

Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF IJ)

Sesuai dengan Ekspektasi



Company Report | July 28, 2020

BUY

| | |
|-----------------------|--------------|
| Target Price | 8,000 |
| Consensus Price (IDR) | 8,238 |
| TP to Consensus Price | -2.9% |
| vs. Last Price | +22.1% |

Shares data

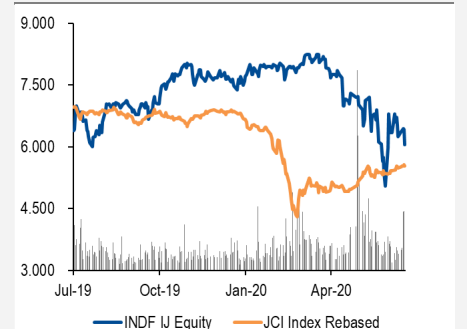
| | |
|------------------------|---------------|
| Last Price (IDR) | 6,550 |
| Price date as of | Jul 17, 2020 |
| 52 wk range (Hi/Lo) | 8,250 / 5,050 |
| Free float (%) | 49.9 |
| Outstanding sh.(mn) | 8,780 |
| Market Cap (IDR bn) | 54,219 |
| Market Cap (USD mn) | 3,505 |
| Avg. Trd Vol - 3M (mn) | 10.04 |
| Avg. Trd Val - 3M (bn) | 68.08 |
| Foreign Ownership | 100.0% |

Consumer Staples

Packaged Foods

| | |
|-----------|---------|
| Bloomberg | INDF IJ |
| Reuters | INDF.IK |

Share Price Performance



| | YTD | 1M | 3M | 12M |
|-----------|--------|-------|-------|--------|
| Abs. Ret. | -17.9% | -0.0% | -4.8% | -6.1% |
| Rel. Ret. | -19.2% | -1.8% | 9.6% | -20.6% |

Putu Chantika Putri D.

+62 21 5088 9129

putu.chantika@nhsec.co.id

Di tengah situasi yang tidak menguntungkan, INDF mencatat pertumbuhan satu digit rendah pada 1Q20. Pertumbuhan ini terutama didukung oleh Consumer Branded Product (CBP) dan segmen Distribusi. Hal ini bertolak belakang dengan segmen Bogasari dan Agribisnis yang mencatatkan kontraksi, lantaran tertekan oleh harga komoditas yang lebih rendah. Namun demikian, pada titik ini, kami berharap pertumbuhan yang lebih baik akan diperoleh ditopang oleh Indeks Keyakinan Konsumen (IKK) lebih tinggi dan Rupiah tetap stabil.

Hasil 1Q20 Sejalan Dengan Ekspektasi Kami

Pendapatan Indofood Sukses Makmur (INDF) 1Q20 meningkat sebesar 8,7% YoY menjadi Rp19,7 triliun, yang sejalan dengan ekspektasi kami yang mewakili 26% dari perkiraan FY20. Sementara itu, INDF melaporkan laba bersih sebesar Rp1,4 triliun atau tumbuh 4,0% YoY. Seiring COGS mencatatkan penurunan, margin kotor dan margin operasi masing-masing meningkat sebesar 230 bps menjadi 32,6% dan 160 bps menjadi 14,9%. Hal ini menyebabkan laba usaha melonjak 12,6% menjadi Rp2,8 triliun. Biaya keuangan turun hingga setengahnya menjadi Rp239 juta, menghasilkan margin laba bersih naik 20 bps menjadi 7,3%. Sebagai catatan, penjualan domestik masih menjadi kontributor terbesar dengan c.89% dari total pendapatan, diikuti oleh Arab Saudi sebagai kontributor terbesar kedua yang membukukan peningkatan penjualan 39,7% YoY di Rp366 miliar.

