

11 November, 2015

Gema Grahasarana Tbk, Tbk

Laporan Utama

Target Harga	
Terendah	Tertinggi
541	620
Interior dan Furnitur	

Kinerja Saham



Sumber: Bloomberg, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

Informasi Saham

	Rp
Kode Saham	GEMA
Harga saham 10 November 2015	309
Harga saham tertinggi – 52 minggu	400
Harga saham terendah – 52 minggu	254
Kapitalisasi pasar tertinggi – 52 minggu (miliar)	128
Kapitalisasi pasar terendah – 52 minggu (miliar)	81

Harga dan Volume 4 minggu Terakhir



Sumber: Bloomberg, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

Harga Saham	Terakhir	Sekarang
Tertinggi	610	620
Terendah	540	641

Pemegang Saham

	(%)
PT Virucci Indogriya Sarana	74,74
Tommy Diary Tan	7,50
Dedy Rochimat	0,26
Publik (dibawah 5% kepemilikan)	17,50

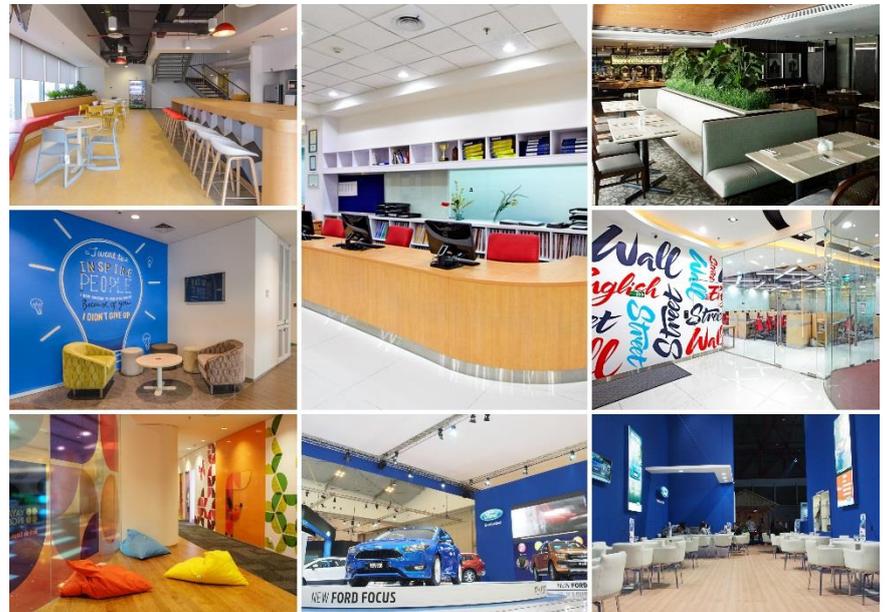
Kontak:

Equity & Index Valuation Division
Phone: (6221) 7884 0200
info-equityindexvaluation@pefindo-consulting.co.id

"Pernyataan "disclaimer" pada halaman akhir merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari dokumen ini"
www.pefindo-consulting.co.id



Mengalahkan Ketidakpastian



PT Gema Grahasarana Tbk Tbk (GEMA atau Perusahaan) bergerak di bidang kontraktor interior dan manufaktur furnitur, serta menyediakan solusi total di perabotan kantor dan ruang hunian. Perusahaan membagi lini usahanya menjadi 3 (tiga), yaitu (i) Proyek, menawarkan layanan kontraktor interior, instalasi mekanikal dan elektrik dan layanan pemeliharaan serta penjualan furnitur, (ii) perdagangan dan distribusi komponen furnitur, (iii) ritel furnitur dan aksesoris untuk perumahan. Perusahaan telah berkembang menjadi sebuah Grup yang dikenal sebagai VIVERE Group, merupakan konsolidasi dari 3 anak perusahaan. Saat ini, Perusahaan memiliki 10 toko untuk mendukung bisnis yang tersebar di Indonesia, yaitu Jakarta (8 toko), Surabaya (1 toko) dan Provinsi Bali (1 toko). GEMA memiliki klien yang beragam dari lintas-industri, yaitu perbankan dan lembaga keuangan, minyak dan gas, pertambangan, perhotelan, barang konsumsi, telekomunikasi, dan lainnya. Contohnya, GEMA telah menyediakan dan menjual produknya kepada pelanggan utama dan mendapat kepercayaan dari Four Point Hotel, Bank Danamon, General Electric, Tokyuland, Agung, Dentsu, ID Marco, AIA Financial, ACE Life, Shangri La, dan lainnya.

PARAMETER INVESTASI

Perekonomian dan Sektor Properti mulai Membaik, Pertumbuhan tetap Moderat

Sektor properti mengalami pelemahan pada 2014 dan 2Q2015, disebabkan oleh ketidakpastian iklim politik di tahun 2014, pengetatan kebijakan moneter yang menyebabkan peningkatan suku bunga yang lebih tinggi, dan perlambatan pertumbuhan pinjaman properti/hipotik. Kondisi tersebut diharapkan dapat meningkat di tahun depan, menyusul pelaksanaan serangkaian kebijakan dan deregulasi yang dikeluarkan oleh pemerintah pada 3Q15 dan 4Q15 yang bertujuan, antara lain, memacu pertumbuhan sektor properti dan meningkatkan reformasi struktur ekonomi. Karena itu, kami percaya dalam jangka menengah pertumbuhan ekonomi Indonesia serta pertumbuhan sektor properti akan meningkat, yang nantinya akan memacu permintaan untuk produk dan layanan yang ditawarkan GEMA. GEMA diperkirakan akan terus tumbuh pada tingkat yang moderat dalam jangka menengah.

Didukung oleh Diversifikasi Klien dalam Lintas-sektor

GEMA merupakan salah satu pemain terkemuka untuk kontraktor interior dan manufaktur furnitur yang terintegrasi, menawarkan produk berkualitas melalui merek "VIVERE". Dengan memiliki pengalaman yang luas di industri selama lebih dari 30 tahun, Perusahaan telah mendapatkan kepercayaan baik dari perusahaan lokal maupun multinasional dari berbagai sektor atau industri, seperti Four Point Hotel, Bank Danamon, General Electric, Tokyuland, Agung, Dentsu, ID Marco, AIA Financial, ACE Life, Shangri La. Dengan kapasitas produksi sebesar 12.000 m³ di pabrik Tangerang (memproduksi furnitur sesuai dengan pesanan dan interior *fit-out*), 210.000 unit di pabrik Lippo Cikarang (memproduksi komponen panel dan furnitur kantor) dan 10.800 unit di pabrik Cikande (memproduksi perabotan kantor, kursi kantor, *workstation* dan panel), dikombinasikan dengan peningkatan efisiensi dan kualitas yang dilakukan secara konstan, GEMA masih memiliki ruang untuk tumbuh tanpa harus menambah kapasitas.

