Tobacco: Exploring smokeless option

NEUTRAL

Company Ticker	Last Price	Target Price	PANS Call	PE 2024F
GGRM	21.000	**25.000**	**BUY**	5,9
HMSP	870	**955**	**HOLD**	13,1

ESTIMASI VOLUME PRODUKSI ROKOK

Keterangan	2021	2022	2023F
Volume Produksi (miliar batang)	320,1	309,6	300,3
Kenaikan Cukai	12,5%	12,0%	10,0%

PERUBAHAN TARIF CUKAI ROKOK

Kategori			2023	2024
SKM	Tier I	>3bn	1.100	1.230
	Tier II	<=3bn	670	745
SKT	Tier I	>2bn	460	485
			360	380
	Tier II	0,5bn-2bn	215	225
	Tier III	<=0,5bn	120	125
SPM	Tier I	>3bn	1.095	1.335
	Tier II	<=3bn	710	795

Rizal Rafly
rafly@pans.co.id
(+62-21) 5153055

Penggunaan produk tembakau tercatat menurun hingga ke level 22,3% (~1,32 miliar orang) dan diproyeksikan akan terus mengalami penurunan ke level prevalensi 20,4% pada tahun 2025F (~1,27 miliar orang), hal ini lebih disebabkan oleh: 1) *health awareness* yang meningkat, 2) regulasi atau larangan yang semakin ketat terkait konsumsi produk tembakau, dan 3) alternatif yang lebih murah. Kami melihat bahwa, kenaikan UMP yang dibawah ekspektasi juga akan membatasi pemulihan kinerja di tahun 2024 dan kenaikan cukai yang terus dilakukan di tahun pemilu turut berdampak terhadap volume penjualan. Sejalan dengan hal ini, kami masih merekomendasikan *NEUTRAL* untuk sektor tembakau, dimana *top pick* adalah GGRM dengan rekomendasi BUY di TP: Rp25.000 (*implied* PE 7,4x di 2024F).

Kenaikan UMP yang minim berpotensi menekan volume penjualan. Melalui Kementerian Ketenagakerjaan, pemerintah telah menetapkan peningkatan Upah Minimum Provinsi (UMP) Tahun 2024 sebesar 3,84% yang telah dilaksanakan sejak 1 Januari 2024. Kenaikan tersebut di bawah ekspektasi yang dapat mencapai 10%, tentunya akan sulit untuk mengkompensasi kenaikan harga pangan yang diprediksi bakal berlanjut pada 2024. Menurut kami, kenaikan UMP yang minim akan terus menyebabkan perokok berpenghasilan rendah melakukan *downtrading*. Perokok akan beralih ke rokok yang lebih murah, terutama rokok di bawah *tier-1* atau segmen rokok yang memiliki peningkatan ASP terendah. Sementara itu, kami yakin akan banyak ancaman dari munculnya rokok ilegal yang beredar di pasaran akibat kenaikan cukai rokok yang terus dilakukan, yang dapat menganggu penerimaan cukai pemerintah. Kami memperkirakan volume penjualan industri rokok Indonesia pada 2023F secara keseluruhan mengalami penurunan -3,0% YoY menjadi 242 miliar batang.

Tren peningkatan konsumsi dari *heated tobacco product* (HTP) di global. Sejak tahun 2014, pasar HTP telah berkembang pesat, dengan penjualan yang didominasi oleh PMI. Menurut Euromonitor International, pada tahun 2014, sekitar 100 ribu perangkat dan lebih dari 15 juta batang HTP terjual di seluruh dunia. Pada tahun 2021, angka ini meningkat menjadi hampir 30 juta perangkat dan lebih dari 125 miliar batang. Selama periode yang sama, nilai ritel global dari HTP (perangkat dan batang) hampir dua kali lipat dari sekitar USD15,6 juta menjadi USD28,7 miliar. Peningkatan pesat dari penjualan HTP dari PMI berbanding terbalik dengan penjualan rokok konvensional yang secara keseluruhan mengalami penurunan dalam satu dekade terakhir. Hal tersebut seiring dengan kesadaran masyarakat global untuk mengkonsumsi produk tembakau dengan kandungan zat berbahaya yang lebih rendah dibandingkan dengan produk rokok konvensional.

Permintaan SKT masih positif ditengah *downtrading* yang masih berlangsung. Dari sisi perilaku konsumen yang sangat sensitif terhadap harga, maka tarif cukai akan semakin tinggi pada rokok tradisional pada tahun 2024, diperkirakan akan menyebabkan beberapa pergeseran pasar. Kami mengantisipasi bahwa perokok berpenghasilan rendah kemungkinan besar akan beralih ke pilihan yang lebih terjangkau seperti Sigaret Kretek Tangan (SKT) atau Sigaret Kretek Mesin (SKM) tier 2. Tren ini mulai terlihat dari kenaikan volume penjualan dari produk rokok SKT dalam 4 tahun terakhir dengan CAGR +7,4% (2020-2023F), sedangkan untuk penjualan produk SKM dan SPT terus mengalami penurunan setidaknya dalam 7 tahun terakhir dengan CAGR masing-masing sebesar -4,4% dan -7,6% (2016-2023F).

Disisi lain, gap kenaikan cukai rokok tier 1 dan tier 2 semakin menipis. Ditengah perilaku *downtrading* konsumen rokok yang masih berlangsung, terlihat bahwa *spread* kenaikan cukai rokok antara tier I dan tier II semakin menipis, terutama pada periode 2023 dan 2024, hal tersebut tercermin dari selisih kenaikan cukai antara produk rokok SKM tier 1 dan SKM tier 2 hanya sebesar 0,3% (SKM tier 1: 11,8%; SKM tier 2: 11,5%). Hal ini akan menjadi katalis positif bagi produsen rokok tier I karena gap kenaikan harga dengan rokok tier 2 semakin mengecil yang membuat harga produk rokok tier 1 akan menjadi semakin kompetitif.

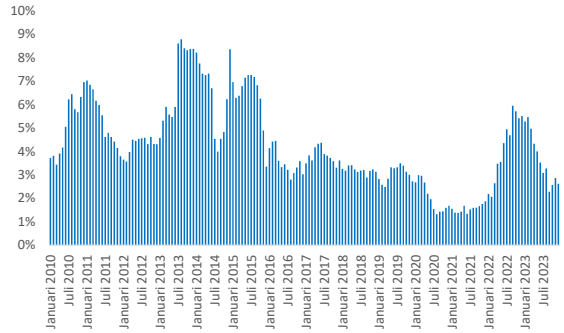
Merekomendasikan *NEUTRAL* untuk sektor tembakau, dengan *top pick* GGRM. Kinerja sektor tembakau kedepan akan dipengaruhi oleh beberapa katalis seperti: 1) kenaikan UMP yang minimum yang akan menekan daya beli masyarakat, 2) kenaikan tarif cukai berpotensi menyebabkan penurunan volume produksi, namun disisi lain: 3) permintaan produk SKT positif seiring dengan perilaku *downtrading* konsumen, dan 4) selisih antara tarif cukai rokok dari produsen tier I dan produsen rokok tier II yang tercatat mulai mengecil. Sejalan dengan hal ini, kami memberikan rekomendasi NEUTRAL untuk sektor tembakau, *top-pick* adalah GGRM serta rekomendasi BUY dengan target harga Rp25.000 (*implied* PE 7,4x di 2024F).

SECTOR OVERVIEW

Rendahnya daya beli akibat minimnya kenaikan UMP. Melalui Kementerian Ketenagakerjaan, pemerintah telah menetapkan peningkatan Upah Minimum Provinsi (UMP) Tahun 2024 sebesar 3,84% yang telah dilaksanakan sejak 1 Januari 2024. Kenaikan tersebut di bawah ekspektasi yang dapat mencapai 10%. Kenaikan UMP yang yang relatif rendah ini akan sulit untuk mampu mengkompensasi kenaikan harga pangan yang diprediksi bakal berlanjut pada 2024. Inflasi pangan kemungkinan besar masih akan terjadi pada 2024 dan menggerus daya beli konsumen. Kami melihat terdapat *spread* yang tipis antara kenaikan UMP dan proyeksi inflasi pada 2024F, dimana proyeksi inflasi pada 2024F dari BI berada di level 3,20% dan kenaikan UMP pada 2024F hanya 3,84%, *spread* ini jauh mengecil jika dibandingkan dengan tahun 2023 dengan inflasi di level 2,61% dan kenaikan UMP di level 10,0%. Kami yakin bahwa *spread* antara kenaikan UMP dan inflasi yang menipis akan berdampak negatif terhadap daya beli.

