

PT. Waskita Beton Precast Tbk.

Never Say Never

3 Nopember 2017

Kami merekomendasikan Buy untuk saham WSBP dalam *Stock Call* kami dengan 12mo target price IDR 880. Target price tersebut mencerminkan PER'18E 20.9x, PBV'18E 2.3x dan PEGR'18E 0.9x. Tiga katalis positif kami : 1) ekspansi pabrik 2018-19; 2) pelonggaran *cash flow* di 2018; dan 3) masih tingginya proyek infrastruktur.

Price (2/11) IDR 398
 Target Price IDR 880
 Ticker WSBP
 Industry Precast

Danny Eugene
 danny.eugene@megasekuritas.id

Ekspansi pabrik beton pra-cetak 2018-19. Saat ini WSBP telah memiliki 11 unit pabrik beton pra-cetak dengan total kapasitas produksi 3.25 juta ton/tahun. Tahun depan manajemen berencana meningkatkan kapasitas produksi menjadi 3.7 juta ton/tahun dan di 2019 mencapai 3.8 juta ton/tahun.



Total *Order Book* 2018 kami proyeksikan mencapai IDR 30.6 triliun, tumbuh 25.4% YoY; dengan target peroleh kontrak baru sebesar IDR 11 triliun. Pendapatan WSBP tahun depan kami proyeksikan tumbuh 24% YoY ke level IDR 9.1 triliun dengan Laba Bersih sebesar IDR 1.1 triliun, tumbuh sekitar 22% YoY.

Pelonggaran *cash flow*. Permasalahan *cash flow* yang defisit kami proyeksikan mulai teratasi tahun depan, terutama dengan adanya pembayaran proyek *turn key* Becakayu senilai total IDR 2.9 triliun. Selain itu pada 2019 kembali ada pembayaran sebesar IDR 4 triliun dari proyek Legundi-Bunder. *Cash Flow from Operation* WSBP tahun depan kami proyeksikan surplus IDR 1.9 triliun.

Company Description:

WSBP merupakan anak usaha WSKT yang bergerak dalam produksi beton pra-cetak dan *ready mix*. Awalnya WSBP merupakan unit usaha WSKT, namun seiring pertumbuhan bisnis terutama terkait proyek jalan tol WSKT, maka pada 2014 WSKT melakukan *spin off* dan mendirikan anak usaha WSBP.

Tingginya proyek infrastruktur. Proyek infrastruktur masih menjadi *driver* bagi WSBP dimana anggaran infrastruktur dalam APBN 2018 naik sebesar 13.7% YoY menjadi IDR 440 triliun dari sebelumnya IDR 387 triliun di 2017. Angka ini mencerminkan 20% dari total Belanja Pemerintah di APBN 2018.

Pada tahun 2016 WSBP melakukan proses IPO dan tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Valuasi & Rekomendasi. Kami menetapkan 12mo target price untuk WSBP sebesar IDR 880/saham, dimana target price tersebut mencerminkan PER'18E 20.9x, PBV'18E 2.3x dan PERG'18E 0.9x. Penetapan target price tersebut murni kami lakukan dengan metode *relative valuation* mengingat *discounted cash flow model* memberikan hasil negatif. Dengan membandingkan harga penutupan WSBP Kamis (2/11) di level IDR 398 dimana masih terdapat *upside potential* sebesar 121%, maka kami merekomendasikan Buy untuk WSBP di dalam *Stock Call* kami ini.

Saat ini WSBP memiliki 11 pabrik beton pra-cetak dengan total kapasitas produksi sebesar 3.25 juta ton per tahun, dan rencananya akan ditingkatkan hingga mencapai 3.9 juta ton per tahun di 2019.

Stock Data

52-week Range (IDR) 615 | 336
 Mkt Cap (IDR tn) 10.5
 JCI Weight 0.16%
 Shares O/S (bn) 26.3
 Shares Float 40%
 YTD Change -27.9%

Share Holders:

Waskita Karya, PT 61.6%
 Public/Others (<5%) 38.4%

	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
Revenue (IDR bn)	642	2,644	4,717	7,288	9,075	10,245
Profit before income tax (IDR bn)	143	346	967	1,420	1,782	2,018
Net income (IDR mn)	140	334	635	905	1,112	1,247
EPS (IDR)	5	13	24	34	42	47
BV (IDR)	27	50	281	326	380	442
Revenue growth (%)		311.9%	78.4%	54.5%	24.5%	12.9%
EPS growth (%)		138.3%	89.9%	42.5%	22.9%	12.2%
Current ratio (X)	2.0	0.4	1.7	1.4	1.4	1.5
Altman Z-Score	-	1.7	2.3	2.7	2.9	3.0
Debt-to-equity (X)	-	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE (%)	20.0%	25.1%	8.6%	10.5%	11.1%	10.7%
PEG (X)		0.50	0.41	0.60	0.91	1.53
P/E (X)	165.6	69.5	36.6	25.7	20.9	18.6
P/BV (X)	33.1	17.5	3.1	2.7	2.3	2.0

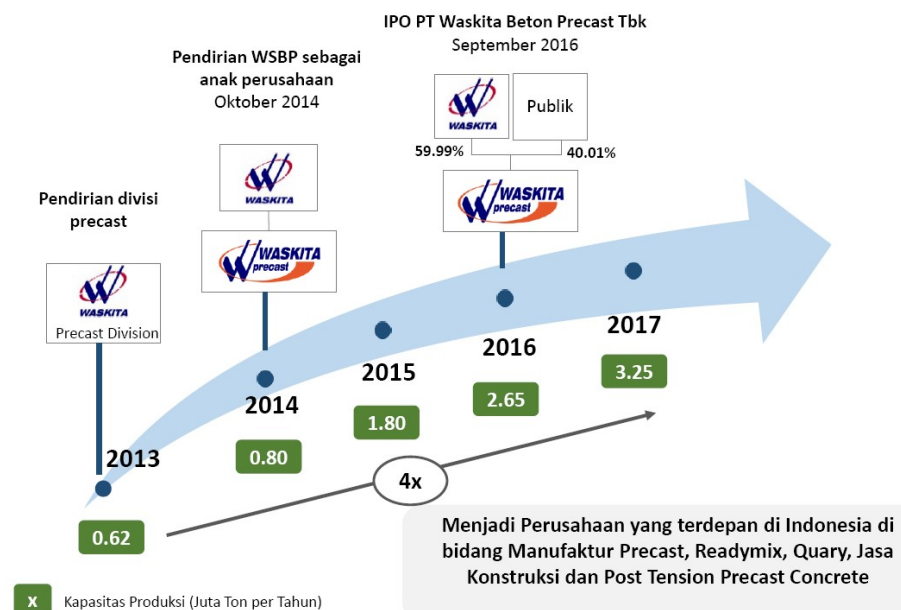
Source: MCI Research, Bloomberg

Sekilas PT. Waskita Beton Precast Tbk (WSBP)

PT. Waskita Beton Precast Tbk. (WSBP) merupakan salah satu anak perusahaan PT. Waskita Karya Tbk. (WSKT) yang bergerak dalam industri manufaktur beton pra-cetak dan *ready mix*. Pada awalnya WSBP merupakan bagian dari unit kerja WSKT yang melakukan pengerjaan sejumlah proyek seperti jalan tol Nusa Dua Bali, jalan tol Porong-Gempol-Pasuruan, jembatan Gempol-Pasuruan dan jembatan Kapuk Naga Indah Jakarta. Seiring dengan meningkatnya kebutuhan beton pra-cetak baik secara internal maupun eksternal maka manajemen WSKT memutuskan untuk melakukan *spin-off* pada bulan Oktober 2014 dengan menjadikan WSBP sebagai salah satu anak perusahaan. Dengan dijadikan anak perusahaan maka WSBP diharapkan untuk melakukan ekspansi dengan mendirikan pabrik beton pra-cetak baru serta melakukan inovasi terutama dalam hal teknologi guna memenuhi kebutuhan beton pra-cetak dalam rangka pembangunan infrastruktur yang sedang digiatkan oleh Pemerintah.