Evaluasi Kinerja Segmen

Consumer Branded Product (CBP) membukukan pertumbuhan penjualan moderat (+ 5,9% YoY), kami melihat konsumen yang cenderung membeli barang-barang dasar seperti makanan kemasan memberi kontribusinya di segmen ini. Selain itu, segmen distribusi mencatat kinerja positif di 1Q20 dengan pertumbuhan penjualan 9,3% (vs -30,5% di 1Q19). Namun, segmen agribisnis mengaitkan pendapatan kuartalan yang lemah dengan penurunan dalam bisnis perkebunan karena penurunan harga minyak sawit mentah (CPO), bersama dengan bisnis minyak dan lemak nabati (EOF) yang juga mencatat sedikit penurunan penjualan. Kami melihat segmen agribisnis perlahan-lahan akan pulih seiring dengan pelonggaran *lockdown*, yang akan meningkatkan permintaan global dari konsumen terutama Tiongkok dan India. Selain itu, segmen Bogasari membukukan penurunan -5,8% YoY dalam penjualan, meskipun harga gandum lebih rendah di 1Q20.

Dampak dari Akuisisi Pinehill

Menurut pengungkapan, ICBP akan membiayai transaksi Pinehill melalui kombinasi dana internal sebesar USD300juta dan dikombinasikan dengan utang dari pihak ketiga. (Silakan lihat laporan kami tentang ICBP untuk perincian lebih lanjut tentang potensi akuisisi). Sementara itu, akuisisi ini mendapat reaksi negatif dari investor yang terlihat dari harga saham INDF yang telah turun ~20,5% sejak pengumuman publik. Jika transaksi terwujud setelah RUPSLB, kami memperkirakan bahwa *leverage* INDF dapat melonjak akibat pinjaman dari ICBP (sebagai anak perusahaan) yang digunakan untuk membiayai transaksi.

Mempertahankan Rekomendasi BUY dengan Target Harga dari Rp8.000

Kami saat ini mempertahankan rekomendasi BUY untuk INDF dengan Target Harga Rp8.000 yang didapat dengan menggunakan metodologi penjumlahan (SOTP) untuk lebih mencerminkan nilai setiap unit. Kami melihat bahwa produk konsumen yang kuat, terutama mie, dapat memberikan prospek pertumbuhan jangka panjang yang solid. Selain itu, kami percaya potensi pemulihan untuk segmen agribisnis ditopang oleh stabilitasnya rupiah dan tren harga komoditas yang lebih tinggi.

Indofood Sukses Makmur Tbk | Summary (IDR bn)

| | 2019A | 2020E | 2021F | 2022F |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales | 76,593 | 72,967 | 74,518 | 76,668 |
| <i>Sales growth</i> | 4.4% | -4.7% | 2.1% | 2.9% |
| EBITDA | 12,840 | 12,866 | 14,001 | 15,140 |
| Net Profit | 4,908 | 4,581 | 4,934 | 5,380 |
| EPS (IDR) | 559 | 522 | 562 | 613 |
| <i>EPS growth</i> | 17.8% | -6.7% | 7.7% | 9.1% |
| NPM | 6.4% | 6.3% | 6.6% | 7.0% |
| ROE | 9.4% | 8.3% | 8.5% | 8.8% |
| ROA | 5.1% | 4.6% | 4.7% | 4.9% |
| P/E | 14.2x | 11.6x | 14.2x | 13.0x |
| P/BV | 1.3x | 0.9x | 1.2x | 1.1x |
| EV/EBITDA | 8.1x | 7.0x | 7.5x | 6.7x |
| <i>Dividend yield</i> | 2.2% | 4.6% | 3.1% | 2.8% |

