pilihan jangka panjang terbaik di antara pengecer pakaian Indonesia, didukung oleh: 1) Eksekusi yang kuat untuk mengendalikan pengeluaran; 2) Penjualan digital tumbuh lebih tinggi dari yang diperkirakan 3) Ketahanan segmen menengah-atas.

Mitra Adiperkasa Tbk | Summary (IDR bn)

	2019	2020E	2021F	2022F
Revenue	21.579	19,116	20,014	21,275
Revenue growth	14,0%	-11,4%	4,7%	6,3%
EBITDA	2.759	2,238	2,279	2,472
Net Profit	934	278	504	613
EPS (IDR)	56	17	30	37
EPS growth	26,9%	-70,2%	81,2%	21,5%
NPM	4,3%	1,5%	2,5%	2,9%
ROE	13,9%	3,8%	6,6%	7,6%
ROA	7,0%	1,7%	2,6%	3,0%
ROIC	15,6%	9,2%	9,5%	10,2%
P/E	18,8x	42,9x	23,7x	19,5x
P/BV	2,4x	1,6x	1,5x	1,4x
EV/EBITDA	5,1x	3,2x	3,1x	2,7x

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

NH Korindo Sekuritas Indonesia

NH KORINDO SEKURITAS

Company Report | Jun 14, 2020

Buy

Target Price (IDR)	870
Consensus Price (IDR)	857
TP to Consensus Price	+1.5%
vs. Last Price	+20.8%

Shares data

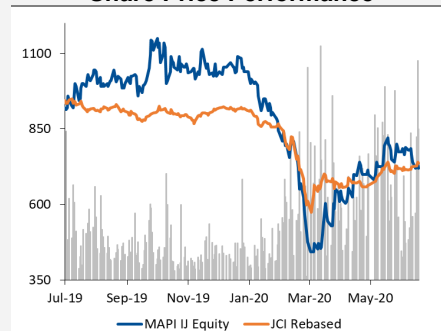
Last Price (IDR)	720
Price date as of	July 09, 2020
52 wk range (Hi/Low)	1,150 / 444
Free float (%)	49.0
Outstanding sh.(mn)	16,600
Market Cap (IDR bn)	11,952
Market Cap (USD mn)	826
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	28.45
Avg. Trd Val - 3M (bn)	20.3
Foreign Ownership	22.4%

Trade, Services & Investment

Retail

Bloomberg	MAPI IJ
Reuters	MAPIJK

Share Price Performance



	YTD	1M	3M	12M
Abs. Ret.	-32.4%	-10.0%	32.1%	-23.4%
Rel. Ret.	-19.6%	-10.4%	23.4%	-1.8%

