

# Jasa Armada Indonesia Tbk (IPCM)

## Bagai Pelari Marathon

Company Visit Note | Oct 23, 2018

## Not Rated

Dec 2019 TP (IDR)	N/A
Consensus Price (IDR)	N/A
TP to Consensus Price	N/A
vs. Last Price	N/A

### Shares data

Last Price (IDR)	404
Price date as of	Oct 19, 2018
52 wk range (Hi/Lo)	498/380
Free float (%)	23.1
Outstanding sh.(mn)	5,285
Market Cap (IDR bn)	2,135
Market Cap (USD mn)	141
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	1.05
Avg. Trd Val - 3M (bn)	0.44
Foreign Ownership	0.10%

### Infrastructure

#### Transportation

Bloomberg	IPCM IJ
Reuters	IPCM.JK

### Target Pendapatan pada 2018, Tercapaiakah?

Beberapa waktu yang lalu kami melakukan *site visit* ke IPCM. Pada awal 2018, IPCM menargetkan pendapatan sebesar Rp1,1 triliun (+30,6% y-y) dan laba bersih sebesar Rp150 miliar (+26,5% y-y). IPCM pun masih mengandalkan jasa pemanduan dan penundaan kapal sebagai *main driver* pendapatan pada 2018. Pertumbuhan arus lalu lintas pelabuhan sangat berkorelasi dengan pendapatan IPCM sehingga kami mengamati bahwa perbaikan harga komoditas, khususnya batu bara dan minyak yang meningkatkan kegiatan ekspor, akan berpotensi meningkatkan pendapatan IPCM.

### IPCM Sedikit Terlalu Optimis

Untuk 2018E, kami mengestimasi pendapatan IPCM sebesar Rp878 miliar (+17,6% y-y) dan laba bersih sebesar Rp147 miliar (+16,8% y-y). Terdapat beberapa faktor yang membuat estimasi kami lebih konservatif, yaitu : 1) Perang dagang dan pelemahan rupiah yang berimbas terhadap kebijakan pemerintah untuk menekan impor guna kendalikan defisit transaksi berjalan, 2) Hingga 6M18 pendapatan IPCM tercatat sebesar Rp361 miliar, hanya 32,8% dari target, 3) Menurut data Kementerian Perhubungan rata-rata pertumbuhan arus peti kemas di pelabuhan hanya sebesar 2,39% per tahun, 4) Jumlah kapal terbatas sehingga sulit untuk menggenjot volume pelayanan. Arus lalu lintas pelabuhan memiliki jam kepadatan tertentu dan supaya kapal bisa lebih awet, idealnya 1 unit kapal hanya beroperasi 60% dari total jam operasi. Oleh karena itu IPCM perlu menyewa kapal untuk memenuhi target, menyebabkan *cost of partnership* meningkat dan memperkecil *gross margin*.

### Valuasi Saham Sedikit di Bawah Rata-rata

Saat ini, IPCM memiliki valuasi yang cukup menarik, harga saham IPCM diperdagangkan pada *trailing P/E* 4,5x (di bawah rata-rata P/E 1 tahun sebesar 4,9x) dan *trailing P/B* 2,0x (di bawah rata-rata 1 tahun P/B sebesar 2,1x).

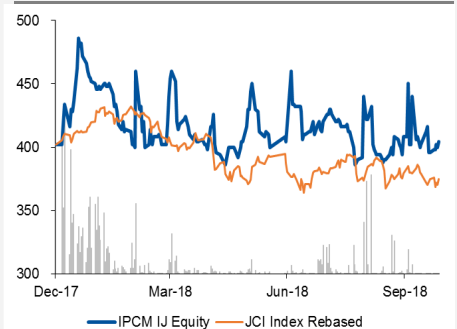
### Jasa Armada Indonesia Tbk | Summary (IDR bn)