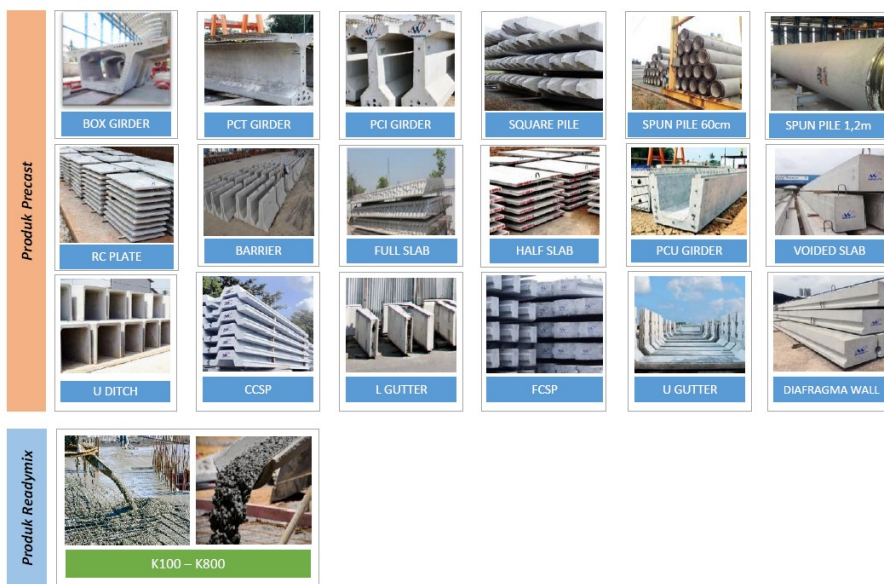
Kegiatan usaha WSBP terdiri dari dua lini bisnis utama yaitu produksi beton pra-cetak dan *ready mix*. Beton pra-cetak merupakan beton yang dibuat dan dicetak dengan ukuran yang sudah ditentukan atau disesuaikan dengan aplikasi kerja sehingga bisa menghemat biaya dan efisiensi waktu. Sementara itu *ready mix* adalah beton cor curah siap pakai yang diproduksi di pabrik olahan (*batching plant*) yang ditempatkan di daerah proyek yang membutuhkan. Hingga October 2017 WSBP telah memiliki 11 unit pabrik beton pra-cetak dengan total kapasitas produksi sebesar 3.25 juta ton per tahun dan 62 lokasi *batching plant ready mix*.

Gambar 1-Sejarah Pembentukan WSBP



Sumber : WSBP

Gambar 2-Produk Beton Pracetak & Ready Mix WSBP



Sumber : WSBP

Beton Pracetak. Pembangunan infrastruktur yang meningkat saat ini terutama yang masuk ke dalam Rencana Pembangunan Jangka Menengah Panjang (RPJMN) 2014-2019 mendorong WSBP meningkatkan produksi beton pra-cetak seiring dengan naiknya permintaan di dalam negeri.

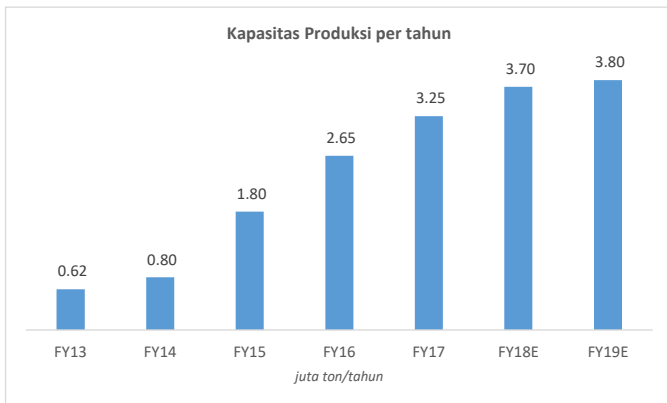
Produksi beton pra-cetak pada umumnya dibagi menjadi dua tipe produk besar, yaitu produk putar dan non-putar. Produk WSBP utama untuk jenis putar adalah *spunpile* mulai dari diameter 300 mm sampai 1,200 mm. Sedangkan produk non-putar utama antara lain balok girder, *voided slab*, *square pile*, *fullslab* dan lainnya.

Hingga October 2017 WSBP telah mengoperasikan 11 pabrik beton pra-cetak dengan total kapasitas produksi sebesar 3.25 juta ton per tahun. Berdasarkan diskusi kami dengan manajemen, WSBP berencana untuk menambah kapasitas sebesar 550 ribu ton per tahun dalam dua tahun ke depan. Rencananya sebesar 450 ribu ton per tahun akan dilakukan penambahan di *existing plant* di Gasing dan 100 ribu ton per tahun dari pendirian pabrik baru yang kemungkinan besar di Sumatera dan/atau Kalimantan. Dengan demikian diharapkan kapasitas pabrik beton pra-cetak WSBP dapat naik menjadi 3.8 juta ton per tahun.

Grafik 1-Pabrik Beton Pra-cetak WSBP



Sumber : WSBP

Grafik 2-Kapasitas Produksi Beton Pra-cetak

Sumber : WSBP

Beberapa rencana manajemen bagi pengembangan lini bisnis beton pra-cetak adalah :

- i. Membangun pabrik beton pra-cetak baru di Medan, Sumatera Utara dan Penajam, Kalimantan Timur.
- ii. Melakukan akuisisi sejumlah *quarry* untuk menunjang kebutuhan material batu split dari seluruh poryek yang dikerjakan WSBP.

Ready Mix. Beton *ready mix* adalah beton cair yang yang diproduksi di pabrik dan dikirim ke tempat kerja dengan menggunakan *truck mixer*. Produksi beton *ready mix* menggunakan alat produksi berupa alat *batching plant*, *truck mixer* dan *whell loader*. Beton *ready mix* banyak digunakan dalam proyek berskala menengah ke atas karena ketepatan campuran dan waktu pengaplikasian yang lebih hemat dibandingkan dengan pengecoran secara manual.

Saat ini WSBP memiliki 62 *batching plant* dengan total kapasitas produksi sekitar 3.4 juta m3.

Beberapa rencana manajemen bagi pengembangan lini bisnis *ready mix* adalah :

- i. Mendirikan *batching plant* yang tersebar di berbagai daerah yang berdekatan dengan proyek yang dikerjakan oleh WSBP.
- ii. Melakukan akuisisi sejumlah *quarry* untuk menunjang kebutuhan material batu split dari seluruh poryek yang dikerjakan WSBP.
- iii. Melakukan pembelian sejumlah peralatan penunjang kegiatan usaha berupa armada *truck mixer* untuk meningkatkan efisiensi.

Persaingan Usaha dan Posisi WSBP

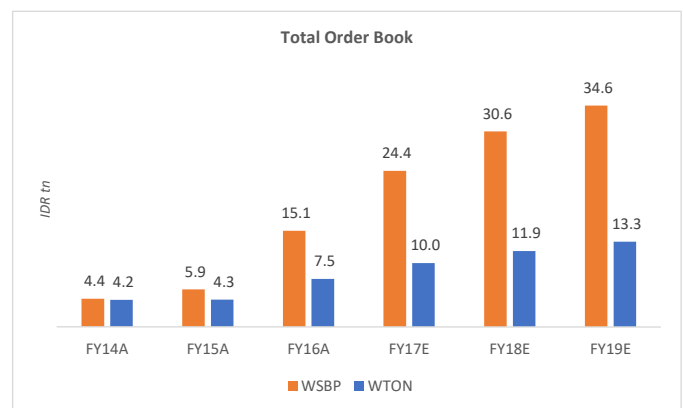
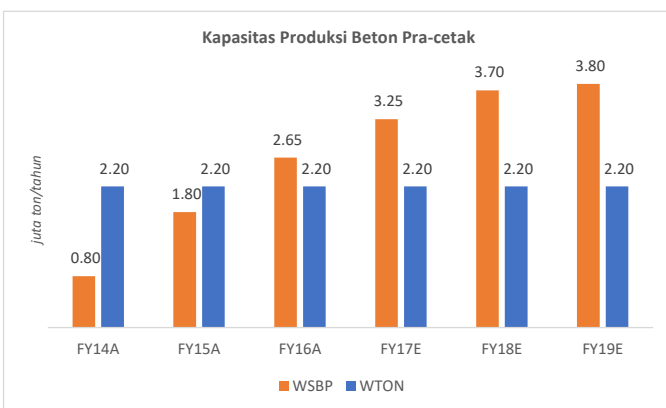
Industri beton pra-cetak dalam pandangan kami merupakan salah satu industri yang memiliki *low entry barrier* sehingga tingkat persaingan di industri ini menjadi cukup ketat. *Key Success Factor (KSF)* dalam industri beton pra-cetak menurut pandangan kami adalah bagaimana sebuah perusahaan mampu memberikan *value* dalam hal mutu beton, harga, ketepatan waktu produksi dan pengiriman. Selain itu variasi produk, lokasi pabrik dan akses perusahaan terhadap bahan baku menjadi faktor penting lainnya. Dan terakhir dalam diskusi kami dengan manajemen terungkap langka nya sumber daya manusia di bidang ini dapat menjadi kendala dalam WSBP melakukan ekspansi. Salah satu solusi jangka pendek dalam mengatasi hal ini adalah dengan melakukan "pembajakan" tenaga kerja kompetitor.