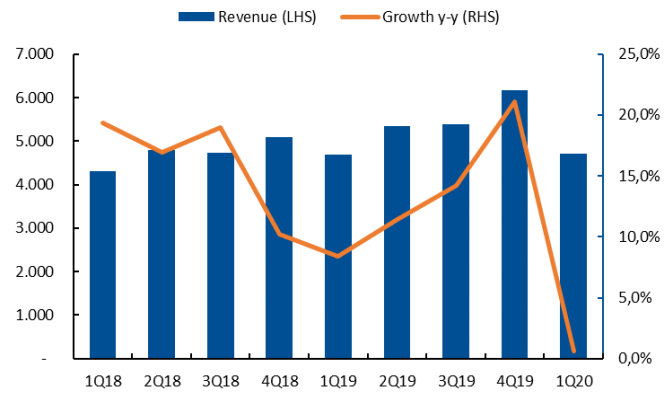
Putu Chantika Putri D

+62 21 5088 9129

Putu.chantika@nhsec.co.id

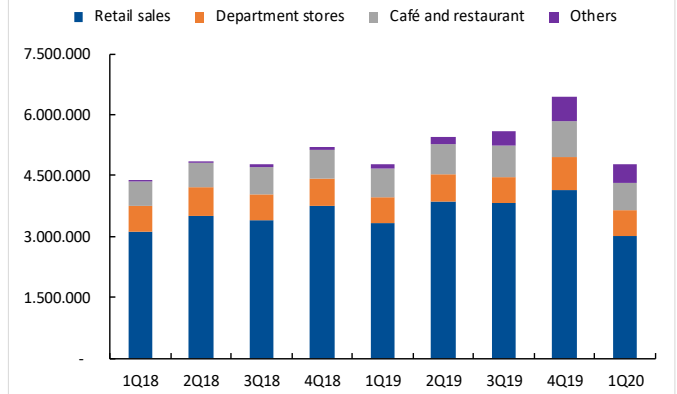
Performance Highlights

MAPI Quarterly Net Revenues | 1Q18 - 1Q20



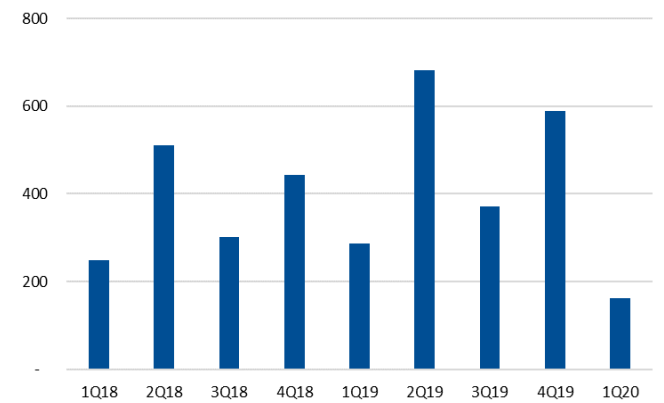
Source: Company, NHKSI Research

MAPI Revenue Contribution | 1Q18—1Q20



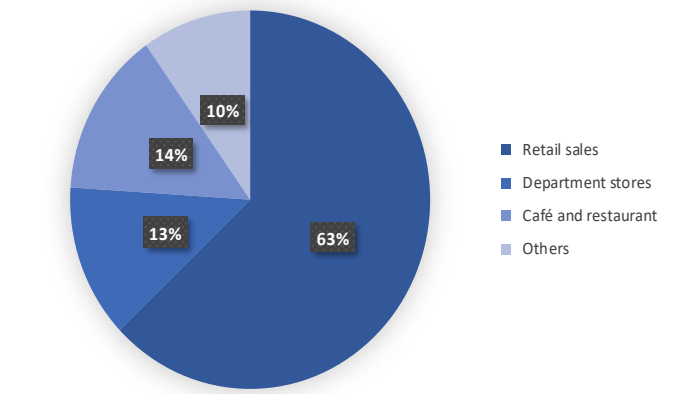
Source: Company, NHKSI Research

EBIT | 1Q18 - 1Q20



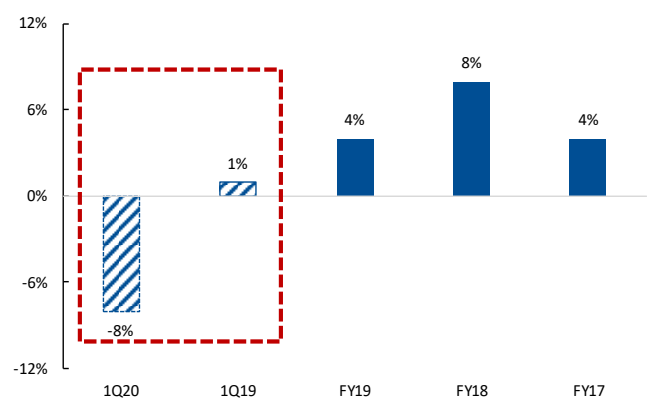
Source: Company, NHKSI Research

Revenue Breakdown | 1Q20



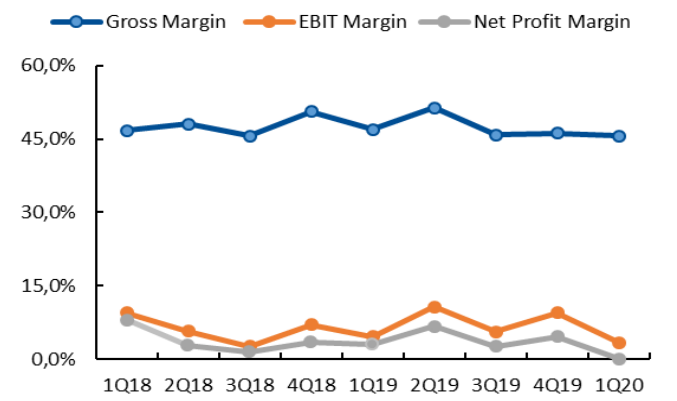
Source: Company, NHKSI Research

MAPI SSSG | 1Q20



Source: Company, NHKSI Research

Margin Ratios | 1Q18 - 1Q20



Source: Company, NHKSI Research

1Q20 review (IDR bn)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20					2Q20E
					Actual	Estimate	y-y	q-q	surprise	
Revenue	4.680	5.336	5.393	6.169	4.708	5.453	0,6%	-23,7%	-13,7%	4,522
Gross Profit	2.197	2.741	2.471	2.846	2.149	2.855	-2,2%	-24,5%	-24,7%	2,166
<i>Gross Margin</i>	46,9%	51,4%	45,8%	46,1%	45,6%	52,4%	-1,3%	-0,5%	-6,7%	46,8%
EBIT	287	683	372	589	161	298	-43,8%	-72,6%	-45,9%	297
<i>EBIT Margin</i>	6,1%	12,8%	6,9%	9,5%	3,4%	5,5%	-2,7%	-6,1%	-2,0%	6,6%
EBITDA	488	886	584	801	382	522	-21,7%	-52,3%	-26,8%	531
<i>EBITDA Margin</i>	10,4%	16,6%	10,8%	13,0%	8,1%	9,6%	-2,3%	-4,9%	-1,5%	11,7%
Net Profit	138	361	144	291	8	141	-94,2%	-97,2%	-94,3%	32
<i>Net Margin</i>	3,0%	6,8%	2,7%	4,7%	0,2%	2,6%	-2,8%	-4,5%	-2,4%	0,7%

Source: Bloomberg, NHKSI research

Earnings revision (IDR bn)

		2019A	2020E	2021F
Revenue	-Revised	21,579	19,116	20,014
	-Previous	21,092	23,726	
	-Change	2.3%	-19.4%	
Gross Profit	-Revised	10,256	9,074	9,513
	-Previous	10,135	11,451	
	-Change	1.2%	-20.8%	
