

PT. Pakuwon Jati Tbk.

Rock You Like The Hurricane

Kami memberikan rekomendasi Buy kepada PWON dengan target harga sebesar IDR 750 per lembar saham yang merefleksikan diskon 45% terhadap RNAV dan P/E FY2018F 17.02x. Sebagai salah satu pemain terbesar dalam industri properti, PWON memiliki keunggulan berupa pertumbuhan *recurring income* yang solid serta didukung oleh kepemilikan portofolio properti investasi mereka di lokasi strategis yang memiliki tingkat okupansi yang tinggi. Selain itu juga, prospek positif untuk industri properti pada tahun 2018 mendatang seperti relaksasi sejumlah regulasi untuk industri properti serta pembangunan infrastruktur penunjang turut dapat menjadi katalis positif bagi PWON.

Strong recurring income to keep revenue growth. Dibandingkan dengan emiten properti lain yang memiliki segmentasi yang mirip, PWON memiliki kontribusi pendapatan dari *recurring income* yang cukup besar dibandingkan yang lain. Dengan kontribusi *recurring income* yang mencapai hampir 53%, PWON mengindikasikan bahwa mereka memiliki sumber pendapatan yang solid dari properti investasi mereka. Hal tersebut dapat menopang pertumbuhan pendapatan mereka di tengah volatilitas kondisi ekonomi dan politik yang dapat mempengaruhi tingkat penjualan properti.

Diverse portfolio in premium locations with high occupancy rate. Keberhasilan PWON dalam memilih lokasi yang strategis untuk mengembangkan propertinya menyebabkan properti mereka selalu ramai dengan peminatnya. Hal tersebut terlihat dari tingkat okupansi pusat perbelanjaan milik PWON yang rata-rata mencapai lebih dari 90% selama beberapa tahun terakhir walau di tengah melemahnya perkembangan industri ritel. Tingginya tingkat okupansi tersebut juga turut menjadi penyebab PWON mampu memperoleh *recurring income* yang tinggi sehingga terus menopang pertumbuhan pendapatan perusahaan.

Expected to be benefited from 2018 positive outlook. Kami memandang industri properti memiliki beberapa prospek positif untuk tahun 2018 mendatang, diantaranya adalah pelonggaran LTV, penurunan tingkat suku bunga BI, kepemilikan HGB properti bagi warga negara asing, penurunan pajak terkait properti serta pembangunan infrastruktur penunjang seperti MRT dan LRT.

Valuasi & Rekomendasi. Kami memberikan rekomendasi target harga saham PWON untuk 12 bulan mendatang di level IDR 750 per lembar yang merefleksikan diskon 45% terhadap RNAV, P/E FY2018F 17.02x, dan P/BV FY2018F 2.46x. Mengacu pada harga saham PWON pada penutupan perdagangan kemarin (13/11) yaitu sebesar IDR 615 per lembar, kami memberikan rekomendasi **Buy** dengan *upside potential* sebesar 21.95%.

Key Metrics	FY2014	FY2015	FY2016	E2017	E2018	E2019
Revenue (IDR bn)	3,872	4,625	4,841	5,500	6,022	6,638
EBITDA (IDR bn)	2,070	2,482	2,568	2,976	3,278	3,636
Net Income (IDR bn)	2,515	1,262	1,671	1,859	2,038	2,254
EPS (IDR)	52.23	26.20	34.69	38.59	42.31	46.80
ROAA (%)	19.30%	7.10%	8.47%	8.46%	8.30%	8.24%
ROAE (%)	40.64%	14.23%	16.32%	15.66%	14.92%	14.43%
Current Ratio (x)	1.41	1.22	1.33	1.37	1.40	1.38
Gearing Ratio (x)	0.56	0.52	0.48	0.46	0.44	0.43
Altman Z-Score	6.53	6.42	6.77	6.99	7.17	7.26
P/E (x)	9.86	18.93	16.29	16.84	17.02	16.67
P/BV (x)	3.00	2.53	2.47	2.46	2.38	2.26
EV/EBITDA (x)	13.86	11.67	12.60	12.32	12.40	12.22

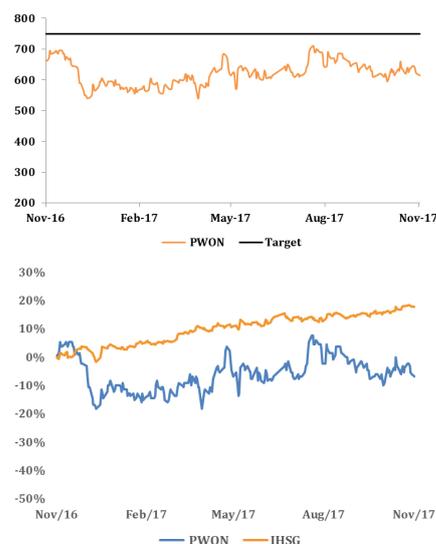
Sumber : PWON, MCS Research

14 November 2017

Buy (+21.95%)

Price (13/11)	IDR 615
Target Price	IDR 750
Ticker	PWON
Industry	Property

Adrian M. Priyatna
adrian@megasekuritas.id



Company Description:

PT. Pakuwon Jati Tbk (PWON) berdiri sejak tahun 1982 di Surabaya. PWON saat ini merupakan salah satu perusahaan pengembang properti terbesar di Indonesia yang berfokus pada kawasan Jakarta dan Surabaya serta memiliki portofolio cukup terdiversifikasi yang terdiri dari di antaranya pengembangan residensial, komersial, retail, dan hospitality. Sejak tahun 1989, PWON telah tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Stock Data

52-week Range (IDR)	535—725
Mkt Cap (IDR tn)	30.10
JCI Weight	0.46%
Shares O/S (bn)	48.16
YTD Change	10.62%
Beta	1.06x

Share Holders:

PT. Pakuwon Arthaniaga	69.74%
Alexander Tedja	0.22%
Richard Adisastra	0.00%
Public/Others (<5%)	30.04%

Tentang PWON

PT. Pakuwon Jati Tbk (PWON) berdiri sejak tahun 1982 di Surabaya. PWON memulai bisnis pengembangan propertinya di tahun yang sama dengan mendirikan Tunjungan Plaza, mall pertama di Surabaya dan masih merupakan salah satu mall terbesar di Surabaya. Sejak tahun 1989, PWON telah tercatat di Bursa Efek Indonesia. PWON saat ini merupakan salah satu perusahaan pengembang properti terbesar di Indonesia dengan *land bank* sekitar 450 ha di Jakarta dan Surabaya serta memiliki portofolio terdiversifikasi yang terdiri dari di antaranya pengembangan residensial, komersial, retail, dan *hospitality* yang memiliki segmentasi kelas menengah atas. Selain itu juga, PWON juga berhasil menempatkan portofolio propertinya di lokasi-lokasi yang strategis di kawasan pusat kota sehingga meningkatkan nilai jual dari properti mereka.