Peningkatan Pendapatan, Perbaikan pada Laba Bersih

Tidak seperti 2014, 2Q2015 memberikan hasil yang menggembirakan bagi GEMA dengan pendapatan meningkat tajam sebesar 50,09% YoY. Di 2Q2015, Perusahaan membukukan pendapatan Rp419,9 miliar; 72,5% berasal dari interior, furnitur, mekanik dan instalasi listrik, 25,5% berasal dari bisnis laminasi, dan 1,9% sisanya berasal dari peralatan dan parsel. Namun, segmen interior, furnitur, mekanik dan instalasi listrik membukukan margin laba kotor terendah tahun ini (20,1% dibandingkan rata-rata 27,3% selama tiga tahun terakhir) akibat melemahnya pasar properti yang memberikan tekanan pada harga jual produk GEMA. Margin laba kotor GEMA untuk 2Q2015 turun menjadi 22,5% dibandingkan 24,3% rata-rata selama tiga tahun terakhir. Namun, GEMA mampu mempertahankan biaya operasional, sehingga margin laba usaha meningkat, terbaik selama tiga tahun terakhir (8,8% dibandingkan rata-rata 6,4%). Sejalan dengan peningkatan margin laba usaha, margin laba bersih juga meningkat dari rata-rata 2,2% selama tiga tahun terakhir menjadi 4,15% pada 2Q2015.

Prospek Usaha

Kami percaya bahwa bisnis GEMA akan terus bertumbuh seiring dengan membaiknya kondisi ekonomi Indonesia. Pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan dan pertumbuhan kelas menengah di Indonesia akan menjadi katalis bagi pertumbuhan pelanggan GEMA, yang akan memacu permintaan untuk produk dan jasa yang ditawarkan. Seiring dengan percepatan pertumbuhan ekonomi, pertumbuhan kelas menengah akan menjadi pendorong sektor properti, termasuk perkantoran dan unit hunian. Selanjutnya, serangkaian kebijakan dan deregulasi pemerintah dimaksudkan untuk meningkatkan pertumbuhan sektor properti, menjadi pendorong utama bagi pertumbuhan GEMA. Relaksasi peraturan *loan-to-value* (LTV) dalam pembiayaan bank, kepemilikan asing yang diijinkan untuk apartemen mewah pada tingkat harga tertentu, dan lain sebagainya, adalah beberapa penggerak yang dapat mempercepat pertumbuhan sektor properti di jangka menengah.

Tabel 1: Ringkasan Kinerja

	2012	2013	2014	2015P	2016P
Penjualan [Rp miliar]	598	657	632	663	729
Laba Setelah Pajak [Rp miliar]	44	33	32	37	42
Laba Bersih [Rp miliar]	28	18	18	20	23
EPS [Rp]	90	58	57	61	71
Pertumbuhan EPS [%]	4,0	(35,6)	(2,5)	8,6	14,9
P/E [x]	4,4	8,1	7,0	5,0*	4,3*
PBV [x]	0,9	1,0	0,8	0,5*	0,5*

Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing
* berdasarkan harga saham pada tanggal 10 November 2015 – RP309/lembar

MAKROEKONOMI DAN INDUSTRI

Perekonomian Lesu di 1H2015, Namun Membaik di Kuartal Kedua

Kinerja perekonomian Indonesia tidak menggembirakan di semester pertama di tahun ini. Pertumbuhan PDB melambat ke level terendah dalam beberapa tahun di Q1 dan beberapa data terakhir menunjukkan kembali mengalami penurunan di Q2.

Pada bulan Mei, ekspor membukukan delapan penurunan berturut – turut dan indeks manufaktur tetap terjebak di wilayah kontraksi di tengah penurunan berkelanjutan dalam produksi dan pesanan baru. Selain itu, program pemerintah yang sebelumnya dipublikasikan dikhawatirkan melambat. Laju proyek pemerintah terhambat akibat hambatan birokrasi dan sengketa tanah. Keterlambatan proyek ini cukup menjadi perhatian karena pengeluaran pemerintah diharapkan dapat mengimbangi kelemahan di sektor eksternal dan diramalkan sebagai pendorong utama pertumbuhan tahun ini.

Indeks Harga konsumen meningkat 0,54% di Juni 2015 dari bulan sebelumnya, mendorong inflasi tahunan menjadi 7,3%. Tekanan harga biasanya meningkat selama bulan suci Ramadhan, yang dimulai di tahun ini pada pertengahan Juni. Akibatnya, Bank Indonesia memutuskan untuk mempertahankan kebijakan suku bunga Bank Indonesia di 7,5%, seperti yang diharapkan oleh pasar.

Tabel 2: Indikator Makroekonomi

Indikator	2013	2014	1H15	2015F*
Inflasi (%)	6,4	6,4	7,3	6,5
Pertumbuhan PDB (%)	5,6	5,0	4,6	5,0
Suku Bunga BI (%)	7,5	7,75	7,5	7,2

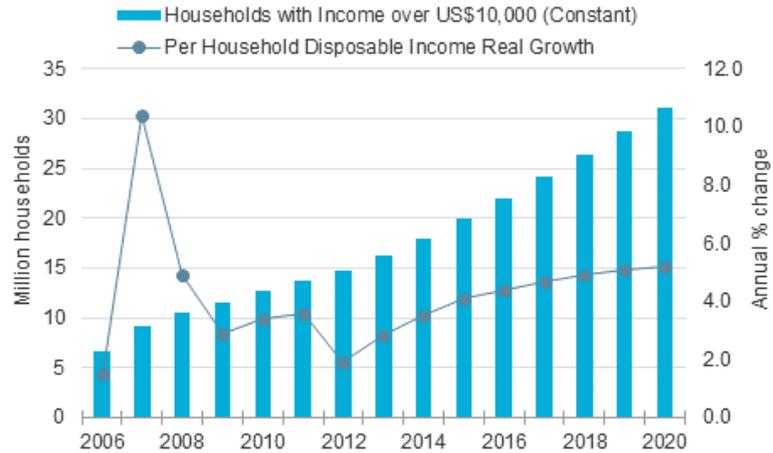
Sumber: Bank Indonesia, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing
Catatan: * Proyeksi

Namun, kami memproyeksikan bahwa pertumbuhan ekonomi akan meningkat di akhir 2015 dan kembali menguat pada tahun 2016 seiring dengan percepatan pengeluaran publik dan pulihnya keyakinan masyarakat. Penghapusan subsidi BBM telah memberikan ruang yang diperlukan untuk peningkatan investasi infrastruktur publik. Dengan adanya penghapusan BBM, inflasi berada di level moderat sebagian besar karena penurunan harga energi. Inflasi diprediksikan akan tetap di 6,5%, akibat pelemahan mata uang dan diimbangi oleh harga energi yang semakin menurun.