Gross Margin	-Revised	47.5%	47.5%	47.5%
	-Previous	48.1%	48.3%	
EBIT	-Revised	1,931	1,371	1,411
	-Previous	1,729	1,982	
	-Change	11.7%	-33.6%	
EBIT Margin	-Revised	8.9%	6.9%	7.0%
	-Previous	8.2%	8.4%	
EBITDA	-Revised	2,759	2,238	2,279
	-Previous	2,600	2,845	
	-Change	6.1%	-21.3%	
EBITDA Margin	-Revised	12.8%	11.7%	11.4%
	-Previous	12.3%	12.0%	
Net Profit	-Revised	934	278	504
	-Previous	875	1,033	
	-Change	6.7%	-73.0%	
Net Margin	-Revised	4.3%	1.5%	2.5%
	-Previous	4.1%	4.4%	

Source: NHKSI research

Sekilas tentang MAPI

MAPI merupakan salah satu perusahaan ritel di Indonesia dengan portfolio brand terbanyak, lebih dari 154 merek global. MAPI didirikan pada tahun 1995 dengan berfokus pada produk alat olahraga. Kini, MAPI telah berkembang pesat dengan lini usaha di produk olahraga, fashion, department stores, makanan & minuman, produk anak-anak dan gaya hidup, dengan target konsumen menengah-atas.

Selain di Indonesia, MAPI juga beroperasi di berbagai negara tetangga, seperti Singapura, Malaysia, Thailand, Australia dan lainnya. Pada 2016, MAPI juga melebarkan sayapnya ke Vietnam melalui pembukaan gerai Zara pertama. Di Indonesia sendiri, terdapat lebih dari 2.300 gerai ritel MAPI yang tersebar di 71 kota besar.

Industri Ritel Indonesia di ASEAN

Indonesia merupakan negara dengan jumlah penduduk terbesar di ASEAN. Hal ini menjadikan Indonesia sebagai tempat yang menguntungkan bagi bisnis ritel. Pasar ritel Indonesia dikuasai oleh LPPF, RALS, MAPI dengan gerai yang tersebar di seluruh Indonesia. Pada 2019, Aprindo menargetkan pertumbuhan bisnis ritel mencapai 10%. Kebijakan pemerintah yang mengunci tarif listrik dan harga BBM bisa menjadi katalis positif yang memacu pulihnya daya beli masyarakat hingga 2020.