Lokasi Proyek PWON di Jakarta dan Surabaya



Sumber : PWON

Land Bank PWON di Jakarta dan Surabaya

Project	Location	Land Under Development	Additional Land Bank	Total Land Bank
		(ha)	(ha)	(ha)
Jabodetabek		2.7	24.3	27
Kota Kasablanka	Jabodetabek	2.7	3.7	6.4
Gandaria City	Jabodetabek		1.9	1.9
TB Simatupang	Jabodetabek		4.5	4.5
Daan Mogot	Jabodetabek		11	11
Bekasi	Jabodetabek		3.2	3.2
Surabaya		4.4	424.5	428.9
Tunjungan City	Surabaya	1.1	2.1	3.2
Pakuwon City Township	Surabaya		233.6	233.6
Outside Pakuwon City	Surabaya		21.5	21.5
Grand Pakuwon Township	Surabaya		158	158
Pakuwon Mall	Surabaya	3.3	0.6	3.9
Royal Plaza	Surabaya		1.8	1.8
Outside Grand Pakuwon	Surabaya		6.9	6.9
Total		7.1	448.8	455.9

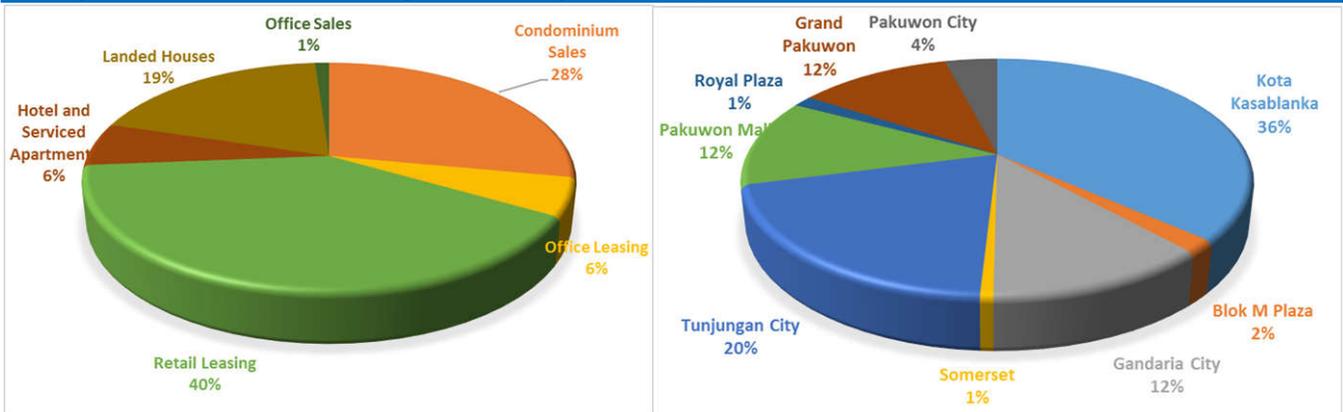
Sumber : PWON

Tentang PWON

Kesuksesan strategi PWON dalam membangun properti investasi menyebabkan peminat properti mereka selalu ramai. Hal tersebut terbukti dari kontribusi *recurring income* mereka yang mencapai hampir 53% dari keseluruhan pendapatan mereka. Properti investasi mereka yang berbentuk *mixed-use* memberikan kontribusi terhadap sebagian besar pendapatan mereka baik dari penyewaan pusat perbelanjaan, hotel, maupun kawasan perkantoran. Tingginya pendapatan *recurring income* mengindikasikan bahwa PWON relatif lebih tahan terhadap volatilitas perubahan situasi yang menyebabkan perlambatan atau penurunan tingkat penjualan properti seperti yang dialami sebagian besar pengembang properti dalam beberapa tahun terakhir.

Berdasarkan segmen, pendapatan dari penyewaan ritel (40.3%) masih menjadi penyumbang terbesar kemudian baru disusul oleh penjualan kondominium (28%) dan rumah tapak (19.1%). Sedangkan berdasarkan proyek, proyek Kota Kasablanka (36.6%) memberikan pendapatan terbesar, disusul oleh Tunjungan City (20%), Grand Pakuwon (12%), Gandaria City (11.9%) kemudian Pakuwon Mall (11.9%). Secara geografis, proporsi antara pendapatan dari properti yang terletak di Jakarta (50.9%) dan Surabaya (49.1%) relatif seimbang. Kontribusi pendapatan yang relatif seimbang baik dari jenis pendapatan maupun geografis mengindikasikan bahwa PWON memiliki sumber pendapatan yang sama-sama solid sehingga pertumbuhan pendapatan mereka dapat lebih konsisten.

Pendapatan PWON Berdasarkan Segmen dan Proyek (9M2017)



Sumber : PWON

Keberhasilan PWON dalam membangun properti di lokasi strategis menyebabkan nilai jual properti mereka terus meningkat dan ramai peminatnya. Dengan rata-rata tingkat *occupancy rate* yang mencapai lebih dari 90% selama lima tahun terakhir untuk kawasan pusat perbelanjaan dan pertokoan mereka, hal tersebut membuktikan bahwa properti investasi PWON masih banyak diminati walau di tengah isu melemahnya permintaan ritel dan diharapkan dapat menopang pertumbuhan pendapatan PWON secara keseluruhan di masa mendatang.

