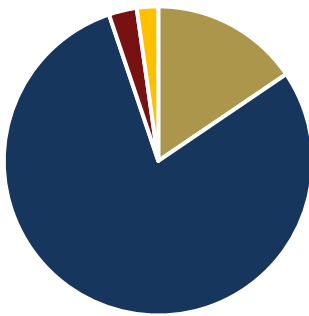


Neutral

Stock Recommendation

Ticker	Rating	Price (IDR)	TP (IDR)	Upside
BUKA	BUY	234	400	71%
GOTO	BUY	108	150	39%
NFCX	BUY	7,000	16,000	129%
ASSA	Under-Review			

Sector Market Cap Weighting



■ BUKA ■ GOTO ■ NFCX ■ ASSA

Is Oasis on the Horizon?

Review 1Q23: Perjalanan menuju profitabilitas. Kami melakukan review terhadap dua dari empat perusahaan teknologi dalam coverage kami, BUKA dan GOTO, terutama karena persaingan di antara keduanya menuju profitabilitas. BUKA membukukan pertumbuhan TPV yang moderat sebesar +19% yoy menjadi IDR 40.5 triliun. Menariknya, BUKA membukukan margin kontribusi (CM) kuartalan yang positif sebesar IDR 104 miliar (+41% qoq), yang kedua berturut-turut. Selain itu, BUKA juga berhasil mengurangi kerugian EBITDA yang disesuaikan (menjadi -IDR 209 miliar) dan rugi bersih (menjadi -IDR 1 triliun) di 1Q23. Sementara itu GOTO juga membukukan pertumbuhan GTV yang moderat sebesar +6% yoy menjadi IDR 148.5 triliun. Namun, GOTO berhasil meningkatkan gross take ratenya menjadi 4%, didukung oleh bisnis on-demand (21.7%) dan e-commerce (3.6%). Sama seperti BUKA, GOTO juga berhasil membukukan CM yang positif sebesar IDR 636 miliar dan menekan rugi EBITDA (menjadi -IDR 3.5 triliun) dan rugi bersih (menjadi -IDR 3.8 triliun).

Dua pendekatan berbeda ke tujuan yang sama. BUKA dan GOTO berusaha menuju profitabilitas dengan pendekatan yang sangat berbeda. BUKA berusaha mencapai profitabilitas dengan menonjolkan toko khusus, yang memberikan take rate >7%, untuk mendukung bisnis marketplace. Pendekatan ini sejauh ini cukup berhasil; pada 1Q23, toko khusus game menyumbang sekitar 20% dari TPV marketplace BUKA. BUKA juga berencana untuk meneruskan strategi 'specialty vertical'-nya menggunakan cadangan kasnya yang melimpah (IDR 11 triliun). Sementara itu, GOTO memilih strategi yang lebih organik, dengan memanfaatkan teknologinya untuk menargetkan pengguna berkualitas tinggi (pengguna dengan GTV tinggi dan pengguna 'setia'). Strategi ini bekerja dengan sangat baik, karena GOTO berhasil mengurangi biaya promosi dan menaikkan biaya platformnya tanpa mengganggu kinerjanya, memungkinkan perusahaan untuk membukukan gross take rate yang lebih tinggi. Hal menarik lainnya dari GOTO adalah peluncuran GoTo Logistics, layanan pengiriman in-house yang melayani Tokopedia dan semua jasa pengiriman terkait GOTO. Tujuan dari inisiatif ini adalah untuk mengurangi biaya pengiriman pihak ketiga, yang berpotensi mengancam layanan pengiriman pihak ketiga yang sudah ada. Semua upaya ini penting bagi kedua perusahaan untuk mencapai profitabilitas, karena manajemen kedua perusahaan menargetkan untuk membukukan EBITDA positif di 4Q23. Menurut kami, BUKA akan mencapai profitabilitas lebih dulu, karena kami yakin GOTO baru akan mencapainya paling cepat pada 2Q24.

