

Gudang Garam Tbk (GGRM)

Tantangan Besar bagi Perusahaan Rokok

GGRM menunjukkan kemampuannya untuk bertahan di kuartal yang sulit, meskipun prospeknya sedikit lebih redup dibandingkan tahun lalu. Perkiraan baru kami menunjukkan pertumbuhan yang lebih rendah pada *top-line* dan *bottom-line* untuk FY20F, karena kami memperhitungkan kemungkinan besar masalah kenaikan cukai rokok yang masih ada ditambah dengan melemahnya daya beli.

Laba Sesuai dengan Perkiraan Kami

Gudang Garam (GGRM) membukukan laba bersih Rp1,3triliun (-28,6 % YoY, -43,8 % QoQ) pada 2Q20, yang berarti secara kumulatif pendapatan 6M20 sebesar Rp3,8triliun (-10,7% YoY). Kami menganggap laba bersih 6M20 GGRM sejalan dengan ekspektasi kami, yaitu 51% dari FY20F. Sementara itu, GGRM membukukan pendapatan sebesar Rp26,3 triliun (0,6% YoY, -3,2% QoQ). Ke depannya, kami tetap positif terhadap prospek GGRM dipicu oleh keberhasilan mereka memberikan hasil 2Q20 yang baik dibandingkan dengan pesaing utamanya. Di sisi margin, GGRM telah mencatatkan penurunan tajam pada GPM ke 14,1% di 2Q20 (vs. 19,0% di 2Q19), yang sebagian besar disebabkan oleh kenaikan pajak cukai. Selanjutnya, kami melihat bahwa manajemen GGRM telah melakukan tindakan untuk menekan biaya operasional seperti menurunkan biaya transportasi dan kompensasi karyawan, namun GGRM masih mencatat penurunan GPM dan NPM masing-masing sebesar 278 bps menjadi 7,2% dan sebesar 205 bps menjadi 5,2%.

ASP Diharapkan Terus Meningkat

Saat ini, penjualan rokok telah tumbuh dengan kecepatan yang lambat, terutama sejak Kementerian keuangan meluncurkan kebijakan kenaikan rokok cukai rokok dan harga jual eceran (HJE) yang cukup agresif pada 1 Januari 2020 bersamaan dengan karantina nasional dimulai pada Maret 2020. Dilihat lebih jauh, segmen Sigaret Kretek Mesin (SKM) (GG internasional, dan GG Surya) mencatatkan penurunan -3% YoY pada penjualan, sementara segmen Sigaret Kretek Tangan (SKT) (GG Merah) memperlihatkan pertumbuhan penjualan 10% YoY. Kami menilai kondisi yang kurang menguntungkan ini akan menekan pertumbuhan pendapatan karena penurunan volume penjualan. Dengan demikian kami perkirakan segmen SKM akan mengalami sedikit penurunan, tetapi segmen SKT masih mencatat pertumbuhan rendah pada tahun 2020F. Namun, kami juga meyakini GGRM kemungkinan akan terus meningkatkan ASP sepanjang tahun ini karena kami mengasumsikan rencana pemerintah untuk menaikkan cukai rokok pada tahun 2021. Satu catatan positif, pemerintah telah mengambil langkah untuk menunda pembayaran cukai sebagaimana diatur dalam PMK No. 30 / PMK.04 / 2020 yang menyebabkan GGRM membukukan arus kas yang cukup kuat pada kuartal 2Q20.