Segmen Kelas Menengah yang Berkembang

Indonesia, sebagai negara keempat terpadat (sekitar 250 juta penduduk pada tahun 2015), mengalami kenaikan populasi kelas menengah, yang dapat mendorong pasar konsumen di Indonesia. Daya beli yang kuat, keterampilan tenaga kerja yang tinggi adalah beberapa dampak dari segmen kelas menengah yang berkembang pesat. Selanjutnya, Indonesia diuntungkan oleh profil demografis yang berisi kelompok penduduk muda dengan sekitar 50% menjadi di bawah usia 30; kelompok usia potensial untuk membeli properti pertama mereka dalam jangka menengah hingga jangka panjang.

Gambar 1: Pertumbuhan Kelas Menengah Indonesia



Sumber: Euromonitor International, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

Pelemahan pada Sektor Properti

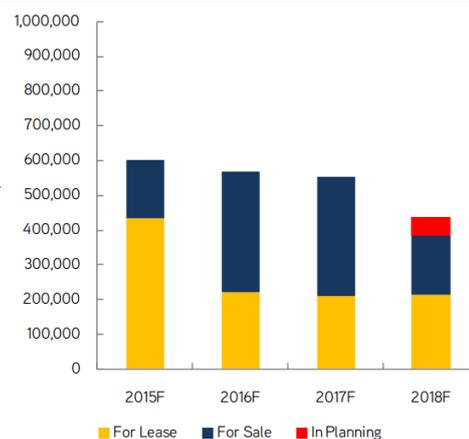
Sektor properti melemah pada tahun 2014 dan 2Q15, seiring dengan melambatnya pertumbuhan ekonomi menjadi 4,7% YoY, dari 5,17% di 1H14 ini. Selain itu, melemahnya mata uang global (termasuk Rupiah) terhadap Dollar AS, kenaikan harga bahan bakar dan upah, kenaikan harga bahan bangunan, mengakibatkan peningkatan biaya konstruksi. Suku bunga Bank Indonesia juga tetap berada di 7,5%, menyebabkan kenaikan bunga pinjaman menjadi dua digit. Kami melihat bahwa kombinasi faktor tersebut menekan permintaan properti, dimana konsumen cenderung menunda pembelian properti.

Tantangan Pasar Perkantoran di Semester Pertama 2015

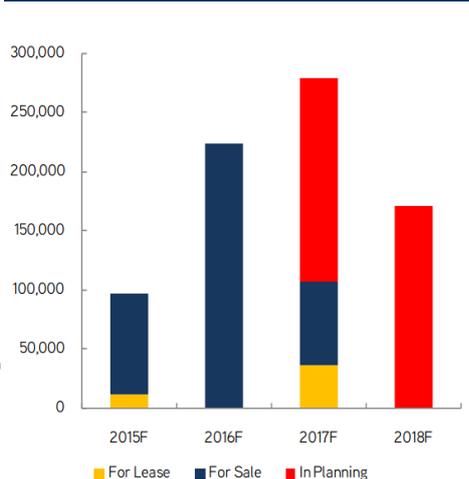
Pasar perkantoran, terutama di pasar demografis yang merupakan pasar utama GEMA, Jabodetabek, tetap stabil di 2Q2015, tidak ada bangunan kantor baru di daerah CBD (kawasan segitiga emas Jl. Sudirman, Jl. Thamrin, Jl. HR Rasuna Said, Mega Kuningan blok, Jl. Gatot Subroto, dan Jl. Satrio), menjaga pasokan kumulatif ruang kantor di 4,9 juta meter persegi untuk kantor sewa dan 986.767 meter persegi untuk kantor *strata-title* di 2Q2015 ini. Namun, kami melihat beberapa kegiatan konstruksi gedung perkantoran yang sedang dilakukan, dan diharapkan akan beroperasi di 2H2015, memberikan tambahan 432.595 meter persegi ruang kantor sewa baru.

Menurut Colliers Indonesia, akan ada hampir 2 juta meter persegi hunian sewa perkantoran baru kantor dan 0,91 juta kantor *strata-title* pada tahun 2018, 95% dari total ruang tambahan sekarang sedang dibangun.

Gambar 2: Pasokan Perkantoran Tahunan di CBD



Gambar 3: Pasokan Perkantoran Tahunan di Luar CBD



Sumber: Colliers Indonesia, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

Pernyataan “disclaimer” pada halaman akhir merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari dokumen ini”
www.pefindo-consulting.co.id

Selama 2Q2015, tidak ada bangunan kantor tambahan di luar CBD, sehingga pasokan kumulatif berada di angka 2,58 juta meter persegi. Namun, diharapkan bahwa selama 2015-2018, akan ada tambahan 1,11 juta meter persegi pasokan kantor baru dan 35,8% dari total luas tambahan sekarang dalam tahap perencanaan.

Permintaan untuk kantor atau ruang kerja, tercermin dari tingkat hunian, telah menurun dari tahun ke tahun; Kawasan CBD (96,5% di 2013 dibandingkan 93,7% di 2Q2015), luar daerah CBD (93,2% di 2013 vs 91,7% di 2Q2015, dan daerah Simatupang (86,1% di 2013 vs 84,8% di 2Q2015). Pasar perkantoran akan terus menjadi tantangan yang disebabkan adanya pasokan berlebih di tahun-tahun mendatang sementara kondisi perekonomian belum stabil.

INFORMASI BISNIS

Sekilas Mengenai Bisnis

GEMA adalah perusahaan yang berbasis di Indonesia, didirikan pada tahun 1984 dan bergerak di bidang kontraktor interior dan manufaktur furnitur, juga menawarkan "konsep total solusi" untuk pelanggan. GEMA telah membangun hubungan yang kuat dengan perusahaan-perusahaan besar dari berbagai sektor/industri, termasuk diantaranya adalah Bank Mandiri, Bank Dunia, BP Indonesia, BP Migas, Pertamina, Apartemen Golf Pondok Indah, JW Marriot Hotel, Unilever, dan Danone.

Kegiatan usaha Perusahaan dibagi menjadi tiga bisnis utama, yaitu proyek, perdagangan dan distribusi, dan ritel.

- **Proyek;** lini bisnis proyek menawarkan layanan kontraktor interior, instalasi mekanikal dan elektrikal dan layanan pemeliharaan serta penjualan mebel. Layanan kontrak dan penjualan furnitur interior dioperasikan oleh GEMA dan anak perusahaan, sedangkan jasa instalasi dan pemeliharaan mekanik dan listrik yang dioperasikan oleh anak perusahaan GEMA, PT Prasetya Gemamulia. Jasa kontraktor yang dilakukan mencakup industri yang terdiversifikasi, berasal dari industri minyak dan gas, mineral dan pertambangan, perbankan dan asuransi, serta industri perhotelan.
- **Perdagangan dan Distribusi;** termasuk diantaranya adalah distribusi komponen furnitur. Di bawah lini bisnis perdagangan dan distribusi, Perusahaan telah ditunjuk sebagai distributor tunggal untuk produk internasional, yaitu High Pressure Laminate (HPL) dari Wilsonart, USA, *Edging Collection* dari Dollken, Kanada, dan beberapa produk lainnya dari merek terkemuka.
- **Ritel;** lini bisnis ini menawarkan beragam furnitur dan koleksi aksesoris seperti dapur dan *wardrobe* untuk perumahan.

