Jasa Marga Tbk (JSMR)

Divestasi Perkuat Struktur Modal

Pada 9M24, JSMR berhasil mencatatkan pendapatan usaha sebesar Rp 13,86 triliun, yang tumbuh 25,93% dibandingkan dengan 9M23. Namun, laba usaha JSMR mengalami penurunan sebesar 24,7% YoY menjadi Rp 6,76 triliun, sehingga laba bersih perusahaan juga turun 44,8% YoY menjadi Rp 3,3 triliun, yang disebabkan akibat high-based comparison dengan non-cash gain yang signifikan pada 9M-23.

Tariff Adjustment & Earnings Result

- **Pendapatan tol terus bertumbuh pada Q3-24** menjadi Rp4,3 triliun (vs 19% YoY & –2% QoQ) , peningkatan total volume transaksi di jalan tol juga meningkat pada 9M24 sebesar 968.9 juta kendaraan (+1.2% YoY), dengan jalan tol Jakarta-Cikampek menyumbang pendapatan terbesar pada pendapatan tol sebanyak 29,3% dengan tingkat pertumbuhan 12,2% YoY di 9M24. Didukung penyesuaian tarif pada jalan tol tersebut yang naik 35% pada Maret 2024. Namun akibat kenaikan tarif pada jalan tol tersebut terjadi penurunan volume kendaraan -0.6% YoY pada 9M24.

- **Penurunan laba bersih pada periode ini terutama disebabkan oleh perbedaan kontribusi *other-income (non-cash gain)*,** yang berasal dari aksi korporasi yang membuat lonjakan laba menjadi sebesar Rp 4,11 triliun pada 9M23. Aksi korporasi tersebut berupa akibat pemenuhan PPSAK 22 terkait kombinasi bisnis, yang mencakup konsolidasi PT Jasamarga Solo Ngawi, PT Jasamarga Semarang Batang, dan PT Jasamarga Ngawi Kertosono melalui akuisisi saham PT Lintas Marga Jawa oleh PT Jasamarga Transjawa Tol. Selain itu, pada tahun 9M24 pun juga terdapat *non-cash gain* dari pemenuhan peraturan Menteri Keuangan (PMK) 72 terkait penyusutan aset berwujud dan/atau amortisasi aset tak berwujud yang tercatat hanya sebesar Rp 702,38 miliar.

- **Secara keseluruhan tanpa melihat *other-income (non-cash gain)*, perusahaan masih bertumbuh**. Mulai dari EBITDA Margin menjadi 67.04% (vs 62.09%, 9M23). *Core profit* perseroan untuk 9M-24 bertumbuh mencapai Rp 2,60 triliun (+39,52% YoY). Selain itu, perlu dicatat bahwa pada September 2024, WACD (Weighted Average Cost of Debt) tercatat mengalami sedikit kenaikan menjadi 6,72% (dibandingkan dengan 6,71% pada Juni 2024). Kenaikan ini turut mempengaruhi beban keuangan, yang tercatat sebesar Rp 1,05 triliun (vs +1,83% QoQ, & +9,66% YoY) pada Q3-24.Kami memperkirakan hasil pada Q4-24 akan mengalami kenaikan, didorong oleh peningkatan volume lalu lintas akibat faktor musiman, serta dampak dari kenaikan tarif tol Jakarta-Tangerang sebesar 6,82% yang berlaku pada bulan Oktober 2024. Dimana Tol Jakarta-Tangerang ini memberikan kontribusi sebesar 5,9% terhadap pendapatan tol pada 9M24.

Divestment, Deleveraging & CAPEX

- Pada September 2024, JSMR juga melakukan divestasi pada Jalan Tol Transjawa (JTT) dengan total transaksi Rp 12.82 triliun, dengan kepemilikan saham Jasa Marga sebesar 65% pada JTT *(Setelah Right Issue),* yang membuat struktur permodalan perusahaan membaik, dimana liabilitas terhadap modal perseroan menjadi sebesar 1.71x (vs 2.3x Q3-23).

- Realisasi dana CAPEX terus berlanjut pada 9M24 sebesar Rp7,06 triliun (vs Rp 4,36 triliun pada 1H24), searah dengan target minimal manajemen di Rp 8 triliun dengan estimasi nilai investasi maksimum Rp 10 triliun. Dengan dana hasil divestasi Jasa Marga akan lebih selektif dalam memperbesar jaringan & akuisisi jalan tol baru yang berfokus pada margin yang baik serta memprioritaskan pada proyek konektivitas di Pulau Jawa seperti Proyek: Jakarta-Cikampek II Selatan, Jogja-Bawen, Jogja-Solo, Probolinggo-Banyuwangi, dan Akses Patimban.