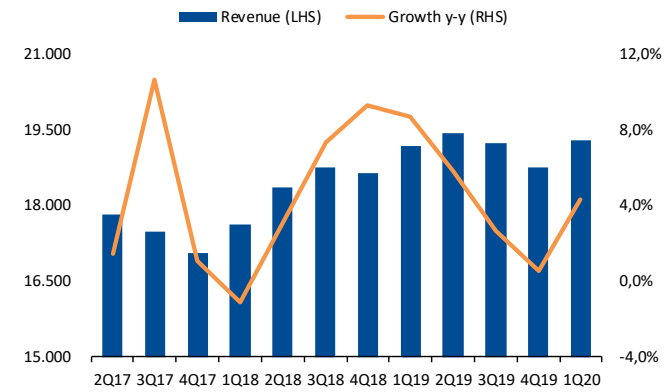
Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

NH Korindo Sekuritas Indonesia

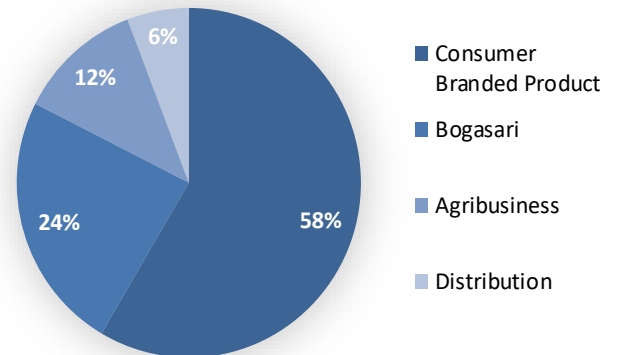
Performance Highlights

INDF's quarterly revenues | 2Q17 - 1Q20



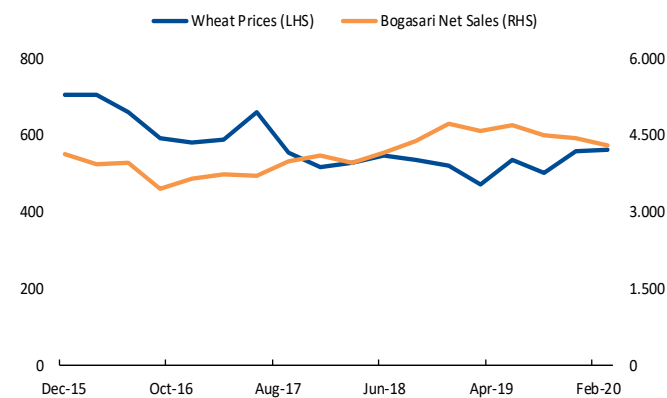
Source: Company Data, NHKSI Research

Sales Breakdown | 1Q20



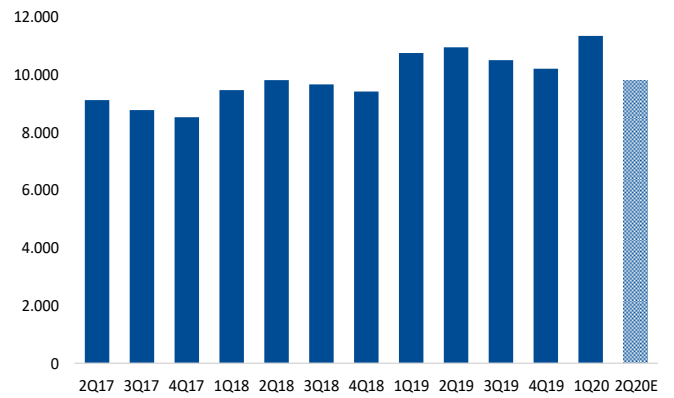
Source: Company Data, NHKSI Research

Wheat Prices vs. Flour Net Sales | 4Q15—1Q20



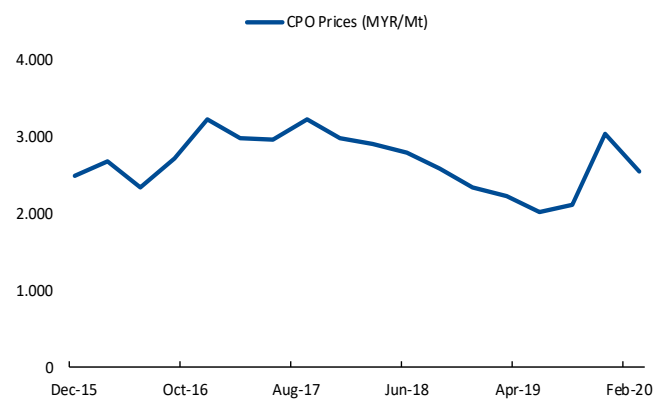
Source: Bloomberg, NHKSI Research

Sales of Consumer-Branded Products | 2Q17– 2Q20E



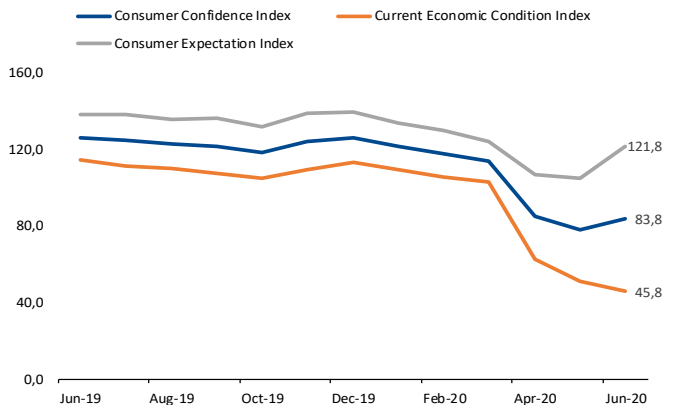
Source: Company Data, NHKSI Research

Trends in CPO Prices | 4Q15-1Q20



Source: Bloomberg, NHKSI Research

Indonesia's Consumer Confidence Index | 2019 - 2020



Source: Bloomberg, NHKSI Research

1Q20's review (IDR bn)

| | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | | | | | 2Q20E |
|---------------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| | | | | | Actual | Estimate | y-y | q-q | surprise | |
| Sales | 19,170 | 19,439 | 19,236 | 18,748 | 19,305 | 18,985 | 0,7% | 3.0% | 1.7% | 17,110 |
| Gross Profit | 5,797 | 5,797 | 5,563 | 5,638 | 5,717 | 4,661 | -1.4% | 1.4% | 22.7% | 4,316 |
| <i>Gross Margin</i> | 30.2% | 29.8% | 28.9% | 30.1% | 29.6% | 24.6% | -0.6% | -0.5% | 5.1% | 25.2% |
