

Gudang Garam Tbk (GGRM)

Kinerja 3Q20 Didorong Oleh Pertumbuhan Pendapatan yang Kuat

GGRM mencatatkan pertumbuhan pendapatan yang solid didukung oleh kinerja yang baik dari kedua segmen – sigaret kretek tangan dan sigaret kretek mesin. Sementara itu, GGRM telah mengumumkan untuk tidak membagikan dividen tahun ini dan melunasi pinjaman jangka pendek yang berdampak pada peningkatan DER.

Pendapatan 3Q20 Melebihi Ekspektasi Kami

Gudang Garam (GGRM) membukukan pendapatan 3Q20 sebesar Rp29,7tn (+2,6% YoY, +12,6% QoQ), mencapai 73,9% dan 74,5% dari estimasi kami dan konsensus. Pendapatan ini di atas ekspektasi kami, didukung pertumbuhan penjualan sigaret kretek tangan (SKT) yang terus meningkat dengan kecepatan sedang sebesar 8% YoY (vs. 6% di 3Q19). Selain itu, penjualan sigaret kretek mesin (SKM) tercatat sebesar Rp26,6tn (+0,3% YoY, +12,8% QoQ). Kami melihat permintaan untuk segmen ini mulai menunjukkan tanda-tanda pemulihan. Di samping itu, laba kotor tercatat menurun 25,2% YoY karena kenaikan cukai, yang membuat GPM menyusut 540 bps menjadi 14,5% YoY di 3Q20. Margin EBIT dan NPM juga tercatat turun 600 bps menjadi 8,1% YoY dan 410 bps menjadi 6,1% YoY. Penurunan tajam margin ini sebagian besar disebabkan oleh peningkatan biaya operasional. Dengan itu, laba bersih di 3Q20 sebesar Rp1,8tn (-38,3% YoY, +32,9% QoQ).

Tidak Membagikan Dividen Tahun Ini

GGRM telah membagikan total dividen sebesar Rp5tn (Rp2.600 per saham) selama empat tahun berturut-turut. Sehingga keputusan dalam RUPS untuk tidak membagikan dividen tahun ini terjadi di luar dugaan. Berdasarkan asumsi kami sebelumnya, rasio pembayaran dividen (DPR) GGRM berikutnya akan berada di 46%, lebih rendah dari rata-rata 4 tahun (FY16-19) di 70,3% dan masih mampu menghasilkan arus kas yang cukup. Sesuai dengan keadaan saat ini, kami telah merevisi proyeksi DPR kami ke 0%/64% untuk FY20E/21E. Sementara itu, kami melihat bahwa total hutang di 3Q20 telah turun secara signifikan sebesar 86% menjadi Rp1.0tn, dari Rp8.3tn di 2Q20. Sebagai hasilnya, DER meningkat menjadi 2,09x di 3Q20 (vs. 15,5x di 2Q20).

Memantau Pengumuman Cukai Rokok

Sebagaimana tercantum dalam RAPBN 2021, pemerintah telah mengusulkan kenaikan penerimaan cukai hasil tembakau sebesar 4,8% YoY menjadi Rp172,8 triliun, yang mengindikasikan bahwa cukai diperkirakan akan naik pada tahun depan meskipun PMK belum dirilis. Proyeksi kami untuk peningkatan pajak cukai SKM pada FY21E akan menjadi sekitar 10% (vs. ~25% pada FY20), karena kenaikan pajak cukai yang lebih signifikan akan berdampak negatif pada sektor ini.

Mempertahankan BUY dengan TP lebih rendah: Rp49.000/saham

Pada harga saham saat ini, GGRM diperdagangkan pada PE sekitar 9,6x (-2SD dari rata-rata P / E 3 tahun). Harga saham turun sebesar -22,4% YTD dan lebih rendah -9,7% dari performa IHSG. Menurut kami, perusahaan kemungkinan tidak akan sepenuhnya membebaskan cukai pada konsumen karena GGRM perlu mempertahankan pangsa pasarnya. GGRM juga perlu mewaspadai pengumuman cukai rokok. Terlepas dari situasi yang kurang menguntungkan, kami yakin ketika daya beli kembali normal, GGRM memiliki ruang yang cukup untuk meningkatkan ASP. Karena itu, kami mempertahankan BUY dengan potensi kenaikan 18,4% dari harga saham saat ini dan target PE 10,9x

Gudang Garam Tbk | Summary (IDR bn)