Gambar 4: Kejadian Penting GEMA



Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

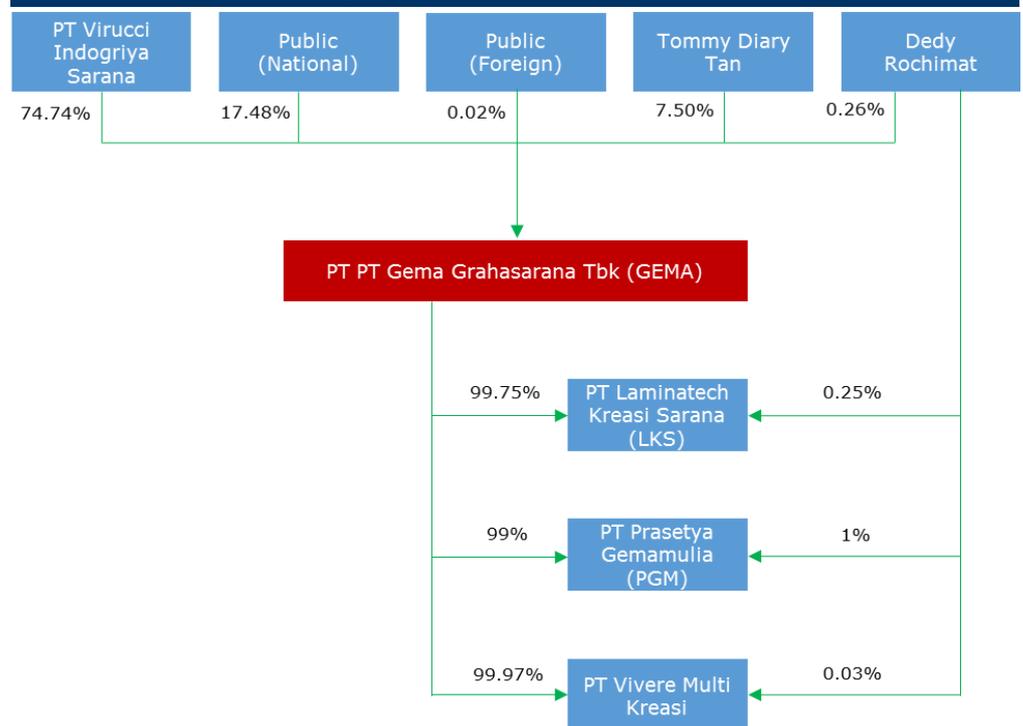
Pernyataan "disclaimer" pada halaman akhir merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari dokumen ini" www.pefindo-consulting.co.id

Anak Perusahaan GEMA

GEMA memiliki tiga anak perusahaan yang bergabung pada tahun 2005 di bawah naungan VIVERE Group dengan spesialisasi yang berbeda, yaitu:

- **PT Laminattech Kreasi Sarana**
PT Laminattech Kreasi Sarana (LKS) didirikan pada tahun 1997 dan menjadi anggota dari VIVERE Group melalui akuisisi oleh Perusahaan pada Maret 2002. LKS terlibat dalam pembuatan *Panel Laminated Komponen* (PLC) untuk kantor dan mebel perumahan. Pabrik LKS terletak di Lippo Cikarang, Jawa Barat. LKS berfokus pada perdagangan laminasi tekanan tinggi Wilsonart, USA, *Edging Collection* oleh Dollken, Kanada, serta outlet listrik fleksibel Eubiq, Singapura.
- **PT Prasetya Gemamulia**
PT Prasetya Gemamulia (PGM) didirikan pada tahun 1994, yang mengkhususkan diri dalam membangun layanan instalasi dan pemeliharaan mekanik dan listrik. PGM menawarkan layanan untuk klien yang datang dari kantor, ritel, institusi pendidikan serta sektor perhotelan.
- **PT Vivere Multi Kreasi**
PT Vivere Multi Kreasi (VMK) didirikan pada tahun 2003 dan diakuisisi oleh Perusahaan pada tahun 2005. Kompetensi inti adalah VMK adalah menyediakan perlengkapan rumah di bawah merek "VIVERE", sebuah merek yang menawarkan gaya hidup melalui pilihan furnitur, dapur, lemari pakaian, dan aksesoris untuk perumahan. VMK memiliki 10 (sepuluh) toko yang terletak di pusat perbelanjaan utama (8 di Jakarta, 1 di Surabaya, dan 1 di Bali).

Gambar 5: Struktur Grup GEMA

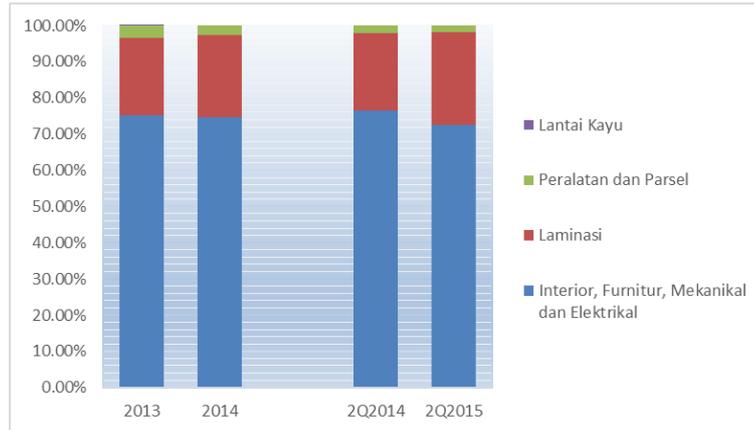


Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

Kontribusi yang Signifikan dari Segmen Interior, Furnitur, Mekanikal dan Elektrikal

Selama tiga tahun terakhir, kontribusi pendapatan dari segmen interior, furnitur, mekanikal elektrikal telah mendominasi pendapatan GEMA hampir 75% (rata-rata tiga tahun). Kontribusi pendapatan dari segmen laminasi dan segmen peralatan dan parsel berada di di sekitar 23% dan 2,5%.

Gambar 6: Kontribusi Pendapatan GEMA



Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

Kami menyukai strategi GEMA untuk memprioritaskan segmen interior, furnitur, segmen mekanikal dan elektrikal karena segmen ini menghasilkan margin terbaik, sekitar 25% (rata-rata tiga tahun), dibandingkan segmen lain di dalam grup. Segmen terbaik berikutnya adalah laminasi dengan 17%.