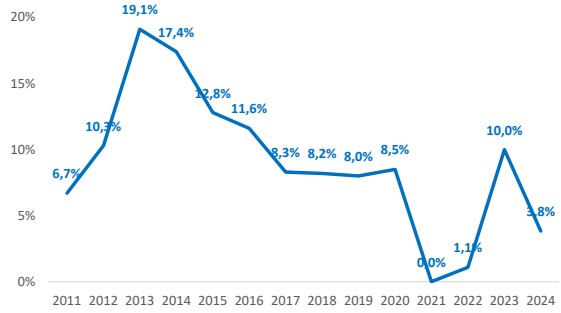
Perokok berpenghasilan rendah melakukan *downtrading*. Kami menilai kenaikan UMP yang sedikit akan berdampak mendorong *downtrading,* khususnya ke segmen sigaret kretek tangan (SKT). Di sisi lain, hal tersebut juga juga dapat menurunkan daya beli perokok berpendapatan rendah, yang menyebabkan *downtrading* dari rokok premium atau rokok tier 1 ke rokok tier 2, seiring dengan harga rokok tier 1 yang semakin tidak terjangkau bagi perokok berpenghasilan rendah. Menurut kami, kenaikan UMP yang minim akan terus menyebabkan perokok berpenghasilan rendah melakukan *downtrading*. Perokok akan beralih ke rokok yang lebih murah, terutama rokok di bawah tier-1 atau segmen rokok yang memiliki peningkatan ASP terendah. Sementara itu, kami yakin akan banyak ancaman dari munculnya rokok ilegal yang beredar di pasaran akibat kenaikan cukai rokok yang terus dilakukan. Menurut pandangan kami, hal ini mungkin menjadi bumerang bagi penerimaan pajak cukai pemerintah. Kami memperkirakan volume penjualan industri rokok Indonesia pada 2023F secara keseluruhan mengalami penurunan -3,0% YoY menjadi 242 miliar batang.

Grafik 1. Tren inflasi tahunan Indonesia



Sumber: Bloomberg, PANS

Grafik 2. Tren kenaikan upah minimum provinsi

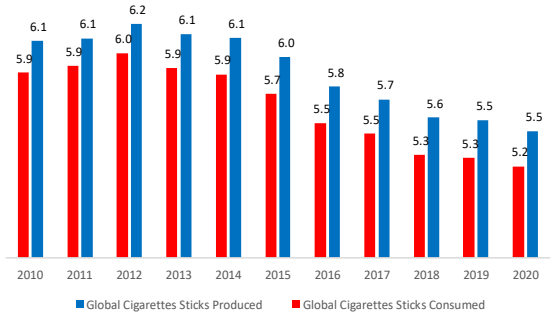


Sumber: Bloomberg, PANS

Konsumsi dan produksi produk tembakau secara global terus mengalami penurunan. Pada tahun 2020, prevalensi dari penggunaan produk tembakau tercatat menurun hingga ke level 22,3% (~1,32 miliar orang) dan diproyeksikan akan terus mengalami penurunan ke level prevalensi 20,4% pada tahun 2025F (~1,27 miliar orang). Berdasarkan report dari WHO, penurunan prevalensi dari pengkonsumsi produk tembakau dalam WHO Region dengan rentang umur 15 tahun atau lebih tua yang paling pesat terdapat di Amerika dengan prevalensi yang diperkirakan akan menurun ke level 14% 2025F (2010: 21%) atau mengalami penurunan rata-rata berkisar ~33% dalam waktu 15 tahun, dimana jumlah pengguna produk tembakau diperkirakan menurun ke 118 juta orang 2025F (2010: 148 juta orang). Laporan Statista Consumer Insights memprediksi penurunan jumlah perokok di sebagian besar negara di dunia dalam sekitar satu dekade mendatang. Meski demikian, tren jumlah perokok di Indonesia justru meningkat pada periode yang sama, dimana terdapat 112 juta perokok di Indonesia pada 2021. Jumlahnya diproyeksikan akan bertambah menjadi 123 juta perokok pada 2030. Berbeda dengan sebagian besar negara lainnya, di mana diperkirakan akan mengalami penurunan antara dua hingga empat juta perokok antara 2021 dan 2030. China merupakan negara dengan jumlah perokok terbanyak menurut laporan. Namun, jumlahnya diproyeksikan bakal turun dari 293 juta orang pada 2021 menjadi 290 juta orang pada 2023. Sama halnya dengan India, jumlah perokoknya juga diprediksi turun dari 147 juta orang menjadi 145 juta orang pada periode yang sama. Di bawah Indonesia, ada Amerika Serikat, dengan jumlah perokoknya diproyeksikan turun dari 67 juta orang menjadi 63 juta orang pada akhir 2030. Sejumlah negara lain seperti Rusia, Jepang, Jerman, dan Inggris juga diprediksi mengalami penurunan jumlah perokok dalam satu dekade ke depan. Sementara itu, Prancis diperkirakan memiliki jumlah perokok yang relatif stabil pada 2021 dan 2023 seperti grafik di atas. Menurut WHO, lebih dari 80% dari 1,3 miliar pengguna tembakau dunia tinggal di negara berpenghasilan rendah dan menengah.

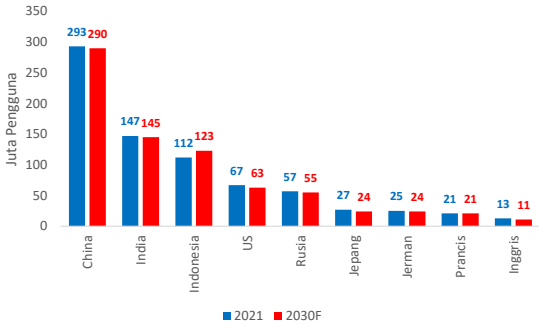
Tren peningkatan konsumsi dari HTP di global. Seiring dengan pemahaman yang semakin baik tentang bahaya dari produk konvensional dan diterapkannya langkah-langkah pengendalian tembakau, perusahaan tembakau lintas negara (TTCs) telah berinvestasi, mengembangkan, dan memasarkan berbagai produk nikotin dan tembakau yang lebih baru untuk menjamin masa depan industri dalam jangka panjang. Sejak awal tahun 2000-an, perusahaan tembakau lintas negara telah mengembangkan minat dalam rokok elektronik berbasis produk tembakau yang dipanaskan atau biasa dikenal dengan *heated tobacco products* (HTP). Berbeda dengan rokok elektronik, produk HTP mengandung tembakau. Organisasi Kesehatan Dunia (WHO) menggambarkan proses tembakau dalam produk ini adalah dipanaskan tanpa dilakukan pembakaran untuk menghasilkan emisi yang mengandung nikotin dan zat kimia lainnya. Menurut perusahaan tembakau, dengan memanaskan tembakau, daripada membakar seperti rokok konvensional, pembentukan zat berbahaya yang dihasilkan pada suhu tinggi yang terkait dengan pembakaran secara signifikan berkurang. Sejak tahun 2014, pasar HTP telah berkembang pesat, dengan penjualan yang didominasi oleh PMI. Menurut Euromonitor International, pada tahun 2014, sekitar 100.000 perangkat dan lebih dari 15 juta batang HTP terjual di seluruh dunia. Pada tahun 2021, angka ini meningkat menjadi hampir 30 juta perangkat dan lebih dari 125 miliar batang. Selama periode yang sama, nilai ritel global dari HTP (perangkat dan batang) hampir dua kali lipat dari sekitar USD15,6 juta menjadi USD28,7 miliar. Peningkatan pesat dari penjualan HTP dari PMI berbanding terbalik dengan penjualan rokok konvensional yang secara keseluruhan mengalami penurunan dalam satu dekade terakhir. Hal tersebut seiring dengan kesadaran masyarakat global untuk mengkonsumsi produk tembakau dengan kandungan zat berbahaya yang lebih rendah dibandingkan dengan produk rokok konvensional.