	2017	2018E	2019E	2020E
Sales	747	878	936	994
<i>Sales growth</i>	-9.8%	17.6%	6.5%	6.3%
EBITDA	174	314	389	468
Net Profit	120	147	158	172
EPS (IDR)	23	28	30	33
<i>EPS growth</i>	2.9%	22.4%	7.5%	8.8%
BVPS (IDR)	190	208	226	247
EBITDA margin	23.3%	35.8%	41.6%	47.0%
NPM	16.1%	16.8%	16.9%	17.3%
ROE	12.0%	13.4%	13.3%	13.2%
ROA	12.3%	11.1%	11.5%	11.5%
ROIC	11.9%	13.7%	13.4%	13.1%
P/E	19.0x	14.4x	13.4x	12.3x
P/BV	2.3x	1.9x	1.8x	1.6x
EV/EBITDA	10.4x	5.5x	4.2x	3.1x
DPS (IDR)	46	10	12	11
<i>Dividend yield</i>	10.5%	2.5%	3.0%	2.8%

Source: Company Data, Bloomberg, NHKS Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

### Share Price Performance



	YTD	1M	3M	12M
Abs. Ret.	-2.9%	1.0%	-1.9%	0.5%
Rel. Ret.	5.6%	1.4%	-0.9%	7.3%

### Firman Hidayat





+62 21 797 6202, ext:170

firman@nhsec.co.id

### Investment Thesis

- **Zero debt & sistem prepaid** : IPCM merupakan perusahaan dengan *clean balance sheet* karena porsi utang lebih kecil daripada utang jangka pendek, sedangkan rasio utang terhadap ekuitasnya hanya sebesar 0,1%. IPCM masih memiliki dana besar dari hasil *Initial Public Offering (IPO)* yang siap digunakan untuk ekspansi. Selain itu, *cash flow* IPCM semakin lancar dengan sistem *prepaid*, konsumen diwajibkan melakukan deposit terlebih dahulu. IPCM memberi garansi *zero waiting time* pelayanan untuk para konsumen sebagai komitmen sistem *prepaid* tersebut.
- **Hambatan Pengiriman Batu Bara** : Sebagian besar *coal miners* memiliki kendala angkutan karena sulitnya izin pembebasan lahan membuat para penambang batu bara tidak memiliki dermaga. IPCM menguasai dermaga-dermaga besar di Sumatera dan Kalimantan dan memanfaatkan dominasi tersebut untuk melayani pengiriman batu bara melalui jalur sungai dan laut ke pasar ekspor dan berbagai daerah di Indonesia.
- **Kenaikan Tarif** : Pada 2019 IPCM akan menaikkan tarif pelayanannya. Tarif memang tidak naik otomatis, tetapi kenaikan tersebut terjadi selama 2 tahun sekali. Kenaikan tarif lebih didasarkan pada negosiasi dengan melihat iklim lingkungan bisnis dan ekonomi. Namun Peraturan Menteri (Permen) yang menetapkan *margin* harus *clear* minimum di angka 25% merupakan *strength factor* sebagai pelaku bisnis dari *captive market*.
- **Penambahan Armada** : IPCM mengeluarkan investasi sebesar Rp223,85 miliar dari dana IPO untuk perakitan 4 kapal tunda oleh PT Citra Shipyard dengan estimasi waktu penyelesaian pada Januari 2020. Kami optimis bahwa dalam jangka panjang pembelian 4 kapal akan mendongkrak pendapatan IPCM karena pembelian ini secara implisit memungkinkan IPCM memperoleh kontrak kerja sama jangka panjang (minimal 10 tahun) dengan perusahaan minyak dan gas. Hal itu didasarkan estimasi rata-rata *payback period* 1 kapal adalah 6 tahun dan depresiasi kapal selama 30 tahun.
- **Konsumen Baru** : IPCM berkomitmen untuk mendukung industri minyak dan gas di Indonesia dengan memberi pelayanan *ship to ship (STS)*. IPCM telah mendapat beberapa kontrak baru dengan perusahaan minyak, seperti Petrochina dan ExxonMobil yang sudah mulai berjalan pada akhir 2018. Pada 3 tahun mendatang, IPCM berkomitmen untuk meningkatkan 50% *market share* (vs. 10% saat ini) di pelayanan STS minyak dan gas.