Mempertahankan Rekomendasi BUY dengan Target Harga Rp59.600

Perusahaan rokok sepertinya menghadapi tantangan serius sepanjang tahun ini seperti kenaikan cukai yang diikuti dengan pandemi. Hal ini mendorong kami untuk merevisi perkiraan pendapatan kami sebesar -8,7% dan -12,4% di FY20F / 21F, yang mengakibatkan penurunan laba bersih sebesar -28,3% dan -21,2%. Namun, kami masih mempertahankan rekomendasi BUY, dengan target harga IDR59.600 berdasarkan estimasi forward PE sebesar 11.7x, karena kami menganggap bahwa GGRM berhasil menyampaikan hasil yang baik pada kuartal terberat dan sentimen negatif dari kenaikan tarif cukai rokok sudah tidak mempengaruhi harga saham GGRM kedepannya. Risiko untuk target harga kami adalah tarif cukai rokok yang lebih tinggi dari yang diharapkan dan daya beli yang lebih rendah.

Gudang Garam Tbk | Summary (IDR bn)

	2019A	2020E	2021F	2022F
Sales	110.524	107.151	109.945	116.870
<i>Sales growth</i>	15,5%	-3,1%	2,6%	6,3%
EBITDA	17.401	13.465	16.140	17.106
Net Profit	10.881	7.443	9.790	10.417
EPS (IDR)	5.655	3.868	5.088	5.414
<i>EPS growth</i>	39,6%	-31,6%	31,5%	6,4%
EBITDA margin	15,7%	12,6%	14,7%	14,6%
NPM	9,8%	6,9%	8,9%	8,9%
P/E	14,8x	13,1x	10,0x	9,4x
P/BV	3,2x	1,8x	1,7x	1,5x
EV/EBITDA	10,1x	8,3x	6,4x	5,7x
DPS (IDR)	2.600	2.600	2.600	2.600
<i>Dividend yield</i>	3,1%	5,1%	5,1%	5,1%

Source: Company Data, Bloomberg, NHKS Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

Buy

Target Price (IDR) 59,600

Consensus Price (IDR)	55,569
TP to Consensus Price	+7.2%
vs. Last Price	+17.5%

Shares data

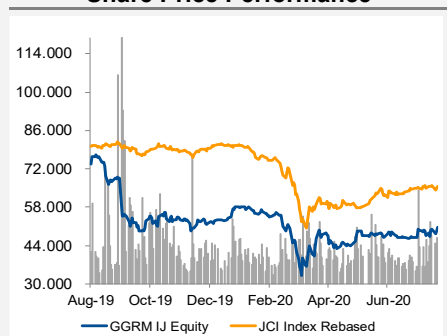
Last Price (IDR)	50,700
Price date as of	Aug 05, 2020
52 wk range (Hi/Lo)	77,000 / 32,900
Free float (%)	23.8
Outstanding sh.(mn)	1,924
Market Cap (IDR bn)	97,118
Market Cap (USD mn)	6,620
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	1.26
Avg. Trd Val - 3M (bn)	60.95
Foreign Ownership	8.0%

Consumer Staples

Cigarette

Bloomberg	GGRM IJ
Reuters	GGRM.JK

Share Price Performance



	YTD	1M	3M	12M
Abs. Ret.	-5.0%	8.5%	13.9%	-38.2%
Rel. Ret.	13.4%	5.7%	3.1%	-20.0%

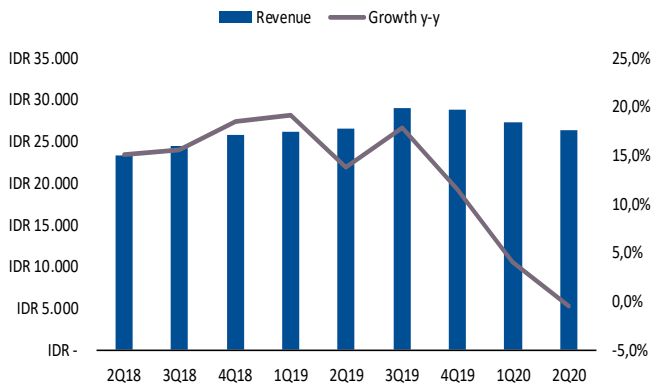
Putu Chantika Putri D.

