

Kami menginisiasi rating **HOLD** untuk JSMR, seiring kenaikan harga bahan bakar dan rencana penyesuaian tarif yang berpotensi menekan volume lalu lintas serta menjaga pendapatan tetap tertekan hingga 2026, meskipun kinerja laba relatif resilien.

### Industri Jalan Tol: Tetap Melaju dengan Waspada

- 76 BUJT Beroperasi, JSMR Miliki Sepertiga dari Keseluruhan Jalan Tol.** Saat ini terdapat 76 ruas jalan tol yang dioperasikan oleh Badan Usaha Jalan Tol (BUJT) di Indonesia. Sebanyak 8 jalan tol secara langsung dimiliki oleh PT Jasa Marga Tbk., sementara 18 jalan tol lainnya dimiliki JSMR secara tidak langsung melalui anak perusahaan regionalnya. Dengan demikian, total kepemilikan JSMR mencapai 26 ruas jalan tol atau setara dengan 34,2% dari total ruas tol di Indonesia. Hal ini juga tercermin dari kontribusi JSMR sebesar 35,3% (1.086,8 km) dari total panjang jalan tol di Indonesia yang mencapai 3.078,93 km.
- Tiga Metode Akuisi Jalan Tol.** Jalan tol dapat diakuisi melalui tiga cara: (1) BUJT menerima tender dari Menteri PUPR; (2) akuisisi langsung jalan tol; dan (3) penerimaan jalan tol tanpa permintaan. Umumnya, untuk proyek jalan tol, 30% suntikan modal berasal dari pemegang saham. 70% sisanya menggunakan pembiayaan eksternal. Pada proyek greenfield, BUJT akan menggunakan fasilitas kredit. Pada proyek brownfield, fasilitas kredit dapat dialihkan ke pasar modal atau refinancing.

### Industri Semen: Pertumbuhan Lambat, Namun Fondasi Stabil

- Kapasitas Produksi Semen Domestik Stagnan.** Berdasarkan data Kementerian Perindustrian (Kemenperin), kapasitas produksi semen nasional diperkirakan tidak mengalami perubahan dan tetap berada di level 120,8 juta ton per tahun. Namun demikian, tingkat utilisasi domestik diproyeksikan meningkat dari 52% menjadi 60% dalam periode 2025E–2030E.
- Pertumbuhan Domestik Moderat di Tengah Industri yang Matang.** Kemenperin perkiraan permintaan domestic akan tumbuh dengan CAGR sebesar 3,01% pada periode 2025E-2030E. Namun, Mordor Intelligence memiliki pandangan yang lebih optimis dengan memperkirakan CAGR sebesar 4,88% pada periode 2026E—2030E, didorong oleh permintaan yang relatif resilien dari sektor konstruksi perumahan, yang menyumbang sekitar 54,9% dari total pengguna akhir semen. Permintaan ini juga berpotensi terdorong oleh program pembangunan perumahan bersubsidi pemerintah yang menargetkan pembangunan 3 juta unit rumah (2 juta unit di wilayah pedesaan/pesisir dan 1 juta unit di perkotaan). Pemerintah pusat telah mengalokasikan anggaran sebesar Rp117 triliun untuk program tersebut.

### OUTLOOK INDUSTRI ASPAL: UNDERWEIGHT

- Kami berpandangan bahwa industri aspal akan menghadapi tekanan dari sisi pasokan akibat kenaikan harga minyak dan gas, seiring meningkatnya ketidapastian geopolitik yang dipicu konflik AS–Iran–Israel.** Mengingat bitumen merupakan produk turunan dari minyak mentah, kenaikan harga bahan baku berpotensi menahan minat pembelian. Dengan semakin ketatnya dana pemerintah pusat dan dana daerah yang juga semakin terbatas, perbaikan dan pembangunan jalan akan mendapat prioritas yang lebih rendah dibandingkan dengan pelaksanaan program-program pemerintah saat ini seperti Makanan Gratis, Perumahan Bersubsidi, dan Subsidi Energi. Kami menilai kenaikan harga bitumen akan menciptakan inefisiensi biaya dalam pembangunan jalan tol, serta berpotensi memperpanjang periode arus kas negatif pada proyek jalan tol yang baru dibangun maupun yang masih dalam tahap perencanaan.

### Kinerja FY25 Menunjukkan Beberapa Kendala

- Kinerja FY25 Mulai Menunjukkan Pelemahan.** Pendapatan FY25 tercatat turun sebesar -5,9% YoY menjadi Rp29,89 triliun, seiring volume transaksi yang relative stagnan (0,08% YoY) pada ruas jalan tol matang. Sejalan dengan itu, laba bersih FY25 juga mengalami penurunan sebesar -14,2% YoY menjadi Rp 3,66 triliun.
- Penyesuaian Tarif Tol Berpotensi Menekan Lalu Lintas Pasca Kenaikan Harga BBM.** Pada 2026, telah dikonfirmasi adanya kenaikan tarif pada tiga ruas tol, yaitu Solo–Ngawi (+24,98%), Ngawi–Kertosono (+4,08%), dan Prof. Dr. Ir. Sedyatmo (+4,19%), kenaikan harga BBM non-subsidi baru-baru ini semakin memperkuat perkiraan kami, yaitu pendapatan yang masih negative sebesar Rp 29.635 miliar.

### Memulai Inisiasi dengan rating **HOLD**, pada TP Rp 3.450

Kami menginisiasi JSMR dengan rating **HOLD** dan TP Rp3.450, akibat adanya tekanan yang kurang menguntungkan dari kenaikan kenaikan harga BBM non-subsidi yang berpotensi menekan aktivitas transportasi. Kami menilai rencana kenaikan tarif pada sekitar 20 ruas jalan tol justru dapat menjadi faktor tambahan yang menghambat volume lalu lintas, alih-alih mengkompensasi potensi penurunan mobilitas. Oleh karena itu, kami melihat tren pertumbuhan pendapatan yang negatif masih berlanjut hingga 2026, sementara kinerja laba bersih diperkirakan tetap relatif solid. Saat ini, JSMR diperdagangkan pada valuasi 6,51x P/E, sedikit di bawah rata-rata 3 tahun sebesar 6,76x. Untuk FY26, kami memperkirakan valuasi P/E berada pada level 6,18x.

### PT Jasa Marga Tbk.

### | Summary (IDR Billions)

	2025/12A	2026/12F	2027/12F	2028F/12
Revenue	29,890	29,635	30,823	32,094
Growth (%oy/y)	-5.9%	-0.9%	4.0%	4.1%
Net Profit	3,660	4,049	4,140	4,404
Growth (%oy/y)	-14.2%	-0.7%	7.3%	4.6%
Basic EPS (IDR)	504	558	570	607
Price / Earnings	6.76	6.18	6.05	5.69
EV / EBITDA	7.32	6.78	7.06	7.22
ROE	10.1%	10.0%	9.2%	8.7%
ROA	2.3%	2.3%	2.2%	2.3%

Source : Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

Initiation | 21<sup>st</sup> April 2026

# HOLD

Target Price (IDR)	3,450
Consensus Price	4,550
TP to Consensus Price	-24%
Potential Upside	5%

### Shares Data

Last Price (IDR)	3,280
Price date as of	21 <sup>st</sup> April 2026
52 wk range (Hi/Lo)	4,630 / 2,990
Free Float (%)	30
Outstanding sh (mn)	7,258
Market Cap (IDR bn)	23,806
Market Cap (USD mn)	1,390
Avg. Trd Vol – 3M (mn)	5.74

### Sector

### Infrastructure

### Sub-Sector

### Toll Road

Bloomberg	JSMR IJ Equity
Reuters	JSMR JK

### Shares Price Performance



	YTD	3M	6M	12M
Abs.Ret	-3.81%	-8.38%	-12.35%	-23.54%
Rel.Ret	+8.37%	+8.48%	-7.69%	-41.49%

### Ezaridho Ibnutama, CFTE

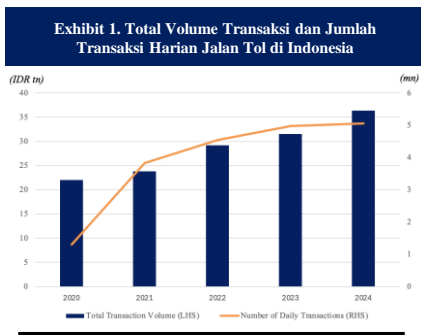
Ezaridho.ibnutama@nhsec.co.id

### Graceline Melinda (Associate)

## Industri Jalan Tol

### Tetap Melaju dengan Waspada

- **76 BUJT Beroperasi, JSMR Miliki Sepertiga dari Keseluruhan Jalan Tol.** Saat ini terdapat 76 ruas jalan tol yang dioperasikan oleh Badan Usaha Jalan Tol (BUJT) di Indonesia. Sebanyak 8 jalan tol secara langsung dimiliki oleh PT Jasa Marga Tbk., sementara 18 jalan tol lainnya dimiliki JSMR secara tidak langsung melalui anak perusahaan regionalnya. Dengan demikian, total kepemilikan JSMR mencapai 26 ruas jalan tol atau setara dengan 34,2% dari total ruas tol di Indonesia. Hal ini juga tercermin dari kontribusi JSMR sebesar 35,3% (1.086,8 km) dari total panjang jalan tol di Indonesia yang mencapai 3.078,93 km.
- **jalan tol di Indonesia yang mencapai 3.078,93 km.**
- **Tiga Metode Akuisi Jalan Tol.** Jalan tol dapat diakuisisi melalui tiga cara: (1) BUJT menerima tender dari Menteri PUPR; (2) akuisisi langsung jalan tol; dan (3) penerimaan jalan tol tanpa permintaan. Umumnya, untuk proyek jalan tol, 30% suntikan modal berasal dari pemegang saham. 70% sisanya menggunakan pembiayaan eksternal. Pada proyek greenfield, BUJT akan menggunakan fasilitas kredit. Pada proyek brownfield, fasilitas kredit dapat dialihkan ke pasar modal atau refinancing.

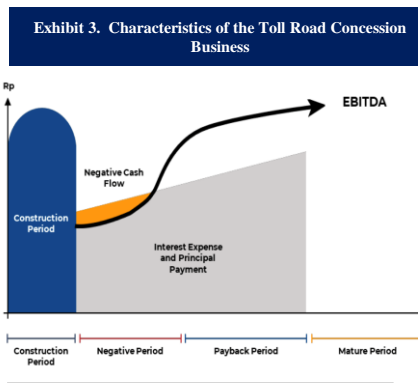


Source : Menteri PUPR, NHKSI Research



Source : Menteri PUPR, NHKSI Research

- **Optimis Percepat Langkah.** Menteri PUPR yang baru menetapkan target ambisius untuk membangun 2.461 km jalan tol selama periode pertama pemerintahan Prabowo Subianto. Target ini lebih tinggi dibandingkan realisasi pembangunan jalan tol operasional pada periode pertama Presiden Joko Widodo (1.298 km) maupun periode keduanya (674 km). Target tersebut juga mendekati target periode kedua pemerintahan Jokowi sebesar 2.471 km, yang tidak sepenuhnya tercapai akibat kendala investasi dan logistik selama masa pandemi.
- **Transaksi Harian yang Datar.** Hingga 2024, jumlah transaksi harian pada jalan tol operasional di Indonesia baru mencapai 5,06 juta transaksi, dengan CAGR sebesar 3,68% pada periode 2022–2024. Setelah pemulihan awal yang kuat dengan pertumbuhan 195% YoY pada 2021, laju pertumbuhan mulai melambat menjadi 19% pada 2022, 9% pada 2023, dan hanya 2% pada 2024.
- **Volume Transaksi Tetap Meningkat.** Di sisi lain, total volume transaksi jalan tol di Indonesia mencatat CAGR sebesar 10,53% pada periode 2020–2025. Perbedaan signifikan antara pertumbuhan transaksi total dan transaksi harian ini mengindikasikan bahwa kenaikan tarif tol pasca pandemi telah mengkompensasi stagnasi mobilitas di jalan tol.