Proyeksi masa depan. Kami yakin dengan biaya platform baru Tokopedia, GOTO berpotensi mencatatkan kenaikan take rate sebesar 20-30 bps di 2Q23. Selain itu, kami meyakini GOTO terus menyempurnakan teknologinya, memungkinkan perusahaan untuk menargetkan lebih banyak pengguna berkualitas tinggi. Oleh karena itu, kami menegaskan kembali proyeksi kami bahwa GOTO akan membukukan net take rate sebesar 2.1% dan pendapatan sebesar IDR 17.9 triliun di FY23F. Di sisi lain, kami masih menyukai cerita toko khusus BUKA, dan kami memperkirakan BUKA akan membukukan take rate keseluruhan sebesar 2.6% dan pendapatan sebesar IDR 4.7 triliun (+31% yoy).

BUKA masih menjadi pemenang. Sulit untuk memilih antara GOTO dan BUKA, karena keduanya saat ini memasuki tahun penentuan. Namun, saat ini, kami lebih menyukai BUKA karena kami yakin BUKA lebih dekat dengan profitabilitas ketimbang GOTO, dan jika terjadi sesuatu di luar perkiraan, BUKA masih memiliki banyak amunisi untuk bangkit. **Kami memiliki rating BUY untuk BUKA dan GOTO dengan TP masing-masing IDR 400 dan IDR 150.**

Muhammad Farras
Farhan

+62 21 2854 8346

farras.farhan@samuel.co.id

Laurencia Hiemas

+62 21 2854 8392

laurencia.hiemas@samuel.co.id

Figure 1. GOTO 1Q23 Results

(IDR Bn)	1Q22	4Q22	1Q23	QoQ (%)	YoY (%)	3M22	3M23	YoY (%)
GTV	139,998	161,924	148,538	-8%	6%	139,998	148,538	6%
Gross Revenue	5,231	6,297	5,981	-5%	14%	5,231	5,981	14%
Net Revenue	1,497	3,380	3,332	-1%	123%	1,497	3,332	123%
Contribution Margin	-3,021	-1,061	636	n/a	n/a	-3,021	636	n/a
EBITDA	-7,032	-6,936	-3,522	n/a	n/a	-7,032	-3,522	n/a
Net Loss	-6,470	-19,496	-3,862	n/a	n/a	-6,470	-3,862	n/a
Gross Take Rate (%)	4%	4%	4%	14	29	4%	4%	29
Net Take Rate (%)	1%	2%	2%	16	117	1%	2%	117
Contribution Margin (%)	-2%	-1%	0%	108	259	-5%	-2%	265

Source: Company, SSI research

Figure 2. BUKA 1Q23 Results

(IDR Bn)	1Q22	4Q22	1Q23	QoQ (%)	YoY (%)	3M22	3M23	YoY (%)
TPV	34,115	41,777	40,450	-3%	19%	34,115	40,450	19%
Revenue	788	1,029	1,006	-2%	28%	788	1,006	28%
Contribution Margin	-50	32	104	225%	n/a	-50	104	n/a
Adjusted EBITDA	-372	-326	-209	n/a	n/a	-372	-209	n/a
Net Loss (Profit)	-546	-4,970	-1,640	n/a	n/a	14,551	-1,640	n/a
Take Rate (%)	2.30%	2.50%	2.50%	2	18	2.30%	2.50%	18
CM-to-TPV	-0.10%	0.10%	0.30%	18	40	-0.10%	0.30%	40
EBITDA-to-TPV	-1.10%	-0.80%	-0.50%	26	57	-1.10%	-0.50%	57