+62 21 5088 9129

putu.chantika@nhsec.co.id

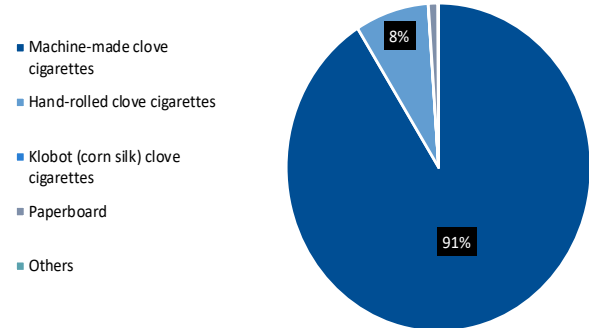
Performance Highlights

GGRM Quarterly Sales | 1Q18 - 2Q20



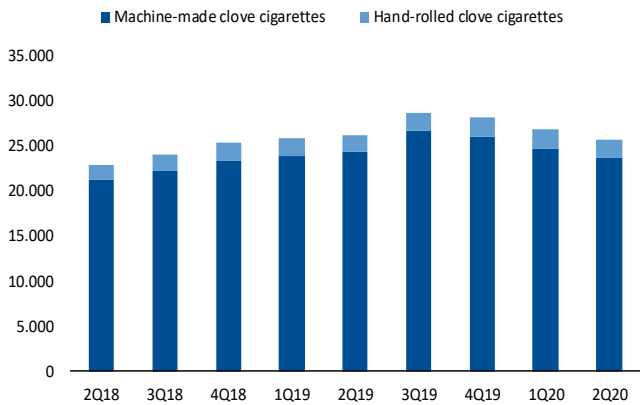
Source: Company Data, NHKSI Research

GGRM Sales Breakdown | 2Q20



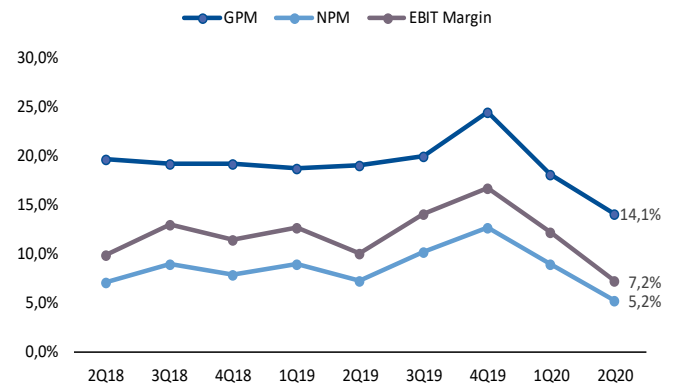
Source: Company Data, NHKSI Research

Machine and Hand Made Sales Trend | 1Q18 - 2Q20



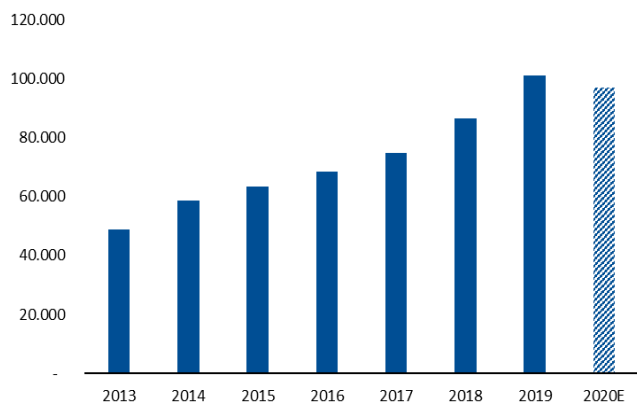
Source: Company Data, NHKSI Research

GGRM Quarterly Margins | 1Q18 - 2Q20



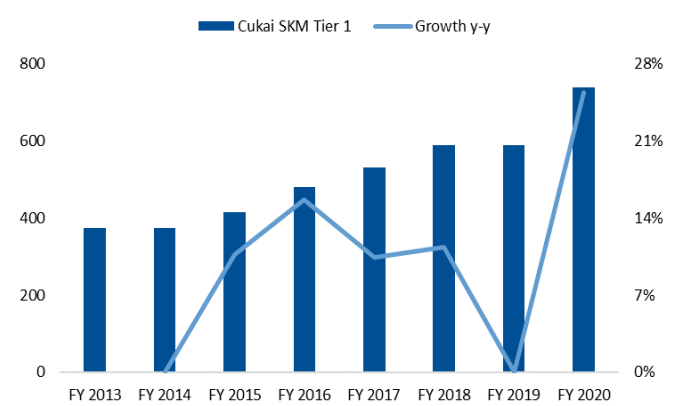
Source: Company Data, NHKSI Research

GGRM SKM Volume (mn sticks) | FY2013 - FY2020E



Source: Company Data, NHKSI Research

Excise Tax for Cigarettes in Indonesia



Source: Various Sources, NHKSI Research

2Q20 review (IDR bn)

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q19	2Q20					3Q20E
					Actual	Estimate	y-y	q-q	surprise	
Sales	26.548	28.976	28.803	27.261	26.394	27.909	-0,6%	-3,2%	-5,4%	26.394
Gross Profit	5.039	5.779	7.046	4.942	3.719	4.399	-26,2%	-24,7%	-15,5%	3.719
<i>Gross Margin</i>	19,0%	19,9%	24,5%	18,1%	14,1%	15,8%	-4,9%	-4,0%	-1,7%	14,1%
EBIT	2.642	4.089	4.815	3.305	1.894	1.961	-28,3%	-42,7%	-3,4%	1.894