Historical Occupancy Rate Properti Investasi PWON

	2013	2014	2015	2016	9M2017
Tunjungan Plaza	99%	99%	98%	94%	96%
Kota Kasablanka Mall	94%	99%	99%	99%	99%
Gandaria City Mall	98%	98%	98%	96%	95%
Pakuwon Mall	91%	91%	91%	89%	94%
Pakuwon Trade Center	93%	91%	92%	92%	92%
Royal Plaza	96%	96%	97%	97%	97%
Blok M Plaza	95%	93%	92%	93%	91%

Sumber : PWON

Portofolio Proyek PWON

Portofolio Kepemilikan Properti PWON



Projects	Kota Kasablanka	Gandaria City	Tunjungan City	Pakuwon City	Grand Pakuwon
Location	Kawasan CBD Jakarta	Jakarta Selatan	Kawasan CBD Surabaya	Surabaya Timur	Surabaya Barat
Description	Memiliki luas 12.9 ha dekat kawasan Segitiga Emas Jakarta. Mencakup mall terbesar di Jakarta Selatan yang telah dibuka sejak 28 Juli 2012	Kawasan superblock terbesar ketiga di Jakarta Selatan, berada di tanah seluas 9.3 ha di tengah perlintasan yang menghubungkan Jakarta Selatan dan Jakarta Barat	Proyek pertama yang dikembangkan PWON di tahun 1986 dan dikembangkan secara bertahap. Saat ini sedang mengembangkan fase 5 dan 6 yang memiliki ritel, perkantoran, dan residential premium	Kawasan kota terpadu di Surabaya Timur yang memiliki area residential, komersial, dan taman edukasi	Kawasan kota terpadu di Surabaya Barat yang memiliki area residential, dan kedepannya juga akan mengembangkan kawasan komersial
Residential	4 condos, 1,077 units, GSA: 96k sqm 3 additional condos, GSA: 117k sqm	2 condos, 715 units	TP5: The Peak GSA: 30k sqm TP6: One Icon GSA: 49k sqm	Rumah dan lahan 4 Educity condos GSA: 103k sqm 3 ECM condos GSA: 120k sqm	Rumah dan lahan
Office (for sale)	Tower A GSA: 34k sqm Tower C GSA: 49k sqm	Tower A GSA: 37k sqm Tower B GSA: 50k sqm	TP5: Pakuwon Center GSA: 12k sqm TP6: Office Tower GSA: 23k sqm	Rumah toko, universitas, sekolah, dan rumah sakit	
Retail	Menengah ke Atas NLA: 111k sqm	Menengah ke Menengah Atas NLA: 98k sqm	NLA: 103k sqm TP5: Fashion Avenue NLA: 20k TP6 NLA: 25k sqm	Pusat perbelanjaan keluarga NLA: 21k sqm East Coast Center 2 Food and Entertainment Center NLA: 20k sqm	
Office (for lease)	Tower A NLA: 24k sqm Tower B NLA: 32k sqm Tower C NLA: 33k sqm	Tower A NLA: 21k sqm Tower B NLA: 33k sqm	TP5: Pakuwon Center NLA: 8k sqm TP6: Office Tower NLA: 15k sqm		
Hotel		293 kamar, hotel bintang lima	359 kamar, hotel bintang lima 293 kamar, hotel bintang empat		



Projects	Pakuwon Mall	Royal Plaza	Blok M Plaza	Somerset Berlian
Location	Surabaya Barat	Surabaya Selatan	Jakarta Selatan	Jakarta Selatan
Description	Superblock seluas 14.6 ha yang terletak di daerah Surabaya Barat. Memiliki mall dengan target pasar menengah yaitu Pakuwon Mall (PM) dan mall strata yang dimiliki 89% oleh PP yaitu Pakuwon Trade Center. Saat ini tengah mengembangkan fase 3 dan 4 dengan ritel, konominium, dan hotel premium.	Mall target pangsa pasar menengah yang dimiliki 78% dan dikelola oleh PP. Terletak di salah satu perlintasan yang menghubungkan antara Surabaya Utara, Tengah, dan kawasan sekitarnya serta mudah diakses oleh jalan tol, terminal bus, dan stasiun kereta	Mall target pangsa pasar menengah yang terletak pada kawasan komersial Jakarta Selatan. Terletak di salah satu perlintasan yang menghubungkan antara Jakarta Selatan dengan kawasan bisnis Jakarta. Direncanakan memiliki sambungan langsung dengan MRT pada 2018	Service Apartment yang terletak di kawasan tempat tinggal eksklusif di daerah Jakarta Selatan yang dekat dengan pusat keuangan. Dikelola oleh The Ascott Limited dengan brand "Somerset".
Opening Date	PM fase 1: 2003, PTC: 2004, PM fase 2&3: 2017	2006	1991	2007
Residential	Fase 2: Orchard & Tanglin towers GSA: 60k sqm Fase 3: La Riz tower GSA: 41k sqm Fase 4: Three condo towers GSA: 122k sqm			
Retail	PM NLA: 47k sqm, PTC NLA: 46k sqm Fase 2 NLA: 37k sqm Fase 3 NLA: 36k sqm Fase 4 NLA: 12k sqm	NLA: 53k sqm	NLA: 31k sqm	
Hospitality	329 kamar, hotel bintang empat 203 kamar, hotel bintang lima 182 unit service apartment (brand Ascott)			123 unit service apartment (brand Somerset)

Keterangan : Proyek yang ditandai warna merah adalah proyek yang sedang berjalan atau akan selesai dalam dua tahun mendatang

Sumber : PWON

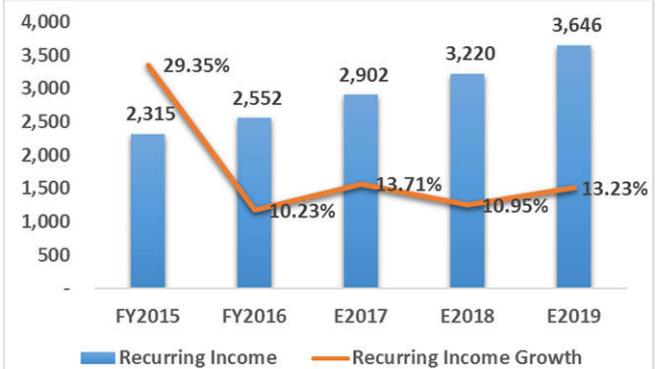
Financial Projection

Proyeksi Marketing Sales PWON



Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Proyeksi Recurring Income PWON