Berdasarkan data yang kami oleh, kami melihat minimal lima perusahaan beton pra-cetak yang menjadi *direct competitor* WSBP, yaitu : PT. Wijaya Karya Beton Tbk. (WTON), PT. Adhimix Precast Indonesia, PT. Jaya Beton, PT. JHS Saeti Indonesia dan PT. Pacific Prestress Indonesia. Selain itu kami juga mendapat kabar bahwa PT. Semen Indonesia Tbk. (SMGR), yang notabene merupakan salah satu pemasok bahan baku bagi WSBP, juga akan mulai masuk dan membesarkan lini bisnis *ready mix*.

Dalam laporan riset ini kami hanya melakukan analisis perbandingan antara WSBP dengan WTON dengan alasan utama kemudahan data, dimana kedua perusahaan tersebut sudah *go public*. Berikut beberapa perbandingan utama antara WSBP dengan WTON.

Grafik 3-Perbandingan Kapasitas Produksi

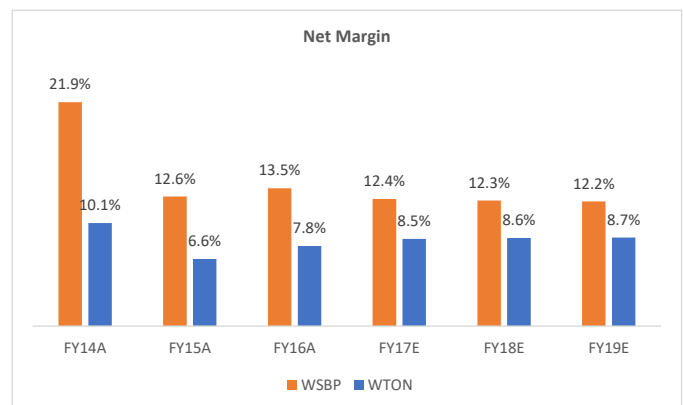
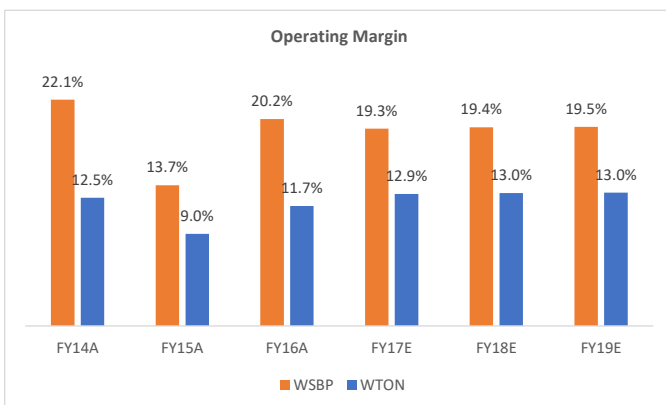
Grafik 4-Perbandingan Order Book