| EBIT | 2,555 | 2,201 | 2,325 | 2,711 | 2,878 | 2,711 | 12.6% | 6.1% | 6.1% | 1,493 |
| <i>EBIT Margin</i> | 13.3% | 11.3% | 12.1% | 14.5% | 14.9% | 14.3% | 1.6% | 0.4% | 0.6% | 8.7% |
| Net Profit | 1,349 | 1,196 | 986 | 1,377 | 1,404 | 1,377 | 4.0% | 1.9% | 1.9% | 625 |
| <i>Net Margin</i> | 7.0% | 6.2% | 5.1% | 7.3% | 7.3% | 7.3% | 0.2% | -0.1% | 0.0% | 3.7% |

Source: Bloomberg, NHKSI research

Revisions to Earnings (IDR bn)

| | | 2020E | 2021F | 2022F |
|--------------|-----------|--------------|--------------|--------------|
| Sales | -Revised | 72.967 | 74.518 | 76.668 |
| | -Previous | 77.831 | 80.038 | 82.508 |
| | -Change | -6,2% | -6,9% | -7,1% |
| Gross Profit | -Revised | 21.376 | 22.485 | 23.760 |
| | -Previous | 21.931 | 24.173 | 25.492 |
| | -Change | -2,5% | -7,0% | -6,8% |
| Gross Margin | -Revised | 29,3% | 30,2% | 31,0% |
| | -Previous | 28,2% | 30,2% | 30,9% |
| EBIT | -Revised | 9.064 | 9.911 | 10.823 |
| | -Previous | 8.798 | 10.667 | 11.570 |
| | -Change | 3,0% | -7,1% | -6,5% |
| EBIT Margin | -Revised | 12,4% | 13,3% | 14,1% |
| | -Previous | 11,3% | 13,3% | 14,0% |
| Net Profit | -Revised | 4.581 | 4.934 | 5.380 |
| | -Previous | 4.908 | 4.476 | 4.934 |
| | -Change | -6,7% | 10,2% | 9,1% |
| Net Margin | -Revised | 6,3% | 6,6% | 7,0% |
| | -Previous | 6,3% | 5,6% | 6,0% |