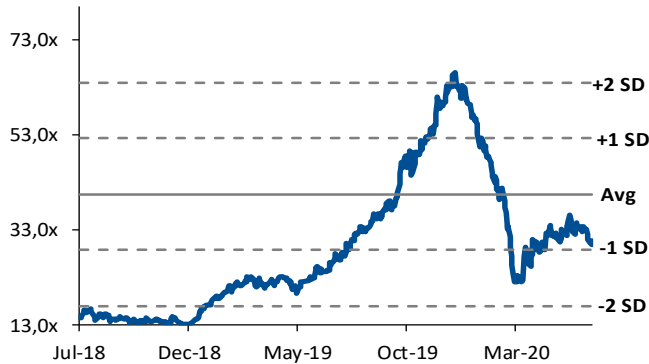
ASEAN Retailers

Company	Market Cap (USD mn)	Asset (USD mn)	Sales Growth	Gross Margin	Operating-Margin	ROE LTM	P/E LTM	P/BV LTM	Dividend Yield
Indonesia									
LPPF	271	349	0,31%	59,9%	17,4%	73,0%	3,5x	2,8x	N/A
RALS	277	408	-2,49%	45%	10,3%	14,4%	6,5x	0,9x	8,8%
MAPI	826	1,007	14,05%	48%	8,9%	14,0%	15,0x	2,0x	N/A
Singapore									
Metro Holdings	446	1,570	22,27%	10%	1%	5,7%	7,4x	0,4x	6,0%
Malaysia									
Parkson Holdings Bhd	21	2,063	1.28%	N/A	2%	-13.3%	N/A	0.1x	N/A
Thailand									
Robinson PCL	N/A	878	17.54%	34%	10%	15.1%	N/A	N/A	N/A
Philippines									
SM Investments Corp	22.850	22,566	10.53%	39%	17%	11.4%	26.3x	3.0x	0.5x

Source: Bloomberg, NHKSI research

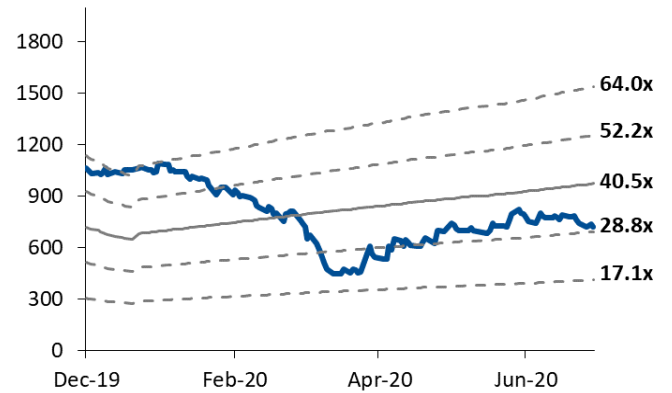
Multiple Valuation

Forward P/E band | Last 2 years



Source: NHKSI Research

Dynamic Forward P/E band | Last 2 years



Source: NHKSI Research

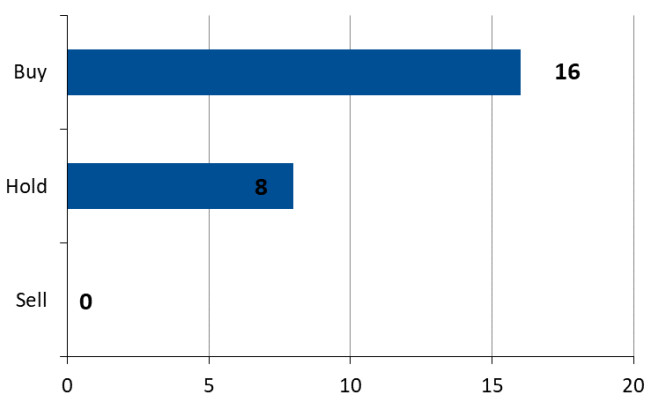
Rating and Target Price Update

Target Price Revision

Date	Rating	Target Price	Last Price	Consensus	vs Last Price	vs Consensus
13/07/2020	Buy	870	720	857	20.8%	1.5%
8/19/2019	Buy	1,200	990	1,118	21.2%	7.4%
4/9/2018	Buy	945	790	866	19.6%	9.1%
7/19/2018	Buy	945	800	818	18.1%	15.5%
9/4/2018	Buy	945	815	1,011	16.0%	-6.5%
8/12/2010	Buy	1,200	1,685	1,118	21.2%	7.3%

Source: NHKSI research, Bloomberg

Analyst Coverage Rating



Source: Bloomberg

Closing and Target Price



Source: NHKSI research

NH Korindo Sekuritas Indonesia (NHKS) stock ratings

1. Period: End of year target price
2. Rating system based on a stock's absolute return from the date of publication
 - Buy : Greater than +15%
 - Hold : -15% to +15%
 - Sell : Less than -15%