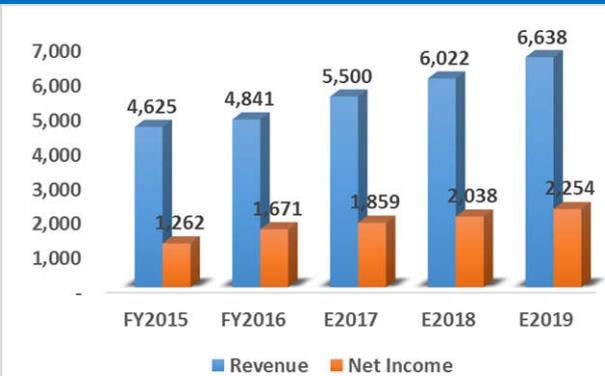
Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Proporsi Sumber Revenue PWON



Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Proyeksi Revenue dan Net Income PWON



Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

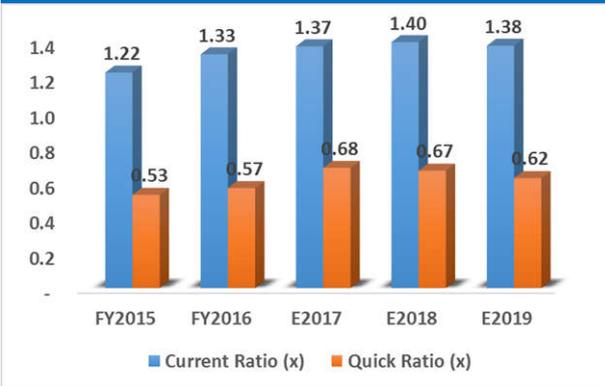
Meski tingkat pertumbuhan *marketing sales* PWON sempat melemah negatif pada tahun 2016 kemarin yang disebabkan oleh sentimen industri properti yang belum membaik, namun pada tahun 2018 kami masih optimis bahwa pertumbuhan pendapatan PWON akan kembali membaik seiring dengan membaiknya sentimen industri properti. Selain itu juga, potensi ekspansi *existing pipeline* serta kepemilikan beberapa *land bank* di sejumlah lokasi strategis masih dapat menunjang penjualan properti PWON di masa mendatang.

Sedangkan untuk *recurring income*, pertumbuhan dari sisi recurring income cenderung lebih stabil dengan rata-rata pertumbuhan selama beberapa tahun terakhir mencapai kisaran double digit. Hal tersebut disebabkan karena tingginya tingkat okupansi properti investasi PWON diiringi oleh penambahan nilai dan harga sewa properti investasi yang dimiliki PWON. Selain itu juga, pengembangan beberapa *existing pipeline* dalam dua tahun mendatang seperti Tower C Kota Kasablanka, Tunjungan Plaza Fase 6, dan Pakuwon Mall Fase 3 dan 4 diharapkan dapat turut menyumbang pertumbuhan *recurring income* dari PWON.

Untuk tahun 2018, kami memproyeksikan angka pendapatan *marketing sales* PWON mencapai IDR 2.8 Triliun, naik sebesar 7.84% dibandingkan tahun 2017. Sedangkan untuk pendapatan *recurring income*, pada tahun 2018 kami memproyeksikan akan mencapai IDR 3.22 Triliun, naik sebesar 10.95% dibandingkan tahun 2017. Sedangkan untuk pendapatan keseluruhan kami memperkirakan akan berada pada angka IDR 6.02 Triliun pada tahun 2018 atau tumbuh 9.48% dibandingkan tahun sebelumnya. Untuk laba bersih PWON diperkirakan pada tahun 2018 akan tumbuh 9.63% dari tahun sebelumnya menjadi IDR 2.04 Triliun.

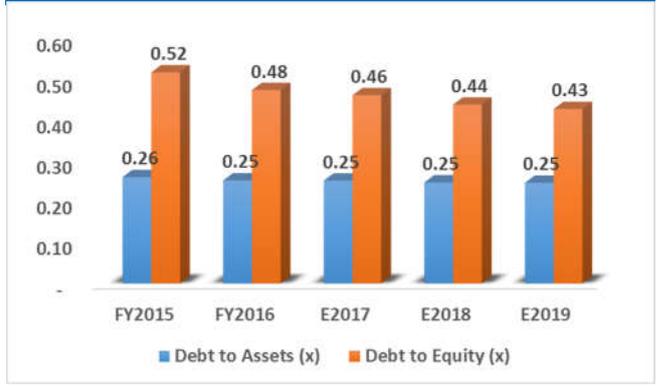
Financial Projection

Liquidity Ratio PWON



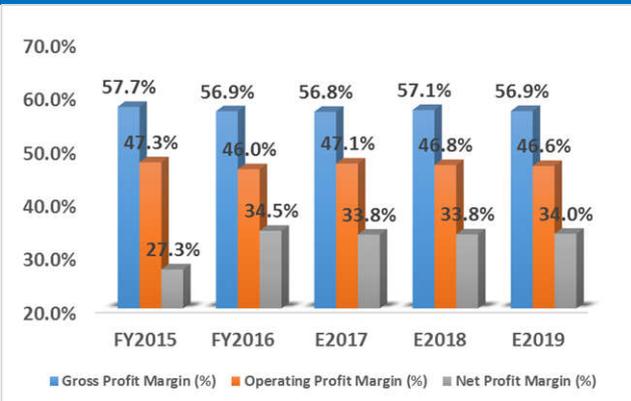
Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Solvency Ratio PWON



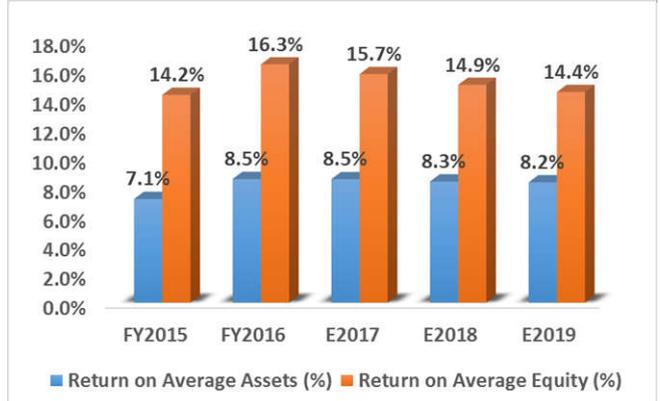
Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Profitability Margin PWON



Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Return on Investment PWON



Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

EV/EBITDA PWON



Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Altman Z-Score PWON

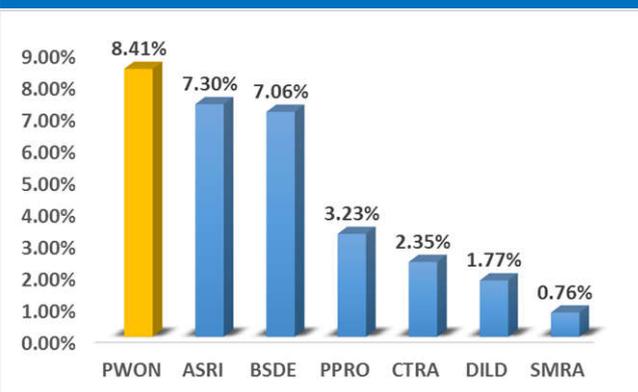


Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Peer to Peer Analysis (9M2017)

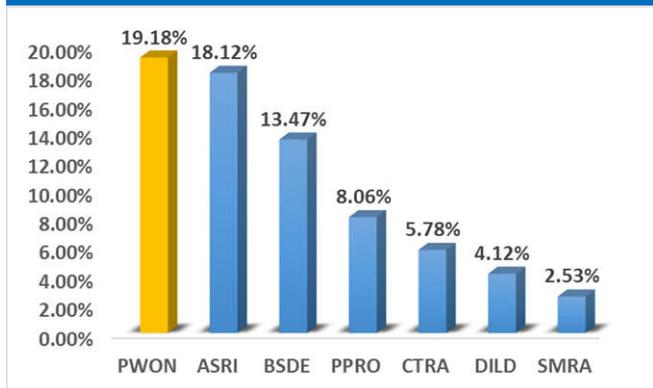
Kami melakukan komparasi *peer to peer* menggunakan beberapa indikator kinerja PWON terhadap beberapa emiten properti lain dalam *coverage* kami yang memiliki segmentasi hampir sama dengan PWON berdasarkan kinerja 9M2017. Berdasarkan perbandingan tersebut, kami menemukan bahwasanya PWON memiliki kinerja yang baik dari sisi profitabilitas, solvabilitas, dan juga valuasi relatif nilai saham. Dari berbagai indikator tersebut, kami menemukan bahwasanya PWON memiliki tingkat profitabilitas yang lebih baik, proporsi utang terhadap ekuitas yang relatif rendah, serta perbandingan rasio harga saham terkait pendapatan yang murah. Hal tersebut menjadikan PWON memiliki keunggulan dibandingkan *peers* mereka dalam industri properti.

Komparasi Peer to Peer ROA



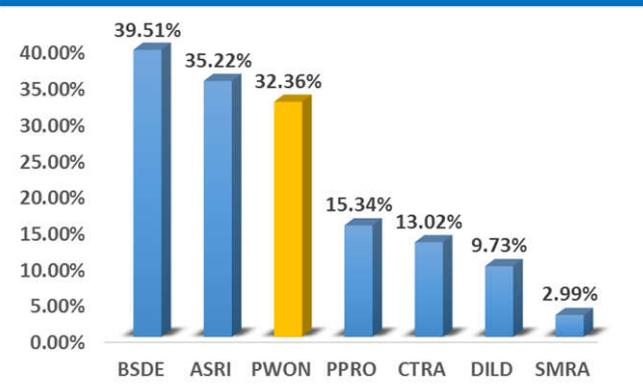
Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Komparasi Peer to Peer ROE



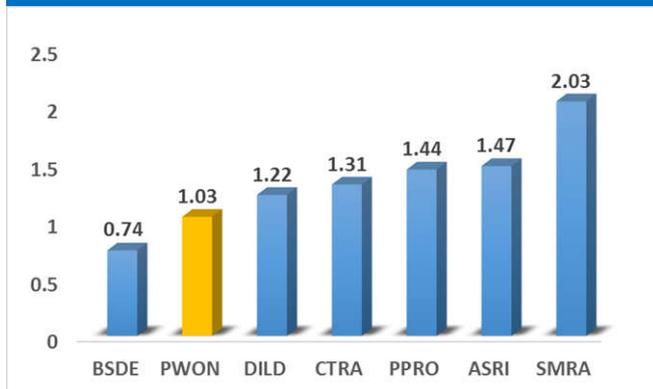
Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Komparasi Peer to Peer NPM



Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Komparasi Peer to Peer DER



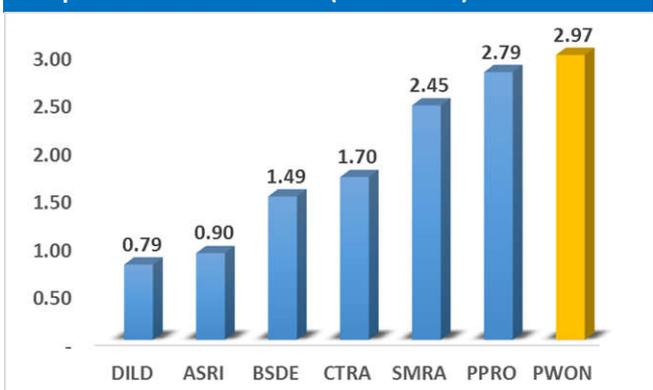
Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Komparasi Peer to Peer PER (Annualized)



Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Komparasi Peer to Peer PBV (Annualized)



Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Investment Thesis

Sebagai salah satu pemain terbesar dalam industri properti dengan landbank sebesar lebih dari 450 ha yang tersebar di berbagai wilayah serta terdiversifikasi di berbagai lini bisnis, PWON menjanjikan prospek bisnis yang menjanjikan ditopang melalui model bisnis mereka yang solid. Dengan kinerja yang semakin bertumbuh, kami optimis bahwa PWON akan Hal-hal yang menjadi *investment thesis* kami antara lain :