Source: NHKSI research

Sekilas Tentang INDF

Pada dua dekade terakhir, INDF telah bertransformasi menjadi perusahaan Total Food Solutions dengan kegiatan operasional yang mencakup seluruh tahapan proses produksi makanan—mulai dari produksi hingga pengolahan bahan baku menjadi produk akhir yang tersedia di pasar. INDF kini dikenal sebagai perusahaan yang mapan dan terkemuka di setiap kategori bisnisnya. INDF dalam menjalankan bisnisnya memperoleh manfaat dari skala ekonomis serta ketangguhan model bisnisnya yang terdiri dari empat kelompok usaha strategis ("Grup") yang saling melengkapi.

Divisi Produk Konsumen Bermerek (CBP) yang didukung oleh kekuatan merek-merek produknya memproduksi beragam produk konsumen bermerek, yakni mie instan, dairy, makanan ringan, penyedap makanan, nutrisi & makanan khusus, dan minuman. Divisi Bogasari yang memiliki kegiatan usaha berupa produksi tepung terigu dan pasta didukung oleh unit usaha perkapalan dan kemasan. Sementara, divisi Agribisnis memiliki aktivitas bisnis berupa penelitian & pengembangan, pemuliaan benih bibit, pembudidayaan & pengolahan kelapa sawit hingga produksi & pemasaran produk minyak goreng, margarin, serta shortening. Divisi ini juga melakukan budidaya & pengolahan karet, tebu, dan tanaman lainnya. Kemudian, divisi Distribusi memiliki kegiatan utama pendistribusian sebagian besar produk konsumen Indofood dan anak-anak perusahaannya, serta produk pihak ketiga.

Asia Pacific-based Consumer Company

| Company | Market Cap (USD mn) | Asset (USD mn) | Sales LTM (USD mn) | Net Profit LTM (USD mn) | Net Profit Growth LTM | Net Margin | ROE LTM | P/E LTM | P/BV |
|------------------------|---------------------|----------------|--------------------|-------------------------|-----------------------|------------|---------|---------|------|
| Indonesia | | | | | | | | | |
| INDF | 3.911 | 6.947 | 5.419 | 350 | 14,69% | 6,5% | 13,2% | 11,7x | 1,5x |
| ICBP | 7.339 | 2.796 | 3.040 | 401 | 20,94% | 13,2% | 22,6% | 19,1x | 4,0x |
| Japan | | | | | | | | | |
| Nissin Foods Holdings | 9.350 | 5.350 | 4.313 | 270 | 51,46% | 6,3% | 9,0% | 33,7x | 3,0x |
| Toyo Suisan Kaisha Ltd | 6.518 | 3.735 | 3.827 | 215 | 26,80% | 5,6% | 7,8% | 27,5x | 2,1x |
| South Korea | | | | | | | | | |
| Samyang Foods Co Ltd | 789 | 407 | 490 | 60 | 121,29% | 12,2% | 26,2% | 13,4x | 3,2x |
| Nongshim Co Ltd | 1.917 | 2.297 | 2.067 | 77 | 11,60% | 3,7% | 4,7% | 24,1x | 1,1x |
| Ottogi Corporation | 1.701 | 1.863 | 2.038 | 98 | -27,61% | 4,8% | 9,2% | 15,9x | 1,4x |
| Thailand | | | | | | | | | |
| Thai President Foods | 2.029 | 1.151 | 773 | 127 | 15,82% | 16,4% | 17,8% | 16,3x | 2,8x |
| Thai Union Group | 2.055 | 4.769 | 4.137 | 115 | -2,78% | 2,8% | 7,7% | 18,9x | 1,4x |