### Number & Type of Vessels | 2018

No	Type of Fleet	Owned	Leased	Total	Fleet
1	Tug Boat 1200 HP	-	12	12	
2	Tug Boat 2400 HP	3	11	14	
3	Tug Boat 3200 HP	9	2	11	
4	Pilot Boat	9	21	30	
5	Mooring Boat	2	3	5	
6	Bulk Carrier	-	2	2	
<b>Total</b>		<b>23</b>	<b>51</b>	<b>74</b>	

Source: Company Data, NHKS Research

**Struktur COGS**

- **Biaya Partnership** : Sewa kapal dari kolega menyumbang 30%-35% dari komposisi COGS. Hal ini belum bisa dihindari karena pada saat arus lalu lintas pelabuhan padat seperti dari pukul 16.00 hingga pukul 20.00 IPCM membutuhkan banyak kapal, tetapi ketika arus lalu lintas longgar maka banyak kapal yang tidak terpakai. Oleh karena itu, untuk sementara ini opsi sewa kapal ini masih yang paling efisien, sambil menunggu pembangunan kapal baru selesai.
- **Gaji Pegawai** : Demi faktor keselamatan IPCM menempatkan lebih banyak pegawai di 1 kapal daripada ukuran standar sebenarnya. Selain itu, IPCM harus mengimbangi standar gaji di lingkungan *offshore* antarbenua, mengingat masih sedikit orang yang ahli di bidang perkapalan, sehingga pembajakan pegawai tidak terjadi. Beban gaji ini menyumbang 30%-35% dari komposisi COGS.
- **Bahan Bakar** : Berkontribusi sebesar 16%-20% pada COGS, selama harga rata-rata bahan bakar minyak masih di bawah Rp15.000/liter maka tidak akan menjadi isu yang signifikan bagi IPCM karena IPCM memiliki strategi untuk mendapatkan diskon 25% dari Pertamina dengan asas dasar sinergi Badan Usaha Milik Negara (BUMN).

**Guardian of Commodity and Trade | 2018**

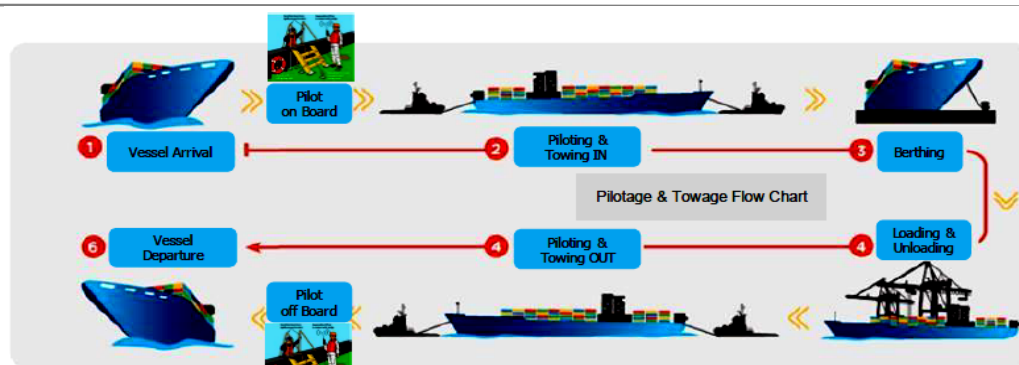


Source: Company Data, NHKS Research

**Risiko Investasi:**

- IPCM bergantung pada pengalaman dan standarisasi tinggi SDM, terutama nahkoda kapal.
- Kendali Pelindo II sebagai induk memiliki pengaruh yang sangat kuat terhadap pembuatan kebijakan.
- Risiko kerusakan dan penurunan kondisi kapal.
- Penurunan arus lalu lintas pelabuhan, dipengaruhi kegiatan ekspor dan impor.
- Kebijakan penyesuaian tarif dibatasi paling cepat 2 tahun sekali, dan atas persetujuan Kementerian Perhubungan.