Grafik 3. Tren produksi dan konsumsi produk tembakau global



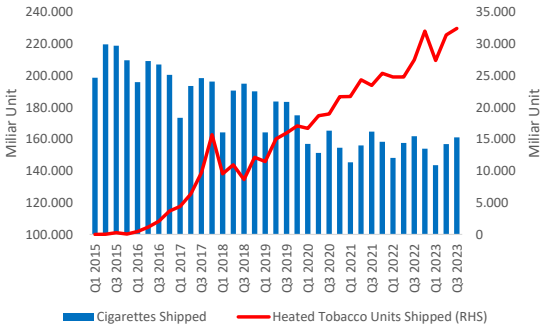
Sumber: Bloomberg, PANS

Grafik 4. Perubahan jumlah perokok selama 10 tahun kedepan



Sumber: Katadata, PANS

Grafik 5. Perbandingan *shipment* rokok dan HTP pada PMI



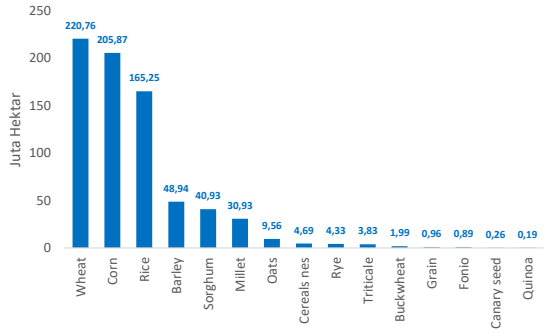
Sumber: Bloomberg, PANS

Gambar 1. Produk HTP dengan merk IQOS Iluma

Sumber: IQOS

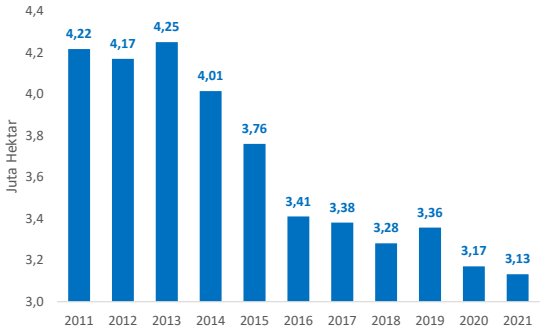
Lahan tanam tembakau tercatat mengalami penurunan. Penurunan dari lahan tanam tembakau terjadi seiring dengan permintaan produk tembakau tercatat terus mengalami penurunan setiap tahunnya, dimana jumlah perokok pada tahun 2025F diproyeksikan menurun ke level ~956 juta dengan tingkat prevalensi 15,4%. Adapun total konsumsi rokok pada tahun 2021 tercatat sebanyak 5,23 triliun batang (2011: 5,91 triliun batang; -11,5% 10 tahun terakhir) dan jumlah produksi rokok tercatat sebanyak 5,7 miliar batang pada tahun 2022 (2012: 6,2 miliar batang; -7,5% selama 10 tahun terakhir). Patut diketahui bahwa, lahan tanam tembakau tercatat mengalami penurunan hingga ke level 3,1 juta ha pada tahun 2021 (2011: 4,22 juta hektar; CAGR 10 tahun: -2,9%). Pengurangan dari lahan tanam ini disebabkan penanaman tembakau yang dinilai kurang menarik sehingga para petani melakukan penanaman hasil tani yang dinilai memiliki *value* yang lebih baik, misalnya seperti jagung. Dimana produksi jagung mengalami peningkatan pesat dalam 10 tahun terakhir. Kami melihat jika tren serupa terus berlanjut, maka hal ini berpotensi membuat ketersediaan tembakau secara umum mengalami gangguan.

Grafik 6. *Global grain harvested area by type 2021*



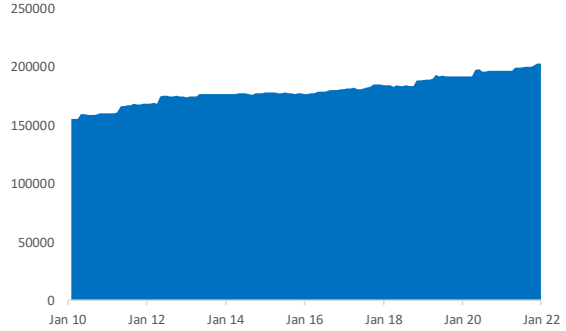
Sumber: Statista,PANS

Grafik 7. lahan tanam tembakau secara global



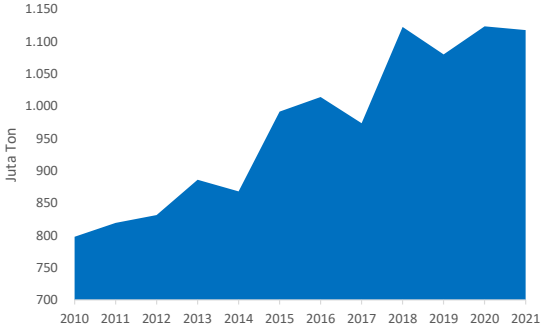
Sumber: Statista,PANS

Grafik 8. lahan tanam jagung secara global



Sumber: Bloomberg,PANS

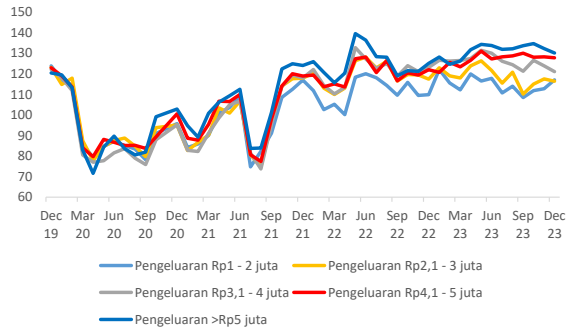
Grafik 9. Jumlah produksi jagung secara global



Sumber: Bloomberg, PANS

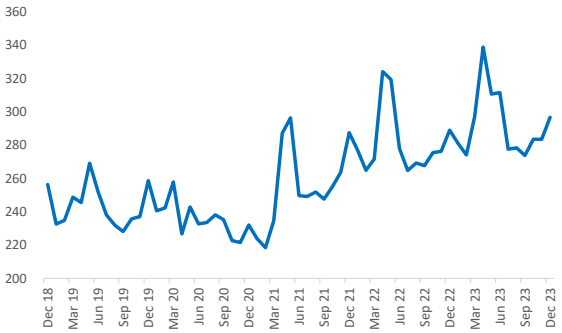
Optimisme konsumen meningkat ditopang dari perbaikan mobilitas. Adanya *seasonality* dari Nataru pada akhir tahun turut meningkatkan *consumption apetite* dari masyarakat, dimana angka IKK pada 4Q23 lalu tercatat mencapai rata-rata 123,8 (3Q23: 121,7; 4Q22: 119,9) meningkat dibanding kuartal sebelumnya dan juga tahun lalu. Peningkatan dari optimisme konsumen didorong oleh optimisme keyakinan konsumen terhadap kondisi ekonomi saat ini maupun ekspektasi terhadap ekonomi ke depan. Jika dilihat perdasarkan kategori pengeluarannya, konsumen dengan pengeluaran bulanan pada level menengah atas mencatatkan peningkatan rata-rata IKK yang lebih tinggi, dimana kelompok dengan pengeluaran Rp3-4 juta rupiah mencatatkan peningkatan IKK paling tinggi ke level rata-rata 121,1 pada 4Q23 (-0,2% QoQ; -1,6% YoY), diikuti oleh kelompok dengan pengeluaran Rp4,5 juta dengan rata-rata IKK 127,8 pada 4Q23 (+4,7% QoQ; +4,7% YoY), lalu kelompok dengan pengeluaran diatas Rp5 juta mencatatkan peningkatan IKK ke level rata-rata 130,2 4Q23 (-2,6% QoQ; +4,1% YoY), tren peningkatan IKK juga terlihat pada kelompok menengah ke bawah, dimana kelompok dengan rata-rata pengeluaran Rp2-3 juta per bulan mencatatkan peningkatan rata-rata IKK ke level 116,5 (+5,7% QoQ; -0,8% YoY) sedangkan kelompok dengan pengeluaran Rp1-2 juta per bulan mencatatkan IKK rata—rata pada level 117,1 (+7,9% QoQ; +6,5% YoY). Untuk kedepannya, kami melihat bahwa permintaan dari produk konsumsi secara umum akan lebih baik dibandingkan dengan tahun lalu, ditopang oleh: (1) penurunan tingkat suku bunga yang akan memulihkan daya beli masyarakat, dimana hal ini akan mendorong pergerakan indeks penjualan ritel dari produk-produk makanan, minuman, dan tembakau, serta (2) *consumption apetite* yang lebih tinggi dari seluruh kelompok masyarakat, terutama dari kelompok masyarakat menengah-atas. Namun untuk produk tembakau, seiring dengan meningkatnya cukai setiap tahunnya serta volume produksi yang diproyeksikan akan flat pada tahun 2024.

