Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF IJ)

Didorong Penjualan CBP dan Agribisnis yang Kuat

NH KORINDO SEKURITAS

Company Report | Apr 19, 2021

Kami yakin penjualan mi dan agribisnis yang kuat akan meningkatkan prospek penjualan INDF. Sementara itu, kami melihat marjin secara keseluruhan tetap stabil meskipun harga komoditas naik dan Rupiah melemah terhadap USD. Oleh karena itu, kami mempertahankan rekomendasi BUY.

Performa FY20 Solid di Atas Ekspektasi

- INDF mencatat pendapatan sebesar Rp22,9tn di 4Q20 (+22,4% YoY, +18,4%) dan IDR81,7tn secara kumulatif di 12M20 (+6,7% YoY), mencapai 101% dan 104% dari konsensus dan perkiraan kami.
- Keseluruhan margin di 4Q20 meningkat signifikan, dengan margin kotor +400bps YoY dan margin operasi +530bps YoY. Kami menduga kenaikan ini disebabkan penurunan bahan baku yang digunakan dan biaya produksi.
- Sebagai hasilnya, kinerja laba bersih mengalami peningkatan, mencatatkan Rp2,7 triliun di 4Q20, sehingga laba FY20 menjadi Rp6,4tn (+31,5%).
- Kami percaya bahwa kinerja yang solid juga didukung oleh permintaan yang kuat untuk segmen Produk Bermerek Konsumen (CBP), harga CPO yang terus meningkat, dan keuntungan FX dari pembiayaan akuisisi Pinehill.

Kinerja baik dari segmen ICBP dan Agribisnis

- Selama 4Q20, ICBP membukukan pertumbuhan pendapatan dan laba bersih yang relatif kuat. Kami juga berharap ICBP dapat membukukan kinerja yang baik tahun ini, didukung kontribusi Pinehill dan upaya berkelanjutannya untuk mengembangkan produk baru.
- Sementara itu, harga CPO telah kembali pulih sejak 3Q20. Berdasarkan data Bloomberg, harga rata-rata 4Q20 naik 27,9% YoY. Karena itu, kami berharap divisi agribisnis INDF semakin baik.
- Kami juga mencatat bahwa divisi Bogasari memiliki margin EBIT yang relatif stabil, ditopang kenaikan harga gandum dunia.

Mempertahankan Rating BUY, dengan TP tetap

- Kami mempertahankan rekomendasi BUY di INDF dengan Target Harga Rp8.000 yang didapatkan melalui metodologi sum-of-the-parts (SOTP) agar lebih mencerminkan nilai setiap unit. Harga target kami menggambarkan PER 2021E sebesar 9,5x.
- INDF saat ini diperdagangkan pada 9,1x (-2 SD dari rata-rata 5 tahun).
- Risiko dari target harga kami adalah 1) Melemahnya IDR terhadap USD; 2) Harga bahan baku yang lebih tinggi; 3) Pemulihan ekonomi yang lebih rendah dari perkiraan.

Indofood Sukses Makmur Tbk | Summary (IDR bn)

	2019A	2020A	2021F	2022F
Sales	76,593	81,731	92,252	104,400
Growth	*4.4%*	*6.7%*	*12.9%*	*13.2%*
Net Profit	4,908	6,456	7,387	7,974
Growth	*17.8%*	*31.5%*	*14.4%*	*7.9%*
EPS (IDR)	559	735	841	908
P/E	14.2x	9.3x	9.5x	8.8x
P/BV	1.3x	0.8x	0.8x	0.8x
EV/EBITDA	7.3x	8.0x	7.5x	6.8x
ROE	13.0%	15.2%	15.9%	15.6%
DER	0.4x	0.7x	0.6x	0.6x
Dividend yield	2.2%	4.1%	4.5%	5.2%

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

BUY

Target Price	**8,000**
Consensus Price (IDR)	8,732
TP to Consensus Price	-8.4%
vs. Last Price	+21.7%

Shares data

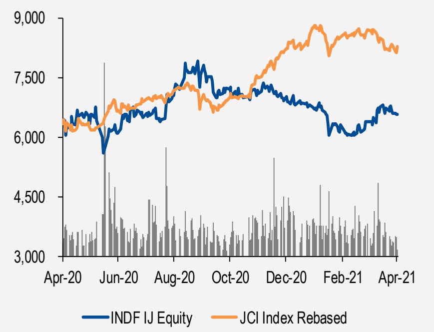
Last Price (IDR)	6,575
Price date as of	Apr 16, 2021
52 wk range (Hi/Lo)	7,900 / 5,600
Free float (%)	49.9
Outstanding sh.(mn)	8,780
Market Cap (IDR bn)	57,292
Market Cap (USD mn)	3,917
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	11.56
Avg. Trd Val - 3M (bn)	74.30
Foreign Ownership	16.4%