Source : Company, NHKSI Research

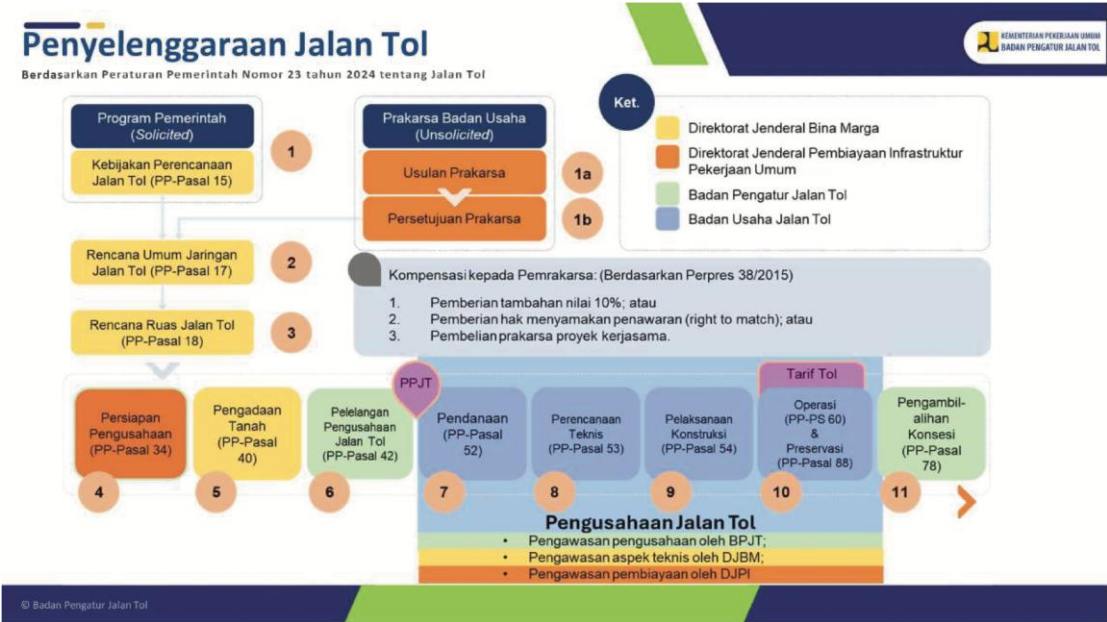
- **Karakteristik Bisnis Jalan Tol.** Setelah ruas jalan tol mulai beroperasi, perusahaan akan memasuki fase “Negative Period” (5–10 tahun), di mana arus kas dan EBITDA cenderung negatif akibat beban bunga dan pembayaran pokok utang. Selanjutnya, perusahaan akan memasuki fase “Payback Period” (15–25 tahun), di mana EBITDA mulai meningkat sebelum akhirnya cenderung stabil seiring menurunnya beban biaya. Tahap terakhir adalah fase Mature Period, di mana kinerja operasional relatif stabil. Siklus yang panjang ini mencerminkan sifat bisnis jalan tol yang sangat padat modal, dengan estimasi biaya pembangunan berkisar antara USD 15–25 juta per km.

### OUTLOOK INDUSTRI JALAN TOL: OVERWEIGHT

- **Kami menilai industri jalan tol berpotensi menghadapi tekanan akibat kenaikan harga BBM yang mana dapat menurunkan mobilitas masyarakat pada tahun ini.** Kombinasi mobilitas yang lebih rendah serta rencana kenaikan tarif tol berpotensi menekan pendapatan di seluruh industri. Tekanan ini juga diperburuk oleh pelemahan kondisi sosial-ekonomi yang telah berlangsung sejak tahun lalu. Berdasarkan survei Indikator Politik Indonesia, terjadi peningkatan proporsi masyarakat yang tidak melakukan mudik pada periode Lebaran, dari 81,4% pada 2025 menjadi 83,8% pada 2026. Sebanyak 9,6% responden menyebutkan keterbatasan dana sebagai alasan utama. Di sisi lain, penjualan mobil domestik—di luar lonjakan outlier sekitar 100 ribu unit pada Desember 2025—telah kembali ke kisaran yang lebih rendah dan menunjukkan tren stagnan sejak 2023. Mempertimbangkan faktor-faktor tersebut, kami mempertahankan pandangan bahwa industri jalan tol akan berada dalam fase kontraksi hingga 2027. Proyeksi ini didasarkan pada asumsi bahwa harga BBM akan kembali ke level sebelum penyesuaian April, serta adanya pemulihan aktivitas manufaktur domestik secara bertahap.

Please consider the rating criteria & important disclaimer

Exhibit 4. Operasi dan Manajemen Jalan Tol



Source : Kementerian PUPR BPJT, NHKSI Research

Exhibit 5. Gambaran Umum Industri Jalan Tol

#### Land Acquisition

- The Government is responsible for land acquisition process. For land acquisition fund, it is borne by the government except for unsolicited projects.
- Investors may provide bridge financing for accelerated land acquisition, with subsequent reimbursement by the government.

#### Funding Scheme Support

To ensure a project has an attractive rate of return, the Government provides support through the Viability Gap Funding (VGF) scheme, where a portion of the construction costs is borne by the Government through the State Budget (APBN).

#### Concession Model

- Long-term, 35 to 50 year, depends on characteristic of each project, investment cost, and location.
- JSMR toll road projects are financially feasible projects, with expected project IRR ranging between 12-13%.
- The realization of traffic projections needs to be mitigated by investors due to political, social, and economic policies.

#### Tariff Increase

- As stipulated in the Law No 2/2022, **toll road tariff shall be increased every two years** in reference to regional inflation.
- To be entitled for regular tariff adjustment, **toll road project should meet the Minimum Service Standards.**

#### Service Level Standard

Minimum Service Standard of toll road operations is stipulated by the Law and **will be monitored every six months** by the Toll Road Regulatory Agency of the Ministry of Public Works.

#### 100% Electronic Payment

- **Regulation mandated cashless transaction in toll road**
- This ensure accuracy of toll revenue collected, more efficient processing time leading to lower congestion, and security against revenue fraud/cash theft.

Source : Company, NHKSI Research

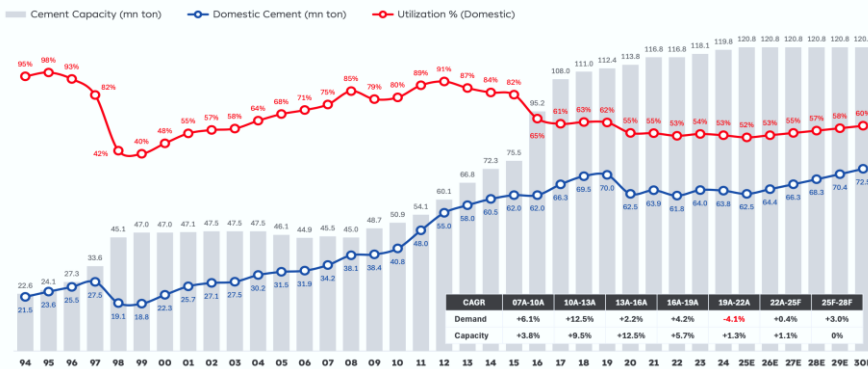
Please consider the rating criteria & important disclaimer

## Industri Semen

### Pertumbuhan Lambat, Namun Fondasi Stabil

- **Kapasitas Produksi Semen Domestik Stagnan.** Berdasarkan data Kementerian Perindustrian (Kemenperin), kapasitas produksi semen nasional diperkirakan tidak mengalami perubahan dan tetap berada di level 120,8 juta ton per tahun. Namun demikian, tingkat utilisasi domestik diproyeksikan meningkat dari 52% menjadi 60% dalam periode 2025E-2030E.
- **Pertumbuhan Domestik Moderat di Tengah Industri yang Matang.** Kemenperin perkirakan permintaan domestik akan tumbuh dengan CAGR sebesar 3,01% pada periode 2025E-2030E. Namun, Mordor Intelligence memiliki pandangan yang lebih optimis dengan memperkirakan CAGR sebesar 4,88% pada periode 2026E-2030E, didorong oleh permintaan yang relatif resilien dari sektor konstruksi perumahan, yang menyumbang sekitar 54,9% dari total pengguna akhir semen. Permintaan ini juga berpotensi terdorong oleh program pembangunan perumahan bersubsidi pemerintah yang menargetkan pembangunan 3 juta unit rumah (2 juta unit di wilayah pedesaan/pesisir dan 1 juta unit di perkotaan). Pemerintah pusat telah mengalokasikan anggaran sebesar Rp117 triliun untuk program tersebut.

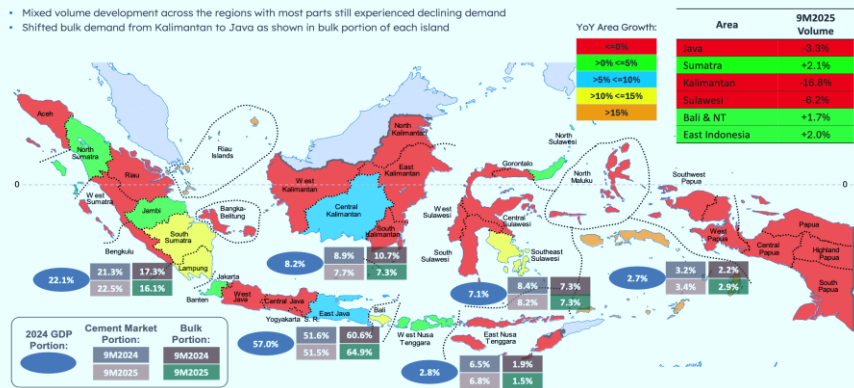
Exhibit 6. Permintaan Semen Domestik, Kapasitas Terpasang, dan Tingkat Utilisasi



Source : INTP, NHKSI Research

- **Semen Campuran Masih Pertahankan Posisi Kuat di Pasar.** Mordor Intelligence mencatat bahwa semen campuran menguasai pangsa pasar sebesar 66,22% berdasarkan jenis produk di Indonesia. Sementara itu, fiber cement diproyeksikan mencatat pertumbuhan yang lebih tinggi dengan CAGR sebesar 5,61% di seluruh industri, didorong oleh penggunaannya dalam sistem panel ringan dan tahan gempa.
- **Kebijakan Moratorium Fiskal yang Strategis.** Pemerintah pusat menerapkan kebijakan moratorium atau penundaan sementara pembangunan pabrik semen baru guna mengatasi kelebihan pasokan di pasar domestik. Melalui langkah strategis ini, Asosiasi Semen Indonesia (ASI) memperkirakan tingkat utilisasi pabrik semen dapat mencapai hingga 85% apabila kebijakan tersebut diimplementasikan secara optimal.
- **Pasar Ekspor Tidak Menyerap Pasokan Produksi.** Meskipun ekspor semen dan klinker telah pulih dari penurunan pada tahun 2022 dan melampaui rekor tertinggi era pandemi sebesar 11,61 juta ton, tingkat utilisasi penuh pada tahun 2024 hanya mencapai 63,2% dari total kapasitas produksi sebesar 119,8 juta ton untuk tahun tersebut.