Grafik 10. IKK berdasarkan kelompok pengeluaran, 2019-2023



Sumber: Bank Indonesia

Grafik 11. Tingkat indeks penjualan makanan, minuman, dan tembakau, 2018-2023

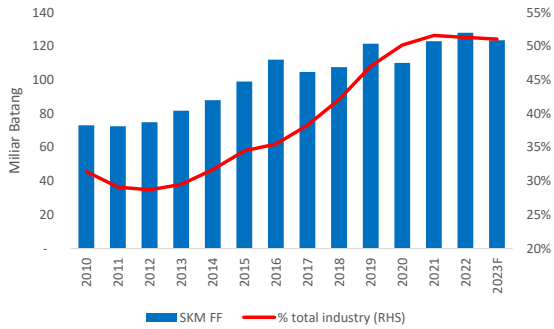


Sumber: Bank Indonesia

Permintaan SKT masih positif ditengah *downtrading* yang masih berlangsung. Kementerian Keuangan Indonesia telah menerapkan harga eceran Pemerintah yang baru (HJE/Harga Jual Eceran) berlaku efektif mulai tanggal 1 Januari 2024. Peraturan tersebut mengatur tentang penyesuaian tarif cukai per batang rokok pada tahun 2024, yaitu mempertahankan kenaikan sebesar 10% YoY seperti pada tahun 2023. Kami yakin kenaikan cukai tahun ini akan terus melanjutkan perilaku *downtrading* dari konsumen, terutama di kalangan perokok berpendapatan menengah ke bawah. Kami pikir tren ini semakin diperburuk dengan sedikit peningkatan pada perkiraan tahun 2024 upah minimum, yang ditetapkan setengah dari kenaikan tahun 2023, sekitar +3,4% YoY. Dari sisi perilaku konsumen yang sangat sensitif terhadap harga, maka tarif cukai akan semakin tinggi pada rokok tradisional pada tahun 2024 diperkirakan akan menyebabkan beberapa pergeseran pasar. Kami mengantisipasi bahwa perokok berpenghasilan rendah kemungkinan besar akan beralih ke pilihan yang lebih terjangkau seperti Sigaret Kretek Tangan (SKT) atau Sigaret Kretek Mesin (SKM) tier 2. Tren ini mulai terlihat dari kenaikan volume penjualan dari produk rokok SKT dalam 4 tahun terakhir dengan CAGR 7,4% (2020-2023F), sedangkan untuk penjualan produk SKM dan SPT terus mengalami penurunan setidaknya dalam 7 tahun terakhir dengan CAGR masing-masing sebesar -4,4% dan -7,6% (2016-2023F).

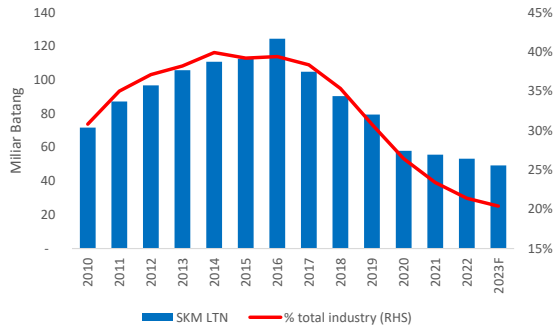
Disisi lain, gap kenaikan cukai rokok tier 1 dan tier 2 semakin menipis. Ditengah perilaku *downtrading* konsumen rokok yang masih berlangsung, terlihat bahwa *spread* kenaikan cukai rokok antara tier I dan tier II semakin menipis, terutama pada periode 2023 dan 2024, hal tersebut tercermin dari selisih kenaikan cukai antara produk rokok SKM tier 1 dan SKM tier 2 hanya sebesar 0,3% (SKM tier 1: 11,8%; SKM tier 2: 11,5%). Hal ini akan menjadi katalis positif bagi produsen rokok tier I karena gap kenaikan harga dengan rokok tier 2 semakin mengecil yang membuat harga produk rokok tier 1 akan menjadi semakin kompetitif. Terlebih produsen rokok *tier* II seperti WIIM tengah menaikkan ASP terutama pada produk SKM sebesar +16,7% YoY pada 2023, meskipun produk SKM dari WIIM masih lebih murah sekitar 20-25% dibandingkan kompetitor *tier* I. Disisi lain, dapat diketahui bahwa produsen rokok tier II seperti WIIM mulai mengalami perlambatan volume penjualan, hanya sekitar ~8% YoY pada 3Q23 (1H23: ~19%), hal ini disebabkan karena volume produksi rokok WIIM sebagai rokok tier 2 hampir mencapai batas atasnya di angka 3 miliar batang per tahun sehingga untuk menjaga pertumbuhan, WIIM harus menaikkan ASP jika tidak ingin menaikkan produksi menjadi produsen rokok tier 1. Atas hal tersebut, kami prediksi kenaikan *market share* produsen rokok tier II akan lebih terbatas pada 2024F setelah sebelumnya mengalami kenaikan market share yang cukup signifikan dalam beberapa tahun terakhir (2019: 20%; 6M23: 40%).