Source: Bloomberg

SOTP Valuation

| | 2020 NPAT | Multiples Assigned | % Ownership | Value |
|--------------------------------|-----------|--------------------|-------------|---------------|
| CBP (ICBP) | 5.179 | 20,1x | 80,50% | 87.542 |
| Bogasari | 499 | 25,1x | 100% | 12.534 |
| Agribusiness (SIMP) | 41 | 25,1x | 58,40% | 2.956 |
| Distribution | 24 | 20,4x | 100% | 485 |
| Add : Cash | | | | 17.657 |
| Deduct : Debt | | | | (27.637) |
| Net Equity Value | | | | 93.536 |
| Holding Discount | | | 25% | (23.384) |
| Equity Per Share | | | | 8.000 |
| Discount SOTP at Current Price | | | | 22% |

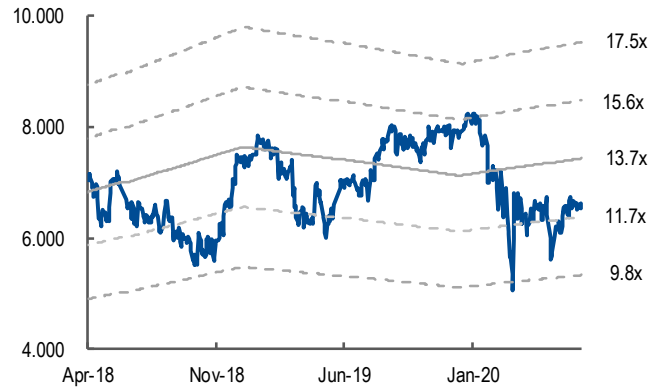
Multiple Valuation

Forward P/E band | Last 3 years



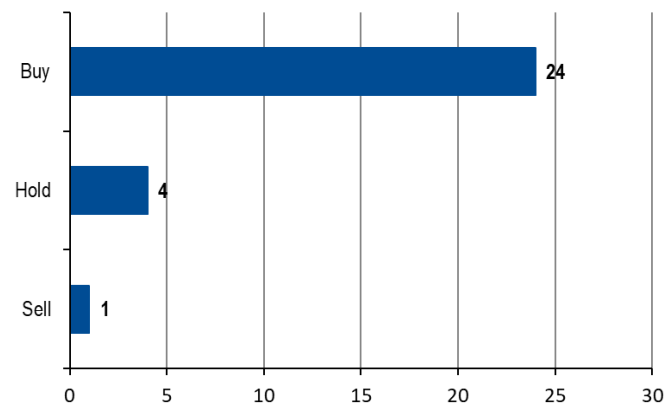
Source: NHKSI research

Dynamic Forward P/E band | Last 3 years



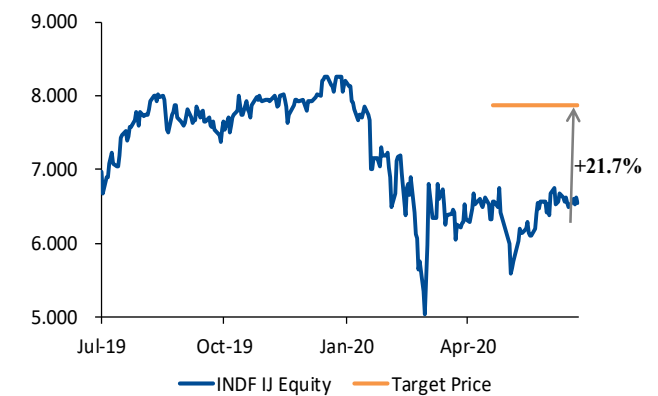
Source: NHKSI research

Analyst Coverage Rating



Source: Bloomberg

Closing and Target Price



Source: NHKSI research

NH Korindo Sekuritas Indonesia (NHKS) stock ratings

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

Summary of Financials

| INCOME STATEMENT | | | | | PROFITABILITY & STABILITY | | | | |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (IDR bn) | 2019/12A | 2020/12E | 2021/12E | 2022/12E | | 2019/12A | 2020/12E | 2021/12E | 2022/12E |
| Sales | 76.593 | 77.831 | 80.038 | 82.508 | ROE | 9,4% | 8,1% | 9,5% | 9,6% |
| <i>Growth</i> | 4,4% | 1,6% | 2,8% | 3,1% | ROA | 5,1% | 4,6% | 5,5% | 5,6% |
| COGS | (53.877) | (55.900) | (55.865) | (57.015) | ROIC | 9,2% | 8,8% | 10,1% | 10,4% |