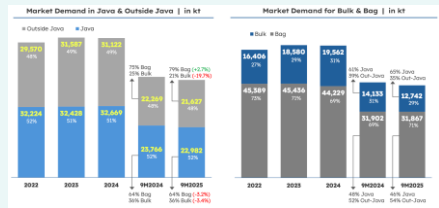
Exhibit 7. Distribusi Regional Permintaan Semen di Indonesia



Source : INTP, NHKSI Research

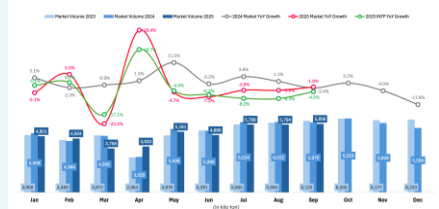
Please consider the rating criteria & important disclaimer

Exhibit 8. Permintaan Pasar Semen 2022 - 9M25



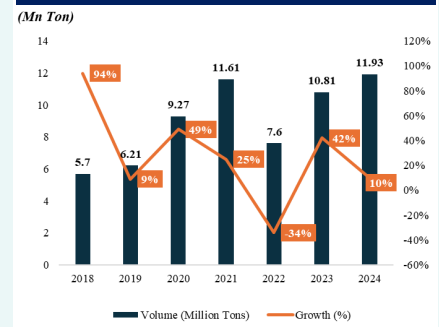
Source : INTP, Kemenindus, NHKSI Research

Exhibit 9. Volume dan Pertumbuhan Pasar Semen 2023-2025



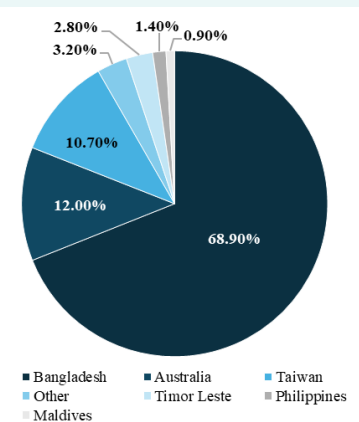
Source : INTP, NHKSI Research

Exhibit 10. Volume Produksi Semen



Source : INTP, NHKSI Research

Exhibit 11. Distribusi Geografis Ekspor Semen Indonesia



Source : BPS, NHKSI Research

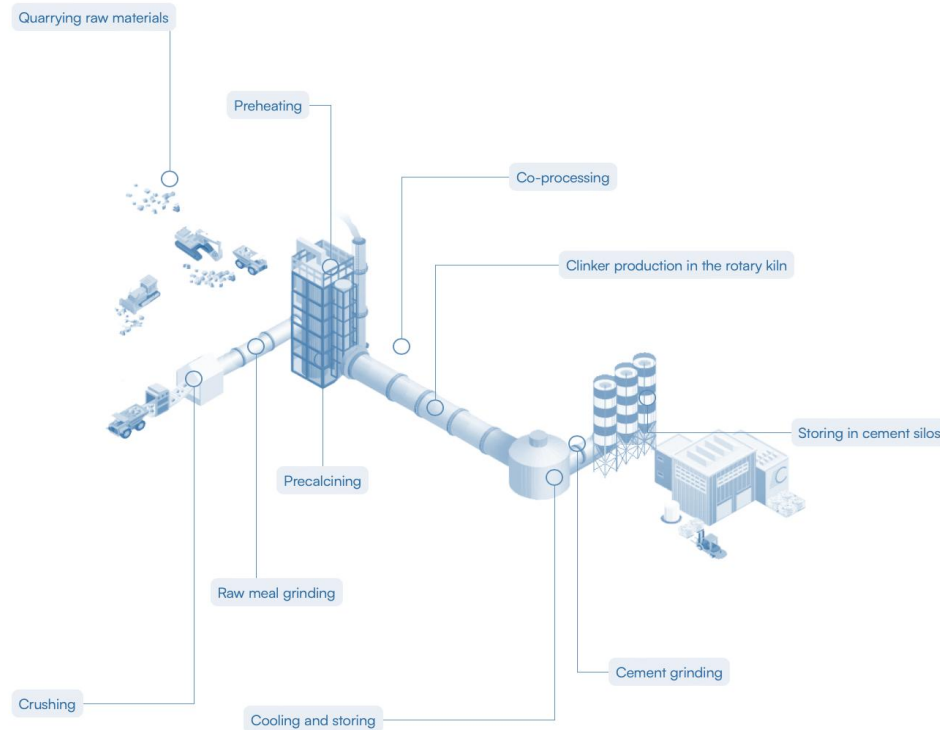
## Industri Semen

### Proses Manufaktur Semen

Dua tahap dasar: (1) Produksi Klinker dan (2) Penggilingan Klinker menjadi Semen.

Pabrik semen umumnya berlokasi di dekat sumber batu kapur (limestone) di area tambang. Bahan baku kemudian diangkut ke crusher primer dan sekunder untuk dihancurkan hingga berukuran sekitar 10 cm. Selanjutnya, bahan baku tersebut dicampur dan digiling menjadi satu, menghasilkan material yang disebut raw meal, yang kemudian dipanaskan awal (pre-heating) di dalam kiln melalui proses siklon enam tahap. Setelah melalui proses pemanasan awal, raw meal dialirkan ke precalciner untuk menjalani proses kalsinasi yang mengubah batu kapur menjadi kapur (lime). Material yang telah dikalsinasi kemudian masuk ke dalam kiln dengan suhu sekitar 1.000°C. Bahan bakar disemprotkan langsung ke dalam kiln dengan suhu mencapai 2.000°C, sehingga suhu material dapat mencapai sekitar 1.450°C. Kiln yang berputar 3–5 kali per menit akan menggerakkan material melalui zona dengan suhu yang semakin tinggi, hingga sebagian meleleh dan membentuk klinker. Setelah proses pendinginan, sekitar 4–5% gipsium ditambahkan ke dalam klinker, yang kemudian digiling untuk menghasilkan Ordinary Portland Cement (OPC). Jika ditambahkan material mineral lain selama proses penggilingan, maka akan dihasilkan Portland Composite Cement (PCC). Produk akhir kemudian disimpan dalam silo semen sebelum didistribusikan.

Exhibit 12. Cement Manufacturing Process



Source : Cement Europe, NHKSI Research

### Semen sebagai Bahan Dasar Beton

Untuk menghasilkan beton yang digunakan dalam konstruksi, semen dicampur dengan air dan agregat (dalam kondisi tertentu, ditambahkan sedikit bahan aditif). Agregat menyusun sekitar 60–75% dari campuran, sementara sisanya terdiri dari semen dan air. Agregat umumnya berupa material inert berukuran kasar seperti kerikil, batu pecah, pasir, atau beton daur ulang.

### Berbagai Jenis Semen

Terdapat 27 jenis semen umum yang diklasifikasikan ke dalam 5 kategori utama:

1. CEM I Semen Portland
2. CEM II Semen Portland-komposit
3. CEM III Semen Tanur Tinggi (*Blastfurnace cement*)
4. CEM IV Semen Pozzolan
5. CEM V Semen Komposit

Selain itu, semen dibedakan berdasarkan tiga (3) kelas kekuatan, yaitu: normal, tinggi, dan sangat tinggi. Produk semen dapat diklasifikasikan lebih lanjut; 7 jenis semen tahan sulfat, 3 jenis semen tanur tinggi dengan kekuatan awal rendah, dan 2 jenis semen tanur tinggi berkekuatan awal rendah tahan sulfat.

### OUTLOOK INDUSTRI SEMEN: NETRAL

Kami berpandangan bahwa industri semen domestik masih akan menghadapi kondisi kelebihan pasokan (oversupply), dengan penyerapan permintaan yang terbatas dari pasar ekspor. Hal ini berpotensi menjaga harga semen tetap stabil, didukung oleh kebijakan fiskal yang diarahkan untuk menahan laju produksi melalui moratorium atau penundaan pembangunan pabrik semen baru. Di sisi lain, permintaan yang relatif stabil dari sektor perumahan memberikan keyakinan terhadap keberlanjutan pembangunan hunian serta permintaan semen secara nasional. Namun demikian, kami memperkirakan tingkat utilisasi industri masih akan berada di kisaran 57–58% hingga 2030E. Stabilitasnya harga semen juga diperkirakan akan membantu menekan biaya produksi serta biaya pemeliharaan proyek jalan tol.

Please consider the rating criteria & important disclaimer

Exhibit 13. Klasifikasi Jenis Semen, Standar SNI, dan Kode HS di Indonesia

Type	SNI	HS Code
Ordinary Portland Cement (OPC)	2049-2021	ex. 2523.29.10
White Portland Cement	0129-2004	2523.21.00
Portland Pozzoland Cement (PPC)	0302-2014	ex. 2523.29.90
Portland Composite Cement (PCC)	7064-2022	ex. 2523.29.90
Masonry Cement	3758-2024	ex. 2523.29.90; ex. 2523.90.00
Clinker Cement	15-6514-2001	2523.10
Portland Slag Cement (PSC)	8363-2023	ex. 2523.29.90; ex. 2523.90.00
Hydraulic Cement	8912:2020	ex. 2523.29.90

Source : Shang Hai Shipping Exchange, NHKSI Research

Exhibit 14. Pangsa Pasar Produsen Semen di Indonesia berdasarkan Jenis Produk (OPC Curah dan PCC Kemasan 50kg)

OPC (Bulk)	
Company	TKDN Score
PT Semen Baturaja	90.95%
PT Semen Imasco Asiatic	80.36%
PT Cemindo Gemilang	89.25%
PT Semen Indonesia	97.67%
PT Semen Tonasa	91.19%
PT Semen Jawa	87.79%
PT Conch Cement Indonesia	85.50%
PT Solusi Bangun Indonesia	93.62%
PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk	88.57%
PT Sinar Tambang Arthalestari	91.91%
PT Kobexindo Cement	78.32%
PCC (Bag 50kg)	
Company	TKDN Score
PT Semen Jawa	83.70%
PT Semen Tonasa	90.98%
PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk	80.79%
PT Semen Baturaja	82.88%
PT Semen Imasco Asiatic	83.67%
PT Conch Cement Indonesia	86.42%
PT Solusi Bangun Indonesia Tbk	89.11%
PT Cemindo Gemilang Tbk	88.98%
PT Kobexindo Cement	75.31%
PT Sinar Tambang Arthalestari	87.36%