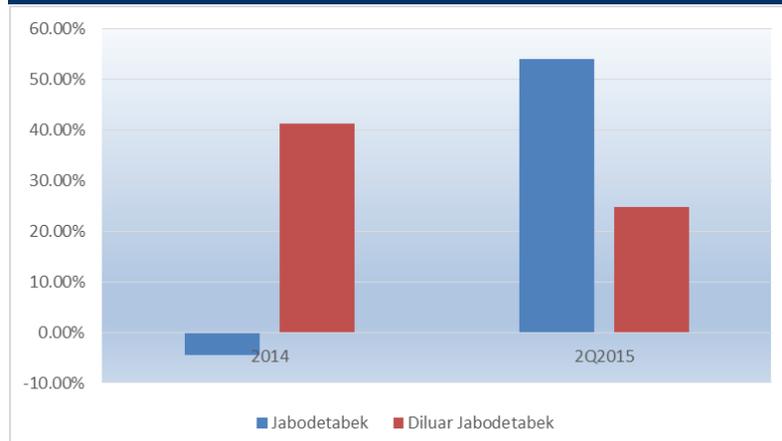
Peningkatan Pendapatan Berasal dari Pelanggan Terkemuka

Meskipun terjadi penurunan pendapatan sebesar 3,9% pada tahun 2014 YoY, pendapatan GEMA meningkat kembali dan tumbuh pesat di 2Q2015 YoY sebesar 50%, disumbangkan oleh semua segmen bisnis. Penumbang pertumbuhan tertinggi adalah laminasi (79,1% YoY), diikuti oleh interior, furnitur, instalasi mekanikal dan elektrikal, serta peralatan dan parsel (sekitar 42% YoY). Kami menyukai GEMA yang memiliki diversifikasi pada pelanggan utamanya. Pada periode 2Q2015, 34,3% dari pendapatan yang dibukukan, dihasilkan oleh lima pelanggan utama seperti Telkomsel, Shangri La, Sampoerna Foundation, AIA Financial dan ACE Life.

Pertumbuhan Pesat pada Segmen Jabodetabek

GEMA menunjukkan pertumbuhan pendapatan yang signifikan di 2Q2015, terutama di pasar Jabodetabek. Pasar Jabodetabek, yang memberikan kontribusi 88% dari total pendapatan GEMA, membukukan pertumbuhan 53% YoY di 2Q2015. Meskipun terdapat sikap "wait and see" pada sektor properti di 2Q2015, seperti (i) sektor apartemen; kinerja yang relatif stabil (ditunjukkan dengan rata-rata tingkat hunian di 85,9%) dibandingkan dengan periode sebelumnya, kenaikan harga yang moderat, yakni 4,3% menjadi rata-rata Rp28,9 juta/meter persegi untuk semua kelas apartemen, (ii) sektor perkantoran; tingkat hunian yang stabil di kawasan CBD di 93,6% selama enam bulan terakhir, kami menyukai kinerja GEMA di pasar Jabodetabek, yang bertumbuh dengan sangat baik.

Gambar 7: Profil Pertumbuhan (YoY) Berdasarkan Area Geografis



Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

Selama 2014, GEMA berhasil menyelesaikan 32 proyek untuk pekerjaan ruang kantor. Dari keseluruhan total nilai proyek yang sudah didapatkan di tahun 2015 (Rp858 miliar), GEMA telah membukukan sebesar 49% pada 2Q2015. Saat ini terdapat sebelas proyek dalam pengerjaan yang akan diselesaikan pada tahun 2015, seperti:

Tabel 3: Proyek Berjalan GEMA untuk Selesai di tahun 2015

Nama Proyek	Periode Dimulai	Periode Selesai
Four Point Hotel - Surabaya	March 2015	November 2015
Ibis - Manado	May 2015	Desember 2015
Gunas Land Office	Agustus 2015	Oktober 2015
Tokyuland	Agustus 2015	Oktober 2015
Rentokil	Agustus 2015	Oktober 2015
Supreme Energy	Agustus 2015	November 2015
GE	Agustus 2015	November 2015
Dentsu	September 2015	Oktober 2015
Danamon Executive Floor	September 2015	Desember 2015
Telkomsel	Oktober 2015	Desember 2015
ID Marco	Oktober 2015	Desember 2015

Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

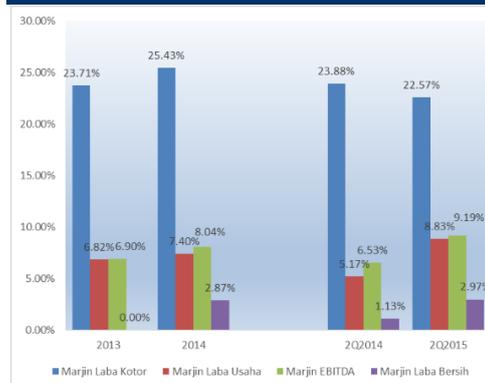
KEUANGAN

Peningkatan Efisiensi Memperbaiki Laba Bersih

Meskipun terjadi pertumbuhan yang cepat dari pendapatan, margin laba kotor Perusahaan sedikit menurun dari 23,8% di 2Q2014 dibandingkan 22,5% di 2Q2015 karena persaingan dan tekanan harga pada segmen interior, furnitur, mekanikal dan elektrik, dan instalasi. Margin laba kotor dari bisnis ini menurun dari rata-rata 27,3% untuk 2013 dan 2014 menjadi hanya 20,1% di 2Q2015.

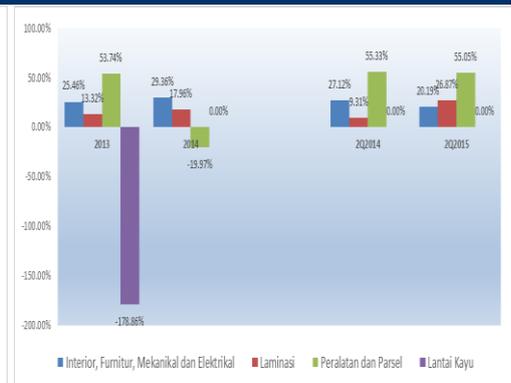
Walau demikian, kami melihat peningkatan margin laba kotor pada segmen laminasi dari rata-rata 13,5% untuk 2013 dan 2014 menjadi 26,8% di 2Q2015 dan margin yang stabil untuk segmen peralatan dan parcel pada 55% selama tiga tahun terakhir (2013-2Q2015). Peningkatan margin laba kotor dari segmen tersebut membantu meringankan dampak penurunan margin laba kotor dari segmen interior, furnitur, mekanikal dan elektrik dan instalasi pada margin laba kotor Perusahaan secara keseluruhan.