| Gross Profit | 22.716 | 21.931 | 24.173 | 25.492 | Cash Dividend (IDR bn) | 1.501 | 1.768 | 1.893 | 2.184 |
| <i>Gross Margin</i> | 29,7% | 28,2% | 30,2% | 30,9% | Dividend Yield | 2,2% | 3,3% | 2,8% | 3,2% |
| Operating Expenses | (12.924) | (13.133) | (13.506) | (13.922) | Payout Ratio | 36,0% | 36,0% | 42,3% | 39,3% |
| EBIT | 9.792 | 8.798 | 10.667 | 11.570 | DER | 40,5% | 39,8% | 38,8% | 37,5% |
| <i>EBIT Margin</i> | 12,8% | 11,3% | 13,3% | 14,0% | Net Gearing | 33,9% | 28,3% | 17,2% | 6,1% |
| Depreciation | 3.048 | 2.975 | 3.141 | 3.332 | LT Debt to Equity | 16,5% | 14,7% | 14,4% | 13,9% |
| EBITDA | 12.840 | 11.772 | 13.809 | 14.902 | Capitalization Ratio | 28,8% | 28,5% | 28,0% | 27,3% |
| <i>EBITDA Margin</i> | 16,8% | 15,1% | 17,3% | 18,1% | Equity Ratio | 56,3% | 57,2% | 58,0% | 58,8% |
| Interest Expenses | (1.462) | (1.244) | (1.201) | (1.288) | Debt Ratio | 22,8% | 22,8% | 22,5% | 22,0% |
| EBT | 8.749 | 7.980 | 9.905 | 10.733 | Financial Leverage | 181,9% | 185,4% | 173,3% | 169,5% |
| Income Tax | (2.847) | (2.597) | (3.223) | (3.493) | Current Ratio | 106,6% | 127,2% | 130,0% | 138,6% |
| Minority Interest | (994) | (994) | (907) | (1.126) | Par Value (IDR) | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Net Profit | 4.908 | 4.476 | 5.556 | 6.021 | Total Shares (mn) | 8.780 | 8.780 | 8.780 | 8.780 |
| <i>Growth</i> | 17,8% | -8,8% | 24,1% | 8,4% | Share Price (IDR) | 7.925 | 6.050 | 7.825 | 7.825 |
| <i>Net Profit Margin</i> | 6,4% | 5,8% | 6,9% | 7,3% | Market Cap (IDR tn) | 69,6 | 53,1 | 68,7 | 68,7 |