Source : Shang Hai Shipping Exchange, NHKSI Research

Please consider the rating criteria &amp; important disclaimer

Exhibit 15. Persyaratan Kimia dan Fisik Semen

Parameter	Type I	Type V	PPC	PCC	White Cement	PSC
<b>Chemical Requirement</b>						
SiO <sub>2</sub> , % min	–	–	–	–	–	–
Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub> , % max	–	–	–	–	–	–
Fe <sub>2</sub> O <sub>3</sub> , % max	–	–	–	–	0.4	–
MgO, % max	5	6	6	–	5	–
SO <sub>3</sub> , % max	–	4	–	4	3.5	3
If C <sub>3</sub> A ≤ 8.0%	3	–	2.3	–	–	–
If C <sub>3</sub> A > 8.0%	3.5	–	–	–	–	–
Ignition loss, % max	5	5	3	20	5	5
Insoluble fraction, % max	3	–	1.5	1.5	3	–
C <sub>3</sub> S, % max	–	–	–	–	–	–
C <sub>2</sub> S, % min	–	–	–	–	–	–
C <sub>3</sub> A, % max	–	–	5	–	–	–
C <sub>4</sub> AF + 2C <sub>3</sub> A, % max	–	–	–	–	–	–
C <sub>4</sub> AF + C <sub>2</sub> F, % max	–	–	25	–	–	–
S <sub>2</sub>	–	–	–	–	–	2
<b>Physical Requirement</b>						
<b>Fineness</b>						
Minimum air permeability (m <sup>2</sup> /kg), min	160	160	–	–	–	–
Blaine (m <sup>2</sup> /kg), min	280	280	280	280	280	–
<b>Setting time – Gilmore</b>						
Initial (minutes), min	60	60	–	–	–	–
Final (minutes), max	600	600	–	–	–	–
<b>Setting time – Vicat</b>						
Initial (minutes), min	45	45	45	45	45	45
Final (minutes), max	375	375	375	375	375	420
<b>Durability</b>						
Expansion in Autoclave (%), max	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>Compressive Strength (kg/cm<sup>2</sup>), min</b>						
1 day	–	–	–	–	–	–
3 days	135	80	130	130	180	133
7 days	215	150	200	200	250	204
28 days	300	210	280	280	350	255

Source : Shang Hai Shipping Exchange, NHKSI Research

Please consider the rating criteria &amp; important disclaimer

## Industri Aspal

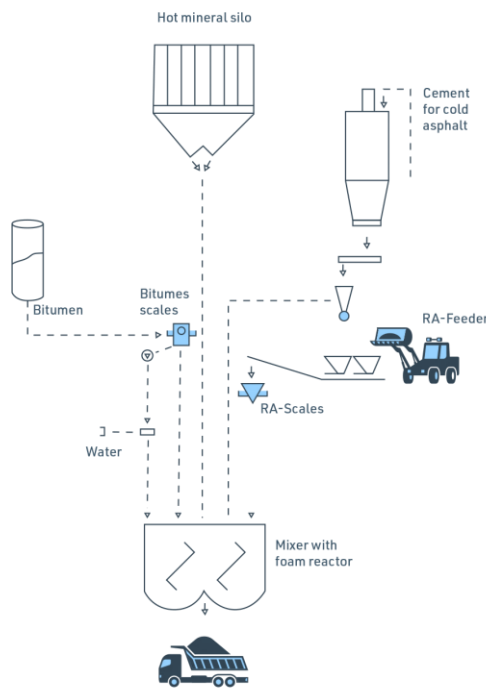
### Klasifikasi aspal

Aspal merupakan campuran agregat (batu pecah, pasir, kerikil, atau terak), bahan pengikat (*binder*), dan material pengisi (*filler*) yang digunakan sebagai lapisan paling atas jalan atau perkerasan, yang dikenal sebagai lapis permukaan (*surface course*). Terdapat tiga kategori utama aspal: (1) Hot Mix Asphalt (HMA) – diproduksi pada suhu 150–180°C; (2) Warm Mix Asphalt (WMA) – diproduksi pada suhu lebih rendah (sekitar 20–40°C dibanding HMA); dan (3) Cold Mix Asphalt (CMA) – diproduksi tanpa pemanasan, menggunakan bitumen yang diemulsikan dalam air dan mengeras seiring waktu

Terdapat 10 jenis lapisan permukaan aspal:

1. Asphalt Concrete;
2. Béton Bitumineux Mince (Thin Layer Asphalt Concrete – AC-TL);
3. Asphalt Concrete Very Thin Layers (AC-VTL);
4. Asphalt Concrete Ultra Thin Layer (AC-UTL);
5. Stone Mastic Asphalt (SMA);
6. Hot Rolled Asphalt (HRA);
7. Porous Asphalt (PA);
8. Double layered Porous Asphalt (2L PA);
9. Mastic Asphalt (MA);
10. Soft Asphalt (SA)

Exhibit 16. Proses Produksi Aspal Suhu Rendah dengan Penggunaan Aspal Daur Ulang pada Dump Truck Konvensional



Source : European Asphalt Pavement Association, NHKSI Research

### Manufaktur Aspal

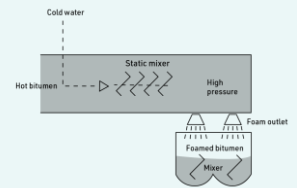
Pada pabrik aspal, bitumen, agregat panas, semen, dan air dicampur dalam reaktor busa (foam reactor) hingga membentuk campuran homogen. Pabrik aspal dapat berupa fasilitas tetap (fixed plant) untuk produksi massal, maupun berbentuk mobile asphalt batching plant yang digunakan langsung di lokasi proyek guna menghemat waktu dan biaya logistik.

### OUTLOOK INDUSTRI ASPAL: UNDERWEIGHT

Kami menilai industri aspal akan menghadapi tekanan dari sisi pasokan akibat kenaikan harga minyak dan gas, seiring meningkatnya ketidakpastian geopolitik yang dipicu konflik AS–Iran–Israel. Mengingat bitumen merupakan produk turunan dari minyak mentah, kenaikan harga bahan baku diperkirakan akan menekan permintaan. Di sisi lain, ruang fiskal pemerintah pusat yang semakin terbatas serta pengetatan anggaran di tingkat daerah berpotensi menurunkan prioritas belanja untuk pembangunan dan pemeliharaan jalan. Prioritas anggaran saat ini cenderung difokuskan pada program pemerintah seperti makan gratis, perumahan bersubsidi, dan subsidi energi. Kami menilai kenaikan harga bitumen akan menciptakan inefisiensi biaya dalam pembangunan jalan tol, serta berpotensi memperpanjang periode arus kas negatif pada proyek jalan tol yang baru dibangun maupun yang masih dalam tahap perencanaan.

Please consider the rating criteria & important disclaimer

Exhibit 17. LTA Production In Modern Push-Off Trailers



Source : Trustedocks, NHKSI Research

**Profil Perusahaan**

PT Jasa Marga (Persero) Tbk merupakan pengembang dan operator jalan tol terbesar di Indonesia sejak melantai di bursa pada 2007. Sebagai satu-satunya BUMN yang berfokus pada jalan tol, perusahaan ini dimiliki secara langsung sebesar 69,3% oleh pemerintah Indonesia melalui perusahaan investasi yang baru dibentuk, Danantara. Selain bisnis utamanya, JSMR juga memiliki lini usaha pendukung, antara lain:

1. Jasa operasi jalan tol, yang menyediakan layanan operasional bagi grup JSMR maupun investor jalan tol lainnya
2. Jasa pemeliharaan jalan tol, yang menyediakan layanan perawatan dan pemeliharaan
3. Properti, yang mengelola rest area serta aset properti lainnya di sepanjang koridor jalan tol

Jaringan jalan tol Perseroan tersebar di berbagai wilayah di Indonesia, meliputi Sumatra, Jawa, Bali, Kalimantan, dan Sulawesi. Secara operasional, jaringan jalan tol JSMR terbagi ke dalam tiga divisi regional: (1) Jasa Marga Tollroad Regional Division; (2) PT Jasamarga Transjawa Tol; (3) Jasamarga Transnusantara Tollroad Regional Division.

**Exhibit 18. Gedung Kantor Jasamarga**



Source : Company, NHKSI Research

**Exhibit 19. Rekam Jejak Jasamarga**

**Track Record**

Jasa Marga Important Achievements for 48 Years

<p>1978</p> <p>The government offers the private sector the opportunity to participate in the toll road business through the BOT (Build, Operate and Transfer) system with Jasa Marga. The Jakarta toll road operated by Jasa Marga is starting to operate in stages.</p> <p>2004</p> <p>Jasa Marga has become a public company through Initial Public Offering and listed its shares at the Indonesia Stock Exchange.</p> <p>2017</p> <p>Operates ≈1,000 km long. Successfully connecting Jakarta and Surabaya with the operation of the Trans Java Toll Road. Issued alternative equity-based funding products, namely Limited Participation Mutual Funds.</p> <p>2019</p> <p>Operates 1,191 km of toll roads. Issuing alternative funding products: Commercial Securities (SBK) and Phase I Continuous Public Offering Bonds.</p> <p>2021</p> <p>Spin Off Transjawa Tollroad Regional Division to become PT Jasamarga Transjawa Tollroad as a sub holding</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jasa Marga was established with the focus on business management, maintenance and procurement of the toll road networks. Jagorawi was the first toll road operated in Indonesia.</li> <li>• 1987</li> <li>• The authority function of toll road regulator was returned to the Indonesia Toll Road Authority (BPJT) under the Ministry of Public Works and Public Housing.</li> <li>• 2007</li> <li>• Electronic payment systems are implemented on all toll roads. Issued alternative funding products: Jagorawi Securitization, Project Bond MLJ, and Komodo Bond.</li> <li>• 2018</li> <li>• Doubling business by operating 28 toll road concessions along ≈1,162 km. Issued alternative funding products: Infrastructure Investment Fund (DINFRA) and Sukuk Ijarah on the Gempol- Pandaan segment.</li> <li>• 2020</li> <li>• Adding 55.9 km of toll road operations, bringing the total operation to ≈1,246 km tollroad and launching Jasa Marga Tollroad Command Center as the first intelligent Transportation System-based control center in Indonesia.</li> <li>• 2022</li> </ul>
--	--

Source : Company, NHKSI Research

**Please consider the rating criteria & important disclaimer**

### Dominasi Kompetitif JSMR

PT Jasa Marga (Persero) Tbk menguasai sekitar 80% pangsa pasar di antara perusahaan jalan tol yang tercatat di bursa Indonesia. Seperti telah dijelaskan sebelumnya, JSMR memiliki 26 ruas jalan tol atau setara dengan 34,2% dari total ruas jalan tol di Indonesia. Dari sisi panjang jalan tol, perusahaan juga menguasai sekitar 35,3% atau 1.086,8 km dari total jaringan jalan tol nasional.