***Maintain* BUY dengan Target tetap di Rp 6,450**

- Kami tetap mempertahankan target harga di Rp 6.450, yang mencerminkan rasio 8,5x EV/EBITDA untuk FY24F, dengan potensi kenaikan sebesar +36,94%. Potensi pertumbuhan ini didorong oleh peningkatan pendapatan dari kenaikan tarif tol, pemanfaatan dana divestasi yang efektif yang juga serta perbaikan struktur permodalan melalui penurunan utang dan beban bunga. Risiko yang perlu diperhatikan termasuk perubahan kebijakan regulasi yang kontraproduktif, kenaikan beban bunga, dan ketidakstabilan kondisi ekonomi makro.

Jasa Marga Tbk | Summary (IDR bn)

	2023A	2024F	2025F	2026F
Total Revenue	21,319	25,352	26,457	27,834
Toll Road & Other Revenue	15,566	18,216	19,370	21,011
Growth	*12.9%*	*17.0%*	*6.3%*	*8.5%*
Net profit	6,794	4,113	4,793	5,686
Growth	*147.3%*	*-39.5%*	*16.5%*	*18.6%*
EPS (IDR)	936	567	660	783
P/E	5.2x	11.4x	9.8x	8.2x
P/BV	0.9x	0.9x	0.8x	0.7x
EV/EBITDA	10.4x	8.5x	8.3x	7.8x
ROE	17.5%	7.5%	8.1%	8.9%
DER	1.77x	1.29x	1.21x	1.10x

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

NH KORINDO SEKURITAS INDONESIA

Company Report | Nov 6, 2024

BUY

Target Price (IDR)	**6,450**
Consensus Price (IDR)	6,548
TP to Consensus Price	-1.50%
Potential Upside	36.94%

Shares data

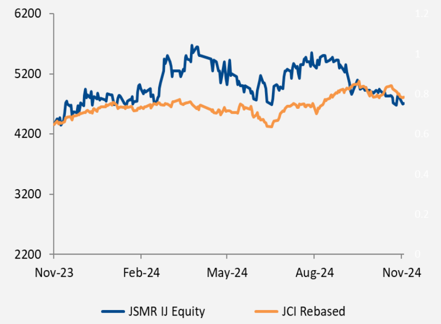
Last Price (IDR)	4,710
Price date as of	5-Nov-24
52 wk range (Hi/Lo)	4290/5700
Free float	30.0
Outstanding sh.(mn)	7,258
Market Cap (IDR bn)	34,185
Market Cap (USD mn)	2,171
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	6.0
Avg. Trd Val - 3M (bn)	30.2
Foreign Ownership	11.49%

Infrastructure

Toll Road

Bloomberg	**JSMR IJ**
Reuters	**JSMR.JK**

Share Price Performance



	YTD	1M	3M	12M
Abs. Ret	-2.89%	-3.48%	-11.13%	8.03%
Rel. Ret	-5.17%	-3.42%	-17.24%	-2.32%