Sumber : WSBP, MCS Research

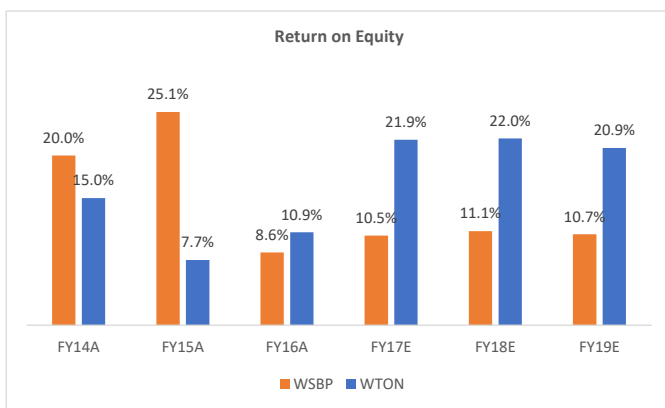
Grafik 5-Perbandingan Operating Margin

Grafik 6-Perbandingan Net Margin

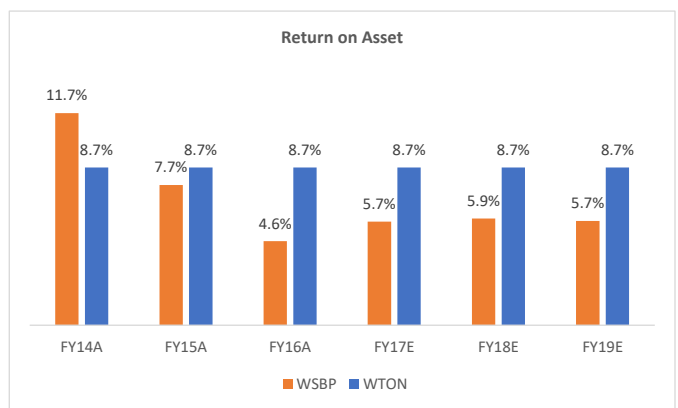


Sumber : MCS Research, Bloomberg

Grafik 7-Perbandingan Return on Equity

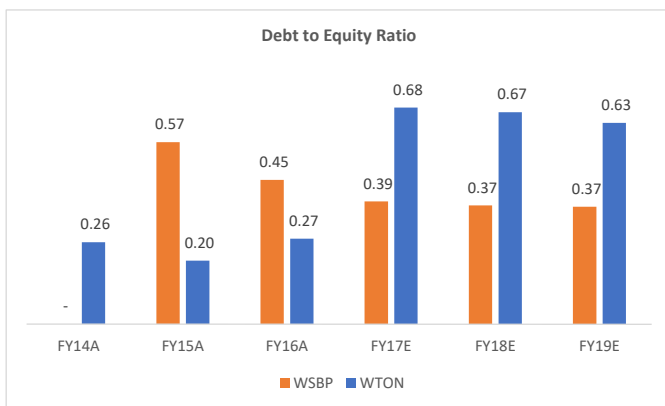


Grafik 8-Perbandingan Return on Asset

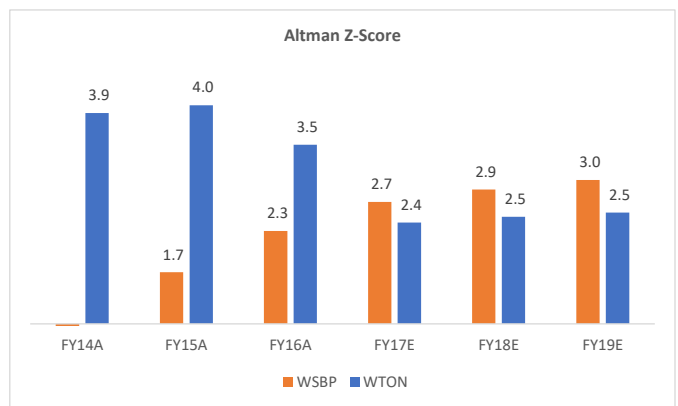


Sumber : MCS Research, Bloomberg

Grafik 9-Perbandingan Operating Margin

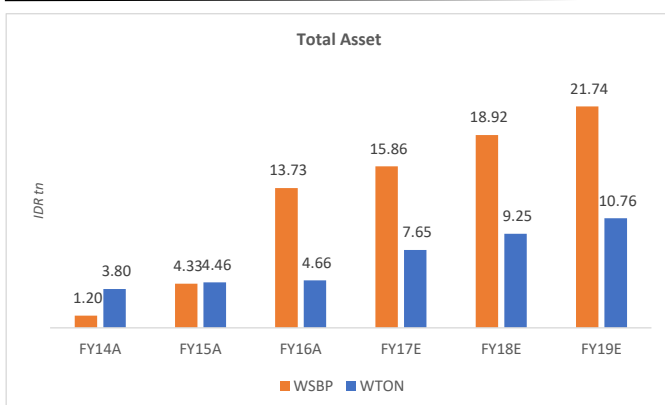


Grafik 10-Perbandingan Altman Z-Score

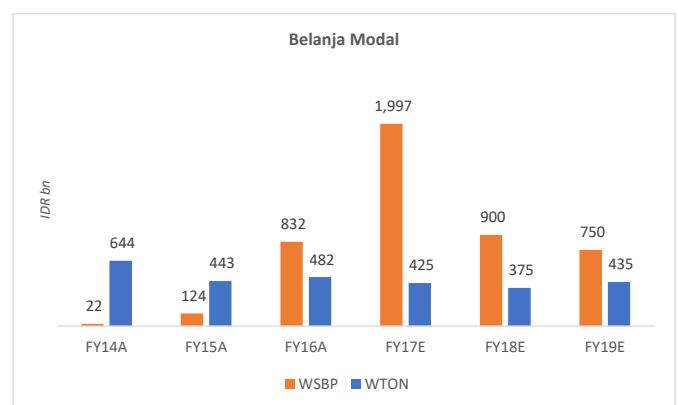


Sumber : MCS Research, Bloomberg

Grafik 11-Perbandingan Total Asset



Grafik 12-Perbandingan Belanja Modal



Sumber : MCS Research, Bloomberg

Rencana Kerja dan Target Kinerja 2018

Proyek Strategis WSBP

Salah satu keunggulan WSBP dalam membukukan kontrak baru adalah sinergi di dalam Grup Waskita Karya antara PT. Waskita Karya Tbk. (WSKT) sebagai induk usaha dan PT. Waskita Toll Road. Sinergi tiga pihak ini berupa WSKT sebagai penerima proyek pembangunan jalan tol yang dilaksanakan oleh PT Waskita Toll Road dan WSBP sebagai salah satu pemasok beton pra-cetak dan *ready mix*. Dalam diskusi kami dengan manajemen, sekitar 70% *order book* WSBP didapat dari grup (dan rencananya akan diturunkan menjadi 50% pada tahun 2020 dengan mencari proyek BUMN diluar grup Waskita atau proyek swasta).

Berdasarkan hitungan kami, kontrak yang dibukukan WSBP antara tahun 2014 hingga 2016 sebesar IDR 18.9 triliun, yang mana sebesar IDR 17.7 triliun (atau 93%) berasal dari sinergi dengan WSKT dan Waskita Toll Road.

Gambar 3-Sinergi WSBP dengan Waskita Grup



Tahun (IDR)	2014 3.3 T	2015 2.2 T	2016 12.2 T	2017F POTENTIALS
Projects	Bekasi-Cawang-Kp.Melayu (Becakayu Seksi 1-2)	Pejagan Pemalang (Seksi 3)	Pejagan Pemalang (Seksi 4)	Cibitung - Cilincing
	Pejagan Pemalang (Seksi 1-2)	Kuala Tanjung Port	Cimanggis Cibitung Paket 2	Cinere - Serpong
	Depok - Antasari Tollroad	MKTT	Pemalang Batang	Manado - Bitung
		Solo - Ngawi (Seksi 1-2)	Batang Semarang	Terbanggi Besar - Kayu Agung
		Ngawi Kertosono	Bogor Ciawi 2 - 4	Tol Kunciran - Bandara
		Cimanggis Cibitung Paket 1	LRT - Palembang	Terbanggi Besar - Mesuji
			Legundi - Bunder	Tol Kediri - Kertosono
			Kayu Agung- Palembang - Betung	Japanan Mojosari - Mojokerto
			Pasuruan - Probolinggo	Dermaga Kijing
			Boyolali - Salatiga	Penajam - Balikpapan
				Tol Probolinggo - Banyuwangi
				Tol Cinere - Serpong Jaya

Sumber : WSBP, MCS Research

Secara umum, sejak WSKT melakukan *spin off* terhadap WSBP pada tahun 2014 lalu, selama periode 2014 hingga September 2017 WSBP telah berhasil membukukan Kontrak Baru sebesar IDR 27.4 triliun, dan khusus di tahun 2017 ini (Jan-Sep) WSBP telah membukukan Kontrak Baru sebesar IDR 8.4 triliun. Target perolehan Kontrak Baru untuk tahun 2017 adalah sebesar IDR 12.3 triliun, sehingga kinerja 9M17 telah mencapai 68% dari target 2017. Sehingga secara total dari tahun 2014 hingga 2017 diharapkan WSBP mampu membukukan Kontrak Baru senilai IDR 31.3 triliun.

Dari sisi *Order Book*, antara 2014 hingga 2016 WSBP telah membukukan *Order Book* senilai IDR 25.3 triliun. Untuk tahun 2017 ini berdasarkan perhitungan kami, dengan memperhatikan *Carry Over* 2017 dan Kontrak Baru 2017, kami memproyeksikan total *Order Book* dapat sebesar IDR 24.4 triliun, sehingga WSBP kami harapkan mampu membukukan *Order Book* sebesar IDR 49.7 triliun selama periode 2014 hingga 2017.

Berikut daftar sejumlah proyek yang memiliki kontribusi cukup penting dan signifikan yang berhasil diperoleh oleh WSBP sejak tahun 2014 :

Tabel 1-Proyek Signifikan WSBP

No	Nama Proyek	Lokasi	Tahun
1	Jalan Tol Benoa	Bali	2013
2	Underpass Simpang Patal Pusri	Sumatera Selatan	2013
3	Jalan Tol Becakayu	Jakarta	2014
4	Golf Island	Jakarta	2014
5	Jalan Tol Solo Kertosono	Jawa Tengah	2014-15
6	Normalisasi Kali Pesanggrahan	Jakarta	2014-15
7	Jalan Tol Cikampek-Palimanan	Jawa Barat	2014-15
8	Jalan Tol MKTT	Sumatera Utara	2015
9	Superblok K2 Park Tangerang	Jakarta	2015
10	Jalan Tol Cimanggis-Cibitung	Jakarta	2016
11	Dermaga Kuala Tanjung	Sumatera Utara	2015
12	Jalan Tol Depok-Antasari	Jawa Barat	2014-16
13	Light Rail Transit (LRT)	Sumatera Selatan	2015-16
14	Jalan Tol Pejagan-Pemalang	Jawa Tengah	2015-16
15	Jalur Kereta Api Bandara Soetta	Banten	2015-16
16	Jalan Tol Bocimi	Jawa Barat	2016
17	Pengaman Pantai Jakarta (Giant Sea Wall)	Jakarta	2016
18	Perluasan Gedung Terminal 3 Soetta	Banten	2016
19	Jalan Tol Manado-Bitung	Manado	2016
20	Aksesibilitas & <i>ducting</i> Bandara Soetta	Jawa Barat	2016
21	JUFMP (JEDI 7)	Jawa Barat	2016
22	Jalan Tol Semarang-Batang	Jawa Tengah	2016
23	Jalan Tol Kayu Aung	Sumatera Selatan	2016
24	Saluran Penghubung DKI Jakarta	Jakarta	2016
25	NCICD Aliran Barat Timur	Jakarta	2016

Sumber : WSBP, MCS Research

Proyeksi Kinerja 2017-2018

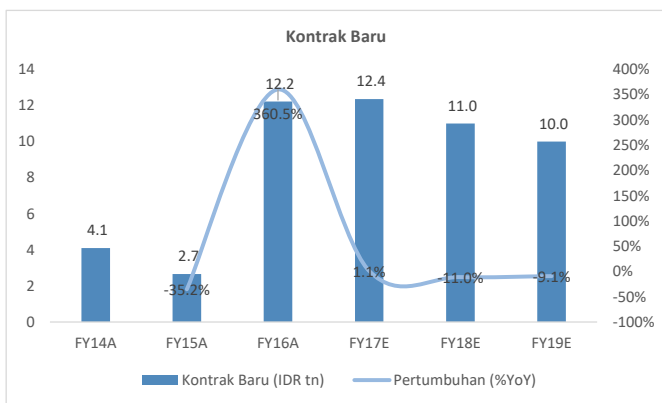
Beberapa minggu lalu kami melakukan *one-on-one meeting* dengan manajemen WSBP untuk membahas tiga hal utama, yaitu : 1) target kinerja 2017-2018; 2) masalah *cash flow* dan 3) isu terkait pembatasan penggunaan beton pra-cetak grup.