Grafik 12. Volume penjualan rokok SKM FF



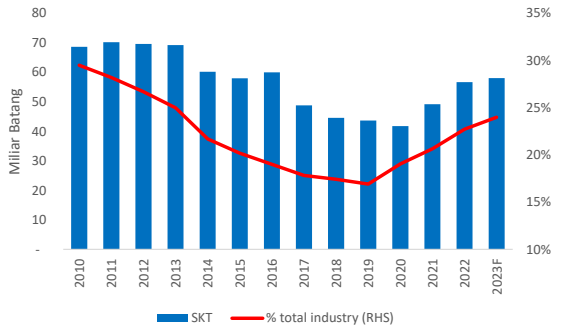
Sumber: GGRM

Grafik 13. Volume penjualan rokok SKM LTN



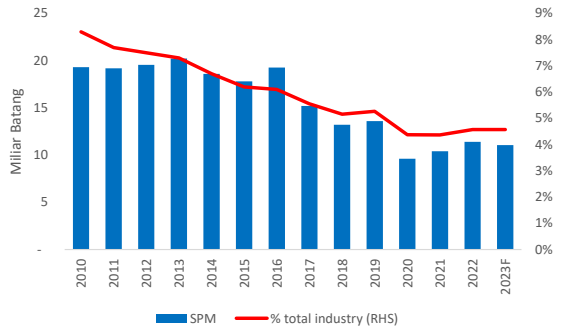
Sumber: GGRM

Grafik 14. Volume penjualan rokok SKT



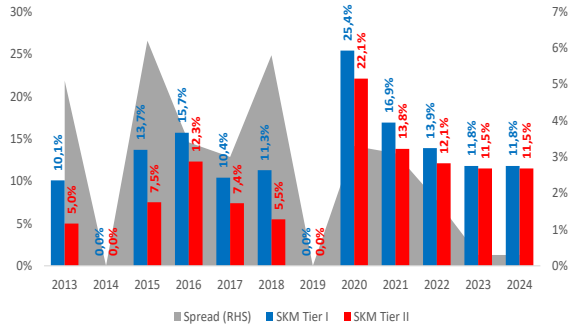
Sumber: GGRM

Grafik 15. Volume penjualan rokok SPM



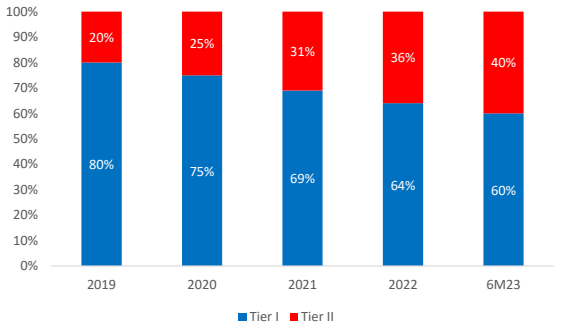
Sumber: GGRM

Grafik 16. *Spread* kenaikan tarif cukai antara Tier I dan Tier II



Sumber: Kemenkeu, PANS

Grafik 17. Perbandingan *market share* rokok tier I dan tier II



Sumber: PMI, PANS

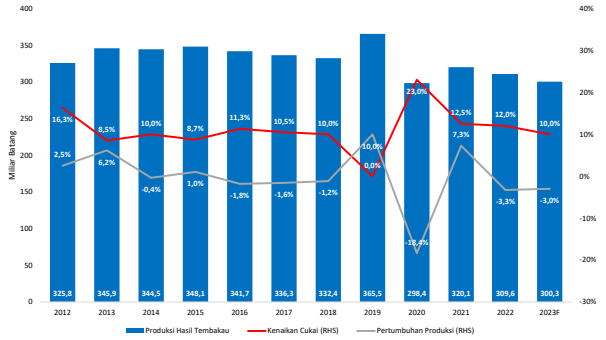
Penyederhanaan tier pada produsen rokok. Sistem cukai tembakau di Indonesia dikenal cukup kompleks, dengan melibatkan berbagai tingkatan dan tarif berdasarkan faktor-faktor tertentu seperti jenis dan volume produksi produk tembakau. Update terkini, pemerintah Indonesia berencana menaikkan cukai tembakau tarif sebesar 10% pada tahun 2023 dan 2024 untuk sigaret kretek tangan, dengan kenaikan maksimal dibatasi sebesar 5% per tahun. Tarif cukai rokok elektrik dan produk tembakau lainnya juga akan mengalami peningkatan di tahun-tahun mendatang. Kementerian Keuangan telah berupaya menyederhanakan tingkatan pajak tembakau dan menyederhanakan tingkatan dari 19 tier pada tahun 2009 menjadi hanya 8 tier pada tahun 2022. Penyederhanaan ini merupakan bagian dari strategi yang lebih luas untuk merampingkan sistem perpajakan, mengurangi peredaran rokok ilegal, meningkatkan kepatuhan, penyederhanaan sistem administrasi, dan optimalisasi penerimaan negara. Seperti contoh sigaret kretek mesin (campuran tembakau dan cengkeh) yang dikenakan pajak pada dua tingkat yang berbeda berdasarkan volume produksi. Jika produsen tier 1 memproduksi lebih dari 3 miliar batang rokok, pajaknya Rp1.230 per batang, sedangkan untuk produksi kurang dari 3 miliar batang rokok, pajaknya Rp 745 per batang. Untuk sigaret kretek tangan juga mempunyai struktur yang serupa dengan mempunyai 3 tingkatan berdasarkan volume produksi, dengan pajak berkisar antara Rp 125 hingga Rp485 per batang, tergantung skala produksinya (dari tier 1 sampai tier 3). Struktur berjenjang ini bertujuan untuk mengatasi masalah kesehatan masyarakat dengan cara meminimalisasi penggunaan tembakau dan sumber perolehan pendapatan bagi pemerintah. Namun, hal tersebut dapat menimbulkan tantangan, seperti risiko arbitrase pajak dan perlunya reformasi berkelanjutan untuk mencapai tujuan penyederhanaan sistem perpajakan dan membuatnya lebih efisien.

Tabel 1. Tarif cukai untuk produk tembakau

Kategori			2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
SKM	Tier I	>3bn	290 280 260	310 300 280	325 315 295	355 345 295	375 355	375 355	415	480	530	590	590	740	865	985	1.100	1.230
	Tier II	<=3bn	210 175 135	230 195 155	245 210 170	270 235	285 245	285 245	305 265	340 300	365 335	385 370	385 370	470 455	535 525	600	670	745
SKT	Tier I	>2bn	200 150 130	215 165 145	235 180 155	255 195	275 205	275 205	290 220	320 245	345 265	365 290	365 290	425 330	425 330	440 345	460 360	485 380
	Tier II	0,5bn-2bn	90 80 75	105 95 90	110 100 90	125 115 105	130 120 110	130 120 110	140 125	155 140	165 155	180	180	200	200	205	215	225
	Tier III	<=0,5bn	40	50	65	75	80	80	85 80	90 80	100 80	100	100	110	110	115	120	125
SPM	Tier I	>3bn	290 230 185	310 275 225	325 295 245	365	380	380	425	495	555	625	625	790	935	1.065	1.095	1.335
	Tier II	<=3bn	170 135 80	200 165 105	215 175 110	235 190 125	245 195	245 195	270 220	305 255	330 290	370 355	370 355	485 470	565 555	635	710	795

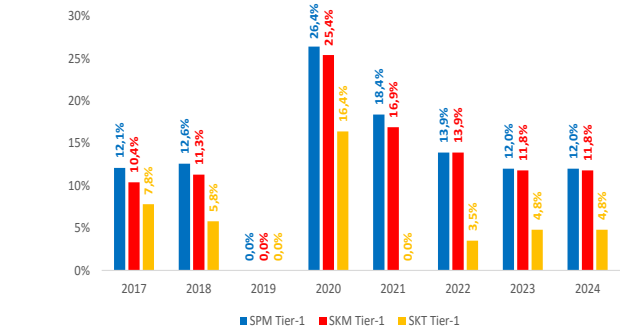
Sumber: Kemenkeu

Grafik 18. Total volume produksi rokok, kenaikan cukai, dan pertumbuhan volume produksi Indonesia, 2012-2023F



Sumber: Kemenkeu, PANS

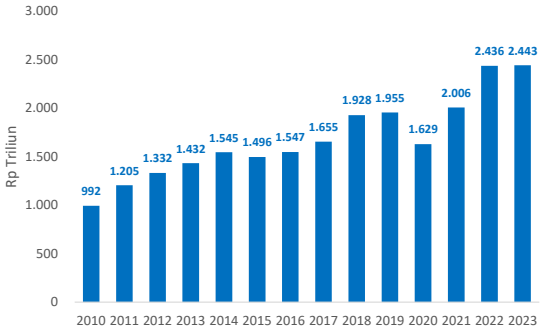
Grafik 19. Tren persentase kenaikan cukai tiap jenis rokok