	2019A	2020E	2021F	2022F
Sales	110.524	112.785	120.809	129.701
<i>Sales growth</i>	15,5%	2,0%	7,1%	7,4%
EBITDA	17.401	13.534	14.653	15.554
Net Profit	10.881	7.806	8.632	9.105
EPS (IDR)	5.655	4.057	4.486	4.732
<i>EPS growth</i>	39,6%	-28,3%	10,6%	5,5%
EBITDA margin	15,7%	12,0%	12,1%	12,0%
NPM	9,8%	6,9%	7,1%	7,0%
P/E	14,8x	10,2x	9,2x	8,7x
P/BV	3,2x	1,4x	1,3x	1,2x
EV/EBITDA	10,1x	6,9x	5,3x	5,0x
DPS (IDR)	2.600	-	2.600	2.600
<i>Dividend yield</i>	3,1%	0,0%	6,3%	6,3%

Source: Company Data, Bloomberg, NHKS Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

Buy

Target Price (IDR) **49,000**

Consensus Price (IDR)	54,355
TP to Consensus Price	-9.9%
vs. Last Price	+18.4%

Shares data

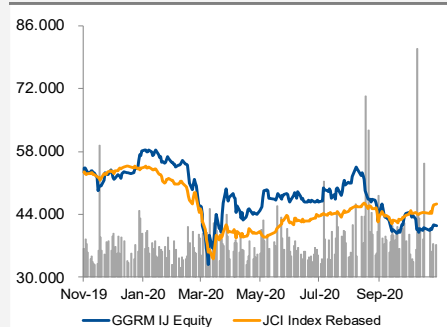
Last Price (IDR)	41,400
Price date as of	Nov 09, 2020
52 wk range (Hi/Lo)	58,325 / 32,900
Free float (%)	23.8
Outstanding sh.(mn)	1,924
Market Cap (IDR bn)	81,581
Market Cap (USD mn)	5,773
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	1.897
Avg. Trd Val - 3M (bn)	85.00
Foreign Ownership	8.0%

Consumer Staples

Cigarette

Bloomberg	GGRM.IJ
Reuters	GGRM.JK

Share Price Performance



	YTD	1M	3M	12M
Abs. Ret.	-22.4%	-6.4%	-19.3%	-22.6%
Rel. Ret.	-7.6%	-12.4%	-23.1%	-9.3%

Putu Chantika Putri D.

+62 21 5088 9129

putu.chantika@nhsec.co.id

3Q20 review (IDR bn)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20					4Q20E
					Actual	Estimate	y-y	q-q	surprise	
Sales	28.976	28.803	27.261	26.394	29.720	26.405	2,6%	12,6%	12,6%	29.410
Gross Profit	5.779	7.046	4.942	3.719	4.323	4.095	-25,2%	16,2%	5,6%	4.938
<i>Gross Margin</i>	19,9%	24,5%	18,1%	14,1%	14,5%	15,5%	-5,4%	0,5%	-1,0%	16,8%
EBIT	4.089	4.815	3.305	1.894	2.409	2.605	-41,1%	27,2%	-7,5%	3.232
<i>EBIT Margin</i>	14,1%	16,7%	12,1%	7,2%	8,1%	9,9%	-6,0%	0,9%	-1,8%	11,0%
EBITDA	4.695	5.573	3.966	2.559	3.082	3.288	-34,3%	20,4%	-6,3%	3.926
<i>EBITDA Margin</i>	16,2%	19,4%	14,5%	9,7%	10,4%	12,5%	-5,8%	0,7%	-2,1%	13,3%
Net Profit	2.962	3.637	2.447	1.374	1.826	1.773	-38,3%	32,9%	3,0%	2.425
<i>Net Margin</i>	10,2%	12,6%	9,0%	5,2%	6,1%	6,7%	-4,1%	0,9%	-0,6%	8,2%

Source: Bloomberg, NHKSI research

Earnings revision (IDR bn)

		2020E	2021F	2022F
Sales	-Revised	112.785	120.809	129.701
	-Previous	107.151	109.945	116.870
	-Change	5,3%	9,9%	11,0%
Gross Profit	-Revised	17.922	19.186	20.717
	-Previous	17.738	21.263	22.689
	-Change	1,0%	-9,8%	-8,7%
Gross Margin	-Revised	15,9%	15,9%	16,0%
	-Previous	16,6%	19,3%	19,4%
EBIT	-Revised	10.840	11.997	12.675
	-Previous	10.756	13.512	14.274
	-Change	0,8%	-11,2%	-11,2%
EBIT Margin	-Revised	9,6%	9,9%	9,8%
	-Previous	10,0%	12,3%	12,2%
EBITDA	-Revised	13.534	14.653	15.554
	-Previous	13.465	16.140	17.106
	-Change	0,5%	-9,2%	-9,1%
EBITDA Margin	-Revised	12,0%	12,1%	12,0%
	-Previous	12,6%	14,7%	14,6%
Net Profit	-Revised	7.806	8.632	9.105
	-Previous	7.443	9.790	10.417
	-Change	4,9%	-11,8%	-12,6%
Net Margin	-Revised	6,9%	7,1%	7,0%
	-Previous	6,9%	8,9%	8,9%

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.