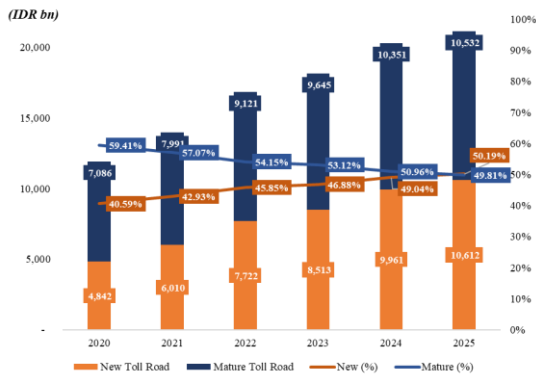
Dengan dominasi tersebut, JSMR memiliki kehadiran di tujuh wilayah urban utama di Indonesia, yaitu: (1) Jabodetabek dan Jawa Barat; (2) Jawa Tengah; (3) Jawa Timur; (4) Bali; (5) Sumatera Utara; (6) Kalimantan Timur; (7) Sulawesi Utara.

Exhibit 20. Jaringan Jalan Tol Jasmarga di Seluruh Indonesia



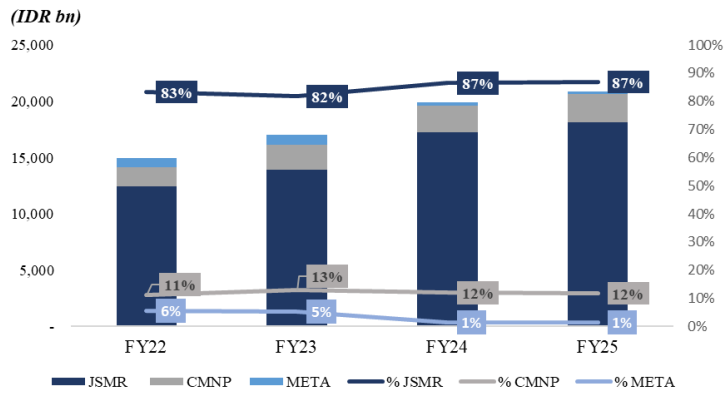
Source : Company, NHKSI Research

Exhibit 21. Segmen Pendapatan Jasmarga



Source : Company, NHKSI Research

Exhibit 22. Pangsa Pasar Jalan Tol



Source : Company, NHKSI Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

## Pipeline dan Penyesuaian Tarif JSMR

PT Jasa Marga (Persero) Tbk saat ini tengah mengembangkan lima ruas jalan tol baru, yaitu (1) Solo–Yogyakarta–NYIA Kulonprogo, (2) Probolinggo–Banyuwangi, (3) Yogyakarta–Bawen, (4) Jakarta–Cikampek II Selatan, dan (5) Akses Patimban.

Terkait penyesuaian tarif, Undang-Undang No. 2 Tahun 2022 mengatur bahwa tarif jalan tol dapat direvisi setiap dua tahun. Pada 2026, JSMR berencana melakukan kenaikan tarif pada 20 ruas jalan tol. Perusahaan juga telah mengonfirmasi penyesuaian tarif per 5 Januari 2026 pada beberapa ruas, yaitu Solo–Ngawi (+24,98%), Ngawi–Kertosono (+4,08%), dan Prof. Dr. Ir. Sedyatmo (+4,19%).

Exhibit 23. Realisasi Penyesuaian Tarif

No	Year	Toll Road	Implementation	Tariff Increase (%)
1	2024	Kunciran-Cengkareng	Saturday, January 13, 2024	6.80
2		Cinere-Serpong	Wednesday, February 21, 2024	Serpong-Pamulang: 7.55% Pamulang-Cinere: New tariff implementation (for newly operated section)
3		Jakarta-Cikampek	Saturday, March 9, 2024	35.0
4		Jakarta-Cikampek Elevated	Saturday, March 9, 2024	35.0
5		Bali Mandara	Saturday, April 27, 2024	7.69
6		Gempol-Pandaan	Saturday, April 27, 2024	9.91
7		Surabaya-Mojokerto	Tuesday, July 9, 2024	10.16
8		Cawang-Tomang-Pluit	Sunday, September 22, 2024	7.04
9		Jakarta-Tangerang	Saturday, October 19, 2024	6.82
10		Manado-Bitung	Saturday, January 25, 2025	11.43
11		Bogor Outer Ring Road	Wednesday, April 23, 2025	5.05
12		Semarang ABC	Saturday, April 26, 2025	4.75
13		Kunciran-Serpong	Thursday, May 15, 2025	3.55
14		Pandaan-Malang	Wednesday, June 18, 2025	7.21
15		Gempol-Pasuruan	Monday, November 24, 2025	4.16

Source : Company, NHKSI Research

Exhibit 24. Rencana Penyesuaian Tarif

No	Toll Road	Target Implementation	Tariff Increase (%)	
1	Solo-Ngawi	Monday, January 5, 2026	24.98	
2	Ngawi-Kertosono	Monday, January 5, 2026	4.08	
3	Prof Dr Ir Sedyatmo	Monday, January 5, 2026	4.19	
4	Jagorawi	1 <sup>st</sup> Quarter	TBC	
5	Surabaya-Gempol			
6	Semarang-Batang			
7	Cipularang			
8	Padaleunyi			
9	Palikanci			
10	Medan-Kualanamu-Tebing Tinggi			
11	Semarang-Solo			
12	Kunciran-Cengkareng			2 <sup>nd</sup> Quarter
13	Cinere-Serpong			
14	Jakarta Outer Ring Road (JORR)			
15	JORR W2 Utara			
16	Gempol-Pandaan	3 <sup>rd</sup> Quarter		
17	Baliqapan-Samarinda			
18	Bali-Mandara			
19	Surabaya-Mojokerto			
20	Cawang-Tomang-Pluit		4 <sup>th</sup> Quarter	

Source : Company, NHKSI Research

Exhibit 25. Operasi Pipeline Jalan Tol Baru

No	New Toll Roads	Length (km)	Est. Operational	Capex based on PPJT (IDR trillion)	% of Shares
1	<b>Solo – Yogyakarta – NYIA Kulonprogo</b>				<b>52.82</b>
	Section 1.1: Kartasura – Klaten	22.30	September 2024	5.8	
	Section 1.2: Klaten – Purwomartani	20.08		5.1	
	▪ 1.2A: Klaten – Prambanan	8.60	August 2025	2.2	
	▪ 1.2B: Prambanan – Purwomartani	12.23	4Q 2026	2.9	
	Section 2.1A: Purwomartani – Maguwoharjo	3.63	3Q 2027	2.1	
	Section 2.2B: Trihanggo – JC Sleman	3.25	4Q 2026	1.9	
2	<b>Probolinggo – Banyuwangi</b>				<b>98.47</b>
	Phase 1: Probolinggo – Besuki	49.68		10.8	
	▪ Section 1: Gending – Kraksaan	12.88	3Q 2026	2.9	
	▪ Section 2: Kraksaan – Paiton	11.20	3Q 2026	2.4	
	▪ Section 3: Paiton – Besuki	25.60	3Q 2026	5.5	
3	<b>Yogyakarta – Bawen</b>				<b>70.38</b>
	Section 1: Yogyakarta – SS Banyurejo	8.80	4Q 2026	3.4	
	Section 6: SS Ambarawa – JC Bawen	4.98	2Q 2026	0.8	
4	<b>Jakarta – Cikampek II Selatan</b>				<b>93.34</b>
	Section 2: Setu – Bojongmangu	23.50	1Q 2027	6.4	
	Section 3: Bojongmangu – Sadang	31.25	1Q 2027	4.1	
5	<b>Akses Patimban</b>				<b>66.22</b>
	Government Section	22.94	1Q 2027	5.0	
	BUJT Section	14.11	2Q 2027		

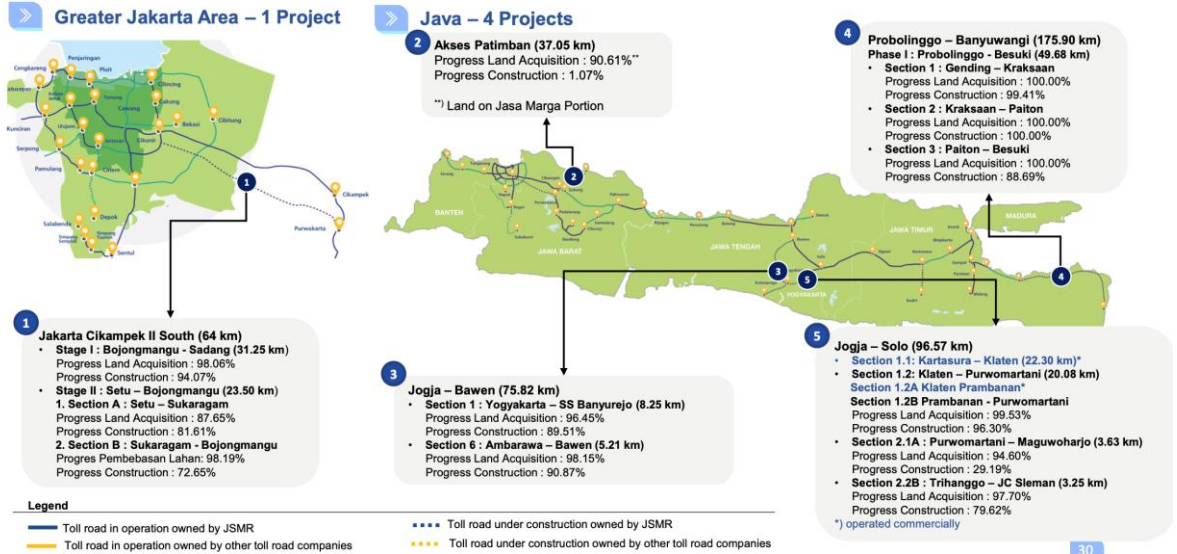
(as of February 2026)

Source : Company, NHKSI Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

Exhibit 26. Proyek Mendatang JSMR

\* As of 20<sup>th</sup> February, 2026



Source : Company, NHKSI Research

Exhibit 27. Siklus Operasional Jalan Tol JSMR

Construction Period	Negative Period	Payback Period	Mature Period
<b>5</b>	<b>4</b>	<b>14</b>	<b>13</b>
1. JJS 2. JJB 3. JMJ 4. JAP 5. JPB	1. JJC 2. JBT 3. JBS 4. JMB	1. MLJ 2. MSJ 3. JKC 4. MTN 5. JSB 6. TMJ 7. JSN 8. JNK 9. JSM 10. JGP 11. JPT 12. JPM 13. JKT 14. CSJ	1. Jakarta-Bogor-Ciawi 2. Jakarta-Tangerang 3. Cawang-Tomang-Pluit 4. Prof Dr Ir Sedyatmo 5. JORR Seksi Non S 6. Pondok Aren-Ulujami 7. Padalarang-Cileunyi 8. Cikampek-Padalarang 9. Belawan-Medan-Tanjung Morawa 10. Jakarta-Cikampek 11. Palimanan-Kanci 12. Semarang ABC 13. Surabaya-Gempol

Source : Company, NHKSI Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

Exhibit 28. Pendapatan Tol JSMR (IDR bn)