**Pilotage & Towage Flow Chart | 2018**



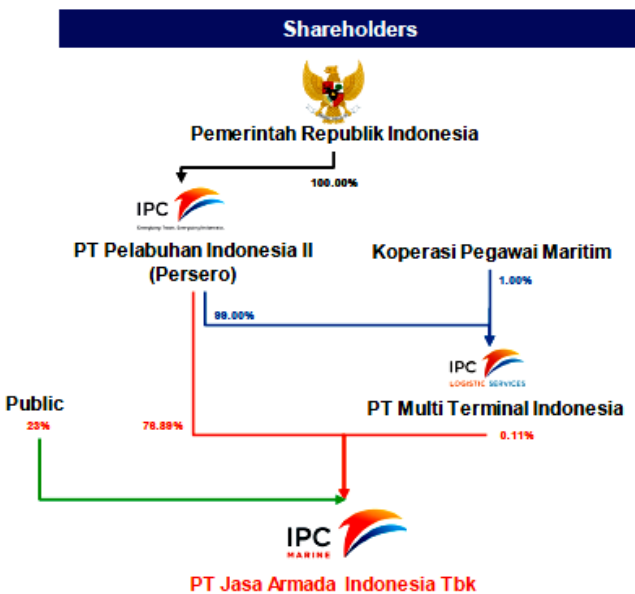
Source: Company Data, NHKS Research

Rate of Towage Services | 2018

	Dalam Negeri	Luar Negeri	Keterangan
<i>(dalam Rupiah)</i>			
<b>Kapal 0 s/d 3.500 Gt</b>			
Tarip Tetap	Rp505.920	\$163,13	Per kapal yang ditunda/jam
Tarip Variabel	Rp8	\$0,005	Per GT/kapal yang ditunda/jam
<b>Kapal 3.501 s/d 8.000 Gt</b>			
Tarip Tetap	Rp1.264.800	\$421,88	Per kapal yang ditunda/jam
Tarip Variabel	Rp8	\$0,005	Per GT/kapal yang ditunda/jam
<b>Kapal 8.001 s/d 14.000 Gt</b>			
Tarip Tetap	Rp2.002.400	\$641,25	Per kapal yang ditunda/jam
Tarip Variabel	Rp8	\$0,005	Per GT/kapal yang ditunda/jam
<b>Kapal 14.001 s/d 18.000 Gt</b>			
Tarip Tetap	Rp2.635.000	\$866,25	Per kapal yang ditunda/jam
Tarip Variabel	Rp8	\$0,005	Per GT/kapal yang ditunda/jam
<b>Kapal 18.001 s/d 26.000 Gt</b>			
Tarip Tetap	Rp4.216.000	\$1,372,50	Per kapal yang ditunda/jam
Tarip Variabel	Rp8	\$0,005	Per GT/kapal yang ditunda/jam
<b>Kapal 26.001 s/d 40.000 Gt</b>			
Tarip Tetap	Rp4.216.000	\$1,372,50	Per kapal yang ditunda/jam
Tarip Variabel	Rp8	\$0,005	Per GT/kapal yang ditunda/jam
<b>Kapal 40.001 s/d 75.000 Gt</b>			
Tarip Tetap	Rp4.216.000	\$1,462,50	Per kapal yang ditunda/jam
Tarip Variabel	Rp8	\$0,005	Per GT/kapal yang ditunda/jam
<b>Kapal di atas 75.000 Gt</b>			
Tarip Tetap	Rp5.691.600	\$1,912,50	Per kapal yang ditunda/jam
Tarip Variabel	Rp8	\$0,005	Per GT/kapal yang ditunda/jam