Source: Company, SSI research

Figure 3. ASSA 1Q23 Results

(IDR Bn)	1Q22	4Q22	1Q23	QoQ (%)	YoY (%)	3M22	3M23	YoY (%)
Revenue	1,536	1,240	1,146	-8%	-25%	1,536	1,146	-25%
Operating Profit	163	16	106	573%	-35%	163	106	-35%
EBITDA	178	48	124	161%	-30%	178	124	-30%
Net Profit	73	-28	52	-283%	-29%	73	52	-29%
Operating Margin	11%	1%	9%	800	-131	11%	9%	-131
EBITDA Margin	12%	4%	11%	699	-77	12%	11%	-77
Net Margin (%)	5%	-2%	5%	680	-23	5%	5%	-23

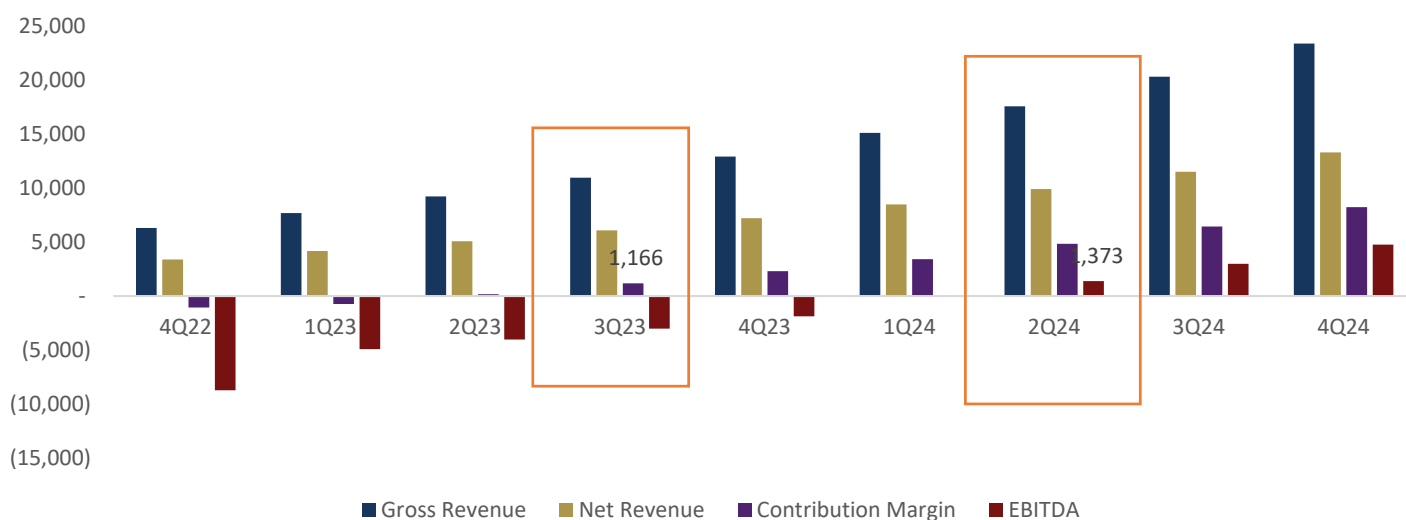
Source: Company, SSI research

Figure 4. NFCX 1Q23 Results

(IDR Bn)	1Q22	4Q22	1Q23	QoQ (%)	YoY (%)	3M22	3M23	YoY (%)
Revenue	2,630	2,474	2,918	18%	11%	2,630	2,918	11%
Gross Profit	32	26	37	43%	13%	32	37	13%
Operating Profit	12	-4	10	-337%	-19%	12	10	-19%
EBITDA	22	4	15	327%	-31%	22	15	-30%
Net Profit	42	-19	3	-116%	-93%	28	3	-89%
Gross Margin (%)	1.20%	1.00%	1.30%	22	2	1.20%	1.30%	2
Operating Margin (%)	0.50%	-0.20%	0.30%	51	-13	0.50%	0.30%	-13
EBITDA Margin (%)	0.80%	0.10%	0.50%	38	-32	0.80%	0.50%	-31
Net Margin (%)	1.60%	-0.80%	0.10%	88	-148	1.00%	0.10%	-95