<i>EBIT Margin</i>	10,0%	14,1%	16,7%	12,1%	7,2%	7,0%	-2,8%	-4,9%	0,1%	7,2%
EBITDA	3.222	4.695	5.573	3.966	2.559	2.664	-20,6%	-35,5%	-3,9%	2.559
<i>EBITDA Margin</i>	12,1%	16,2%	19,4%	14,5%	9,7%	9,5%	-2,4%	-4,9%	0,2%	9,7%
Net Profit	1.926	2.962	3.637	2.447	1.374	1.350	-28,6%	-43,8%	1,8%	1.374
<i>Net Margin</i>	7,3%	10,2%	12,6%	9,0%	5,2%	4,8%	-2,0%	-3,8%	0,4%	5,2%

Source: Bloomberg, NHKSI research

Earnings revision (IDR bn)

		2020E	2021F	2022F
Sales	-Revised	107.151	109.945	116.870
	-Previous	117,334	125,508	133,793
	-Change	-8,7%	-12,4%	-12,6%
Gross Profit	-Revised	17.738	21.263	22.689
	-Previous	23,109	26,080	28,729
	-Change	-23,2%	-18,5%	-21,0%
Gross Margin	-Revised	16,6%	19,3%	19,4%
	-Previous	19,7%	20,8%	21,5%
EBIT	-Revised	10.756	13.512	14.274
	-Previous	14,929	17,231	19,096
	-Change	-28,0%	-21,6%	-25,3%
EBIT Margin	-Revised	10,0%	12,3%	12,2%
	-Previous	12,7%	13,7%	14,3%
EBITDA	-Revised	13.465	16.140	17.106
	-Previous	17,685	19,850	21,948
	-Change	-23,9%	-18,7%	-22,1%
EBITDA Margin	-Revised	12,6%	14,7%	14,6%
	-Previous	15,1%	15,8%	16,4%
Net Profit	-Revised	7.443	9.790	10.417
	-Previous	10.385	12.416	13.884
	-Change	-28,3%	-21,2%	-25,0%
Net Margin	-Revised	6,9%	8,9%	8,9%
	-Previous	8,9%	9,9%	10,4%