Target manajemen untuk tahun 2017 ini adalah terutama perolehan Kontrak Baru senilai IDR 12.4 triliun. Jika membandingkan dengan Kontrak Baru yang diperoleh WSBP pada 2016 sebesar IDR 12.2 triliun maka terlihat pertumbuhan Kontrak Baru di 2017 ini hanya tumbuh 1.1% YoY. Dalam diskusi dengan manajemen, rendahnya pertumbuhan perolehan Kontrak Baru ini disebabkan oleh dua hal utama. Pertama, pada tahun 2016 lalu WSBP banyak memperoleh Kontrak Baru dalam jumlah besar dimana jika dibandingkan dengan Kontrak Baru 2015 yang hanya IDR 2.7 triliun maka pertumbuhan di 2016 mencapai 360%. Kedua, terkait lonjakan perolehan Kontrak Baru di tahun 2016 tersebut maka fokus manajemen dalam dua tahun ke depan hingga 2018 adalah menyelesaikan kontrak yang telah diperoleh, alih alih mengejar Kontrak Baru dalam jumlah besar.

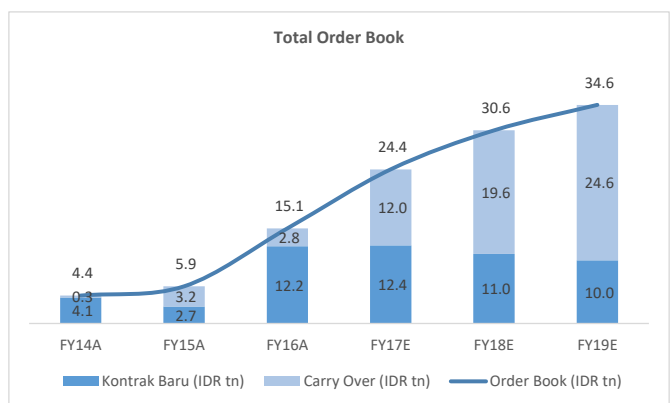
Untuk target tahun 2018 mendatang manajemen secara gamblang belum menetapkan (atau lebih tepatnya men *disclose*) target perolehan Kontrak Baru. Oleh karena nya kami mencoba melakukan diskresi untuk menetapkan target Kontrak Baru tahun depan di level IDR 11 triliun. Angka tersebut kami lakukan dengan mempertimbangkan rencana manajemen dalam menyelesaikan kontrak yang telah diperoleh, posisi *cash flow* dan rencana belanja modal.

Dengan target perolehan Kontrak Baru di 2017 dan 2018 masing masing sebesar IDR 12.4 triliun dan IDR 12.2 triliun maka kami memproyeksikan *Order Book* WSBP di tahun 2017 ini dapat mencapai IDR 24.4 triliun, tumbuh sebesar 61% YoY. Sementara itu untuk tahun 2018 mendatang kami proyeksikan *Order Book* WSBP dapat tumbuh sebesar 25% YoY ke level IDR 30.6 triliun.

Grafik 13-Perolehan Kontrak Baru



Grafik 14-Total Order Book

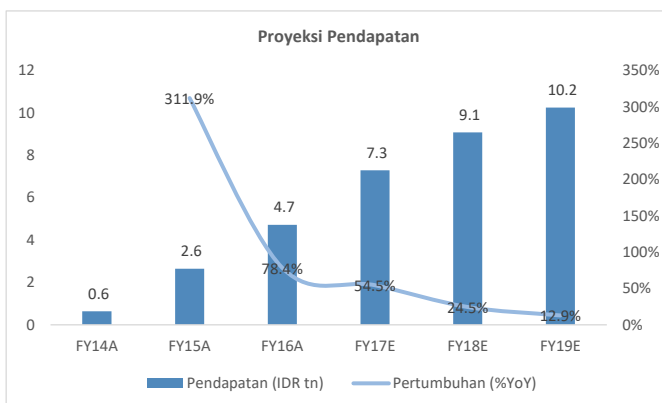


Sumber : MCS Research, Bloomberg

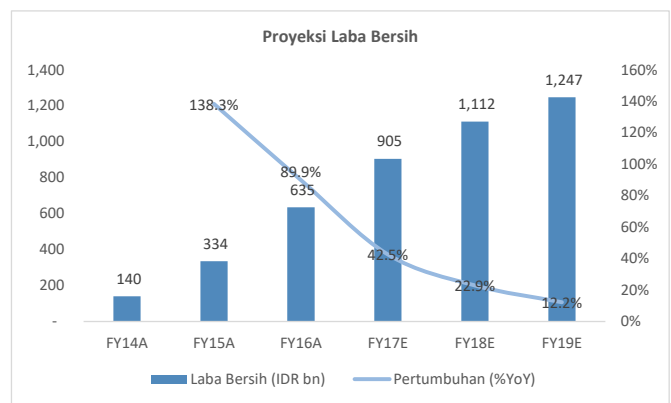
Untuk target Pendapatan tahun 2017 ini kami memproyeksikan di level IDR 7.3 triliun atau tumbuh sebesar 54.5% YoY. Kami mencapai kesimpulan untuk target Pendapatan tersebut setelah mempertimbangkan data historis WSBP dalam menyelesaikan proyek di suatu tahun berjalan, seperti yang tercermin dari *carry over* proyek setiap tahunnya. Sedangkan untuk Laba Bersih di tahun 2017 kami proyeksikan dapat tumbuh sebesar 42.5% YoY ke level IDR 905 miliar.

Jika membandingkan dengan *management guidance* terkait target perolehan Pendapatan dan Laba Bersih 2017 angka kami cukup konservatif. Untuk Pendapatan, manajemen WSBP menargetkan angka IDR 7.9 triliun (versi kami IDR 7.3 triliun) sehingga target kami 7.6% dibawah target manajemen. Sedangkan untuk Laba Bersih manajemen WSBP menargetkan sebesar IDR 1.21 triliun (versi kami IDR 905 miliar) sehingga target kami 25.2% dibawah target manajemen.

Grafik 15-Target Kinerja Pendapatan



Grafik 16-Target Kinerja Laba Bersih



Sumber : MCS Research, WSBP, Bloomberg

Sejumlah isu terkait *cash flow* dan pembatasan penjualan satu grup.

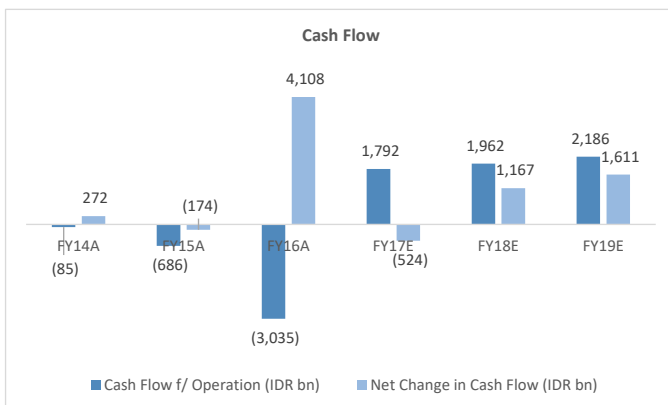
Dua isu utama lainnya yang kami diskusikan dengan manajemen adalah terkait kekhawatiran atas *cash flow* WSBP serta adanya wacana pembatasan penggunaan beton pra-cetak di proyek infrastruktur dalam satu grup maksimal 50%.