Gambar 8: Rasio Profitabilitas



Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

Gambar 9: Margin Laba Kotor per Segmen



Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

menghemat biaya operasional. Contohnya, Perusahaan telah mampu menghemat penggunaan listrik, air, dan lembur, yang utamanya disebabkan oleh alokasi pekerjaan dan manajemen rantai pasokan yang lebih baik.

Tabel 4: Biaya Operasional GEMA berdasarkan Persentase Pendapatan

Biaya Operasional	2013	2014	2Q2014	2Q2015
Biaya Penjualan	7,6%	8,2%	8,6%	6,3%
Biaya Umum dan Administrasi	9,2%	9,8%	10,0%	7,3%

Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

Meskipun terjadi kenaikan beban bunga di 2Q2014 (Rp5,7 miliar dibandingkan Rp8,5 miliar di 2Q2015), Perusahaan dapat mempertahankan biaya lainnya di sekitar 1,8% terhadap total pendapatan untuk kedua periode, memberikan efek *multiplier* pada *bottom line* dari Rp3,1 miliar di 2Q2014 menjadi Rp 17,4 miliar di 2Q2015, atau melonjak sebesar 5,6x. Marjin laba bersih sebagai hasilnya meningkat dari 1,1% pada 2Q2014 menjadi 4,4%.

Pasar Properti yang Menurun Menyebabkan Tekanan pada Harga

Setelah mengalami sedikit penurunan sebesar 3,08% dari 299.399 meter persegi pada tahun 2013 menjadi 290.186 meter persegi pada tahun 2014, total area pengerjaan diperkirakan akan meningkat moderat sebesar 6,6% menjadi 309.605 meter persegi pada 2015. perlambatan pertumbuhan ekonomi telah memperlambat pasar properti di semua segmen produk. Akibatnya, persaingan di antara pengembang properti semakin meningkat dan menyebabkan tekanan pada harga jual. Harga rata-rata per meter persegi mengalami penurunan sejak tahun 2012 sebesar 5,5% ke 2014 dan terus menurun ke Rp1.597.750 per meter persegi.

Gambar 10: Total Area Pengerjaan & Harga Per Meter Persegi

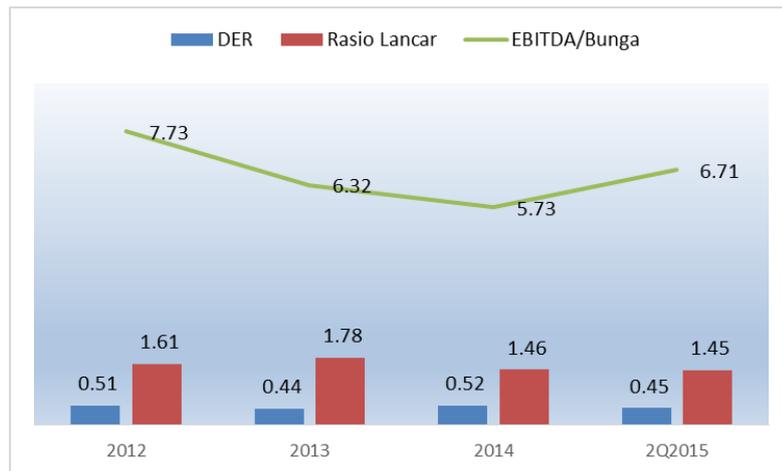


Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

Mempertahankan Gearing pada Tingkat Stabil

Selama periode 2012-2014 dan 2Q2015, *gearing ratio* GEMA stabil di sekitar 0,49X. Selama 2012-2013, tingkat utang berbunga tetap stabil, sekitar Rp70 miliar, dan kemudian sedikit meningkat menjadi Rp86 miliar pada 2014. Namun, terjadi sedikit penurunan di 2Q2015 menjadi Rp80 miliar, menjadikan tingkat *gearing* di 0,45X. Perusahaan telah mampu mempertahankan proporsi antara aktiva lancar dan kewajiban lancar selama tiga tahun terakhir (1,61X, 1,78X dan 1,46X untuk 2012-2014, masing-masing) dan 1,45X di 2Q2015; Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa Perusahaan tidak memiliki kesulitan likuiditas karena total aktiva lancar melebihi total kewajiban lancar.

Gambar 11: Rasio Lancar, DER, dan EBITDA/Bunga GEMA

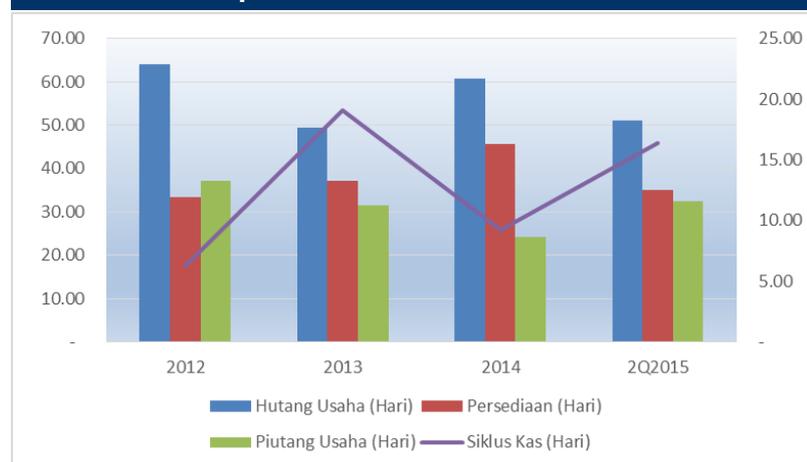


Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

Siklus Kas yang Fluktuatif, tidak Menjadi Masalah

Ada peningkatan yang signifikan dalam piutang di 2Q2015 sebesar 80,5% dibandingkan akhir 2014, dari Rp41,8 miliar menjadi Rp75,5 miliar. Namun, kami tidak melihat pelemahan kinerja kenaikan piutang juga diikuti oleh peningkatan yang signifikan dalam pendapatan. Porsi yang baik (77%) dari piutang tersebut akan jatuh tempo dalam waktu 1-30 hari, sementara hanya 10% jatuh tempo lebih dari 90 hari. Meskipun perputaran piutang melambat, perputaran persediaan tetap stabil pada 35 hari di 2012-2Q2015, kecuali pada tahun 2014 yang mencapai 45 hari. Adapun perputaran hutang usaha sedikit berfluktuasi antara 50 hari sampai dengan 64 hari selama periode 2012-2Q2015. Menggabungkan perputaran ketiganya, siklus konversi kas GEMA memerlukan waktu 16 hari di 2Q2015, yang merupakan siklus terpanjang kedua selama periode 2012-2Q2015 setelah 19,1 hari pada tahun 2013.