Source: NHKSI research

Sekilas tentang GGRM

GGRM adalah produsen rokok kretek terkemuka yang identik dengan Indonesia. Memiliki total penduduk sekitar 266 juta jiwa, Indonesia merupakan pasar konsumen yang besar dan beragam dengan persentase perokok dewasa yang signifikan—67% laki-laki dewasa di Indonesia adalah perokok. GGRM memiliki pangsa pasar rokok dalam negeri sekitar 23,1% dengan produk-produk yang sudah dikenal luas oleh masyarakat di seluruh Nusantara. GGRM memiliki 66 kantor area dengan 269 titik distribusi di seluruh Indonesia dan armada penjualan lebih dari 7.000 kendaraan, termasuk sepeda motor untuk melayani pasar.

GGRM memiliki fasilitas produksi rokok kretek di dua lokasi. Pertama, Kediri, yang memiliki jumlah penduduk 268 ribu jiwa, merupakan pusat perdagangan regional sekaligus lokasi kantor pusat. Fasilitas produksi kedua berlokasi di Gempol, Jawa Timur yang berjarak 50 kilometer dari Surabaya. Dua fasilitas produksi ini memungkinkan GGRM memenuhi permintaan produk rokok.

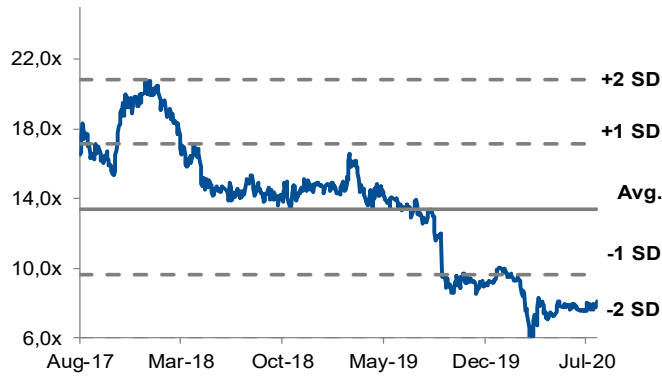
Asia Pacific Cigarette Company

Company	Market Cap (USD mn)	Asset (USD mn)	Sales LTM (USD mn)	Net Profit LTM (USD mn)	Net Profit Growth LTM	Net Margin	ROE LTM	P/E LTM	P/BV
Indonesia									
Gudang Garam	6.620	5.680	7.779	727	22,33%	9,4%	21,0%	9,3x	1,8x
HM Sampoerna	13.122	3.676	6.986	826	-16,61%	11,8%	43,0%	16,2x	7,2x
India									
ITC Ltd	32.161	10.264	6.911	2.160	21,55%	31,3%	24,6%	15,7x	3,7x
VST Industries Ltd	719	185	175	43	34,05%	24,5%	41,9%	17,7x	6,9x
Godfrey Phillips India Ltd	655	437	433	54	47,82%	12,5%	18,2%	12,8x	2,2x
	24	373	580	5	-71,89%	0,8%	3,0%	5,1x	0,2x
Malaysia									
British American Tobacco	712	251	541	68	-32,98%	12,6%	79,3%	10,4x	8,4x
Pakistan									
Pakistan Tobacco Co Ltd	2.511	261	350	85	21,76%	24,3%	62,0%	31,5x	20,0x
South Korea									
KT&G CORP	9.988	9.275	4.199	859	4,56%	20,5%	13,0%	10,6x	1,3x
Sri Lanka									
Ceylon Tobacco Co Plc	964	147	198	96	-1,15%	48,2%	190,5%	10,4x	20,8x