Sumber: Kemenkeu, PANS

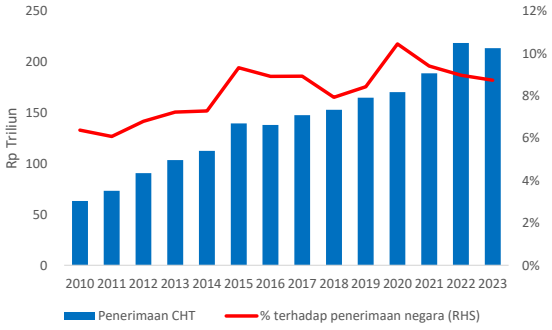
Kontribusi tinggi dari cukai hasil tembakau (CHT) terhadap penerimaan negara. Industri rokok/tembakau diperkirakan akan terus memberikan kontribusi yang signifikan terhadap penerimaan negara Indonesia, meskipun secara keseluruhan terjadi penurunan kontribusi selama 3 tahun terakhir (2021:9,4%; 2022: 9,0%; 2023; 8,7%) karena fenomena *downtrading*, khususnya pada produk-produk rokok dari produsen tier-1. Dari tahun 2012 hingga 2022, rata-rata kontribusi pajak rokok adalah sekitar 8,8%, dan kontribusi tertinggi adalah pada tahun 2020 sebesar 10,7% yang didorong oleh kenaikan rata-rata cukai rokok diatas 20%. Disisi lain, industri tembakau juga merupakan penyedia lapangan kerja yang signifikan di Indonesia, yang dapat mempekerjakan sekitar 1,7 juta orang pada produksi daun tembakau dan cengkeh. Namun, penting juga untuk mempertimbangkan faktor kesehatan dan biaya ekonomi yang terkait dengan merokok, yang dikeluarkan setiap tahunnya sekitar miliaran rupiah karena masalah kesehatan yang berhubungan dengan merokok. Pemerintah Indonesia telah menerapkan peraturan untuk memitigasi dampak ini dan disisi lain juga mencoba untuk mempertahankan manfaat ekonomi, seperti halnya pemerintah memutuskan untuk meningkatkan cukai tembakau sebesar 12% pada tahun 2022 dan 10% pada tahun 2023 dan 2024, yang bertujuan untuk mendongkrak penerimaan negara dan mengendalikan konsumsi rokok, terutama di kalangan anak-anak dan remaja. Kami meyakini bahwa kenaikan cukai tidak hanya bertujuan untuk meningkatkan penerimaan negara tetapi juga sebagai pengendalian konsumsi rokok yang terbukti merugikan kesehatan. Penurunan dalam tingkat konsumsi rokok diperkirakan akan menyebabkan penurunan tingkat produksi, sejalan dengan misi pemerintah untuk mengurangi prevalensi merokok, khususnya pada anak-anak di bawah usia 18 tahun.

Grafik 20. Tren total penerimaan negara, 2010-2023



Sumber: Badan Pusat Statistik, PANS

Grafik 21. Kontribusi penerimaan CHT terhadap penerimaan negara, 2010-2023



Sumber: Kemenkeu, PANS

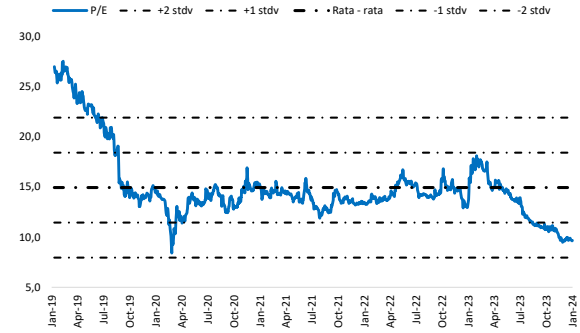
Merekomendasikan *NEUTRAL* untuk sektor tembakau, dengan *top pick* GGRM. Kinerja sektor tembakau kedepan akan dipengaruhi oleh beberapa hal seperti: 1) kenaikan UMP yang minimum akan menekan daya beli masyarakat, 2) kenaikan tarif cukai berpotensi menyebabkan penurunan volume produksi yang akan turut mempengaruhi pertumbuhan dari volume penjualan rokok kedepan, namun disisi lain: 3) permintaan produk SKT positif seiring dengan perilaku *downtrading* konsumen, dan 4) selisih antara tarif cukai rokok dari produsen tier I dan produsen rokok tier II yang tercatat mulai mengecil sehingga berpotensi bagi konsumen produsen rokok *tier* II untuk berpindah ke rokok dari produsen tier I karena harga yang lebih kompetitif. Sejalan dengan hal ini, kami memberikan rekomendasi NEUTRAL untuk sektor tembakau, dimana *top-pick* adalah GGRM dengan rekomendasi BUY di target harga Rp25.000 (*implied* PE 7,4x di 2024F).

Tabel 3. *Relative valuation* sektor tobacco

Company Ticker	Market Cap	Last Price	PANS Rec.	Target Price	EPS Growth (%)		ROE (%)		PE (X)		PBV (X)	
					2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
GGRM	38.925	20.175	**BUY**	**25.000**	121,3	6,8	10,3	10,1	6,3	5,9	0,6	0,6
HMSP	109.921	870	**HOLD**	**955**	23,3	7,2	27,0	28,1	14,1	13,1	3,7	3,7
Avg					**72,3**	**7,0**	**18,7**	**19,1**	**10,2**	**9,5**	**2,2**	**2,2**

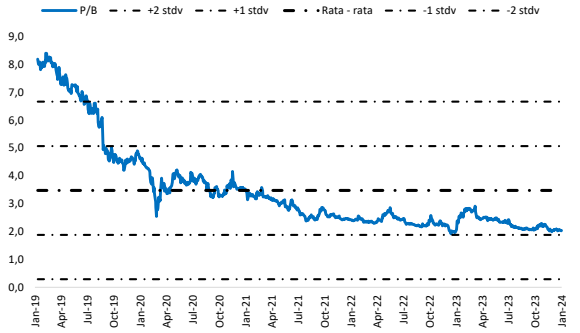
Sumber: Bloomberg, PANS

Grafik 22. 5-year PE Band



Sumber: Bloomberg, PANS

Grafik 23. 5-year PB band



Sumber: Bloomberg, PANS

COMPANY UPDATE

GGRM (BUY; TP: Rp25.000): The cheapest in the industry

Kemampuan penyerapan cukai berpengaruh terhadap kenaikan marjin. GGRM cenderung lebih lambat dalam melakukan penyesuaian terhadap harga jual, hal ini menyebabkan marjin yang dihasilkan lebih rendah dibandingkan dengan HMSP. Namun saat ini, kami meyakini bahwa GGRM telah menyerap kenaikan cukai dengan baik, yang dibuktikan dengan peningkatan GPM sekitar 5,8 ppt di 9M23, mencapai 14,0% (dibandingkan dengan 8,2% di 9M22 dan 8,9% di FY22). Secara historikal, pendapatan dan laba kotor pada 2H dari GGRM memberikan kontribusi yang lebih besar terhadap nilai setahun penuh dengan mencapai puncaknya pada 4Q, jika dibandingkan pendapatan dan laba kotor pada 1H. Tren ini secara keseluruhan merupakan respon terhadap pengumuman mengenai penyesuaian pajak cukai tembakau selama 4Q, yang mendorong perusahaan untuk terlebih dahulu menaikkan *average selling price* (ASP) untuk mengimbangi kenaikan pajak yang akan datang. Kami memperkirakan bahwa pola tersebut terjadi juga pada 2023F sebagai akibat rencana kenaikan cukai selama dua tahun hingga 2024F.

Penurunan *market share* yang masih berlangsung. Penurunan volume penjualan rokok yang lebih dalam dari tren penurunan industri membuat *market share* dari GGRM terus mengalami penurunan sejak tahun 2021. Kami meyakini bahwa pertumbuhan volume penjualan rokok GGRM masih tertinggal jika dibandingkan dengan pertumbuhan industri pada 9M23, yang diperkirakan turun sekitar ~-25% YoY. Sebagai informasi, berdasarkan data dari Philip Morris International Inc. (PMI), bahwa volume penjualan rokok di Indonesia tumbuh secara QoQ, namun sedikit mengalami kontraksi secara YoY pada 3Q23, yang mencapai sekitar 77,9 miliar batang (+8,2% QoQ; -3,9% YoY). Namun secara kumulatif, volume penjualan rokok di Indonesia secara keseluruhan untuk semua kategori rokok masih mengalami penurunan pada 9M23 ke level 219,1 juta batang (-5,0% YoY).