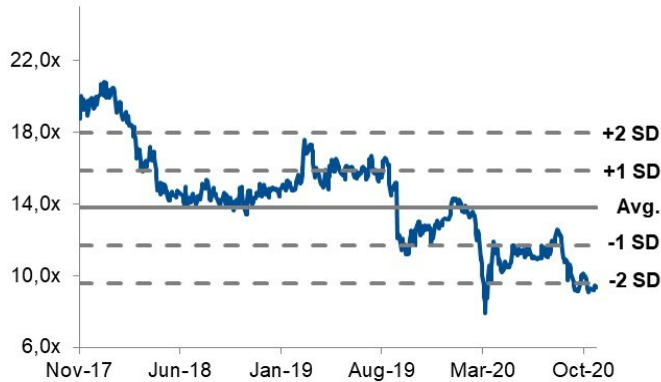
Asia Pacific Cigarette Company

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	5.773	5.680	7.752	642	0,12%	8,3%	17,9%	8.8x	1.4x
HM Sampoerna	12.387	3.676	6.986	826	-16,61%	11,8%	43,0%	14.7x	6.6x
India									
ITC Ltd	29.520	10.264	6.911	2.160	21,55%	31,3%	24,6%	14.3x	3.4x
VST Industries Ltd	701	185	175	43	34,05%	24,5%	41,9%	17.1x	6.6x
Godfrey Phillips India Ltd	626	437	402	54	47,85%	13,5%	18,2%	12.1x	2.1x
Malaysia									
British American Tobacco	784	251	550	63	-26,77%	11,5%	72,2%	12.1x	8.9x
Pakistan									
Pakistan Tobacco Co Ltd	2.471	261	369	89	29,17%	24,1%	73,6%	27.6x	19.7x
South Korea									
KT&G CORP	10.380	9.275	4.323	825	-5,73%	19,1%	12,2%	10.9x	1.2x
Sri Lanka									
Ceylon Tobacco Co Plc	980	147	188	87	-13,79%	46,2%	233,8%	11.3x	31.4x

Source: Bloomberg

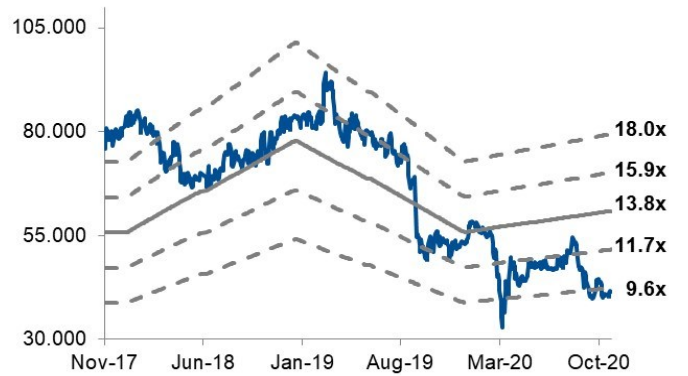
Multiple Valuation

Forward P/E band | Last 3 years



Source: NHKSI research

Dynamic Forward P/E band | Last 3 years



Source: NHKSI research

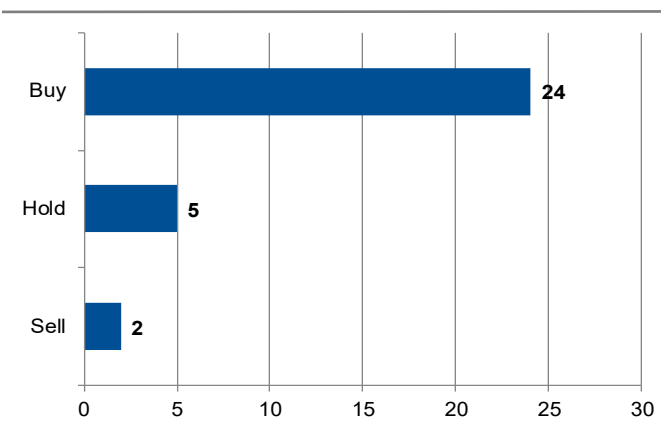
Rating and Target Price Update

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%
11/17/2020	Buy	49,000	41,400	54,355	+18.4%	-9.9%