Source: Company Data, NHKS Research

Shareholder Structure | 2018



Source: Company Data, NHKS Research

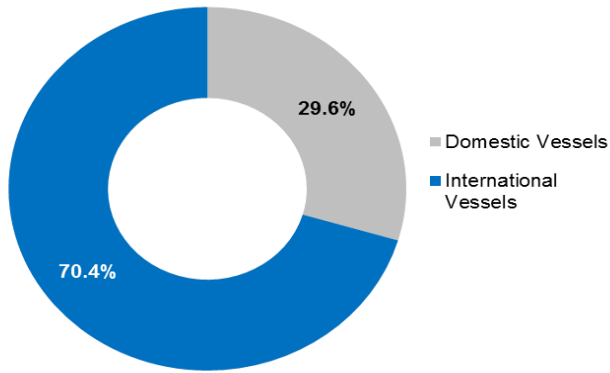
Group Structure | 2018



Source: Company Data, NHKS Research

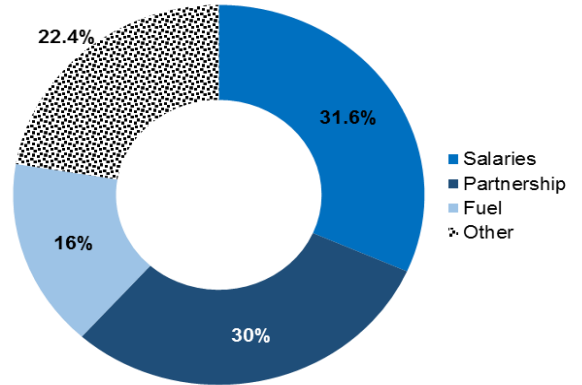
# Performance Highlights

Clients by Geographic | 1H18



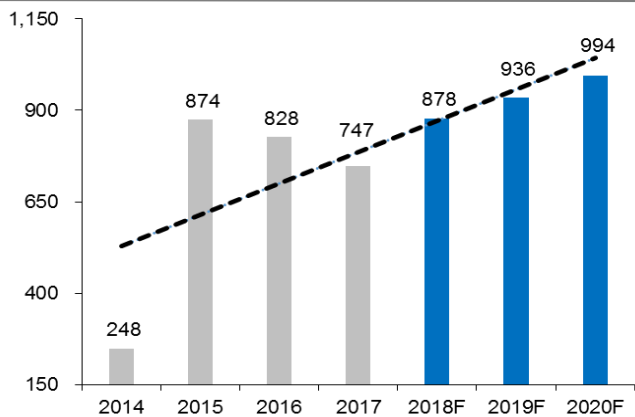
Source: Company Data, NHKS Research

COGS Breakdown | 1H18



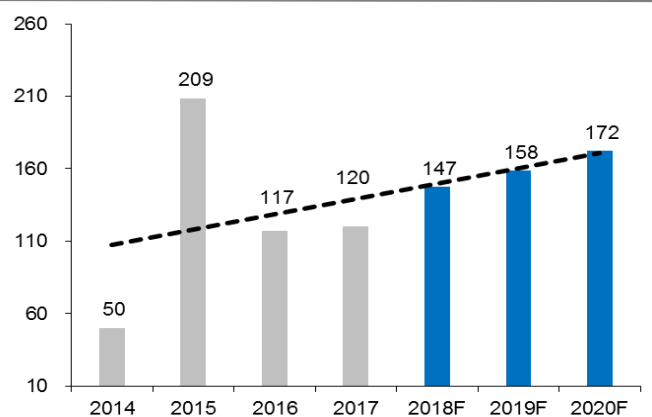
Source: Company Data, NHKS Research

Revenue Trend (IDR bn) | 2014– 2020F



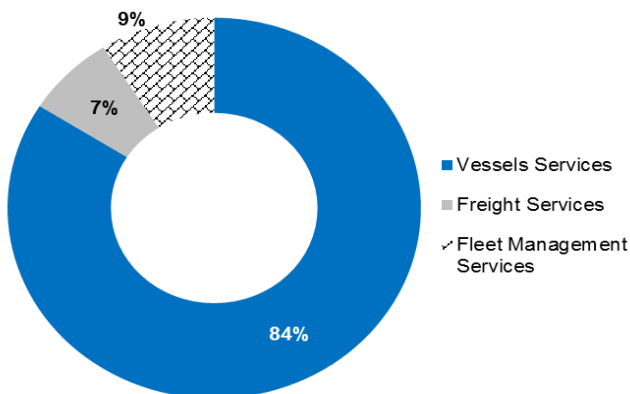
Source: Company Data, NHKS Research

Net Profit Trend (IDR bn) | 2014– 2020F



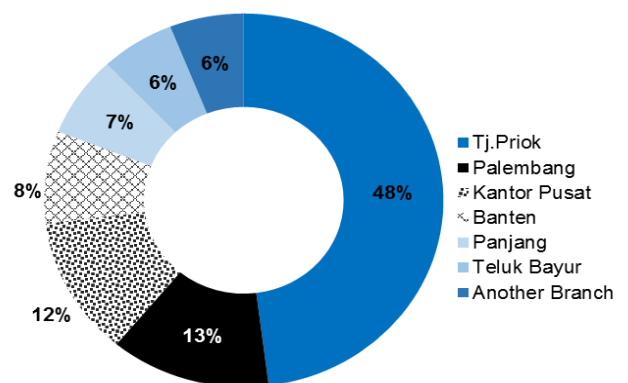
Source: Company Data, NHKS Research

Revenue Breakdown per Segment | 1H18



Source: Company Data, NHKS Research

Revenue Breakdown per Area | 1H18



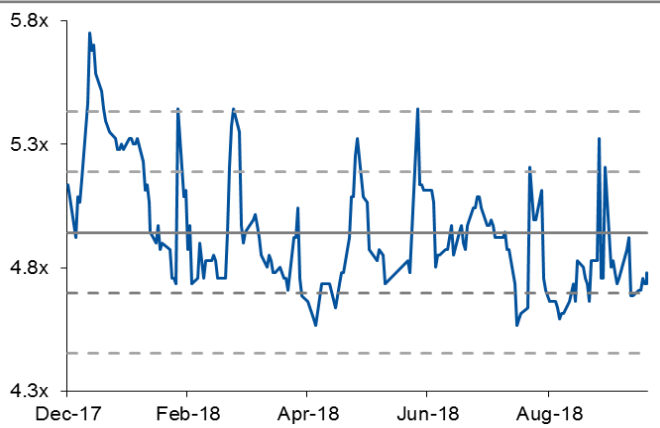
Source: Company Data, NHKS Research

Pelindo II Operating Area (11 Ports) | 2018