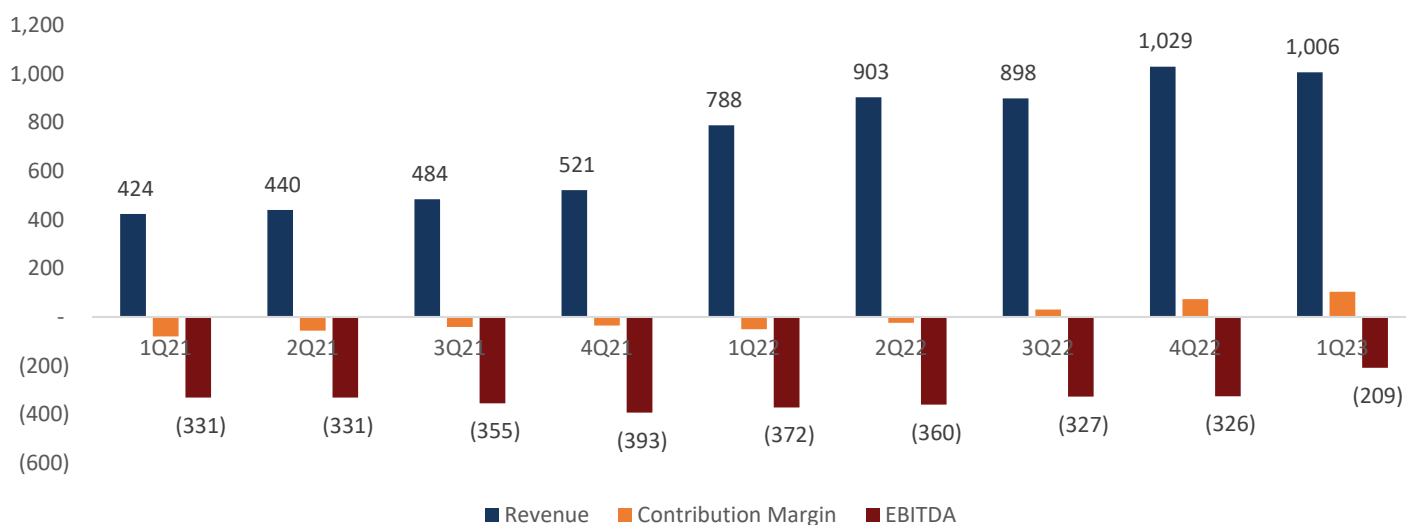
Source: Company, SSI research

Figure 5. GOTO's Quarterly Top Line Projections



Source: Company, SSI research

Figure 6. BUKA's Quarterly Top Line Results



Source: Company, SSI research

Figure 7. Peers Comparison

Company	Market Cap (mn)	EV(USD mn)	P/GMV		EV/GMV		EV/Sales		P/S		Sales Growth	
			2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
On-demand	135,230	872,026	0.7	0.6	4.2	3.6	4.2	3.3	4.4	3.5	20%	32%
Mobility												
Uber	50,578	57,949	0.6	0.5	0.69	0.57	1.8	1.6	1.6	1.4	72%	21%
Lyft	4,014	3,282	0.3	0.2	0.22	0.19	0.8	0.7	1.0	0.8	33%	25%
Grab	13,326	8,247	0.8	0.6	0.50	0.37	6.2	4.2	10.0	6.8	80%	104%
Delivery												
Meituan	145,685	959,154	0.7	0.6	4.61	3.95	4.4	3.5	4.6	3.7	16%	32%
Deliveroo	1,976	598	0.2	0.2	0.06	0.05	0.3	0.3	0.8	0.7	8%	22%
Delivery Hero	12,843	14,740	0.3	0.3	0.34	0.30	1.6	1.3	1.3	1.1	40%	37%
DoorDash	18,774	15,483	0.8	0.7	0.66	0.58	2.4	1.9	2.9	2.4	26%	24%
E-commerce	172,878	136,386	0.5	0.4	0.5	0.4	1.9	1.7	2.2	1.9	12%	16%
MercadoLibre	31,584	33,239	1.6	1.3	1.68	1.37	3.2	2.4	3.0	2.3	48%	30%
Sea	29,761	27,884	0.9	0.6	0.84	0.56	2.3	2.0	2.5	2.1	35%	32%
eBay	22,873	26,439	0.5	0.4	0.58	0.46	2.7	2.7	2.3	2.4	-7%	4%
Alibaba	243,520	188,807	0.2	0.2	0.16	0.16	1.5	1.3	1.9	1.7	5%	13%
Bukalapak	1,783	269	0.2	0.2	0.03	0.03	1.4	1.0	8.2	5.9	55%	49%
Global Digital Niag	3,539	3,772	0.2	0.2	0.58	0.46	5.3	3.6	5.0	3.4	n.a	n.a
Fintech	54,956	56,947	1.2	1.0	1.1	0.9	5.3	4.1	5.5	4.2	7%	20%
Wallets												
Pay pal	85,023	85,133	0.1	0.1	0.10	0.10	3.1	2.8	3.1	2.8	11%	16%
Payment Gateway												
Block	38,659	38,314	0.2	0.2	0.20	0.20	2.2	1.9	2.2	1.9	-2%	19%
Fiserv	64,271	85,570	0.9	0.8	1.18	1.02	5.1	4.8	3.8	3.6	2%	8%
Square	38,659	38,314	0.7	0.6	0.68	0.59	2.2	1.9	2.2	1.9	1%	15%
Nu Holding	16,648	13,442	0.8	0.7	0.61	0.53	3.3	2.3	4.1	2.8	119%	53%