Untuk isu pertama yaitu *cash flow* dimana hal ini menjadi sangat menarik karena diasumsikan menjadi katalis negatif bagi pergerakan harga saham emiten infrastruktur termasuk WSBP. Dalam diskusi kami dengan manajemen, yang didukung oleh pengolahan data tim kami, memang terdapat tekanan terhadap *cash flow* WSBP terutama dari tahun 2014 hingga 2017. Pada 2014 *cash flow from operation* (CFO) WSBP mengalami defisit sebesar IDR 85 miliar, yang melonjak menjadi defisit sebesar IDR 686 miliar di tahun 2015 dan pada 2016 lalu defisit menjadi IDR 3 triliun. Tentu saja ini menjadi kekhawatiran investor. Dalam diskusi kami dengan manajemen, defisit yang cukup besar ini terjadi karena banyak proyek yang diambil oleh WSBP berupa proyek *turn key*. Dengan tipe ini, pembiayaan biasanya dilakukan oleh kontraktor dan pembayaran baru dilakukan saat proyek selesai sehingga selama proyek *turn key* belum dilakukan serah terima ke pemberi kerja, biasanya CFO kontraktor menjadi negatif. Ini pula yang terjadi pada WSBP.

Namun demikian, dalam dua tahun ke depan WSBP akan menerima pembayaran proyek *turn key* total senilai IDR 6.9 triliun. Pada bulan Desember 2017 mendatang WSBP akan memperoleh pembayaran senilai IDR 1.8 triliun dari proyek jalan tol Becakayu, lalu pada 1Q 2018 kembali akan menerima pembayaran dari proyek jalan tol Becakayu sebesar IDR 1.1 triliun dan pada tahun 2019 akan menerima pembayaran senilai IDR 4 triliun dari proyek jalan tol Legundi-Bunder.

Dengan adanya pembayaran ini, terutama dari proyek jalan tol Becakayu, dalam hitungan kami CFO WSBP di akhir 2017 seharusnya mengalami surplus sebesar IDR 1.79 triliun meski secara total *net change in cash* masih mengalami defisit sebesar IDR 524 miliar. Baru pada 2018 total *net change in cash* mencatatkan surplus IDR 1.16 triliun. Hal ini juga sejalan dengan target manajemen WSBP dimana *net change in cash* masih negatif di 2017 dan baru mulai positif di 2018 serta stabil di tahun 2019.

Grafik 17-*Analisa Cash Flow from Operation*



Sumber : MCS Research, WSBP, Bloomberg

Terkait wacana pembatasan penggunaan beton pra-cetak satu grup yang sempat diungkapkan Kementerian PUPR pada bulan September lalu, manajemen WSBP berpendapat jika hal ini diberlakukan tidak akan terlalu membebani kinerja WSBP. Hal ini dikarenakan pembatasan ini (jika memang jadi diberlakukan) hanya berlaku untuk proyek proyek APBN melalui Kementerian PUPR. Selain itu, pembatasan 50% hanya berlaku per proyek dan bukan secara total keseluruhan grup.

Saat ini proyek APBN Kementerian PUPR yang dikerjakan WSBP hanya 5% dari total *Order Book*, sehingga kalau pun diberlakukan hanya berpengaruh maksimal 5% terhadap *top line* WSBP.

Pembangunan Infrastruktur 2018

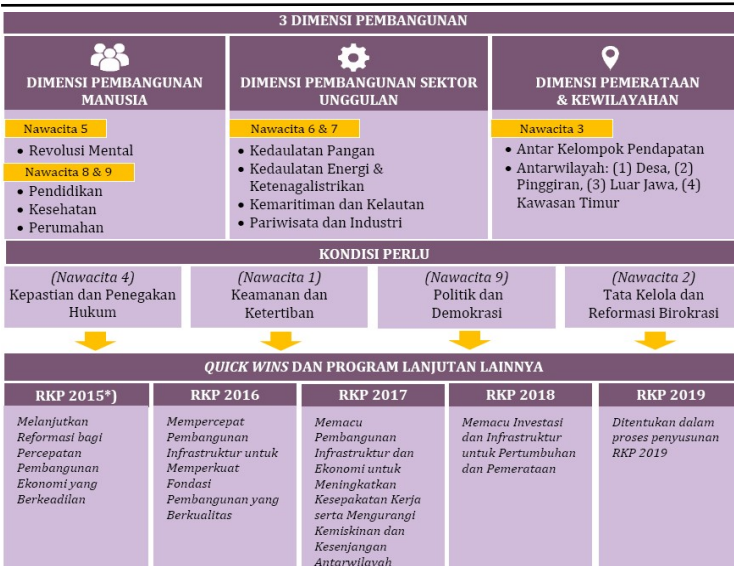
Pembangunan infrastruktur masih menjadi katalis utama bagi pertumbuhan WSBP dimana beton pra-cetak dan *ready mix* yang diproduksi WSBP menjadi bahan baku utama bagi proyek infrastruktur terutama yang terkait dengan pembangunan jalan tol. Berbicara proyek infrastruktur yang dilakukan oleh Pemerintah tentunya tidak terlepas dari *grand strategy* pembangunan Indonesia seperti yang tertuang dalam Rencana Pembangunan Jangka Panjang (RPJP) 2005-2025. Dalam RPJP tersebut disebutkan visi pembangunan ekonomi Indonesia adalah terwujudnya perekonomian yang maju, mandiri, dan mampu secara nyata memperluas peningkatan kesejahteraan masyarakat berlandaskan pada prinsip-prinsip ekonomi yang menjunjung persaingan sehat dan keadilan, serta berperan aktif dalam perekonomian global dan regional dengan bertumpu pada kemampuan serta potensi bangsa.

Untuk selanjutnya RPJP 2005-2025 ini dipecah ke dalam empat Rencana Pembangunan Jangka Menengah (RPJM), yaitu RPJM I 2005-2009, RPJM II 2010-2014, RPJM III 2015-2019 dan RPJM IV 2020-2024. Fokus utama dalam RPJM III 2015-2019 saat ini adalah memantapkan pembangunan secara menyeluruh di berbagai bidang dengan menekankan pencapaian daya saing kompetitif perekonomian berlandaskan keunggulan sumber daya alam dan sumber daya manusia berkualitas serta kemampuan ilmu dan teknologi yang terus meningkat. Terkait untuk pembangunan infrastruktur di RPJM III 2015-2019 adalah ketersediaan infrastruktur yang sesuai dengan rencana tata ruang ditandai oleh :

- Berkembangnya jaringan infrastruktur transportasi;
- Terpenuhinya pasokan tenaga listrik yang handal dan efisien sesuai kebutuhan sehingga elektrifikasi rumah tangga dan pedesaan dapat tercapai, serta mulai dimanfaatkan tenaga nuklir untuk pembangkit listrik dengan mempertimbangkan faktor keselamatan secara ketat;
- Terselenggaranya pelayanan pos dan telematika yang efisien dan modern guna terciptanya masyarakat informasi Indonesia;
- Terwujudnya konservasi sumber daya air yang mampu menjaga keberlanjutan fungsi sumber daya air dan pengembangan sumber daya air serta terpenuhinya penyediaan air minum untuk memenuhi kebutuhan dasar masyarakat.

Untuk selanjutnya, RPJM III 2015-2019 tersebut dijabarkan ke dalam program tahunan Rencana Kerja Pemerintah (RKP) yang dalam hal ini kami akan membahas lebih detail RKP 2018. Tema utama dalam program pembangunan RKP 2018 adalah memacu investasi dan infrastruktur untuk pertumbuhan dan pemerataan, yang mana tema ini memasukan unsur program kerja Nawacita Pemerintah.