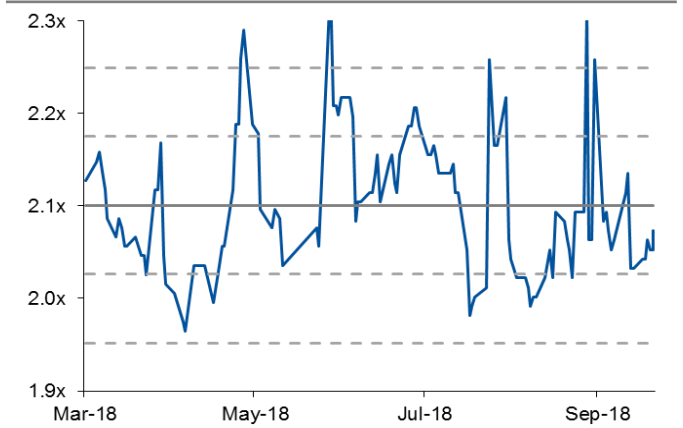
Source: Company Data, NHKS Research

Trailing P/E Band | Listing shares to date



Source: Bloomberg, NHKS Research

Trailing P/B Band | Listing shares to date



Source: Bloomberg, NHKS Research

## Sekilas tentang IPCM

Jasa Armada Indonesia (IPCM) merupakan perusahaan yang memberikan layanan pemanduan dan penundaan kapal. IPCM adalah anak perusahaan dari PT Pelabuhan Indonesia II (Persero) atau IPC, perusahaan milik Negara dan pengelola pelabuhan utama dan terbesar di Indonesia, bahkan yang terbesar di ASEAN. Mulai beroperasi pada 1960 sebagai unit usaha Perusahaan Nasional (PN) Pelabuhan, layanan pemanduan & penundaan pada 1992 diubah menjadi unit usaha PT Pelabuhan Indonesia II (Persero). Seiring dengan identitas baru yang diluncurkan oleh Pelindo II pada 2012 sebagai IPC, pada Juli 2013, unit usaha layanan pemanduan & penundaan dispin-off menjadi PT Jasa Armada Indonesia dengan nama dagang IPC Marine Service.