Antisipasi penurunan volume penjualan lebih lanjut. Dengan perkiraan naiknya kontribusi segmen SKT pada 2024F menjadi 12,6% (FY22: 10,4%) diharapkan penurunan volume penjualan dari GGRM akan semakin terbatas, mengingat permintaan dari rokok SKT yang sedang melonjak dalam beberapa waktu terakhir. Sama seperti HMSP, segmen SKT GGRM juga mencatatkan kenaikan pendapatan, namun tidak setinggi HMSP, dimana pertumbuhan SKT hanya di angka +5,1% YoY pada 9M23. Disisi lain, kami memperkirakan volume penjualan SKM yang lebih rendah pada 2024F dengan perkiraan penurunan -3% YoY (FY22: -9,2% YoY; 2023F -9,75% YoY) seiring perilaku *downtrading* dari perokok berpendapatan menengah kebawah yang masih akan berlangsung di 2024F. Meskipun kami memperkirakan adanya kenaikan ASP produk rokok pada 4Q23 sebesar +9,14% YoY (2023F: +8,9% YoY; FY22: 10,3% YoY) karena adanya penyesuaian dengan tarif pajak cukai baru di tahun 2024, kami masih mengantisipasi dampak penurunan volume penjualan yang berkelanjutan. Hal tersebut juga disebabkan karena masih lemahnya volume penjualan industri rokok yang turun sekitar -5,0% YoY, mencapai 219,1 juta batang pada 9M23, Serta perlu diperhatikan bahwa segmen SKM memberikan kontribusi mayoritas terhadap pendapatan GGRM yaitu sekitar 90% terhadap pendapatan GGRM.

Merekomendasikan BUY dengan target harga ke Rp25.000. Kami menilai optimis terhadap performa GGRM kedepan yang didukung oleh: (1) pertumbuhan penjualan produk SKT, (2) kemampuan perseroan dalam menumbuhkan pertumbuhan laba ditengah penurunan volume penjualan, (3) potensi perbaikan daya beli masyarakat ditengah periode pemilu, (4) posisi neraca yang solid untuk menunjang operasional perusahaan, dan 5) valuasi GGRM yang terlampau murah dibandingkan dengan HMSP. Sejalan dengan hal ini, kami merekomendasikan BUY untuk GGRM dengan target harga Rp25.000 (*implied* PE 7,4x di 2024F).

HMSP (HOLD; TP: Rp955): Still struggling

Peningkatan *market share* ditengah penurunan volume penjualan. HMSP mampu mencatatkan pertumbuhan pendapatan ditengah penurunan volume penjualan rokok nasional. Berdasarkan data dari induk HMSP, Philip Morris International Inc. (PMI), volume penjualan rokok di Indonesia turun menjadi 219,1 miliar batang pada 9M23 (-5,0% YoY). Dari angka tersebut, volume penjualan rokok HMSP mencapai 63,1 miliar batang (-3,9% YoY). Penurunan volume penjualan HMSP yang lebih moderat mendorong market share-nya sedikit naik menjadi 28,8% (9M22: 28,5%).

Penyesuaian harga membuat kenaikan marjin yang resilien. Di tengah *downtrading* konsumen yang sedang terjadi, HMSP dapat mencatatkan performa positif dengan mampu memulihkan GPM menjadi 16,7% (+170bps QoQ) pada 3Q23 dan mencatatkan +9% Pertumbuhan volume QoQ (vs industri +8% QoQ), karena produk mix HMSP yang lebih disukai oleh konsumen dibandingkan dengan *peers* sejalan dengan porsi yang signifikan pada segmen SKT. Kami memperkirakan peningkatan margin berlanjut pada periode 4Q23 seiring dengan indikasi HMSP yang telah melakukan penyesuaian ASP +2% secara QoQ, termasuk kenaikan +3% QoQ untuk merek SKT-nya, Dji Sam Soe. Kenaikan ASP ini akan membuat harga produk HMSP menjadi lebih kompetitif karena pesaing seperti Djarum, dan pesaing tier 2 seperti wismilak dan KT&G telah menaikkan ASP lebih tinggi jika dibandingkan dengan perseroan (misalnya Wismilak menaikkan ASP +16,7% YoY pada 9M23).

Potensi pertumbuhan baru dari produk IQOS. HMSP juga saat ini sedang berfokus pada bisnis yang menjadi growth driver terbarunya, yaitu IQOS, yang menawarkan margin lebih tinggi dan kenaikan tarif cukai 2024F yang lebih rendah sebesar +6.5% YoY jika dibandingkan dengan rata-rata rokok konvensional. Bisnis IQOS juga mempunyai akses ke pasar internasional melalui potensi ekspor. Baru-baru ini, HMSP meluncurkan beberapa inisiatif untuk memperkenalkan IQOS secara strategis ke pasar massal, yaitu: 1) meluncurkan produk batang tembakau merk Terea pada pada beberapa minimarket seperti Alfamart dan Indomaret; 2) memberikan pilihan kepada konsumen untuk membeli perangkat IQOS tanpa charger seharga Rp350rb (harga awal Rp500rb); 3) meluncurkan varian baru pada batang tembakau merk Terea dengan rasa cengkeh untuk menjawab kebutuhan Indonesia yang besar akan pasar kretek yang mencakup sekitar ~90% dari industri. Per 3Q23, pangsa pasar IQOS di Jakarta telah mencapai 3,1%, hal ini telah meningkat pesat jika dibandingkan denfan 4Q22 yang masih kurang dari 1%.

Merekomendasikan HOLD dengan target harga ke Rp955. Kami merekomendasikan ***HOLD*** dengan **TP: Rp955** *(implied* PE 14,9x di 2024F*)*; didorong oleh: (1) potensi penurunan lebih lanjut pada volume penjualan rokok, (2) *downtrading* oleh konsumen kepada produk-produk yang lebih murah, serta (3) ruang kenaikan cukai rokok yang dapat menekan profitabilitas.

DISCLAIMER

The information contained in this report has been taken from sources which we deem reliable. However, none of PT Panin Sekuritas Tbk and/or its affiliated companies and/or their respective employees and/or agents makes any representation or warranty (express or implied) or accepts any responsibility or liability as to. or in relation to. The accuracy or completeness of the information and opinions contained in this report or as to any information contained in this report or any other such information or opinions remaining unchanged after the issue thereof.

We expressly disclaim any responsibility or liability (express or implied) of PT Panin Sekuritas Tbk, its affiliated companies and their respective employees and agents whatsoever and howsoever arising (including without limitation for any claims, proceedings, action, suits, losses, expenses, damages or costs) which may be brought against or suffered by any person as a results of acting in reliance upon the whole or any part of the contents of this report and neither PT Panin Sekuritas Tbk. its affiliated companies or their respective employees or agents accepts liability for any errors, omissions or mis-statements, negligent or otherwise in the report and any liability in respect of the report or any inaccuracy therein or omission there from which might otherwise arise is hereby expresses disclaimed.

The information contained in this report is not be taken as any recommendation made by PT Panin Sekuritas Tbk or any other person to enter into any agreement with regard to any investment mentioned in this document. This report is prepared for general circulation. It does not have regards to the specific person who may receive this report. In considering any investments you should make your own independent assessment and seek your own professional financial and legal advice.

Research Team

Nico Laurens, CFA, FRM	**Head of Research** Strategy, Banks, Fixed Income	nico@pans.co.id	(+62-21) 515 3055 ext. 346
Hosianna Evalita Situmorang	**Economist** Macroeconomics - Global and Domestic; Fixed Income	hosianna@pans.co.id	(+62-21) 515 3055 ext. 348
Felix Darmawan	**Analyst** Conglomerate, Coal, Metal Mining, Oil & Gas, Plantation	felix@pans.co.id	(+62-21) 515 3055 ext. 344
Aqil Triyadi	**Analyst** Cement, Construction, Property, Telco, Tower, Toll Road	aqil@pans.co.id	(+62-21) 515 3055 ext. 345
Andhika Audrey	**Analyst** Automotive, Consumer Goods, Retail, Transportation & Logistic	audrey@pans.co.id	(+62-21) 515 3055 ext. 312
Rizal Nur Rafly	**Analyst** Healthcare, Media, Petrochemical, Pharmaceutical, Technology, Tobacco,	rafly@pans.co.id	(+62-21) 515 3055 ext. 343
Sarkia Adelia Lukman	**Associate** Strategy, Banks, Fixed Income	sarkia@pans.co.id	(+62-21) 515 3055 ext. 266