Adyen	42,830	35,068	0.1	0.1	0.08	0.08	26.1	16.8	30.2	19.4	-79%	34%
StoneCo	2,645	14,845	0.1	0.1	0.56	0.56	1.5	1.3	1.5	1.2	97%	19%
BNPL												
Humm	63,362	47,577	6.6	5.8	4.98	4.33	0.5	0.5	0.7	0.6	6%	21%
Zip	1,833	1,725	0.3	0.2	0.26	0.23	1.9	1.8	2.0	2.0	58%	41%
Sezzle	60	55	0.0	0.0	0.02	0.02	0.4	0.4	0.5	0.4	46%	-100%
Affirm	2,640	2,436	0.8	0.5	0.74	0.46	1.5	1.1	1.6	1.2	54%	44%
Enabler / SaaS												
Shopify	38,728	35,085	0.5	0.4	0.45	0.36	6.4	5.3	7.0	5.8	26%	30%

Source: Bloomberg, SSI research

Research Team			
Prasetya Gunadi	Head of Equity Research, Strategy, Banking, Digital Banks	prasetya.gunadi@samuel.co.id	+6221 2854 8320
Lionel Priyadi	Macro Equity Strategist	lionel.priyadi@samuel.co.id	+6221 2854 8854
Muhamad Alfatih, CSA, CTA, CFTe	Senior Technical Analyst	m.alfatih@samuel.co.id	+6221 2854 8129
William Mamudi, CFTe, CMT, CCT	Senior Technical Analyst	william.mamudi@samuel.co.id	+6221 2854 8382
Yosua Zisokhi	Cement , Cigarette, Paper, Plantation, Telco Infra, Chemicals	yosua.zisokhi@samuel.co.id	+6221 2854 8387
M. Farras Farhan	Media, Poultry, Oil & Gas, Technology	farras.farhan@samuel.co.id	+6221 2854 8346
Pebe Peresia	Automotive, Consumer Staples, Retail	pebe.peresia@samuel.co.id	+6221 2854 8339
Juan Oktavianus Harahap	Coal, Metal Mining	juan.oktavianus@samuel.co.id	+6221 2854 8846
Jonathan Guyadi	Banking, Healthcare, Telco	jonathan.guyadi@samuel.co.id	+6221 2854 8321
Adolf Richardo	Editor	adolf.richardo@samuel.co.id	+6221 2864 8397
Ashalia Fitri Yuliana	Research Associate	ashalia.fitri@samuel.co.id	+6221 2854 8389
Daniel Aditya Widjaja	Research Associate	daniel.aditya@samuel.co.id	+6221 2854 8322
Laurencia Hiemas	Research Associate	laurencia.hiemas@samuel.co.id	+6221 2854 8392
Brandon Boedhiman	Research Associate	brandon.boedhiman@samuel.co.id	+6221 2854 8392