Gambar 12: Perputaran Kas GEMA



Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

ANALISA SWOT

Tabel 5: Analisa SWOT

Strength	Weakness
<ul style="list-style-type: none"> Dipimpin dan dikelola oleh manajemen yang berpengalaman selama lebih dari 30 tahun. Basis konsumen yang kuat dari korporasi besar di Indonesia termasuk perusahaan multinasional. Kontraktor interior dan manufaktur furnitur yang terintegrasi. Merupakan distributor tunggal produk dari merek internasional terkenal. Didukung oleh proyek berulang. Merek yang kuat di kalangan pelanggan kelas menengah-atas. 	<ul style="list-style-type: none"> Cakupan yang terbatas, terbesar hanya di wilayah Jabodetabek. Hambatan masuk ke dalam industri yang rendah.
Opportunity	Threat
<ul style="list-style-type: none"> Prospek cerah dari sektor properti di Indonesia di semua segmen. Kebijakan Pemerintah dan kebijakan Bank Indonesia untuk meningkatkan penjualan di sektor properti di waktu dekat, misalnya pemberian izin kepemilikan apartemen bagi warga negara asing, menurunkan <i>loan-to-value</i> dari 80% menjadi 70%. 	<ul style="list-style-type: none"> Perlambatan perekonomian yang berkelanjutan. Intensitas persaingan.

TARGET HARGA

Penilaian

- Metodologi**

Kami mengaplikasikan metode *discounted cash flow (DCF)* sebagai metode penilaian utama dengan pertimbangan bahwa pertumbuhan pendapatan adalah merupakan faktor yang sangat mempengaruhi nilai (*value driver*) bagi GEMA jika dibandingkan dengan pertumbuhan aset.

Kami tidak mengkombinasikan perhitungan DCF ini dengan metode Guideline Company Method (GCM) di dalam valuasi ini, disebabkan tidak terdapat pesaing setara yang benar-benar dapat diperbandingkan dengan GEMA di Bursa Efek Indonesia.

Penilaian ini berdasarkan pada nilai 100% saham GEMA per 11 November 2015, menggunakan laporan keuangan GEMA per 30 Juni 2015 sebagai dasar dilakukannya analisa fundamental.

- Estimasi Nilai**

Kami menggunakan Cost of Capital sebesar 10,6% dan Cost of Equity sebesar 11,3% berdasarkan asumsi-asumsi berikut:

Tabel 6: Asumsi

Risk free rate [%]*	8,7
Risk premium [%]*	5,5
Beta [x]**	0,4
Cost of Equity [%]	11,3
Marjinal tax rate [%]	25
Interest Bearing Debt to Equity Ratio [x]	0,4
WACC [%]	10,6

Sumber: Bloomberg, PEFINDO Equity & Index Valuation Division Estimates
 Catatan: *Per 10 November, 2015 **Per 5 November, 2015

Berdasarkan perhitungan di atas, Target Harga GEMA untuk 12 bulan adalah **Rp541 – Rp620** per saham .

Tabel 7: Ringkasan Penilaian Metode DCF

	Konservatif	Moderat	Agresif
<i>PV of Free Cash Flows</i> [Rp miliar]	42	44	46
<i>PV Terminal Value</i> [Rp miliar]	197	208	218
<i>Non-Operating Asset</i> [Rp miliar]	13	13	13
<i>Debt</i> [Rp miliar]	(80)	(80)	(80)
<i>Total Equity Value</i> [Rp miliar]	173	185	198
<i>Number of Share</i> [juta saham]	320	320	320
<i>Fair Value per Share</i> [Rp]	541	581	620

Sumber: PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

Tabel 8: Laporan Laba Rugi Komprehensif Konsolidasi
(Rp miliar)

	2012	2013	2014	2015P	2016P
Pendapatan	598	657	632	663	729
Biaya Penjualan	(444)	(502)	(471)	(494)	(544)
Laba Kotor	154	155	161	169	186
Biaya Operasional	(95)	(111)	(114)	(114)	(124)
Laba Operasional	59	44	47	55	61
Pendapatan (Biaya) Lain	(15)	(11)	(15)	(18)	(19)
Laba Sebelum Pajak	44	33	32	37	42
Pajak	(16)	(15)	(14)	(17)	(19)
Kepentingan Non-pengendali	0	0	0	0	0
Net Profit	28	18	18	20	23

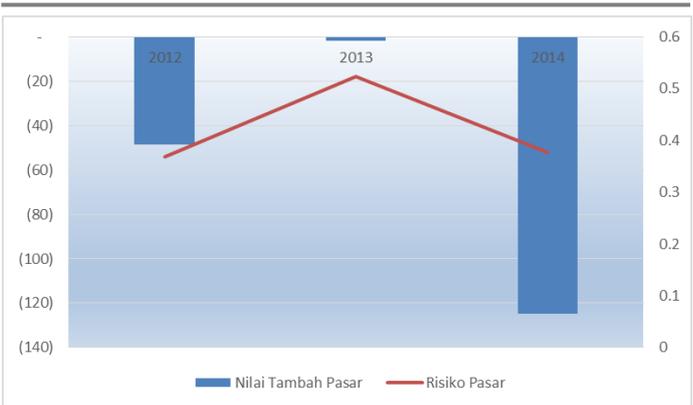
Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing (Estimasi)

Tabel 9: Laporan Posisi Keuangan Konsolidasian
(Rp miliar)

	2012	2013	2014	2015P	2016P
Aset					
Aset Lancar					
Kas dan Setara Kas	19	10	19	13	20
Piutang	63	63	45	60	66
Selisih Lebih Proyek	146	112	155	163	179
Persediaan	41	51	59	49	54
Aset Lancar Lainnya	80	51	48	57	62
Total Aset Lancar	349	287	326	342	381
Aset Tetap	71	75	64	66	70
Aset Lainnya	10	16	31	31	33
Total Aset	430	378	421	440	484
Kewajiban					
Hutang Usaha	82	69	78	81	82
Pinjaman Jk. Pendek	15	21	84	94	114
Kewajiban Lainnya	119	72	60	54	59
Total Kewajiban Jk. Pendek	216	162	223	230	255
Pinjaman Jk. Panjang	55	46	1,7	1,9	2,1
Kewajiban Jk. Panjang Lainnya	16	20	29	28	30
Total Liabilities	287	227	254	260	287
Total Equity	142	151	166	180	196

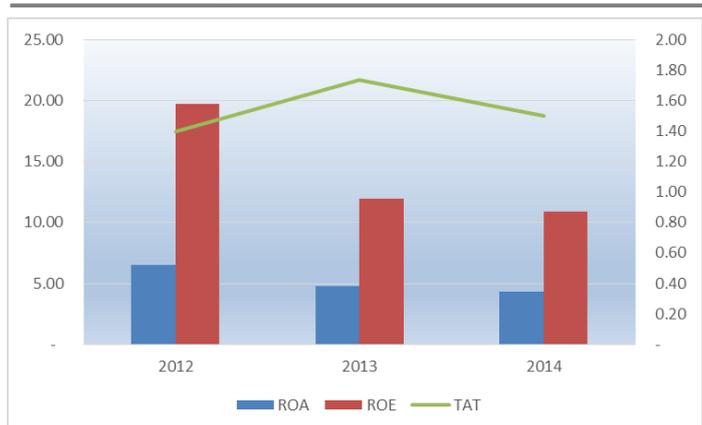
Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing (Estimasi)