Low interest rate means cheaper access to property ownership. Pada bulan Agustus 2017, Suku Bunga BI 7DRR kembali diturunkan sebanyak 25 basis poin dari 4.75% menjadi 4.5%. Hal tersebut diharapkan menjadi sinyal yang baik bagi industri properti mengingat konsumen masih sangat mengandalkan pembiayaan perbankan melalui KPR sebagai sarana kepemilikan properti. Kami optimis penurunan BI rate akan mendorong daya beli masyarakat. Hal ini menurut kami dapat menjadi stimulus untuk industri properti mengingat semakin banyaknya pembeli properti PWON dalam beberapa tahun terakhir yang menggunakan KPR

Infrastructure development to boost property value. Selain itu juga, menurut kami PWON juga akan mendapatkan keuntungan dari program-program pembangunan infrastruktur yang dilakukan oleh pemerintah seperti proyek jalan tol dan transportasi berbasis rel seperti Kereta Rel Listrik (KRL), *Mass Rapid Transport* (MRT), dan *Light Rapid Transport* (LRT). Properti PWON yang berada di sekitar Jakarta akan mendapatkan *benefit* baik secara langsung atau tidak langsung dari pengembangan transportasi berbasis rel tersebut. Salah satu properti investasi PWON yaitu Plaza Blok M akan dilintasi langsung oleh MRT dan rencananya bahkan akan memiliki stasiun MRT yang langsung dihubungkan dengan Plaza Blok M. Kami harapkan dengan adanya pembangunan tersebut dapat meningkatkan tingkat okupansi properti investasi tersebut.

Relaxation of property related policies is expected to increase sales. Sejak tahun 2016, Bank Indonesia telah menaikkan aturan LTV menjadi 85% dari sebelumnya 80% untuk rumah pertama dengan luas di atas 70m². Sebagai tambahan, Bank Indonesia juga telah menghapus larangan KPR inden untuk rumah kedua dan juga memberikan pembiayaan secara bertahap sesuai dengan tingkat penyelesaian pembangunan properti tersebut. Selain itu juga, seiring dengan penurunan tingkat suku bunga BI, Bank Indonesia menyatakan bahwa adanya kemungkinan untuk kembali menaikkan aturan LTV yang diharapkan dapat kembali mendorong pembelian properti.

Foreign ownership may escalate premium properties demand. Mengacu pada Peraturan Pemerintah Nomor 103 tahun 2015, kini Warga Negara Asing (WNA) yang memiliki izin tinggal dapat memiliki aset properti di Indonesia baik berupa rumah tapak maupun apartemen dengan sertifikat Hak Guna Bangunan (HGB) dengan jangka waktu kepemilikan selama 30 tahun dan dapat diperpanjang selama 20 tahun serta dapat diperbarui kembali selama 30 tahun sehingga WNA dapat memiliki aset properti dengan total jangka waktu selama 80 tahun. Menurut kami aturan tersebut akan menjadi stimulus bagi industri properti khususnya dengan segmentasi menengah ke atas.

Tax changes could help developers lowering cost. Melalui Peraturan Pemerintah No. 34 Tahun 2016, pemerintah mengeluarkan aturan untuk menurunkan tingkat pajak penghasilan atas pengalihan tanah dan bangunan dari 5% menjadi 1-2.5%. Hal ini menurut kami akan mengurangi beban pengembang dalam melakukan akuisisi properti tanah dan bangunan sehingga dapat meningkatkan margin pengembang.

Investment Risk

Slow economic growth may affect purchasing power. PWON memiliki portofolio properti yang cukup terdiversifikasi sehingga permintaan terhadap properti PWON cenderung stabil. Selain itu juga, PWON memiliki persentase recurring income yang tinggi sehingga menopang pertumbuhan pendapatan mereka. Namun demikian, PWON masih memiliki beberapa properti premium yang dapat terkena pengaruh seiring dengan kondisi ekonomi yang kurang baik. Kondisi ekonomi yang kurang baik dapat mempengaruhi permintaan atas properti akibat turunnya daya beli konsumen, terutama bagi pembeli yang cenderung memiliki tujuan untuk investasi. Selain itu juga, melemahnya kondisi ekonomi juga dapat meningkatkan risiko kredit macet dari program pembayaran konsumen yang dapat mengganggu *cash flow* perusahaan.

Delayed projects could altered revenue target. Adanya perubahan situasi ekonomi dan politik beberapa waktu lalu menyebabkan beberapa perusahaan properti menunda pengembangan atau peluncuran proyek properti mereka. Risiko terhambat dan tertundanya realisasi proyek tersebut dapat menyebabkan tidak tercapainya target pendapatan perusahaan sehingga memengaruhi profitabilitas dari perusahaan tersebut. Tertundanya atau kegagalan realisasi proyek dari rencana baik yang disebabkan oleh faktor eksternal maupun internal dapat memengaruhi target pencapaian kinerja perusahaan pada tahun tersebut.

High competition among the peers. Seiring dengan meningkatnya jumlah penduduk di daerah perkotaan maka jumlah pangsa pasar properti juga terus meningkat. Hal tersebut juga menyebabkan banyak pengembang properti lain yang juga mengincar pangsa pasar properti di kota-kota besar. Banyaknya pengembang properti lain yang mengincar segmentasi sama menyebabkan konsumen memiliki banyak pilihan untuk membeli properti. Faktor harga dan lokasi properti juga sangat mempengaruhi ketertarikan konsumen, sehingga banyaknya jumlah pesaing dalam industri properti juga dapat menghambat pencapaian target kinerja PWON.

Soaring land price means higher cost of acquisition. Untuk menunjang pengembangan properti dalam jangka panjang, PWON memerlukan *land bank* yang cukup untuk dikembangkan. Oleh karenanya PWON harus terus menambah *land bank* yang dapat mereka kembangkan. Seiring dengan keterbatasan pasokan dan banyaknya permintaan, harga tanah pun terus meningkat sehingga jika ingin menambah *land bank* di kemudian hari PWON harus membayar lebih mahal. Untuk mengatasi tingginya biaya dan keterbatasan lahan, PWON dapat menjadikan proyek *Joint Venture* sebagai alternatif.