Gambar 4-Program Nawacita dalam Strategi Pembangunan

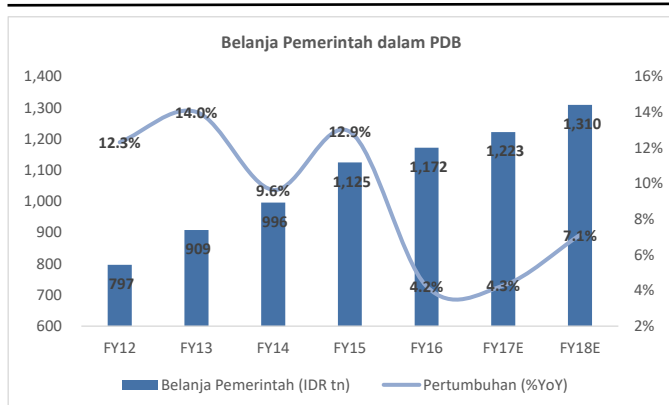


*) Disiapkan oleh KIB II, kemudian direvisi melalui Perpres Nomor 3 Tahun 2015 tentang Perubahan RKP 2015

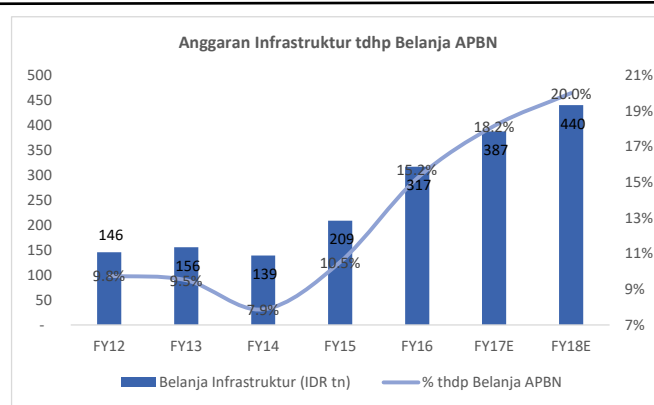
Selanjutnya, penganggaran bagi pelaksanaan RKP 2018 tersebut tercermin dalam Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) 2018. Berdasarkan data yang kami oleh dari Kementerian Keuangan, Belanja Pemerintah dalam APBN 2018 dianggarkan sebesar IDR 1,310 triliun, atau tumbuh 7.1% YoY. Dan jika dilihat dari tahun 2012 hingga 2018 maka Belanja Pemerintah tumbuh CAGR 8.6%.

Khusus anggaran pembangunan infrastruktur dalam APBN juga mengalami peningkatan, dimana anggaran infrastruktur dalam APBN 2018 naik sebesar 13.7% YoY menjadi IDR 440 triliun dari sebelumnya IDR 387 triliun di 2017. Bukan hanya secara nominal mengalami pertumbuhan, namun secara persentasi terhadap total Belanja Pemerintah juga mengalami peningkatan yang cukup signifikan. Jika dalam APBN 2012 hingga 2014 anggaran infrastruktur hanya sebesar 8%-10% dari total Belanja Pemerintah, maka pada tahun 2015 naik menjadi 10%, 2017 menjadi 18% dan tahun 2018 mendatang kami proyeksikan sekitar 20%. Peningkatan anggaran infrastruktur ini tentunya akan berdampak positif bagi WSBP.

Grafik 18-Belanja Pemerintah dalam PDB



Grafik 19-Anggaran Infrastruktur dalam APBN



Sumber : Kementerian Keuangan, Bappenas

Berikut asumsi ekonomi makro dalam APBN 2016 hingga 2019 sebagai perbandingan :

INDIKATOR	APBNP 2016	APBNP 2017	APBN 2018
Pertumbuhan Ekonomi (YoY)	5,2%	5,2%	5,4%
Inflasi (YoY)	4%	4,3%	3,5%
USD/IDR	Rp13.500	Rp13.400	Rp13.400
Suku Bunga SPN	5,5%	5,2%	5,2%
Harga Minyak ICP (Per Barel)	USD 35	USD 48	USD 48

Sumber: Kemenkeu

Valuasi dan Rekomendasi

Valuasi

Secara umum metodologi kami dalam menetapkan valuasi suatu saham adalah kombinasi antara *cash flow model* (dalam hal ini menggunakan *discounted cash flow*) dengan *relative valuation model* (dalam hal ini menggunakan : 1) *price to earnings ratio*, 2) *price to book value ratio*, dan 3) *price to sales ratio*). Namun dikarenakan valuasi WSBP menggunakan DCF menghasilkan nilai saham yang negatif maka khusus untuk valuasi WSBP dalam report ini kami hanya menggunakan *relative valuation model*. Adapun nilai DCF WSBP yang negatif dikarenakan kebutuhan *capital expenditure* WSBP yang cukup tinggi di tahun 2016 hingga 2017 sementara *cash inflow* baru terlihat diatas tahun 2019. Kami cukup yakin dengan justifikasi penggunaan model valuasi ini khusus untuk WSBP

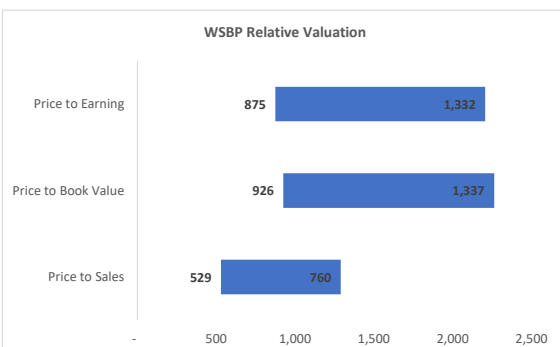
Berikut hasil dari valuasi tersebut berikut pembobotannya :

Method	Value	Weight	Total
DCF	(8,974)	0%	-
PER	1,104	25%	276
PBV	1,132	25%	283
PS	645	50%	322
12mo Target Price			881

ASSUMPTION

Cost of Debt (Gross)	0.0%
Tax Rate	37%
Cost of Debt (Net)	0.0%
Risk-free Rate	7.2%
Market Return	6.7%
Risk Premium	-0.5%
Beta	1.2
Cost of Equity	6.6%
Debt to Asset Ratio	0.2
WACC	5.3%
Return on Assets	6.9%
Dividend Payout Ratio	30%
Retention Rate	0.7
Terminal Growth	5.1%

	1	2	3	4
	FY17E	FY18E	FY19E	Terminal
Operating Profit	1,405	1,761	1,994	
-Income Tax	515	670	771	
Operating Profit After Tax	890	1,091	1,222	
+Depreciation	154	219	242	
-Capital Expenditure	1,997	900	750	
-Change Working Capital	(843)	612	1,376	
FCFF	(110)	(203)	(661)	(273,038)
PV of FCFF	(104)	(183)	(566)	(233,797)
Value of the Firm	(234,651)			
Cash	2,058			
Total Debt	3,976			
Value of Equity	(236,569)			
Fair Value per Share	(8,974)			



Rekomendasi

Berdasarkan valuasi yang telah kami lakukan tersebut maka kami menetapkan *target price (fair value)* untuk saham WSBP di level IDR 880/lembar saham; dimana *target price* tersebut mencerminkan PER'18E 20.9x, PBVR'18E 2.3x serta PEGR'18E 0.9x.

Dengan membandingkan harga penutupan saham WSBP pada hari Kamis (2/11) lalu di level IDR 398 dimana masih terdapat *upside potential* sebesar +121% maka kami merekomendasikan Buy untuk saham WSBP dalam Stock Call kami ini.