No	Mature Toll Road / New Toll Road	2020	2021	2022	2023	2024	2025	$\Delta$ 2024 vs. 2025	$\Delta$ % 2024 vs. 2025	CAGR
1	Jakarta - Bogor - Ciawi	811.7	941.5	1,029.5	1,142.6	1,215.9	1,216.1	0.2	0.0%	8.4%
2	Jakarta - Cikampek	1,321.7	1,335.5	1,359.3	1,361.0	1,785.6	1,869.8	84.1	4.7%	7.2%
3	Jakarta - Tangerang	741.3	803.8	956.0	997.0	1,023.6	1,083.0	59.4	5.8%	7.9%
4	Cawang - Tomang - Pluit	707.7	762.4	923.3	971.1	990.0	1,017.3	27.2	2.8%	7.5%
5	Prof. Dr. Ir. Sedyatmo	376.4	418.2	588.0	664.6	697.9	697.9	0.0	0.0%	13.1%
6	Cikampek - Padalarang	859.7	996.3	1,148.4	1,202.7	1,185.0	1,165.8	-19.2	-1.6%	6.3%
7	Padalarang - Cileunyi	332.9	377.3	430.6	463.2	470.7	489.2	18.5	3.9%	8.0%
8	Surabaya - Gempol	483.2	710.8	803.0	851.1	919.2	912.1	-7.1	-0.8%	13.5%
9	Semarang Seksi A,B,C	173.8	199.8	225.2	234.6	226.0	234.1	8.1	3.6%	6.1%
10	Belawan - Medan - Tanjung Morawa	122.6	147.7	165.8	172.5	181.2	179.2	-2.0	-1.1%	7.9%
11	Palliman - Kanci	201.0	242.2	265.3	268.9	281.4	282.8	1.5	0.5%	7.1%
12	JORR Seksi non S	826.1	914.7	1,062.4	1,139.6	1,190.4	1,199.4	8.9	0.7%	7.7%
13	Pondok Aren - Bintaro Viaduct - Ulujami	127.6	141.3	164.1	176.0	183.9	185.3	1.4	0.7%	7.7%
	<b>Total Mature Toll Road</b>	<b>7,085.7</b>	<b>7,991.3</b>	<b>9,121.0</b>	<b>9,644.9</b>	<b>10,350.8</b>	<b>10,531.9</b>	<b>181.1</b>	<b>1.75%</b>	<b>8.25%</b>
14	Bogor Ring Road (PT MSJ)	144.9	218.0	251.3	287.8	282.0	297.2	15.2	5.4%	15.5%
15	Semarang-Solo (PT TMJ) <sup>(1)</sup>	-	-	-	-	-	-	-	N/A	N/A
16	Surabaya-Mojokerto (JSM)	387.0	436.2	549.0	579.9	610.2	650.4	40.2	6.6%	10.9%
17	Nusa Dua-Ngurah Rai-Benoa (JBT)	55.4	40.8	91.3	145.8	194.5	214.9	20.4	10.5%	31.1%
18	Kebon Jeruk-Ulujami (PT MLJ) <sup>(4)</sup>	242.4	131.6	-	-	-	-	-	N/A	N/A
19	Gempol- Pandaan (JPT) <sup>(3)(8)</sup>	-	-	-	-	19.4	210.3	190.9	983.9%	N/A
20	Gempol-Pasuruan (JGP)	202.6	262.8	314.5	357.9	384.1	406.6	22.4	5.8%	14.9%
21	Medan-Kualanamu-Tebing Tinggi (JKT)	319.6	403.6	497.8	523.3	568.3	555.9	(12.4)	-2.2%	11.7%
22	Solo-Ngawi (JSN) <sup>(2)(7)</sup>	-	-	-	286.0	1,023.2	1,019.5	(3.6)	-0.4%	N/A
23	Ngawi-Kertosono-Kediri (JNK) <sup>(2)(7)</sup>	-	-	-	419.5	690.8	710.9	20.1	2.9%	N/A
24	Semarang-Batang (JSB) <sup>(2)(7)</sup>	-	-	-	485.9	1,212.1	1,223.8	11.7	1.0%	N/A
25	Pandaan-Malang (JPM) <sup>(5)</sup>	217.4	248.9	-	-	-	-	-	N/A	N/A
26	Kunciran-Serpong (MTN)	57.4	130.3	215.7	287.2	451.4	520.6	69.2	15.3%	55.4%
27	Balikipapan-Samarinda (JBS)	43.9	138.2	264.3	363.8	414.6	413.0	(1.6)	-0.4%	56.6%
28	Manado-Bitung (JMB)	6.7	35.7	51.2	54.0	55.1	64.9	9.8	17.9%	57.7%
29	MBZ Elevated (JJC) <sup>(6)</sup>	-	679.2	672.0	-	-	-	-	N/A	N/A
30	Serpong-Cinere (CSJ)	-	25.3	61.4	76.8	387.1	491.5	104.4	27.0%	N/A
31	Cengkareng-Batuceper-Kunciran (JKC)	-	45.1	354.4	435.3	542.0	562.7	20.8	3.8%	N/A
32	Solo - Yogyakarta - Kulon Progo (JMJ)	-	-	-	-	36.6	281.6	245.0	669.1%	N/A
	<b>Total New Toll Road</b>	<b>1,677.3</b>	<b>2,795.7</b>	<b>3,322.9</b>	<b>4,303.2</b>	<b>6,871.5</b>	<b>7,623.9</b>	<b>752.4</b>	<b>10.95%</b>	<b>35.4%</b>
	<b>Total</b>	<b>8,763.0</b>	<b>10,787.0</b>	<b>12,444.0</b>	<b>13,948.0</b>	<b>17,222.3</b>	<b>18,155.8</b>	<b>933.5</b>	<b>5.4%</b>	<b>15.7%</b>

Source : Company, NHKSI Research

Please consider the rating criteria &amp; important disclaimer

Exhibit 29. Rincian Volume Transaksi JSMR

No	Mature Toll Road / New Toll Road	2020	2021	2022	2023	2024	2025	$\Delta$ 2024 vs 2025	$\Delta\%$ 2024 vs 2025	CAGR 2020-2025
1	Jakarta - Bogor - Ciawi	123.1	131.4	145.9	151.5	154.8	155.5	0.7	0.5%	4.8%
2	Jakarta - Cikampek *	138.4	150.0	163.7	166.0	164.3	163.2	(1.1)	-0.7%	3.4%
3	Jakarta - Tangerang *	112.2	121.3	136.8	142.9	144.7	146.1	1.4	1.0%	5.4%
4	Cawang - Tomang - Pluit *	152.6	163.0	190.2	199.1	200.2	199.2	(0.9)	-0.5%	5.5%
5	Prof. Dr. Ir. Sedyatmo *	48.3	51.3	71.5	79.3	80.3	80.3	(0.0)	0.0%	10.7%
6	Cikampek - Padalarang	15.6	16.5	18.4	18.9	18.8	18.5	(0.3)	-1.6%	3.5%
7	Padalarang - Cileunyi	51.8	54.4	60.8	62.5	62.3	64.2	1.8	3.0%	4.4%
8	Surabaya - Gempol	88.9	89.8	100.9	103.2	102.0	100.6	(1.4)	-1.4%	2.5%
9	Semarang Seksi A,B,C *	31.4	33.2	37.8	38.7	37.1	36.5	(0.5)	-1.5%	3.1%
10	Belawan - Medan - Tanjung Morawa	24.0	26.1	28.3	28.8	28.8	28.3	(0.5)	-1.7%	3.4%
11	Palimanan - Kanci	13.9	15.8	12.3	10.2	10.5	10.5	0.0	0.4%	-5.5%
12	JORR Seksi non S *	48.7	52.7	61.0	64.1	54.8	54.3	(0.4)	-0.7%	2.2%
13	Pondok Aren - Bintaro Viaduct - Ulujami *	18.4	19.8	23.4	26.0	34.0	34.2	0.2	0.7%	13.3%
<b>Total Mature Toll Road</b>		<b>867.2</b>	<b>925.4</b>	<b>1,051.0</b>	<b>1,091.1</b>	<b>1,092.4</b>	<b>1,091.5</b>	<b>(0.9)</b>	<b>-0.1%</b>	<b>4.7%</b>
14	Bogor Ring Road (PT MSJ)	14.1	15.5	17.6	19.1	18.5	18.6	0.1	0.7%	5.8%
15	Surabaya-Mojokerto (PT JSM)	21.7	20.4	28.5	31.0	31.0	30.8	(0.2)	-0.6%	7.3%
16	Nusa Dua-Ngurah Rai-Benoa (PT JBT)	5.9	4.1	8.8	14.2	18.3	20.3	2.0	10.7%	28.2%
17	Kebon Jeruk-Ulujami (PT MLJ)	16.6	17.6	19.8	21.3	21.6	22.1	0.5	2.3%	5.9%
18	Gempol-Pandaan (PT JPT)	2.5	3.0	3.4	3.6	3.4	3.5	0.1	2.1%	7.2%
19	Gempol-Pasuruan (PT JGP)	2.2	2.6	2.9	3.1	2.9	3.3	0.4	14.1%	8.6%
20	Medan-Kualanamu-Tebing Tinggi (PT JKT)*	5.7	6.8	8.4	8.9	6.2	5.4	(0.8)	-12.2%	-0.9%
21	Ngawi-Kertosono-Kediri (PT JNK)	2.1	2.5	3.2	3.2	3.2	3.3	0.1	4.4%	9.1%
22	Solo-Ngawi (PT JSN)*	6.2	7.7	9.9	12.1	11.8	8.7	(3.2)	-26.8%	6.9%
23	Semarang-Batang (PT JSB)	7.6	9.7	10.4	10.9	10.1	10.2	0.2	1.5%	6.2%
24	Pandaan-Malang (PT JPM)	6.2	7.0	9.3	9.9	10.3	10.4	0.1	0.8%	11.0%
25	Semarang-Solo (PT TMJ)	13.2	14.4	17.5	17.8	16.7	16.2	(0.5)	-3.1%	4.2%
26	Kunciran-Serpong (PT MTN)	5.5	12.4	10.6	13.6	15.3	16.7	1.3	8.8%	24.9%
27	Balikpapan-Samarinda (PT JBS)	1.5	1.7	3.0	3.9	4.2	4.2	(0.0)	-0.3%	22.7%
28	Manado-Bitung (PT JMB)	0.3	1.6	2.0	2.0	2.1	2.3	0.2	9.5%	49.7%
29	Serpong-Cinere (PT CSJ)	-	2.3	3.5	4.3	7.9	8.8	1.0	12.2%	N/A
30	Cengkareng-Batuceper-Kunciran (PT JKC)	-	12.0	18.0	21.6	24.5	25.3	0.7	2.9%	N/A
31	Jogja - Solo (JMJ)	-	-	-	-	1.3	4.7	3.5	267.7%	N/A
<b>Total New Toll Road</b>		<b>111.2</b>	<b>141.4</b>	<b>176.9</b>	<b>200.5</b>	<b>209.4</b>	<b>214.9</b>	<b>5.5</b>	<b>2.6%</b>	<b>14.1%</b>
<b>TOTAL</b>		<b>978.4</b>	<b>1,066.7</b>	<b>1,227.9</b>	<b>1,291.6</b>	<b>1,301.8</b>	<b>1,306.4</b>	<b>4.6</b>	<b>0.35%</b>	<b>6.0%</b>

Source : Company, NHKSI Research

Please consider the rating criteria &amp; important disclaimer

## Dewan Direksi (1/3)

**Rivan A. Purwantono****Direktur Utama****Latar Belakang Profesional**

- Direktur Utama Perseroan berdasarkan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan (RUPST) tanggal 7 Mei 2025.
- Direktur Utama PT Asuransi Kerugian Jasa Raharja (sejak 2021)
- Direktur Utama PT Bank Bukopin (2020–2021)
- Direktur Keuangan PT Kereta Api Indonesia (Persero) (2020)