Source: Bloomberg

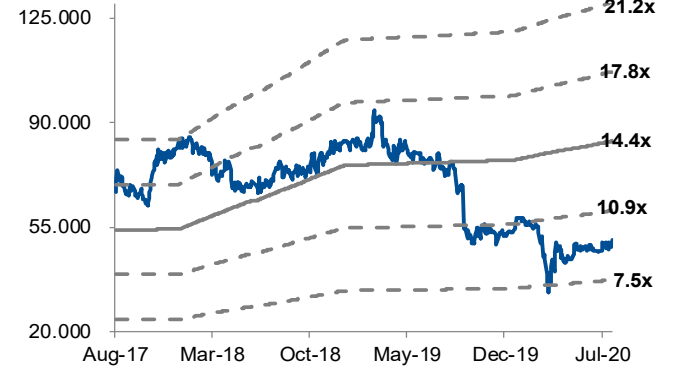
Multiple Valuation

Forward P/E band | Last 3 years



Source: NHKSI research

Dynamic Forward P/E band | Last 3 years



Source: NHKSI research

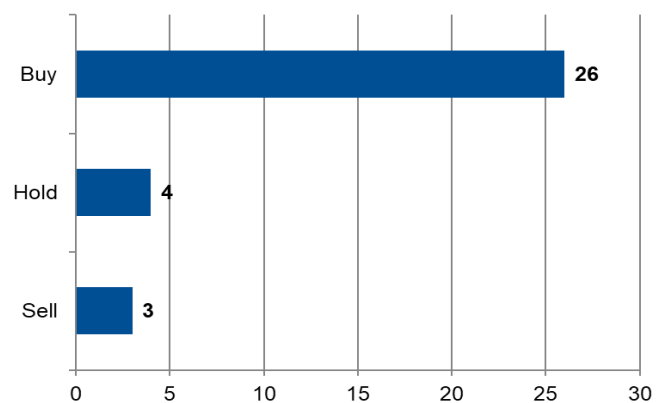
Rating and Target Price Update

Target Price Revision

Date	Rating	Target Price	Last Price	Consensus	vs Last Price	vs Consensus
09/18/2018	Buy	88,650	74,400	84,866	+19.2%	+4.5%
11/14/2018	Buy	100,000	75,700	86,915	+32.1%	+15.1%
09/24/2019	Buy	77,075	55,425	79,797	+35.5%	-5.9%
12/30/2019	Buy	61,800	52,400	59,865	+17.9%	+3.2%
05/26/2020	Buy	59,550	49,300	55,569	+20.8%	+7.2%

Source: NHKS research, Bloomberg

Analyst Coverage Rating



Source: Bloomberg

Closing and Target Price



Source: NHKSI research

NH Korindo Sekuritas Indonesia (NHKS) stock ratings

1. Period: End of year target price
2. Rating system based on a stock's absolute return from the date of publication
 - Buy : Greater than +15%
 - Hold : -15% to +15%
 - Sell : Less than -15%

Summary of Financials

INCOME STATEMENT

(IDR bn)	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E
Sales	110.524	107.151	109.945	116.870
<i>Growth</i>	15,5%	-3,1%	2,6%	6,3%
COGS	(87.741)	(89.413)	(88.681)	(94.181)
Gross Profit	22.783	17.738	21.263	22.689
<i>Gross Margin</i>	20,6%	16,6%	19,3%	19,4%
Operating Expenses	(7.912)	(6.983)	(7.751)	(8.415)
EBIT	14.872	10.756	13.512	14.274
<i>EBIT Margin</i>	13,5%	10,0%	12,3%	12,2%
Depreciation	2.530	2.709	2.628	2.832
EBITDA	17.401	13.465	16.140	17.106
<i>EBITDA Margin</i>	15,7%	12,6%	14,7%	14,6%
Interest Expenses	(599)	(749)	(374)	(293)
EBT	14.488	9.923	13.053	13.890
Income Tax	(3.607)	(2.481)	(3.263)	(3.472)
Minority Interest	0	-	-	-
Net Profit	10.881	7.443	9.790	10.417
<i>Growth</i>	39,6%	-31,6%	31,5%	6,4%
<i>Net Profit Margin</i>	9,8%	6,9%	8,9%	8,9%