Source: NHKSI research, Bloomberg

Analyst Coverage Rating



Source: Bloomberg

Closing and Target Price



Source: NHKSI research

Summary of Financials

INCOME STATEMENT

(IDR bn)	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E
Sales	110.524	112.785	120.809	129.701
<i>Growth</i>	15,5%	2,0%	7,1%	7,4%
COGS	(87.741)	(94.864)	(101.623)	(108.984)
Gross Profit	22.783	17.922	19.186	20.717
<i>Gross Margin</i>	20,6%	15,9%	15,9%	16,0%
Operating Expenses	(7.912)	(7.082)	(7.188)	(8.041)
EBIT	14.872	10.840	11.997	12.675
<i>EBIT Margin</i>	13,5%	9,6%	9,9%	9,8%
Depreciation	2.530	2.694	2.655	2.879
EBITDA	17.401	13.534	14.653	15.554
<i>EBITDA Margin</i>	15,7%	12,0%	12,1%	12,0%
Interest Expenses	(599)	(388)	(285)	(320)
EBT	14.488	10.407	11.665	12.304
Income Tax	(3.607)	(2.602)	(3.033)	(3.199)
Minority Interest	0	-	-	-
Net Profit	10.881	7.806	8.632	9.105
<i>Growth</i>	39,6%	-28,3%	10,6%	5,5%
<i>Net Profit Margin</i>	9,8%	6,9%	7,1%	7,0%

PROFITABILITY & STABILITY

	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E
ROE	21,4%	13,2%	13,8%	13,6%
ROA	13,8%	9,7%	10,2%	10,4%
ROIC	16,4%	13,3%	13,7%	13,6%
Cash Dividend (IDR bn)	5.003	-	5.003	5.003
Dividend Yield	3,1%	0,0%	6,3%	6,3%
Payout Ratio	64,2%	0,0%	64,1%	58,0%
DER	33,8%	3,5%	3,7%	3,3%
Net Gearing	33,9%	3,5%	3,7%	3,3%
LT Debt to Equity	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalization Ratio	25,3%	3,4%	3,6%	3,2%
Equity Ratio	64,8%	73,6%	74,0%	76,4%
Debt Ratio	21,9%	2,6%	2,7%	2,5%
Financial Leverage	153,8%	144,5%	135,5%	132,9%
Current Ratio	206,2%	275,9%	279,8%	308,5%
Par Value (IDR)	500	500	500	500
Total Shares (mn)	1.924	1.924	1.924	1.924
Share Price (IDR)	83.800	41.400	41.400	41.400
Market Cap (IDR tn)	161,2	79,7	79,7	79,7

BALANCE SHEET

(IDR bn)	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E
Cash	3.572	3.913	4.658	5.808
Receivables	1.876	3.245	3.475	3.731
Inventories	42.847	42.754	44.631	44.340
Total Current Assets	52.081	51.414	54.236	55.323
Net Fixed Assets	25.374	27.384	28.957	30.617
Other Non Current Asset	1.192	1.408	1.422	1.436
Total Assets	78.647	80.205	84.615	87.376
Payables	1.297	1.274	1.364	1.463
ST Bank Loan	17.236	2.065	2.317	2.202
LT Debt	-	-	-	-
Total Liabilities	27.717	21.202	21.983	20.641
Capital Stock	1.016	1.016	1.016	1.016
Retained Earnings	49.948	58.020	61.650	65.752
Shareholders' Equity	50.931	59.003	62.632	66.735

VALUATION INDEX

	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E
Price /Earnings	14,8x	10,2x	9,2x	8,7x
Price /Book Value	3,2x	1,4x	1,3x	1,2x
Price/Sales	1,5x	0,7x	0,7x	0,6x
PE/EPS Growth	0,4x	-0,4x	0,9x	1,6x
EV/EBITDA	10,1x	6,9x	5,3x	5,0x
EV/EBIT	11,9x	8,6x	6,5x	6,1x
EV (IDR bn)	176.493	93.288	77.776	77.283
Sales CAGR (3-Yr)	10,8%	13,2%	10,6%	8,1%
EPS CAGR (3-Yr)	6,6%	17,7%	0,2%	3,5%
Basic EPS (IDR)	5.655	4.057	4.486	4.732
Diluted EPS (IDR)	5.655	4.057	4.486	4.732
BVPS (IDR)	26.470	30.665	32.552	34.684
Sales PS (IDR)	57.442	58.617	62.787	67.409
DPS (IDR)	2.600	-	2.600	2.600

CASH FLOW STATEMENT

(IDR bn)	2019/12A	2020/12E	2021/12E	2022/12E
Operating Cash Flow	10.948	20.803	9.712	10.709
Investing Cash Flow	(4.818)	(5.287)	(4.217)	(4.441)
Financing Cash Flow	(4.606)	(15.070)	(4.750)	(5.118)
Net Changes in Cash	1.524	446	745	1.151

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

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 rights reserved by PT NH Korindo Sekuritas Indonesia.