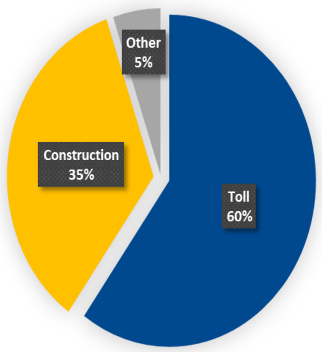
Richard Jonathan Halim

(021) 5088 9128

richard.jonathan@nhsec.co.id

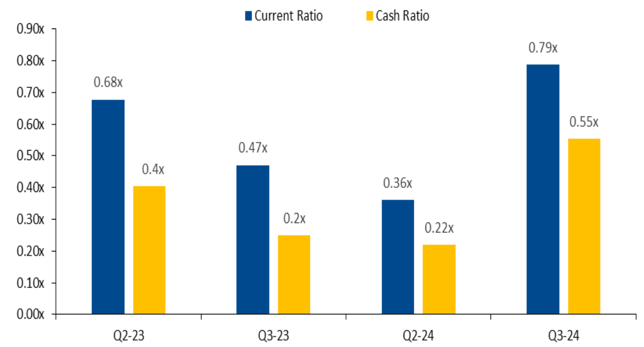
Performance Highlights

Revenue Contributions | 3Q-24



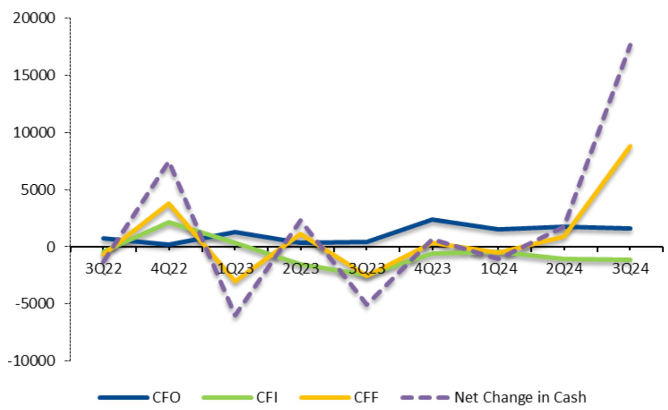
Source: Company, NHKSI Research

Liquidity Ratio



Source: Company, NHKSI Research

Cash Flow Position (bn)



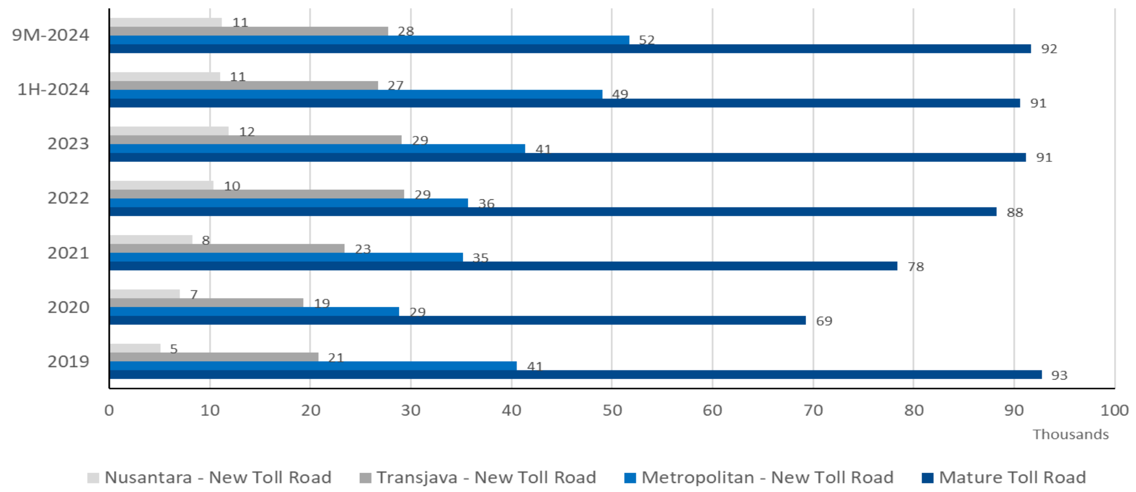
Source: Company, NHKSI Research

Projects to be Completed

	Section	Length (km)
2024	Jogja-Solo (Section 1.1)	22.30
2025 (± 70 km)	Probolinggo-Banyuwangi (Phase 1)[1]	49.68
	Jogja-Solo (Section 1.2)	20.08
2026 (± 72 km)	Jakarta-Cikampek II South (Section II-III)	54.75
	Jogja-Bawen (Section 1 & 6)	13.78
	Jogja-Solo (Section 2.2B)	3.25
2027+ (± 304 km)	Jakarta-Cikampek II South (Section I)	7.25
	Bogor Ring Road (Section IIIB)	1.01
	Probolinggo-Banyuwangi (Phase 2-3)[1]	126.22
	Ngawi-Kertosono (Section V)	20.30
	Jogja-Bawen (Section 2-5)	61.34
	Jogja-Solo (Phase 2 & Phase 3)	51.12
	Akses Patimban	37.05