PROFITABILITY & STABILITY

	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E
ROE	21,4%	13,9%	16,8%	16,3%
ROA	13,8%	9,4%	12,0%	12,2%
ROIC	16,4%	12,4%	15,0%	15,4%
Cash Dividend (IDR bn)	5.003	5.003	5.003	5.003
Dividend Yield	3,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Payout Ratio	64,2%	46,0%	67,2%	51,1%
DER	33,8%	21,8%	15,7%	9,3%
Net Gearing	33,9%	21,8%	15,7%	9,3%
LT Debt to Equity	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalization Ratio	25,3%	17,9%	13,6%	8,5%
Equity Ratio	64,8%	67,9%	71,6%	74,7%
Debt Ratio	21,9%	14,8%	11,2%	6,9%
Financial Leverage	153,8%	150,7%	143,3%	136,6%
Current Ratio	206,2%	222,7%	253,1%	288,2%
Par Value (IDR)	500	500	500	500
Total Shares (mn)	1.924	1.924	1.924	1.924
Share Price (IDR)	83.800	50.700	50.700	50.700
Market Cap (IDR tn)	161,2	97,6	97,6	97,6

BALANCE SHEET

(IDR bn)	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E
Cash	3.572	5.617	8.327	11.399
Receivables	1.876	3.082	3.163	3.362
Inventories	42.847	40.297	38.947	38.318
Total Current Assets	52.081	50.392	51.804	54.419
Net Fixed Assets	25.374	26.817	28.038	29.296
Other Non Current Asset	1.192	1.627	1.644	1.660
Total Assets	78.647	78.836	81.485	85.375
Payables	1.297	1.200	1.191	1.264
ST Bank Loan	17.236	11.677	9.161	5.930
LT Debt	-	-	-	-
Total Liabilities	27.717	25.148	23.010	21.485
Capital Stock	1.016	1.016	1.016	1.016
Retained Earnings	49.948	52.582	57.369	62.784
Shareholders' Equity	50.931	53.564	58.352	63.766

VALUATION INDEX

	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E
Price /Earnings	14,8x	13,1x	10,0x	9,4x
Price /Book Value	3,2x	1,8x	1,7x	1,5x
Price/Sales	1,5x	0,9x	0,9x	0,8x
PE/EPS Growth	0,4x	-0,4x	0,3x	1,5x
EV/EBITDA	10,1x	8,3x	6,4x	5,7x
EV/EBIT	11,9x	10,3x	7,7x	6,9x
EV (IDR bn)	176.493	111.182	103.578	98.352
Sales CAGR (3-Yr)	10,8%	13,2%	8,8%	4,7%
EPS CAGR (3-Yr)	6,6%	17,7%	-1,4%	7,9%
Basic EPS (IDR)	5.655	3.868	5.088	5.414
Diluted EPS (IDR)	5.655	3.868	5.088	5.414
BVPS (IDR)	26.470	27.839	30.327	33.141
Sales PS (IDR)	57.442	55.689	57.141	60.741
DPS (IDR)	2.600	2.600	2.600	2.600

CASH FLOW STATEMENT

(IDR bn)	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E
Operating Cash Flow	10.948	17.077	14.067	15.352
Investing Cash Flow	(4.818)	(4.587)	(3.839)	(4.047)
Financing Cash Flow	(4.606)	(10.446)	(7.518)	(8.234)
Net Changes in Cash	1.524	2.045	2.710	3.072

OWNERSHIP

By Geography	% Shareholders	%
Indonesia	92,0	Suryaduta Investama 69,3
United States	2,9	Suryamitra Kusuma 6,3
Luxembourg	2,1	Fil Limited 1,5
Ireland	0,6	Vanguard Group 0,8

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