Change in property-related regulations. Beberapa tahun yang lalu, pemerintah mengeluarkan beberapa kebijakan yang cenderung menahan laju pertumbuhan properti seperti penurunan tingkat *loan to value* (LTV) dan pelarangan KPR inden rumah kedua. Hal tersebut mengakibatkan pertumbuhan industri properti melambat sejak adanya perubahan aturan tersebut. Kami berpandangan bahwa kebijakan pemerintah memiliki pengaruh yang cukup signifikan bagi perkembangan industri properti, seperti penetapan tarif pajak, aturan LTV. Dengan adanya pengetatan kebijakan, hal tersebut akan memengaruhi daya beli konsumen.

Change in infrastructure projects planning. Untuk menunjang kegiatan ekonomi masyarakat di sekitar Jabodetabek, pemerintah membangun beberapa infrastruktur penunjang seperti pembangunan LRT, jalan tol, pelabuhan, bandara, dan sebagainya yang menjadi salah satu pertimbangan investor untuk membeli properti di daerah-daerah yang diharapkan akan terkena imbas positif proyek tersebut di sekitar Jabodetabek. Jika terdapat perubahan dalam rencana pembangunan infrastruktur tersebut, hal tersebut juga akan mengubah minat investor untuk membeli properti proyek mereka.

Valuation and Recommendation

Kami menggunakan *sum of the parts method* dalam melakukan valuasi terhadap PWON, metode penilaian untuk lahan *township* yang sudah dikembangkan menggunakan *market value* terbaru dan untuk *township* yang belum dikembangkan menggunakan *book value*. Sementara itu, untuk segmen *investment properties* yang terdiri dari retail, office, dan hotel kami menggunakan metode penghitungan *direct capitalization* dengan cap rate 7.5%.

Berdasarkan hasil valuasi, kami memberikan rekomendasi **Buy** untuk PWON dengan target harga IDR 750 per lembar saham yang merefleksikan diskon 45% terhadap NAV dan P/E FY2018F sebesar 17.02x. Dengan membandingkan harga penutupan kemarin (13/11) sebesar IDR 615 per lembar saham maka terdapat *upside potential* sebesar 21.95%.

RNAV		
Land and Township	Stake	Effective Value (IDR bn)
Kota Kasablanka	100%	1,882
Gandaria City	83%	530
TB Simatupang	70%	614
Daan Mogot	84%	621
Bekasi	100%	144
Tunjungan City	100%	358
Pakuwon City Township	100%	28,850
Outside Pakuwon City	100%	1,393
Grand Pakuwon Township	100%	13,351
Pakuwon Mall	67%	297
Royal Plaza	100%	179
Outside Grand Pakuwon	100%	393
Total Value		48,612
Investment Property		
Retail		15,123
Office		3,908
Hotel		4,113
Gross Asset Value	71,756	
Cash	2,996	
Debt	(5,886)	
Advances	(3,428)	
Net Asset Value	65,437	
Share Outstanding	48.2	
NAV/Share	1,359	
Discount to NAV	45%	
Target Price	750	

Sumber : PWON, MCS Research

Sebagai catatan kriteria penetapan rekomedasi dalam riset kami adalah sebagai berikut :

- Buy : terdapat potensi pergerakan harga +15% ke atas
- Hold : terdapat potensi pergerakan harga antara - 15% hingga +15%
- Sell : terdapat potensi pergerakan harga -15% ke bawah

Financial Statements

Income Statement	FY2014	FY2015	FY2016	E2017	E2018	E2019
<i>(in billion IDR)</i>						
Revenue	3,872	4,625	4,841	5,500	6,022	6,638
- Cost of Revenue	(1,714)	(1,957)	(2,088)	(2,378)	(2,582)	(2,860)
Gross Profit	2,158	2,669	2,754	3,122	3,439	3,779
- Operating Expenses	(302)	(480)	(525)	(532)	(620)	(682)
Operating Income	1,856	2,189	2,228	2,590	2,819	3,097
- Interest Expense	(282)	(242)	(202)	(293)	(295)	(320)
- Foreign Exchange Gains (Losses)	(40)	(277)	58	(79)	(88)	(85)
- Net Non-Operating Gains (Losses)	1,075	(244)	(352)	128	143	150
Pretax Income	2,609	1,425	1,732	2,347	2,580	2,842
- Income Tax Expense	(10)	(25)	48	(352)	(387)	(426)
Income Before XO Items	2,599	1,401	1,780	1,995	2,193	2,416
- Minority Interests	(84)	(139)	(109)	(136)	(155)	(162)
Net Income	2,515	1,262	1,671	1,859	2,038	2,254
EBITDA	2,070	2,482	2,568	2,976	3,278	3,636
Earning per Share (IDR)	52.23	26.20	34.69	38.59	42.31	46.80

Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Balance Sheet	FY2014	FY2015	FY2016	E2017	E2018	E2019
<i>(in billion IDR)</i>						
Assets						
+ Cash & Near Cash Items	2,809	2,071	2,432	2,996	3,025	2,986
+ Accounts & Notes Receivable	263	268	186	287	312	333
+ Inventories	1,672	2,254	2,860	2,719	3,134	3,533
+ Other Current Assets	763	815	649	605	523	470
Total Current Assets	5,507	5,409	6,127	6,607	6,993	7,321
+ Net Fixed Assets	9,120	10,344	12,164	14,049	16,373	18,995
+ Other Long-Term Assets	2,143	3,025	2,383	2,620	2,472	2,526
Total Long-Term Assets	11,264	13,370	14,547	16,669	18,846	21,520
Total Assets	16,771	18,778	20,674	23,276	25,839	28,842
Liabilities & Shareholders' Equity						
+ Accounts Payable	134	198	212	219	253	278
+ Short-Term Borrowings	514	536	769	747	825	955
+ Other Short-Term Liabilities	3,265	3,689	3,637	3,848	3,932	4,089
Total Current Liabilities	3,913	4,424	4,618	4,814	5,010	5,322
+ Long-Term Borrowings	4,082	4,372	4,471	5,139	5,593	6,184
+ Other Long-Term Liabilities	499	528	566	602	644	687
Total Long-Term Liabilities	4,581	4,899	5,036	5,741	6,237	6,871
Total Liabilities	8,494	9,323	9,654	10,556	11,247	12,193
+ Minority Interest	2,110	2,236	2,336	2,458	2,577	2,707
+ Share Capital & APIC	1,566	1,566	1,566	1,566	1,566	1,566
+ Retained Earnings & Other Equity	4,600	5,653	7,118	8,697	10,449	12,376
Total Equity	8,277	9,455	11,020	12,721	14,592	16,648
Total Liabilities & Equity	16,771	18,778	20,674	23,276	25,839	28,841
Book Value per Share (IDR)	172	196	229	264	303	346

Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Financial Statements

Cash Flow	FY2014	FY2015	FY2016	E2017	E2018	E2019
<i>(in billion IDR)</i>						
Cash From Operations	1,995	1,742	1,325	2,062	2,554	2,501
Cash From Investing Activities	(3,052)	(2,055)	(1,141)	(2,033)	(2,931)	(3,107)
Cash from Financing Activities	1,742	(421)	181	525	407	567
Net Changes in Cash	685	(734)	364	555	29	(39)
Cash at the Beginning of the Year	2,126	2,811	2,077	2,441	2,996	3,025
Ending Year Cash	2,811	2,077	2,441	2,996	3,025	2,986

Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Ratio	FY2014	FY2015	FY2016	E2017	E2018	E2019
Liquidity Ratios						
Current Ratio (x)	1.41	1.22	1.33	1.37	1.40	1.38
Quick Ratio (x)	0.79	0.53	0.57	0.68	0.67	0.62
Altman Z-Score	6.53	6.42	6.77	6.99	7.17	7.26
Leverage Ratios						
Interest Coverage Ratio (x)	6.57	9.04	11.03	8.84	9.57	9.69
Debt to Assets (x)	0.27	0.26	0.25	0.25	0.25	0.25
Debt to Equity (x)	0.56	0.52	0.48	0.46	0.44	0.43
Growth						
Revenue (%)	27.81%	19.44%	4.67%	13.61%	9.48%	10.24%
Operating Income (%)	22.79%	17.89%	1.82%	16.25%	8.83%	9.85%
Net Income (%)	122.03%	-49.83%	32.40%	11.24%	9.63%	10.61%
Profitability Ratio						
Gross Profit Margin (%)	55.7%	57.7%	56.9%	56.8%	57.1%	56.9%
EBITDA Margin (%)	53.5%	53.7%	53.1%	54.1%	54.4%	54.8%
Operating Profit Margin (%)	47.9%	47.3%	46.0%	47.1%	46.8%	46.6%
Net Profit Margin (%)	65.0%	27.3%	34.5%	33.8%	33.8%	34.0%
Return on Average Assets (%)	19.3%	7.1%	8.5%	8.5%	8.3%	8.2%
Return on Average Equity (%)	40.6%	14.2%	16.3%	15.7%	14.9%	14.4%
Valuation Ratios						
Price to Earning Ratio (x)	9.86	18.93	16.29	16.84	17.02	16.67
Price to Book Ratio (x)	3.00	2.53	2.47	2.46	2.38	2.26
EV/EBITDA (x)	13.86	11.67	12.60	12.32	12.40	12.22
Other Ratio						
Asset Turnover (x)	0.30	0.26	0.25	0.25	0.25	0.24
Account Receivable Turnover (x)	18.79	17.43	21.36	19.19	19.33	19.96
Account Payable Turnover (x)	12.82	9.87	9.86	10.85	10.19	10.30
Inventory Turnover (x)	1.03	0.87	0.73	0.87	0.82	0.81

Sumber : PWON, Bloomberg, MCS Research

Research Division

Danny Eugene	Strategist, Construction, Cement, Automotive	danny.eugene@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62431
Helen Vincentia	Consumer Goods, Retail	helen.vincentia@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62035
Fikri Syaryadi	Banking	fikri@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62035
Adrian M. Priyatna	Property, Hospital	adrian@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62425
Novilya Wiyatno	Mining, Media, Plantation	novilya@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62425
Dhian Karyantono	Economist	dhian@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62134
Fadlillah Qudsi	Technical Analyst	fadlillah.qudsi@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62035

Retail Equity Sales Division

Hendry Kuswari	Head of Sales, Trading & Dealing	hendry@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62038
Dewi Suryani	Retail Equity Sales	dewi.suryani@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62441
Brema Setyawan	Retail Equity Sales	brema.setyawan@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62126
Ety Sulistyowati	Retail Equity Sales	ety.sulistyowati@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62408
Fadel Muhammad Iqbal	Retail Equity Sales	fadel@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62164
Andri Sumarno	Retail Equity Sales	andri@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62045
Harini Citra	Retail Equity Sales	harini@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62161
Syaifathir Muhamad	Retail Equity Sales	fathir@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62179

Corporate Equity Sales Division

Rachmadian Iskandar Z	Corporate Equity Sales	rachmadian@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62402
Ratna Wijayanti	Corporate Equity Sales	ratna.wijayanti@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62055
Reza Mahendra	Corporate Equity Sales	reza.mahendra@megasekuritas.id	+62 21 7917 5599	62409

Fixed Income Sales & Trading

Tel. +62 7917 5559-62 Fax. +62 21 7917 5965

Investment Banking

Tel. +62 21 7917 5599 Fax. +62 21 7919 3900

Kantor Pusat

Menara Bank Mega Lt. 2
Jl. Kapt P. Tendean, Kav 12-14 A
Jakarta Selatan 12790

Pondok Indah

Plaza 5 Pondok Indah Blok D No. 15 Lt. 2
Jl. Margaguna Raya Pondok Indah
Jakarta Selatan

Kelapa Gading

Ruko Gading Bukit Indah Lt.2
Jl. Bukit Gading Raya Blok A No. 26, Kelapa Gading
Jakarta Utara - 14240

DISCLAIMER

This Document is for information only and for the use of the recipient. It is not to be reproduced or copied or made available to others. Under no circumstances is it to be considered as an offer to sell or solicitation to buy any security. Any recommendation contained in this report may not be suitable for all investors and strictly a personal view and should not be used as a sole judgment for investment. Moreover, although the information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable, its accuracy, completeness and reliability cannot be guaranteed. All rights reserved by PT Mega Capital Sekuritas.