| BALANCE SHEET | | | | | VALUATION INDEX | | | | |
|-----------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-------------------|----------|----------|----------|----------|
| (IDR bn) | 2019/12A | 2020/12E | 2021/12E | 2022/12E | | 2019/12A | 2020/12E | 2021/12E | 2022/12E |
| Cash | 13.745 | 14.803 | 18.270 | 22.045 | Price /Earnings | 14,2x | 11,9x | 12,4x | 11,4x |
| Receivables | 5.406 | 5.844 | 5.710 | 5.917 | Price /Book Value | 1,3x | 0,9x | 1,1x | 1,1x |
| Inventories | 9.659 | 10.535 | 10.705 | 10.544 | Price/Sales | 0,9x | 0,7x | 0,9x | 0,8x |
| Total Current Assets | 31.403 | 33.639 | 37.141 | 40.964 | PE/EPS Growth | 0,8x | -1,3x | 0,5x | 1,4x |
| Net Fixed Assets | 43.387 | 44.342 | 45.682 | 47.053 | EV/EBITDA | 8,1x | 7,4x | 7,3x | 6,5x |
| Other Non Current Asset | 64.795 | 65.798 | 67.114 | 68.497 | EV/EBIT | 10,6x | 9,9x | 9,4x | 8,4x |
| Total Assets | 96.199 | 99.437 | 104.255 | 109.461 | EV (IDR bn) | 104.054 | 87.201 | 100.173 | 97.050 |
| Payables | 4.522 | 4.212 | 4.449 | 4.419 | Sales CAGR (3-Yr) | 4,6% | 4,7% | 3,5% | 2,9% |
| ST Bank Loan | 13.006 | 14.247 | 14.784 | 15.195 | EPS CAGR (3-Yr) | 5,8% | 2,6% | 10,1% | 7,0% |
| LT Debt | 8.948 | 8.376 | 8.692 | 8.933 | Basic EPS (IDR) | 559 | 510 | 633 | 686 |
| Total Liabilities | 41.996 | 42.596 | 43.753 | 45.120 | Diluted EPS (IDR) | 559 | 510 | 633 | 686 |
| Capital Stock | 1.162 | 1.162 | 1.162 | 1.162 | BVPS (IDR) | 6.173 | 6.474 | 6.891 | 7.328 |
| Retained Earnings | 26.780 | 29.418 | 33.081 | 36.918 | Sales PS (IDR) | 8.723 | 8.864 | 9.116 | 9.397 |
| Shareholders' Equity | 54.203 | 56.840 | 60.503 | 64.340 | DPS (IDR) | 171 | 201 | 216 | 249 |

| CASH FLOW STATEMENT | | | | | OWNERSHIP | | |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------------------|------|
| (IDR bn) | 2019/12A | 2020/12E | 2021/12E | 2022/12E | By Geography | % Shareholders | % |
| Operating Cash Flow | 13.345 | 6.156 | 9.033 | 9.969 | Unknown | 81,9 FPIML | 50,1 |
| Investing Cash Flow | (584) | (4.000) | (4.526) | (4.662) | United States | 9,7 Vanguard Group Inc | 1,8 |
| Financing Cash Flow | (7.660) | (1.098) | (1.041) | (1.531) | Luxembourg | 1,5 Blackrock | 1,5 |
| Net Changes in Cash | 5.100 | 1.058 | 3.466 | 3.776 | Ireland | 1,0 Dimensional Fund A. | 1,5 |

DISCLAIMER

This report and any electronic access hereto are restricted and intended only for the clients and related entity of PT NH Korindo Sekuritas Indonesia. This report is only for information and recipient use. It is not reproduced, copied, or made available for others. Under no circumstances is it considered as a selling offer or solicitation of securities buying. Any recommendation contained herein may not suitable for all investors. Although the information here is obtained from reliable sources, its accuracy and completeness cannot be guaranteed. PT NH Korindo Sekuritas Indonesia, its affiliated companies, respective employees, and agents disclaim any responsibility and liability for claims, proceedings, action, losses, expenses, damages, or costs filed against or suffered by any person as a result of acting pursuant to the contents hereof. Neither is PT NH Korindo Sekuritas Indonesia, its affiliated companies, employees, nor agents liable for errors, omissions, misstatements, negligence, inaccuracy arising herefrom.

All rights reserved by PT NH Korindo Securities Indonesia