Berdasarkan Anggaran Dasar Perusahaan, ruang lingkup kegiatan IPCM bergerak di bidang usaha jasa penyelenggaraan dan pengusahaan jasa kapal, penumpang, barang, dan kegiatan jasa terkait dengan kepelabuhan. Saat ini, kegiatan utama IPC Marine Service adalah bidang layanan pemanduan dan penundaan kapal.

### Daya Saing Jasa Armada Indonesia di Pasar Global

Indonesia sebagai negara dengan kekuatan ekonomi yang besar dan jumlah penduduk yang sangat banyak menjanjikan kegiatan ekspor dan impor dengan kuantitas yang besar pula. Hal tersebut menguntungkan IPCM untuk mendongkrak pendapatannya yang sangat berkorelasi dengan arus lintas ekspor dan impor di pelabuhan.

IPCM memiliki kapitalisasi pasar yang jauh lebih kecil dibandingkan perusahaan pelabuhan di negara-negara maju seperti Jepang, Cina, dan Korea Selatan. Namun kami optimis bahwa ke depan pertumbuhan kinerja IPCM akan terus meningkat karena *captive market* pelabuhan di Indonesia menguntungkannya. IPCM mampu mencatatkan *net profit margin* tertinggi di antara pesaingnya. Valuasi harga sahamnya yang masih murah dengan rasio P/E hanya sebesar 4,8x membuat IPCM menarik untuk dikoleksi para investor.

### Asian Port & Ship Companies

Company	Market Cap (USD mn)	Asset (USD mn)	Sales LTM (USD mn)	Net Profit LTM (USD mn)	Net Profit Growth LTM	Net Profit Margin	ROE LTM	P/E LTM	P/BV
<b>Indonesia</b>									
IPCM	141	100	56	9	2.86%	16.1%	18.0%	4.8x	2.1x
<b>Japan</b>									
Mitsui E&S	1,523	9,690	6,292	4	-81.91%	0.1%	0.19%	365.2x	0.7x
<b>China</b>									
Yangzijian Ship	3,378	6,666	3,639	482	37.66%	13.2%	12.56%	7.4x	0.9x
China CSSC	2,139	8,042	2,409	(319)	21.34%	-13.3%	-13.97%	N/A	1.0x
<b>South Korea</b>									
SAMSUNG Heavy Industries	4,040	12,946	5,242	(575)	N/A	-11.0%	-9.53%	N/A	0.6x
Daewoo Ship & Marine	2,898	10,724	8,653	(349)	-18.78%	-4.0%	-9.94%	N/A	0.8x
<b>Taiwan</b>									
CSBC CORP	388	751	468	(148)	-11.30%	-31.6%	-51.37%	N/A	0.7x