**Latar Belakang Pendidikan**

- Sarjana Filsafat Sosial, Universitas Gadjah Mada (1991)
- Magister Hukum, Universitas Pelita Harapan (2003)
- Doktor (PhD) Law, Universitas Sultan Agung (2023)

**Pramitha Wulanjani****Direktur Keuangan dan Pengembangan****Latar Belakang Profesional**

- Direktur Keuangan dan Manajemen Risiko Perseroan berdasarkan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) tanggal 8 Februari 2023, bergabung dengan PT Jasa Marga (Persero) Tbk sejak 2009
- Direktur Keuangan PT Jasamarga Transjawa Tol (2022–2023)
- Direktur Keuangan PT Jasamarga Tollroad Operator (2021–2022)
- Group Head Accounting & Tax (2020–2021)

**Latar Belakang Pendidikan**

- Sarjana Akuntansi, Universitas Gadjah Mada (2008)

**Ari Respati****Direktur Pengembangan Bisnis****Latar Belakang Profesional**

- Direktur Pengembangan Bisnis Perseroan berdasarkan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) tanggal 17 Desember 2025.
- Direktur Utama PT Pengembangan Pariwisata Indonesia (2022–2025)
- Direktur Utama PT Griyats Andum Naritia

**Latar Belakang Pendidikan**

- Sarjana Arsitektur dan Ilmu Konstruksi, The University of Oklahoma (1998)
- Master Manajemen Properti, Arizona State University (2000)

Please consider the rating criteria & important disclaimer

## Dewan Direksi (2/3)

**Reza Febriano****Direktur Bisnis****Latar Belakang Profesional**

- Direktur Bisnis Perseroan berdasarkan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) tanggal 22 Desember 2021.
- Bergabung dengan PT Jasa Marga (Persero) Tbk sejak 2003, menjabat sebagai Corporate Secretary (2021)
- Kepala Divisi Regional Jasamarga Transjawa Tollroad (2020–2021)
- Kepala Divisi Regional Jasamarga Metropolitan Tollroad (2020)
- Kepala Divisi Regional Jabodetabekjabar (2019–2020)
- General Manager Jakarta–Tangerang–Cengkareng (2018–2019)
- General Manager Purbaleunyi (2017–2018)
- Vice President Maintenance (2015–2017)

**Latar Belakang Pendidikan**

- Sarjana Ilmu Pemerintahan, Universitas Padjadjaran (2002)
- Sarjana Teknik Sipil, Universitas Katolik Parahyangan (2003)
- Magister Teknik Sipil, Universitas Indonesia (2007)
- Magister Manajemen, PPM School of Management (2020)

**Fitri Wiyanti****Direktur Operasi****Latar Belakang Profesional**

- Direktur Operasi Perseroan berdasarkan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) tanggal 17 Desember 2025, yang merupakan penugasan ulang dari posisi sebelumnya sebagai Direktur Operasi dan Layanan berdasarkan keputusan RUPST tanggal 7 Mei 2025.
- Bergabung dengan PT Jasa Marga (Persero) Tbk sejak 1 Januari 1998
- Group Head Operation and Maintenance Management (2019–2020)
- General Manager Representative Office Jagorawi (2018–2019)
- General Manager Jagorawi, Divisi Manajemen Operaso (2012–2018)
- Head of Toll Collection Management Section, Cabang Jakarta–Tangerang (2010–2012)
- Head of Program Planning and Data Management Section, Divisi Manajemen Operasi (2007–2010)

**Latar Belakang Pendidikan**

- Sarjana Teknik Mesin, Universitas Indonesia (1997)

**Yoga Tri Anggoro****Direktur Human Capital dan Transformasi****Latar Belakang Profesional**

- Direktur Human Capital dan Transformasi Perseroan berdasarkan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan (RUPST) tanggal 7 Mei 2025.
- Bergabung dengan PT Jasa Marga (Persero) Tbk sejak 2009
- Presiden Direktur PT Jasamarga Tollroad Operator (2022–2025)
- Direktur Operasi PT Jasamarga Tollroad Operator (2019–2022)
- General Manager Cabang Semarang (2018–2019)

**Latar Belakang Pendidikan**

- Sarjana Teknik Industri, Universitas Gadjah Mada (2008)
- Magister Manajemen, Universitas Indonesia (2023)

Please consider the rating criteria &amp; important disclaimer

## Dewan Direksi (3/3)



### **Yaya Ruhiya**

#### **Direktur Layanan**

##### **Latar Belakang Profesional**

- Direktur Layanan Perseroan berdasarkan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) tanggal 17 Desember 2025.
- Direktur Utama PT Cibitung Tanjung Priok Port Tollways (2024–2025)
- Direktur Teknik dan Operasi PT Cibitung Tanjung Priok Port Tollways (2021–2024)
- Direktur Proyek PT Cibitung Tanjung Priok Port Tollways (2020–2021)

##### **Latar Belakang Pendidikan**

- Sarjana Teknik Sipil, Universitas Katolik Parahyangan (1990)
- Magister Sains Teknik Jalan Raya dan Sistem, Institut Teknologi Bandung (1992)

Please consider the rating criteria & important disclaimer

## Dewan Komisaris (1/2)

**Juri Ardiantoro****Komisaris Utama****Latar Belakang Profesional**

- Komisaris Utama berdasarkan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan (RUPST) tanggal 7 Mei 2025
- Wakil Menteri Sekretariat Negara (sejak 2024)
- Komisaris PT Pertamina Patra Niaga (2020-2024)
- Deputi Kepala Staf Kepresidenan Bidang Informasi dan Komunikasi Politik di Kantor Staf Presiden (2020)

**Latar Belakang Pendidikan**

- Sarjana Sejarah, Universitas Negeri Jakarta (1999)
- Magister Sosiologi, Universitas Indonesia (2003)
- Doktor (PhD) Sosiologi, Universiti Malaya (2015)

**Syamsul Bachri Yusuf****Komisaris****Latar Belakang Profesional**

- Komisaris Perseroan berdasarkan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan (RUPST) tanggal 7 Mei 2025.
- Staf Khusus Bidang Teknologi dan Kepatuhan Internal di Kementerian Pekerjaan Umum (sejak 2024)
- Penasihat Senior PT Maluku Energi Abadi (Perseroda) (2022–2024)
- Direktur Utama Perumda Air Minum Jakarta (PAM Jaya) (2021–2022).

**Latar Belakang Pendidikan**

- Sarjana Teknik Mesin (Diplom–Ingenieur), University of Applied Sciences and Arts Hannover, Germany (2006)
- Magister Pertahanan, Universitas Pertahanan Indonesia (2016)
- Alumnus Program Pemantapan Pimpinan Nasional (P3N), Lembaga Ketahanan Nasional (Lemhannas) RI, Angkatan XXVI (2025)

**Nachrowi Ramli****Komisaris Independen****Latar Belakang Profesional**

- Komisaris Independen Perseroan berdasarkan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan (RUPST) tanggal 7 Mei 2025.
- Kepala Lembaga Sandi Negara (2002–2008)
- Sekretaris Jenderal Lembaga Sandi Negara (2001–2002)
- Deputi Bidang Pengamanan Persandian, Lembaga Sandi Negara (1999–2001)

**Latar Belakang Pendidikan**

- Akademi Angkatan Bersenjata Republik Indonesia (AKABRI) (1973)
- Akademi Sandi Negara (Ahli Sandi Tk. III) (1980)
- Sarjana Ekonomi, Universitas Borobudur (2004)

Please consider the rating criteria &amp; important disclaimer

## Board of Commissioners (2/2)

**Rudi Antariksawan****Komisaris Independen****Latar Belakang Profesional**

- Komisaris Independen Perseroan berdasarkan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan (RUPST) tanggal 7 Mei 2025.
- Instruktur Senior Polisi (Widyaiswara Utama Level I), Lembaga Pendidikan dan Pelatihan Kepolisian Negara Republik Indonesia (2024)
- Direktur Samapta Bhayangkara, Badan Pemeliharaan Keamanan Kepolisian Negara Republik Indonesia (2021)
- Kepala Divisi Operasi, Korps Lalu Lintas Kepolisian Negara Republik Indonesia (2020)

**Latar Belakang Pendidikan**

- Akademi Angkatan Bersenjata Republik Indonesia (AKABRI) (1989)
- Perguruan Tinggi Ilmu Kepolisian (PTIK) (2000)
- Magister Ilmu Kepolisian, Universitas Indonesia (2004)
- Doktor (PhD) Kriminologi, Universitas Indonesia (2019)

**Tedi Kurniawan****Komisiner Independen****Latar Belakang Profesional**

- Komisaris Independen Perseroan berdasarkan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) tanggal 17 Desember 2025
- Staf Khusus Menteri Perhubungan (2025)
- Wakil Ketua Dewan Perwakilan Rakyat Daerah (DPRD) Kabupaten Tanggamus (2019–2024)
- Anggota Dewan Perwakilan Rakyat Daerah (DPRD) Kabupaten Tanggamus (2014–2019)

**Latar Belakang Pendidikan**

- Sarjana Ekonomi, Universitas Bandar Lampung (UBL) (2006)

**Asrorun Ni'am Sholeh****Komisaris****Latar Belakang Profesional**

- Komisaris Perseroan berdasarkan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan (RUPST) tanggal 7 Mei 2025
- Staf Ahli Bidang Inovasi Kepemudaan dan Olahraga, Kementerian Pemuda dan Olahraga (sejak 2025)
- Deputi Bidang Pemberdayaan Pemuda, Kementerian Pemuda dan Olahraga (2023–2025)
- Deputi Bidang Pengembangan Pemuda, Kementerian Pemuda dan Olahraga (2017–2023)

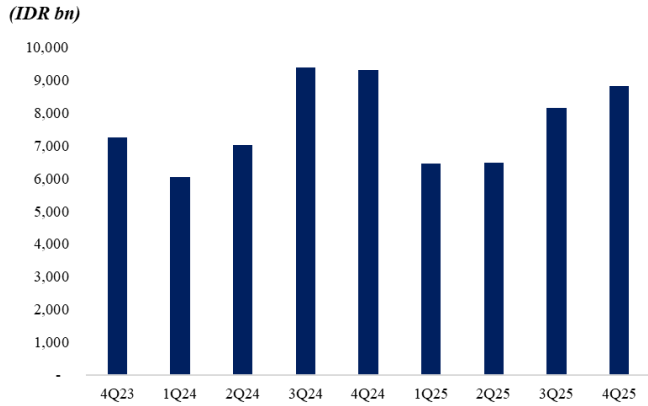
**Latar Belakang Pendidikan**

- Sarjana Pendidikan, IAIA Jakarta (1997)
- Sarjana Hukum Islam, Lembaga Ilmu Pengetahuan Islam dan Arab (LIPIA), Jakarta (2001)
- Magister Filsafat Hukum (Ushul Fiqh), Institut Agama Islam Negeri (IAIN) Jakarta (2002)
- Doktor (PhD) Hukum Islam, Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah Jakarta (2008)