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
Sales	21.579	19.116	20.014	21.275	ROE	13,9%	3,8%	6,6%	7,6%
<i>Growth</i>	<i>14,0%</i>	<i>-11,4%</i>	<i>4,7%</i>	<i>6,3%</i>	ROA	7,0%	1,7%	2,6%	3,0%
Cost of Good Sold	(11.323)	(10.041)	(10.502)	(11.163)	ROIC	15,6%	9,2%	9,5%	10,2%
Gross Profit	10.256	9.074	9.513	10.112	Cash Dividend (IDR bn)	165	201	95	171
<i>Gross Margin</i>	<i>47,5%</i>	<i>47,5%</i>	<i>47,5%</i>	<i>47,5%</i>	Dividend Yield	0,9%	1,7%	0,8%	1,4%
Operating Expenses	(8.325)	(7.758)	(8.102)	(8.641)	Payout Ratio	17,7%	72,1%	18,8%	28,0%
EBIT	1.931	1.317	1.411	1.471	DER	20,3%	38,0%	34,1%	29,9%
<i>EBIT Margin</i>	<i>8,9%</i>	<i>6,9%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,9%</i>	Net Gearing	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Depreciation	828	921	868	1.001	LT Debt to Equity	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	2.759	2.238	2.279	2.472	Capitalization Ratio	16,8%	27,5%	25,4%	23,0%
<i>EBITDA Margin</i>	<i>12,8%</i>	<i>11,7%</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,6%</i>	Equity Ratio	52,9%	37,5%	39,8%	40,4%
Interest Expenses	(212)	(633)	(477)	(459)	Debt Ratio	10,7%	14,3%	13,6%	12,1%
EBT	1.626	604	950	1.067	Financial Leverage	197,8%	228,0%	258,7%	249,4%
Income Tax	(462)	(170)	(275)	(273)	Current Ratio	143,8%	106,8%	109,1%	112,0%
Minority Interest	(230)	(156)	(170)	(181)	Par Value (IDR)	500	500	500	500
Net Profit	934	278	504	613	Total Shares (mn)	16.600	16.600	16.600	16.600
<i>Growth</i>	<i>26,9%</i>	<i>-70,2%</i>	<i>81,2%</i>	<i>21,5%</i>	Share Price (IDR)	1.055	720	720	720
<i>Net Profit Margin</i>	<i>4,3%</i>	<i>1,5%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,9%</i>	Market Cap (IDR tn)	17,5	12,0	12,0	12,0

BALANCE SHEET					VALUATION INDEX				
(IDR bn)	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E		2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E
Cash	1.817	2.032	2.296	2.839	Price /Earnings	18,8x	42,9x	23,7x	19,5x
Receivables	408	402	421	453	Price /Book Value	2,4x	1,6x	1,5x	1,4x
Inventories	3.615	4.088	3.566	3.652	Price/Revenue	0,8x	0,6x	0,6x	0,6x
Total Current Assets	8.160	8.576	8.282	8.890	PE/EPS Growth	0,7x	-0,6x	0,3x	0,9x
Net Fixed Assets	3.785	4.175	4.413	4.530	EV/EBITDA	5,1x	3,2x	3,1x	2,7x
Other Non Current Asset	945	800	773	807	EV/EBIT	7,4x	5,4x	4,9x	4,5x
Total Assets	13.937	19.791	19.745	20.528	EV (IDR bn)	14.204	7.099	6.976	6.637
Payables	1.758	1.433	1.674	1.384	Revenue CAGR (3-Yr)	15,1%	5,4%	1,9%	-0,5%
ST Bank Loan	1.493	2.822	2.680	2.476	EPS CAGR (3-Yr)	64,8%	-5,9%	-11,8%	-13,1%
LT Debt	-	-	-	-	Basic EPS (IDR)	56	17	30	37
Total Liabilities	6.567	12.423	11.944	12.293	Diluted EPS (IDR)	56	17	30	37
Capital Stock	830	830	830	830	BVPS (IDR)	444,01	447	473	499
Retained Earnings	3.637	3.714	4.124	4.566	Revenue PS (IDR)	1.300	1.152	1.206	1.282
Shareholders' Equity	7.371	7.425	7.859	8.291	DPS (IDR)	10,0	12,1	5,7	10,3

CASH FLOW STATEMENT					OWNERSHIP			
(IDR bn)	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E	By Geography	% Shareholders	%	
Operating Cash Flow	2.373	203	1.636	2.103	Indonesia	79,5	Satya Mulia Gema	51,0
Investing Cash Flow	(799)	(1.054)	(1.160)	(1.176)	United States	10,0	Schroder Investment	3,5
Financing Cash Flow	(1.177)	1.065	(212)	(384)	Norway	4,0	Norges Bank	3,2
Net Changes in Cash	397	215	264	543	Luxembourg	3,8	E Ohman Fonder	2,3

DISCLAIMER

This report and any electronic access hereto are restricted and intended only for the clients and related entity 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 here is obtained from reliable sources, its accuracy and completeness cannot be guaranteed. PT NH Korindo Sekuritas Indonesia, its affiliated companies, respective employees, and agents disclaim 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 liable for errors, omissions, misstatements, negligence, inaccuracy arising herefrom.

All rights reserved by PT NH Korindo Securities Indonesia