HEAD OFFICE

Indonesia Stock Exchange Building, Tower II Lt. 17, Suite 1705 Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53, Jakarta Selatan 12190 - Indonesia	Tel: (+62-21) 515 3055 Fax: (+62-21) 515 3061

JAKARTA & TANGERANG

Kelapa Gading Menara Satu Sentra Kelapa Gading, Lt. 5 Unit 0505 Jl. Boulevard Kelapa Gading LA3 No.1, Jakarta Utara 14240	Tel: (+62-21) 293 85767 Fax: (+62-21) 293 85768 E-mail: kelapagading@pans.co.id
Pantai Indah Kapuk Panin Bank Lt. 2, Ruko Cordoba Blok B 1-3 Bukit Golf Mediterania, Pantai Indah Kapuk, Jakarta Utara 14470	Tel: (+62-21) 2951 9658 Fax: (+62-21) 2951 9658 E-mail: pikcordoba@pans.co.id
Puri Niaga Puri Kencana, Blok K6 No. 2I, 5H dan 5I Kembangan, Jakarta Barat 11610	Telp: (+62-21) 5835 1705 Fax: (+62-21) 5835 1706 E-mail: puri@pans.co.id
Pondok Indah Rukan Pondok Indah Plaza 5, B-09 Jl. Margaguna Raya, Gandaria Utara, Jakarta Selatan 12140	Telp: (+62-21) 722 4420 Fax: (+62-21) 722 4421 E-mail: pondokindah@pans.co.id
Tanah Abang Pusat Grosir Tanah Abang Blok A Lt. 3 Los. A No. 1, Jakarta Pusat 10210	Telp: (+62-21) 2357 1177 Fax: (+62-21) 2357 0404 E-mail: tanahabang@pans.co.id
Pluit Village Pluit Village Ruko No. 66 Jl. Pluit Permai Raya, Jakarta Utara 14450	Telp: (+62-21) 6667 0268 Fax: (+62-21) 668 3585 E-mail: pluitvillage@pans.co.id
Alam Sutera Ruko Alam Sutera Town Centre (ASTC), Blok 10.B No. 30 Jalan Sutera Utama Tangerang, Tangerang Selatan 15325	Telp: (+62-21) 292 11518 Fax: (+62-21) 292 11519 E-mail: gadingserpong@pans.co.id

KOTA LAINNYA

Bandung – Asia Afrika Gedung Panin Bank, Lt. 3 Jl. Asia Afrika No.166-170, Paledang, Kec. Lengkong, Bandung 40261	Telp: (+62-22) 4268127 / 4268129 Fax: (+62-22) 4268128 E-mail: bandungdago@pans.co.id
Bandung - Tamblong Jl. Tamblong No. 58 Bandung 40112 - Indonesia	Telp: (+62-22) 205 26726 Fax: (+62-22) 205 28244 E-mail: bandung@pans.co.id
Batam Komplek Lumbung Rezeki Blok H No.13, Nagoya, Batam	Telp: (+62-778) 459 222 E-mail: batam@pans.co.id
Bali - Denpasar Gedung Panin Bank, Lt. 3 Jl.Patih Jelantik, Komplek Pertokoan Kuta Galeria Blok 1 Valet 7, Denpasar	Telp: (+62-361) 769 090 E-mail: denpasar@pans.co.id
Cilacap Gedung Panin Bank Lt. 2 Jl. Ahmad Yani 38, Cilacap, Jawa Tengah	Telp: (+62-282) 538 344 E-mail: cilacap@pans.co.id
Makassar Gedung Panin Bank, Lt. 3 Jl. Sam Ratulangi No. 20, Makassar 90125, Sulawesi Selatan	Telp: 081 1445 0236 / 0811 4250 1847 E-mail: makassar@pans.co.id
Medan - Timor Jl. Timor No. 203 Kel. Gg Buntu, Kec. Medan Timor, Medan 20231	Telp: (+62-61) 457 6577 / 453 2912 Fax: (+62-61) 453 2875 E-mail: medan@pans.co.id
Medan - Pemuda Gedung Panin Bank Lt. 5 Jl. Pemuda No. 16-22, Medan 20151	Telp: (+62-61) 453 1097 Fax: (+62-61) 453 1097 E-mail: medan2@pans.co.id
Medan - Iskandar Muda Jl. Iskandar Muda No. 99, Medan 20154	Telp: (+62-61) 453 0123 Fax: (+62-61) 452 3934 E-mail: medan3@pans.co.id

Padang IDX Bursa Efek Indonesia Jl. Ujung Gurun No.154 B, Padang 25114	Telp: (+62-751) 893 970 E-mail: padang@pans.co.id
Palembang Gedung Panin Bank Lt. 3 Jl. Rajawali Blok B 11-12, Palembang 30113	Telp: (+62-711) 555 6014 Fax: (+62-711) 555 6856 E-mail: palembang@pans.co.id
Pontianak Gedung Bank Panin - Sidas Jl. Sidas No 3, Lt. 3, Pontianak 78121	Telp: (+62-561) 748 888 Fax: (+62-561) 767 300 E-mail: pontianak@pans.co.id
Semarang Gedung Panin Bank Lt. 2 Jl. Pandanaran No.6-8, Semarang 50134	Telp: (+62-24) 845 0077 E-mail: semarang@pans.co.id
Surabaya Gedung Panin Bank Lt. 5 Jl. Mayjend Sungkono No. 100 Surabaya 60256 - Indonesia	Telp: (+62-31) 561 3388 Fax: (+62-31) 561 3585 E-mail: surabaya2@pans.co.id
Solo Gedung Graha Prioritas Lt. 5 Jl. Slamet Riyadi No.302, Kel. Sriwedari, Kec. Laweyan, Surakarta 57141	Telp: (+62-271) 734682 E-mail: solo@pans.co.id
Pekanbaru Gedung Panin Bank Lt. Dasar Jl. Jendral Sudirman 145 Kota Tinggi, Pekanbaru, Riau 28112	Telp: (+62-761) 865 2022 Fax: (+62-761) 865 2022 E-mail: pekanbaru@pans.co.id
Tanjung Pinang Jl. Merdeka Baru No. A-03, Kota Tanjung Pinang, Riau	Telp: (+62-771) 4506057 E-mail: tanjungpinang@pans.co.id
Timika Jl. Kartini No. 8 Kel. Otomona, Kec. Mimika Baru, Kab. Mimika, Papua	Telp: (+62-901) 326 8793 Fax: (+62-901) 326 8793 E-mail: timika@pans.co.id
Yogyakarta KCU Panin Bank Yogyakarta, Jl. Affandi (dh. Jl. Gejayan) CT X No.10 Catur Tunggal Depok,Yogyakarta 55281	Telp: (+62-274) 541 777 ext 130 E-mail: yogyakarta@pans.co.id

GALERI INVESTASI

Galeri Institut Agama Islam Negeri Padangsidimpuan Jl. H. T. Rizal Nurdin KM 4.5 Sihitang, Padang Sidimpuan, Sumatera Utara 22080	
Galeri Universitas Methodist Indonesia Gedung Rektorat Lt. 1 Jl. Hangtuah No. 8, Madras Hulu, Medan Polonia, Medan, Sumatera Utara 20151	
Galeri Investasi Bursa Efek Indonesia Kampus Akubank Jl. Dewi Madri III, Denpasar - Bali 80239	Telp: +62 821 4402 1868 E-mail: denpasar@pans.co.id
Galeri Universitas Semarang Fakultas Ekonomi USM Jl. Soekarno Hatta, Tlogosari Kulon, Kec. Pedurangan, Kota Semarang	
Galeri Universitas Islam Sumatera Utara Fakultas ekonomi UISU Lt. 2 Jl. Sisingamangaraja Teladan, Medan, Sumatera Utara 20217	
Galeri Investasi Universitas PGRI Sumatera Barat Fakultas Ekonomi & Bisnis Jl. Gn. Pangilun, Kec. Padang Utara, Kota Padang, Sumatera Barat 25111	Telp: (+62-751) 705 3731 Fax: (+62-751) 705 3826