Please consider the rating criteria &amp; important disclaimer

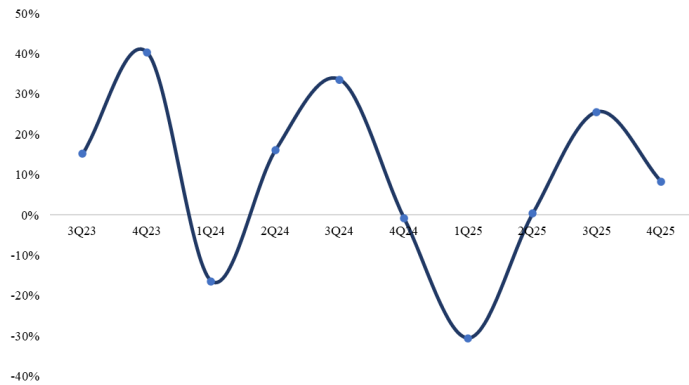
Ringkasan Kinerja Keuangan JSMR

Exhibit 30. Kinerja Pendapatan JSMR (4Q23 – 4Q25)



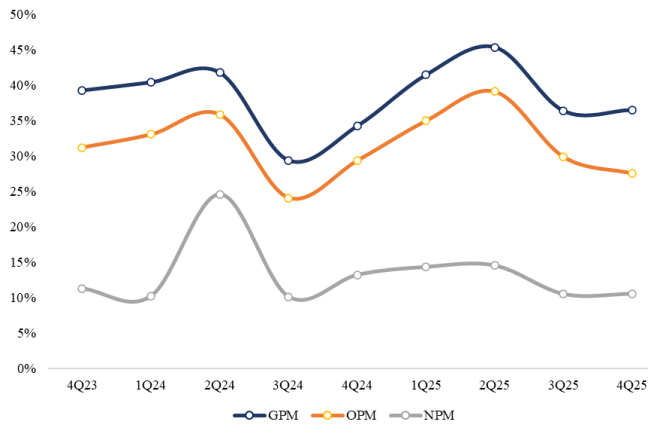
Source : Company, NHKSI Research

Exhibit 31. Pertumbuhan Pendapatan JSMR % QoQ (4Q23-4Q25)



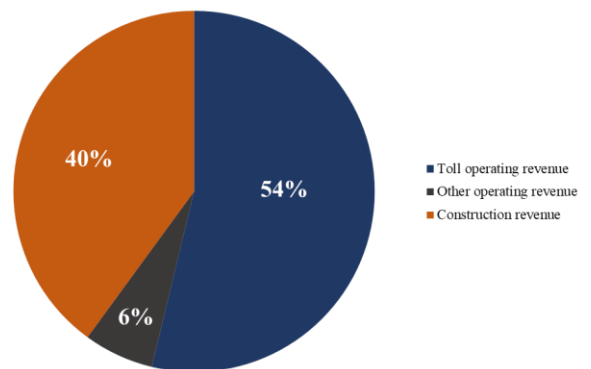
Source : Company, NHKSI Research

Exhibit 32. Margin JSMR QoQ (4Q23-4Q25)



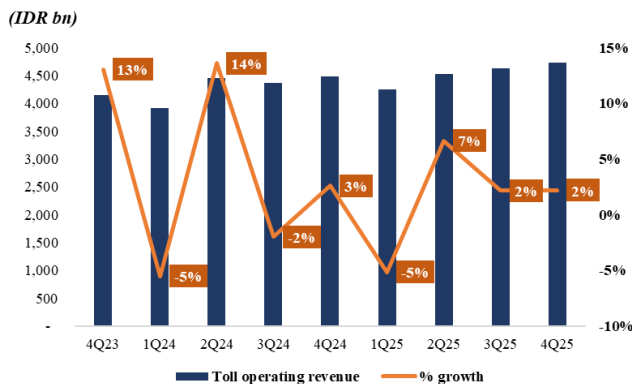
Source : Company, NHKSI Research

Exhibit 33. Kontribusi Pendapatan 4Q25 JSMR per Segmen



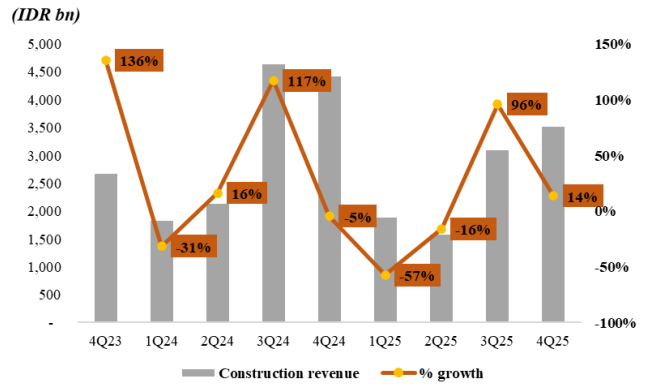
Source : Company, NHKSI Research

Exhibit 34. JSMR Toll Revenue QoQ (4Q23-4Q25)



Source : Company, NHKSI Research

Exhibit 35. JSMR Construction Revenue QoQ (4Q23-4Q25)



Source : Company, NHKSI Research

## Summary of Financials

## INCOME STATEMENT

(USD mm)	2024/12A	2025/12A	2026/12F	2027/12F	2028F/12
Revenue	31,756	29,890	29,635	30,823	32,094
Growth	49.0%	-5.9%	-0.9%	4.0%	4.1%
Direct Cost	20,445	18,104	18,161	18,809	19,287
Gross Profit	11,311	11,787	11,474	12,013	12,807
Gross Margin	35.6%	39.4%	38.7%	39.0%	39.9%
Operating Expenses	(1,803)	(2,140)	(2,197)	(2,261)	(2,289)
EBIT	9,508	9,646	9,277	9,752	10,518
EBIT Margin	29.9%	32.3%	31.3%	31.6%	32.8%
D&A	2,951	3,100	5,047	4,451	3,561
EBITDA	12,459	12,746	14,324	14,204	14,079
EBITDA Margin	39.2%	42.6%	48.3%	46.1%	43.9%
Finance Expenses	(4,026)	(3,604)	(3,714)	(3,877)	(4,508)
EBT	5,763	6,354	5,968	6,402	6,694
Income Tax	(158)	(1,547)	(1,194)	(1,280)	(1,339)
Net Profit	4,533	3,660	4,049	4,140	4,404
Growth	-16.9%	-14.2%	-0.7%	7.3%	4.6%
Net Profit Margin	14.3%	12.2%	13.7%	13.4%	13.7%

## PROFITABILITY &amp; STABILITY

	2024/12A	2025/12A	2026/12F	2027/12F	2028F/12
ROE	13.3%	10.1%	10.0%	9.2%	8.7%
ROA	3.0%	2.3%	2.3%	2.2%	2.3%
Inventory Turnover	152.9	114.9	111.6	116.9	116.3
Receivable Turnover	25.7	23.3	21.2	22.7	23.4
Payables Turnover	100.2	162.2	166.2	126.1	130.6
DER	191%	207%	203%	192%	178%
DAR	40%	45%	45%	45%	45%
Net Gearing	176%	189%	177%	168%	152%
Cash Conversion Cycle	12.9	16.6	17.4	15.9	16.6
Interest Coverage	2.36	2.68	2.50	2.52	2.33
Current Ratio	0.3	0.6	0.8	0.8	1.0
Quick Ratio	0.3	0.6	0.7	0.8	1.0
Total Shares (mm)	7,258	7,258	7,258	7,258	7,258
Share Price (IDR)	4,330	3,410	3,450	3,450	3,450
Market Cap (IDR bn)	31,427	24,749	25,038	25,038	25,038

## BALANCE SHEET

(USD mm)	2024/12A	2025/12A	2026/12F	2027/12F	2028F/12
Cash	5,123	6,751	10,508	10,881	13,496
Receivables	1,170	1,398	1,393	1,324	1,422
Inventories	148	167	158	164	168
Total Current Assets	7,198	9,269	12,925	13,254	16,015
Net Fixed Assets	508	644	801	941	1,052
Other Non Current Assets	1,415	979	823	965	1,107
Total Non Current Assets	141,519	150,727	161,700	171,664	179,680
Total Assets	148,717	159,995	174,625	184,918	195,696
Payables	151	72	147	152	143
ST Bank Loan	631	58	344	201	273
Total Current Liabilities	21,566	15,996	17,195	16,780	15,850
LT Debt	59,157	71,547	79,020	83,410	87,770
Other Non Current Liab	247	312	373	410	451
Total Non Current Liab	68,317	81,638	89,340	94,148	99,218
Total Liabilities	89,883	97,634	106,535	110,928	115,068
Capital Stock & APIC	7,626	7,626	7,626	7,626	7,626
Shareholders' Equity	34,034	36,356	40,584	44,889	50,547

## CASH FLOW STATEMENT

(USD mm)	2024/12A	2025/12A	2026/12F	2027/12F	2028F/12
Operating Cash Flow	5,904	5,661	13,716	11,974	10,573
Investing Cash Flow	(13,401)	(13,224)	(15,936)	(14,603)	(10,977)
Financing Cash Flow	7,924	9,191	5,977	3,001	3,019
Net Changes in Cash	427	1,628	3,757	373	2,614

## VALUATION INDEX

	2024/12A	2025/12A	2026/12F	2027/12F	2028F/12
Price /Earnings	6.93	6.76	6.18	6.05	5.69
Price /Book Value	923.40	680.76	616.95	557.77	495.34
EPS Growth	-33%	-19%	11%	2%	6%
EV/EBITDA	7.33	7.32	6.78	7.06	7.22
EV/EBIT	9.61	9.67	10.46	10.29	9.67
EV (IDR bn)	91,325	93,314	97,058	100,304	101,695
Sales CAGR (3-Yr)	28%	22%	12%	-1%	2%
Net Income CAGR (3-Yr)	-83%	-27%	11%	3%	-4%
Basic EPS (IDR)	624.56	504.22	557.86	570.36	606.77
BVPS (USD)	4.69	5.01	5.59	6.18	6.96

## OWNERSHIP

Shareholders	%
PT Biro Klasifikasi	69.3
DJS Ketenagakerjaan	3.4
BNYM RE BNYMLB RE	2.4
PT Taspen Persero THT	2.2
Vanguard Group Inc	1.0
Others	21.7
By Geography	%
Indonesia	88.0
Unknown	6.9
US	2.6
Others	2.5

Source : 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%



## Disclaimer

This document is strictly confidential and is being supplied to you solely for your information. The recipients of this report must make their own independent decisions regarding any securities or financial instruments mentioned herein. This document may not be quoted, reproduced, exhibited, redistributed, transmitted, edited, translated, or published, in whole or in part, for any purpose without notice. Any failure to comply with this restriction may constitute a violation of civil or criminal laws. This report and any electronic access hereto are restricted and intended only for the clients and related entities 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 be suitable for all investors. Although the information hereof is obtained from reliable sources, its accuracy and completeness cannot be guaranteed. PT NH Korindo Sekuritas Indonesia, its affiliated companies, employees, and agents are held harmless from 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 are liable for errors, omissions, misstatements, negligence, inaccuracy contained herein. All right reserved by PT NH Korindo Sekuritas Indonesia