Source: Company

Segment Traffic Volume (Vehicle/Day) | 9M24



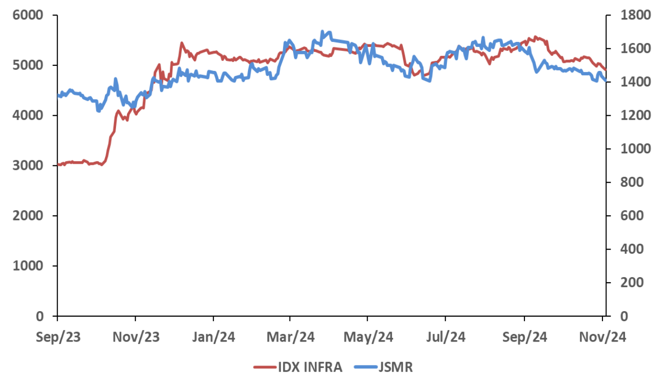
Source: Company, NHKSI Research

Multiple Valuation

Blended Forward EV/EBITDA 5 Years

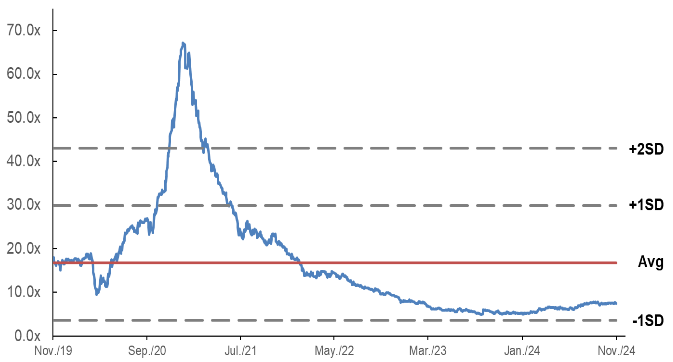
Source: Bloomberg, NHKSI Research

IDXINFRA & JSMR IJ



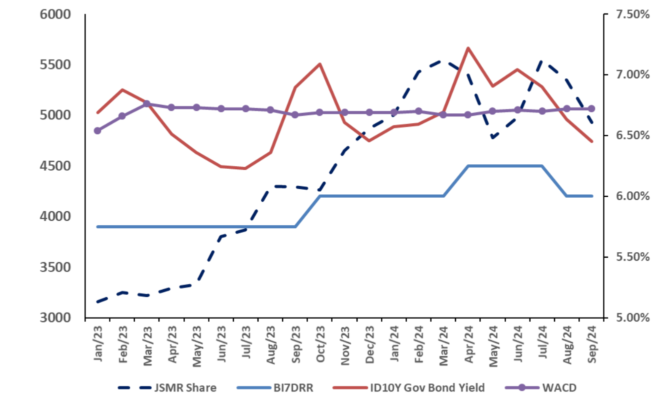
Source: NHKSI Research

Forward PE 5 Years



Source: NHKSI Research

JSMR WACD vs BI7DRR & ID10Y



Source: NHKSI Research, Bloomberg, Company

Asia Pacific Peers Comparison

	Market Cap (IDR Tn)	Total Asset (IDR Tn)	ROE	EV/ EBITDA	P/BV	P/E	Dividend Yield	Revenue Growth	EBITDA Growth	Debt/ Equity
Indonesia										
Jasa Marga Tbk	***34.33***	***129.31***	***13.7%***	***10.1x***	***1.0x***	***8.3x***	***0.8%***	***29%***	***37.6%***	***177%***
Citra Marga Nusaphala Persada	7.91	21.58	9.6%	7.2x	0.7x	7.9x	#N/A	71%	22.4%	37%
Hongkong										
Anhui Expressway Co	44.87	47.20	13%	#N/A	1.1x	8.7x	7.3%	27%	6.7%	46%
Hopewell Highway Infrastructure	11.76	26.91	13%	24.7x	1.2x	8.9x	11.2%	20%	52%	53%
Shenzen Expressway Co-H	42.75	146.32	12%	#N/A	0.8x	8.5x	8.3%	-1%	11%	114%
Yuexiu Transport Infrastructure	12.77	79.12	6%	8.0x	0.5x	8.8x	7.2%	21%	18%	115%
Zhejiang Expressway Co-H	65.57	450.27	14%	#N/A	0.7x	5.5x	6.4%	11%	0%	137%
Sichuan Expressway Co-H	31.22	124.94	7%	#N/A	0.6x	7.4x	8.2%	11%	20%	227%
China										
Jiangsu Expressway Co Ltd	130.51	170.50	14%	#N/A	1.9x	14.6x	3.6%	15%	34%	82%