Sebagai catatan kriteria penetapan rekomendasi dalam riset kami adalah sebagai berikut :

- Buy : terdapat potensi pergerakan harga +15% ke atas
- Hold : terdapat potensi pergerakan harga antara –15% hingga +15%
- Sell : terdapat potensi pergerakan harga –15% ke bawah



Apendix 1-Laporan Neraca dan Laba Rugi

(IDR bn)

BALANCED SHEET	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
Assets						
+ Cash & Near Cash Items	272	98	4,206	3,682	4,849	6,460
+ Short-Term Investments	0	0	0	0	0	0
+ Accounts & Notes Receivable	640	512	3,046	4,144	5,205	5,900
+ Inventories	21	55	232	342	435	496
+ Other Current Assets	47	339	649	1,027	1,290	1,463
Total Current Assets	981	1,004	8,133	9,194	11,779	14,319
+ LT Investments & LT Receivables	0	2,320	3,628	2,974	2,974	2,974
+ Net Fixed Assets	222	987	1,933	3,621	4,084	4,350
+ Gross Fixed Assets	229	1,082	2,145	3,987	4,669	5,177
- Accumulated Depreciation	7	95	212	366	585	827
+ Other Long-Term Assets	0	21	41	67	86	97
Total Long-Term Assets	222	3,329	5,602	6,663	7,144	7,421
Total Assets	1,203	4,332	13,734	15,857	18,923	21,740
Liabilities & Shareholders' Equity						
+ Accounts Payable	131	730	1,542	2,401	3,020	3,426
+ Short-Term Borrowings	0	302	1,907	2,907	3,746	4,296
+ Other Short-Term Liabilities	369	1,400	1,317	1,363	1,877	2,085
Total Current Liabilities	500	2,432	4,766	6,671	8,643	9,807
+ Long-Term Borrowings	0	459	1,449	401	0	0
+ Other Long-Term Liabilities	0	110	114	203	252	284
Total Long-Term Liabilities	0	569	1,562	604	252	284
Total Liabilities	500	3,002	6,329	7,275	8,895	10,091
+ Total Preferred Equity	0	0	0	0	0	0
+ Minority Interest	0	0	0	0	0	0
+ Share Capital & APIC	562	762	6,581	6,581	6,581	6,581
+ Retained Earnings & Other Equity	140	569	825	2,001	3,447	5,068
Total Equity	702	1,331	7,406	8,582	10,027	11,649
Total Liabilities & Equity	1,203	4,332	13,734	15,857	18,923	21,740
Book Value per Share	27	50	281	326	380	442
INCOME STATEMENT	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
Revenue	642	2,644	4,717	7,288	9,075	10,245
- Cost of Revenue	495	2,225	3,667	5,725	7,116	8,027
Gross Profit	147	419	1,050	1,562	1,958	2,217
+ Other Operating Income	0	0	0	0	0	0
- Operating Expenses	5	56	97	157	197	224
Operating Income or Losses	142	363	953	1,405	1,761	1,994
- Interest Expense	0	0	0	0	0	0
- Foreign Exchange Losses (Gains)	0	1	0	0	0	0
- Net Non-Operating Losses (Gains)	(1)	17	(14)	(15)	(21)	(25)
Pretax Income	143	346	967	1,420	1,782	2,018
- Income Tax Expense (Benefit)	2	11	333	515	670	771
Income Before XO Items	140	334	635	905	1,112	1,247
- Extraordinary Loss Net of Tax	0	0	0	0	0	0
Net Income/Net Profit (Losses)	140	334	635	905	1,112	1,247
- Total Cash Preferred Dividends	0	0	0	0	0	0
- Other Adjustments	0	0	0	0	0	0
Net Inc Avail to Common Shareholders	140	334	635	905	1,112	1,247
Earning per Share	5	13	24	34	42	47
Revenue per Share	24	100	179	276	344	389

Appendix 2-Laporan Arus Kas dan Analisa Rasio

(IDR bn)

CASH FLOW STATEMENT	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
Cash From Operating Activities						
+ Net Income	140	334	635	905	1,112	1,247
+ Depreciation & Amortization	7	87	117	154	219	242
+ Other Non-Cash Adjustments	(233)	(1,108)	(3,787)	733	632	696
Cash From Operations	(85)	(686)	(3,035)	1,792	1,962	2,186
Cash From Investing Activities						
+ Disposal of Fixed Assets	0	0	0	0	0	0
+ Capital Expenditures	(22)	(124)	(832)	(1,997)	(900)	(750)
+ Change in Investments	0	0	0	0	0	0
+ Other Investing Activities	0	0	(1)	0	0	0
Cash From Investing Activities	(22)	(124)	(833)	(1,997)	(900)	(750)
Cash from Financing Activities						
+ Dividends Paid	0	0	0	(271)	(334)	(374)
+ Change in Short-Term Borrowings	0	0	0	1,000	840	550
+ Change in Long-Term Borrowings	0	501	2,595	(1,048)	(401)	0
+ Change in Capital Stocks	379	135	5,467	0	0	0
+ Other Financing Activities	0	0	(86)	0	0	0
Cash from Financing Activities	379	636	7,976	(319)	105	175
Net Changes in Cash	272	(174)	4,108	(524)	1,167	1,611
RATIO	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
LIQUIDITY						
Current ratio (X)	2.0	0.4	1.7	1.4	1.4	1.5
Altman Z-Score		1.7	2.3	2.7	2.9	3.0
GROWTH						
Revenue growth (%)		311.9%	78.4%	54.5%	24.5%	12.9%
Operating income growth (%)		156.1%	162.3%	47.4%	25.3%	13.2%
Profit before income tax growth (%)		142.2%	179.9%	46.8%	25.5%	13.3%
Net income growth (%)		138.3%	89.9%	42.5%	22.9%	12.2%
PROFITABILITY						
Gross profit margin (%)	22.9%	15.9%	22.3%	21.4%	21.6%	21.6%
Operating income margin (%)	22.1%	13.7%	20.2%	19.3%	19.4%	19.5%
Net income margin (%)	21.9%	12.6%	13.5%	12.4%	12.3%	12.2%
Return on equity (%)	20.0%	25.1%	8.6%	10.5%	11.1%	10.7%
Return on assets (%)	11.7%	7.7%	4.6%	5.7%	5.9%	5.7%
LEVERAGE						
Debt-to-equity (X)	-	0.57	0.45	0.39	0.37	0.37
Debt-to-asset (X)	-	0.18	0.24	0.21	0.20	0.20
VALUATION						
Price to earnings ratio (X)	165.6	69.5	36.6	25.7	20.9	18.6
Price to book ratio (X)	33.1	17.5	3.1	2.7	2.3	2.0
PEG ratio (X)		0.5	0.4	0.6	0.9	1.5

Research Division

Danny Eugene	Strategist, Construction, Cement, Automotive	danny.eugene@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62431
Helen Vincentia	Consumer Goods, Retail	helen.vincentia@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62035
Fikri Syaryadi	Banking	fikri@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62035
Adrian M. Priyatna	Property, Hospital	adrian@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62425
Novilya Wiyatno	Mining, Media, Plantation	novilya@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62425
Dhian Karyantono	Economist	dhian@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62134
Fadlillah Qudsi	Technical Analyst	fadlillah.qudsi@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62035

Retail Equity Sales Division

Hendry Kuswari	Head of Sales, Trading & Dealing	hendry@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62038
Dewi Suryani	Retail Equity Sales	dewi.suryani@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62441
Brema Setyawan	Retail Equity Sales	brema.setyawan@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62126
Ety Sulistyowati	Retail Equity Sales	ety.sulistyowati@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62408
Fadel Muhammad Iqbal	Retail Equity Sales	fadel@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62164
Andri Sumarno	Retail Equity Sales	andri@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62045
Harini Citra	Retail Equity Sales	harini@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62161
Syaifathir Muhamad	Retail Equity Sales	fathir@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62179

Corporate Equity Sales Division

Rachmadian Iskandar Z	Corporate Equity Sales	rachmadian@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62402
Ratna Wijayanti	Corporate Equity Sales	ratna.wijayanti@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62055
Reza Mahendra	Corporate Equity Sales	reza.mahendra@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62409

Fixed Income Sales & Trading

Tel. +62 7917 5559-62 Fax. +62 21 7917 5965

Investment Banking

Tel. +62 21 7917 5599 Fax. +62 21 7919 3900

Kantor Pusat

Menara Bank Mega Lt. 2
Jl. Kapt P. Tendean, Kav 12-14 A
Jakarta Selatan 12790

Pondok Indah

Plaza 5 Pondok Indah Blok D No. 15 Lt. 2
Jl. Margaguna Raya Pondok Indah
Jakarta Selatan

Kelapa Gading

Ruko Gading Bukit Indah Lt.2
Jl. Bukit Gading Raya Blok A No. 26, Kelapa Gading
Jakarta Utara - 14240

DISCLAIMER

This Document is for information only and for the use of the recipient. It is not to be reproduced or copied or made available to others. Under no circumstances is it to be considered as an offer to sell or solicitation to buy any security. Any recommendation contained in this report may not be suitable for all investors and strictly a personal view and should not be used as a sole judgment for investment. Moreover, although the information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable, its accuracy, completeness and reliability cannot be guaranteed. All rights reserved by PT Mega Capital Sekuritas.