Equity Institutional Team			
Benny Bambang Soebagjo	Head of Institutional Equity Sales	benny.soebagjo@samuel.co.id	+6221 2854 8312
Ronny Ardianto	Institutional Equity Sales	ronny.ardianto@samuel.co.id	+6221 2854 8399
Anthony Yunus	Institutional Equity Sales	anthony.yunus@samuel.co.id	+6221 2854 8314
Widya Meidrianto	Institutional Equity Sales	widya.meidrianto@samuel.co.id	+6221 2854 8317
Fachruly Fiater	Institutional Sales Trader	fachruly.fiater@samuel.co.id	+6221 2854 8325
Lucia Irawati	Institutional Sales Trader	lucia.irawati@samuel.co.id	+6221 2854 8173
Alexander Tayus	Institutional Equity Dealer	alexander.tayus@samuel.co.id	+6221 2854 8319
Leonardo Christian	Institutional Equity Dealer	leonardo.christian@samuel.co.id	+6221 2854 8147

Equity Retail Team			
Joseph Soegandhi	Head of Equity	joseph.soegandhi@samuel.co.id	+6221 2854 8872
Damargumilang	Head of Equity Retail	damargumilang@samuel.co.id	+6221 2854 8309
Clarice Wijana	Head of Equity Sales Support	clarice.wijana@samuel.co.id	+6221 2854 8395
Gitta Wahyu Retnani	Equity Sales & Trainer	gitta.wahyu@samuel.co.id	+6221 2854 8365
Vincentius Darren	Equity Sales	darren@samuel.co.id	+6221 2854 8348
Michael Alexander	Equity Sales	michael.alexander@samuel.co.id	+6221 2854 8369
Sylviawati	Equity Sales	sylviawati@samuel.co.id	+6221 2854 8112
Wandha Ahmad	Equity Sales	wandha.ahmad@samuel.co.id	+6221 2854 8316
Handa Sandiawan	Equity Sales	handa.sandiawan@samuel.co.id	+6221 2854 8302
Denzel Obaja	Equity Sales	denzel.obaja@samuel.co.id	+6221 2854 8342
Wahyudi Budiyo	Dealer	wahyudi.budiyo@samuel.co.id	+6221 2854 8152

Fixed Income Sales Team			
R. Virine Tresna Sundari	Head of Fixed Income	virine.sundari@samuel.co.id	+6221 2854 8170
Rudianto Nugroho	Fixed Income Sales	rudianto.nugroho@samuel.co.id	+6221 2854 8306
Sany Rizal Keliobas	Fixed Income Sales	sany.rizal@samuel.co.id	+6221 2854 8337
Safitri	Fixed Income Sales	safitri@samuel.co.id	+6221 2854 8376
Khairanni	Fixed Income Sales	khairanni@samuel.co.id	+6221 28548104
Saldy Achmad Yanuar	Fixed Income Sales	saldy.achmad@samuel.co.id	+6221 28548384
Nadya Attahira	Fixed Income Sales	nadya.attahira@samuel.co.id	+6221 2854 8305

DISCLAIMER: Analyst Certification: The views expressed in this research accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject securities or issuers and no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be directly or indirectly related to the inclusion of specific recommendations or views in this research. The analyst(s) principally responsible for the preparation of this research has taken reasonable care to achieve and maintain independence and objectivity in making any recommendations. 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. 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 Samuel Sekuritas Indonesia.