Source: Bloomberg

## Summary of Financials

INCOME STATEMENT					PROFITABILITY & STABILITY				
(USD mn)	2017/12A	2018/12E	2019/12E	2020/12E		2017/12A	2018/12E	2019/12E	2020/12E
<b>Sales</b>	<b>747</b>	<b>878</b>	<b>936</b>	<b>994</b>	ROE	12.0%	13.4%	13.3%	13.2%
<i>Growth</i>	-9.8%	17.6%	6.5%	6.3%	ROA	12.3%	11.1%	11.5%	11.5%
COGS	(499)	(590)	(627)	(667)	ROIC	11.9%	13.7%	13.4%	13.1%
<b>Gross Profit</b>	<b>247</b>	<b>289</b>	<b>309</b>	<b>327</b>	Cash Dividend (IDR bn)	242	53	63	60
<i>Gross Margin</i>	33.1%	32.9%	33.0%	32.9%	Dividend Yield	10.5%	2.5%	3.0%	2.8%
Operating Expenses	(81)	(77)	(82)	(87)	Payout Ratio	201%	36%	40%	35%
<b>EBIT</b>	<b>167</b>	<b>211</b>	<b>226</b>	<b>241</b>	DER	0.1%	0.4%	0.3%	0.3%
<i>EBIT Margin</i>	22.4%	24.1%	24.2%	24.2%	Net Gearing	0.2%	0.5%	0.4%	0.4%
Depreciation	7	103	163	227	LT Debt to Equity	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>EBITDA</b>	<b>174</b>	<b>314</b>	<b>389</b>	<b>468</b>	Capitalization Ratio	0.1%	0.4%	0.3%	0.3%
<i>EBITDA Margin</i>	23.3%	35.8%	41.6%	47.0%	Equity Ratio	74.0%	85.1%	81.5%	84.8%
Interest Expenses	N/A	N/A	N/A	N/A	Debt Ratio	0.1%	0.3%	0.2%	0.3%
<b>EBT</b>	<b>168</b>	<b>206</b>	<b>224</b>	<b>242</b>	Financial Leverage	89.3%	129.0%	112.6%	117.2%
Income Tax	(48)	(58)	(66)	(69)	Current Ratio	263.3%	445.8%	384.6%	511.7%
Minority Interest	N/A	N/A	N/A	N/A	Par Value (IDR)	100	100	100	100
<b>Net Profit</b>	<b>120</b>	<b>147</b>	<b>158</b>	<b>172</b>	Total Shares (mn)	5,285	5,285	5,285	5,285
<i>Growth</i>	2.9%	22.4%	7.5%	8.8%	Share Price (IDR)	434	404	404	404
<i>Net Profit Margin</i>	16.1%	16.8%	16.9%	17.3%	Market Cap (IDR tn)	2.3	2.1	2.1	2.1

BALANCE SHEET					VALUATION INDEX				
(USD mn)	2017/12A	2018/12E	2019/12E	2020/12E		2017/12A	2018/12E	2019/12E	2020/12E
Cash	489	387	503	674	Price /Earnings	19.0x	14.5x	13.5x	12.4x
Receivables	325	347	421	399	Price /Book Value	2.3x	1.9x	1.8x	1.6x
Inventories	N/A	N/A	N/A	N/A	Price/Sales	3.1x	2.4x	2.3x	2.1x
<b>Total Current Assets</b>	<b>928</b>	<b>858</b>	<b>1,044</b>	<b>1,195</b>	PE/EPS Growth	6.7x	0.6x	1.8x	1.4x
Net Fixed Assets	367	395	373	295	EV/EBITDA	10.4x	5.6x	4.2x	3.1x
Other Non Current Asset	62	38	49	50	EV/EBIT	0.5x	0.3x	0.3x	0.2x
<b>Total Assets</b>	<b>1,356</b>	<b>1,291</b>	<b>1,465</b>	<b>1,539</b>	EV (IDR bn)	1,806	1,753	1,635	1,465
Payables	7	156	112	102	Sales CAGR (3-Yr)	44.4%	0.2%	4.2%	10.0%
ST Bank Loan	1	4	3	4	EPS CAGR (3-Yr)	33.9%	-10.9%	10.6%	12.7%
LT Debt	-	-	-	-	Basic EPS (IDR)	23	28	30	33
<b>Total Liabilities</b>	<b>352</b>	<b>192</b>	<b>271</b>	<b>233</b>	Diluted EPS (IDR)	23	28	30	33
Capital Stock & APIC	846	846	846	846	BVPS (IDR)	190	208	226	247
Retained Earnings	158	252	347	460	Sales PS (IDR)	141	166	177	188
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>1,004</b>	<b>1,099</b>	<b>1,194</b>	<b>1,306</b>	DPS (IDR)	46	10	12	11

CASH FLOW STATEMENT					OWNERSHIP			
(USD mn)	2017/12A	2018/12E	2019/12E	2020/12E	By Geography	% Shareholders	%	
Operating Cash Flow	(7)	56	332	380	Indonesia	99.9	Pelindo II	76.9
Investing Cash Flow	(349)	(108)	(151)	(150)	Japan	0.1	Pelindo	9.0
Financing Cash Flow	(242)	(50)	(65)	(59)			Multi Terminal	0.1
<b>Net Changes in Cash</b>	<b>(598)</b>	<b>(102)</b>	<b>117</b>	<b>171</b>			Public	14.0

### 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