Source: Bloomberg, NHKSI Research

Summary of Financials

INCOME STATEMENT

(IDR bn)	2023A	2024F	2025F	2026F
Total Revenue	21,319	25,352	26,457	27,834
Toll Revenue & Other Revenue	**15,566**	**18,216**	**19,370**	**21,011**
Growth		*17%*	*6.3%*	*8.5%*
Total COGS	(12,360)	(14,609)	(15,021)	(15,594)
Toll Revenue & Other Cost	**(6,643)**	**(7,517)**	**(7,994)**	**(8,825)**
Gross Profit	**8,959**	**10,743**	**11,435**	**12,240**
Gross Margin	42.0%	42.4%	43.2%	44.0%
Net Operating Expenses	(2,009)	(2,058)	(2,148)	(2,755)
Operating Income	**6,950**	**8,685**	**9,288**	**9,485**
Depreciation	2,962	2,609	3,131	3,757
EBITDA	**9,912**	**11,294**	**12,418**	**13,242**
Interest Expenses	(3,592)	(3,701)	(3,738)	(3,506)
EBT	**7,926**	**5,450**	**5,653**	**6,522**
Income Tax	(1,177)	(809)	(839)	(968)
Minority Interest	(44)	528	20	(133)
Net Profit	**6,794**	**4,113**	**4,793**	**5,686**
Growth	147.3%	-39.5%	16.5%	18.6%
Net Profit Margin	31.9%	16.2%	18.1%	20.4%

PROFITABILITY & STABILITY

	2023A	2024F	2025F	2026F
ROE	17.5%	7.5%	8.1%	8.9%
ROA	5.3%	2.8%	3.1%	3.6%
Inventory Turnover	103.4x	122.8x	107.8x	91.2x
Payables Turnover	69.0x	66.1x	70.5x	71.2x
Dividend Yield	1.6%	0.6%	1.8%	2.0%
Payout Ratio	20.2%	4.2%	20.0%	20.0%
DER	1.77x	1.29x	1.21x	1.10x
Net Gearing	235%	171%	160%	144%
Debt Ratio	0.5x	0.5x	0.5x	0.4x
Financial Leverage	4.2x	4.2x	4.1x	3.8x
Current Ratio	0.3x	1.0x	0.7x	0.6x
Quick Ratio	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x
Interest Coverage Ratio	1.9x	2.3x	2.5x	2.7x
Total Shares (mn)	7258	7258	7258	7258
Share Price (IDR)	4870	6450	6450	6450
Market Cap (IDR tn)	35	47	47	47

BALANCE SHEET

In IDR bn	2023A	2024F	2025F	2026F
Cash	4,439	17,893	10,930	9,580
Inventory	119	119	139	171
Other Current Assets	3,416	3,989	4,132	4,188
Total Current Assets	**7,975**	**22,001**	**15,201**	**13,939**
Net Fixed Assets	1,238	1,150	1,916	3,129
Other Non Current Assets	120,099	123,623	135,910	142,757
Total Non Current Assets	121,337	124,773	137,827	145,886
Total Assets	**129,312**	**146,774**	**153,027**	**159,825**
Payables	179	221	213	219
ST Borrowing	10,752	10,245	10,347	7,803
Total Current Liabilities	22,821	22,753	22,860	21,870
LT Debt	58,001	60,596	61,202	62,315
Total Liabilities	**90,401**	**91,926**	**93,595**	**94,580**
Capital Stock + APIC	7,626	7,626	7,626	7,626
Retained Earnings	22,669	26,497	30,468	35,195
Shareholders' Equity	**38,911**	**54,849**	**59,041**	**63,973**

VALUATION INDEX

	2023A	2024F	2025F	2026F
Price/Earnings	5.2x	11.4x	9.8x	8.2x
Price/Book Value	0.9x	0.9x	0.8x	0.7x
EV/EBITDA	10.4x	8.5x	8.3x	7.8x
EV (IDR bn)	102,883	95,739	103,316	103,117
Basic EPS (IDR)	936	567	660	783
BVPS (IDR)	5,361	7,557	8,135	8,814

CASH FLOW STATEMENT

In IDR bn	2023A	2024F	2025F	2026F
Operating Cash Flow	4,378	7,015	7,899	10,874
Investing Cash Flow	(8,537)	(7,473)	(14,969)	(10,039)
Financing Cash Flow	168	13,912	108	(2,185)
Net Changes in Cash	**(3,990)**	**13,454**	**(6,963)**	**(1,350)**

OWNERSHIP

Top Shareholders	**%**
Republic of Indonesia	70.0
DJS Ketenagakerjaan	3.4
BYNM RE BNYMLB RE	2.4
PT Taspen Persero THT	2.2
By Geography	**%**
Indonesia	88.9
Unknown	7.0
United States	2.7
Finland	0.4
Ireland	0.4

Source: Company Data, NHKSI Research

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%