Gambar 10: Nilai Tambah Pasar dan Risiko Pasar



Sumber: Bloomberg, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

Gambar 11: ROA, ROE dan Total Assets Turnover



Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing

Tabel 12: Rasio Kunci

	2012	2013	2014	2015P	2016P
Pertumbuhan [%]					
Penjualan	15,4	9,9	(3,9)	5,0	10,0
Laba Usaha	11,1	(25,4)	3,8	17,0	12,3
EBITDA	23,7	(25,8)	12,0	12,1	12,3
Laba Bersih	4,1	(35,7)	0,5	8,6	14,9
Profitabilitas [%]					
Laba Kotor	25,8	23,6	25,4	25,5	25,5
Laba Bersih	9,9	6,7	7,4	8,2	8,4
EBITDA	10,2	6,9	8,0	8,6	8,8
Laba Bersih	4,7	2,7	2,9	3,0	3,1
ROA	6,5	4,8	4,3	4,5	4,7
ROE	19,7	11,9	10,9	10,9	11,7
Solvabilitas [x]					
Liabilities to Equity	2,0	1,5	1,5	1,4	1,5
Liabilities to Asset	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Likuiditas [x]					
Rasio Lancar	1,6	1,8	1,5	1,5	1,5
Rasio Cepat	1,4	1,5	1,2	1,3	1,3

Sumber: PT Gema Grahasarana Tbk, PEFINDO Riset dan Konsultasi – Divisi Valuasi Saham & Indexing (Estimasi)

DISCLAIMER

Laporan ini dibuat berdasarkan sumber-sumber yang kami anggap terpercaya dan dapat diandalkan, Namun kami tidak menjamin kelengkapan, keakuratan atau kecukupannya, Dengan demikian kami tidak bertanggung jawab atas segala keputusan investasi yang diambil berdasarkan laporan ini, Adapun asumsi, opini, dan perkiraan merupakan hasil dari pertimbangan internal kami per tanggal penilaian (cut-off date), dan kami dapat mengubah pertimbangan diatas sewaktu-waktu tanpa pemberitahuan terlebih dahulu.

Kami tidak bertanggung jawab atas kekeliruan atau kelalaian yang terjadi akibat penggunaan laporan ini, Kinerja dimasa lalu tidak selalu dapat dijadikan acuan hasil masa depan, Laporan ini bukan merupakan rekomendasi penawaran, pembelian atau menahan suatu saham tertentu, Laporan ini mungkin tidak sesuai untuk beberapa investor, Seluruh opini dalam laporan ini telah disampaikan dengan itikad baik, namun sewaktu-waktu dapat berubah tanpa pemberitahuan terlebih dahulu, dan disajikan dengan benar per tanggal diterbitkan laporan ini, Harga, nilai, atau pendapatan dari setiap saham Perseroan yang disajikan dalam laporan ini kemungkinan dapat lebih rendah dari harapan pemodal, dan pemodal juga mungkin mendapatkan pengembalian yang lebih rendah dari nilai investasi yang ditanamkan, Investasi didefinisikan sebagai pendapatan yang kemungkinan besar diterima dimasa depan, namun nilai dari pendapatan yang akan diterima tersebut kemungkinan besar juga akan berfluktuasi, Untuk saham Perseroan yang penyajian laporan keuangannya didenominasi dalam mata uang selain Rupiah, perubahan nilai tukar mata uang tersebut kemungkinan dapat menurunkan nilai, harga, atau pendapatan investasi pemodal, Informasi dalam laporan ini bukan merupakan pertimbangan pajak dalam mengambil suatu keputusan investasi.

Target harga saham dalam Laporan ini merupakan nilai fundamental, bukan merupakan Nilai Pasar Wajar, dan bukan merupakan harga acuan transaksi yang diwajibkan oleh peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Laporan target harga saham yang diterbitkan oleh PT Pefindo Riset Konsultasi (PRK) atau PEFINDO Riset dan Konsultasi bukan merupakan rekomendasi untuk membeli, menjual, atau menahan suatu saham tertentu, dan tidak dapat dianggap sebagai nasehat investasi oleh PRK yang behubungan dengan cakupan Jasa Pefindo kepada, atau kaitannya kepada, beberapa pihak, termasuk emiten, penasehat keuangan, pialang saham, investment banks, institusi keuangan dan perantara keuangan, dalam kaitannya menerima imbalan atau keuntungan lainnya dari pihak tersebut.

Laporan ini tidak ditujukan untuk pemodal tertentu dan tidak dapat dijadikan bagian dari tujuan investasi terhadap suatu saham dan juga bukan merupakan rekomendasi investasi terhadap suatu saham tertentu atau suatu strategi investasi, Sebelum melakukan tindakan dari hasil laporan ini, pemodal disarankan untuk mempertimbangkan terlebih dahulu kesesuaian situasi dan kondisi dan, jika dibutuhkan, mintalah bantuan penasehat keuangan.

PEFINDO memisahkan kegiatan Valuasi Saham dengan kegiatan Pemeringkatan untuk menjaga independensi dan objektivitas dari proses dan produk kegiatan analitis, PEFINDO telah menetapkan kebijakan dan prosedur untuk menjaga kerahasiaan informasi non-publik tertentu yang diterima sehubungan dengan proses analitis, Keseluruhan proses, metodologi dan database yang digunakan dalam penyusunan Laporan Target Harga Referensi Saham ini secara keseluruhan adalah berbeda dengan proses, metodologi dan database yang digunakan PEFINDO dalam melakukan pemeringkatan.

Laporan ini dibuat dan disiapkan PRK dengan tujuan untuk meningkatkan transparansi harga saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Laporan ini juga bebas dari pengaruh tekanan atau paksaan dari Bursa maupun Perseroan yang dinilai. PRK akan menerima imbalan dari BEI dan Perseroan yang dinilai untuk 2 (dua) kali pelaporan per tahun. Untuk keterangan lebih lanjut, dapat mengunjungi website kami di <http://www.pefindo-consulting.co.id>

Laporan ini dibuat dan disiapkan oleh PEFINDO Riset dan Konsultasi - Divisi Valuasi Saham dan Indexing. Di Indonesia Laporan ini dipublikasikan pada website kami dan juga pada website Bursa Efek Indonesia. Laporan ini dibuat dan disiapkan oleh Pefindo Divisi Valuasi Saham dan Indexing, Di Indonesia Laporan ini dipublikasikan pada website kami dan juga pada website Bursa Efek Indonesia.