Consumer Staples

Packaged Foods

Bloomberg	**INDF IJ**
Reuters	**INDF.JK**

Share Price Performance

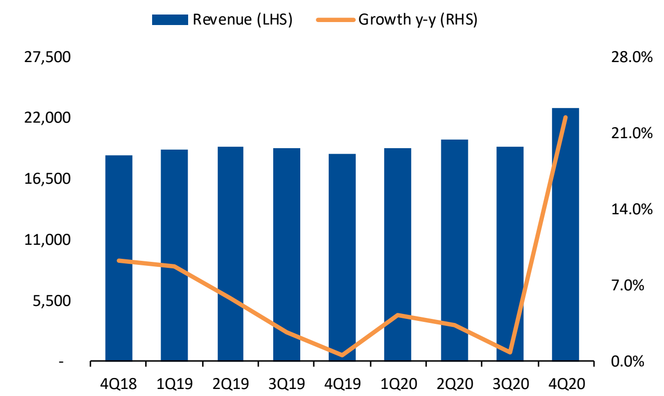


	YTD	1M	3M	12M
Abs. Ret.	-4.0%	2.7%	-2.2%	1.9%
Rel. Ret.	-5.2%	7.1%	3.7%	-26.6%

Putu Chantika Putri D.
+62 21 5088 9129
putu.chantika@nhsec.co.id

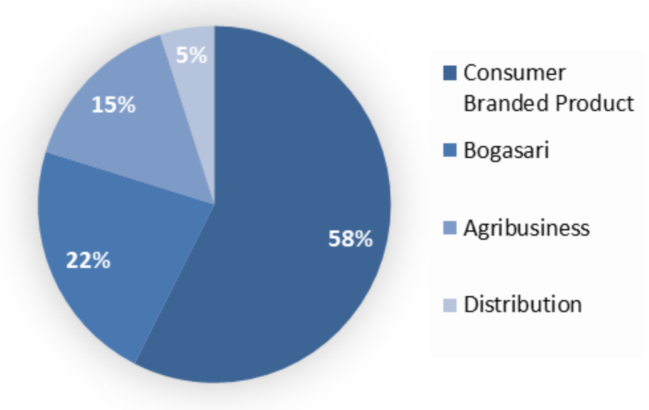
Performance Highlights

Sales | 4Q18 - 4Q20



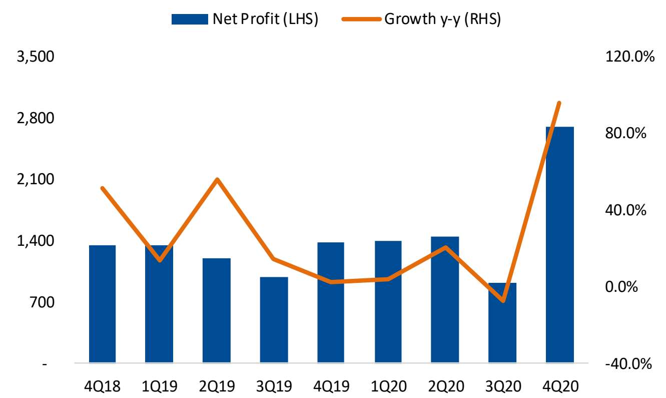
Source: Company, NHKSI Research

Revenue Breakdown | 4Q20



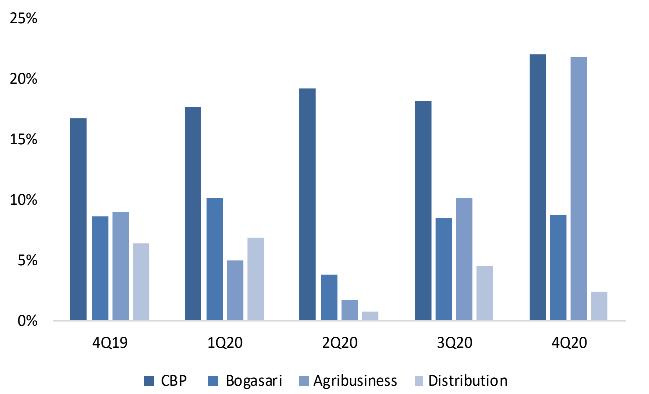
Source: Company, NHKSI Research

INDF's Profit | 4Q18 - 4Q20



Source: Company, NHKSI Research

EBIT Margin | 4Q19—4Q20

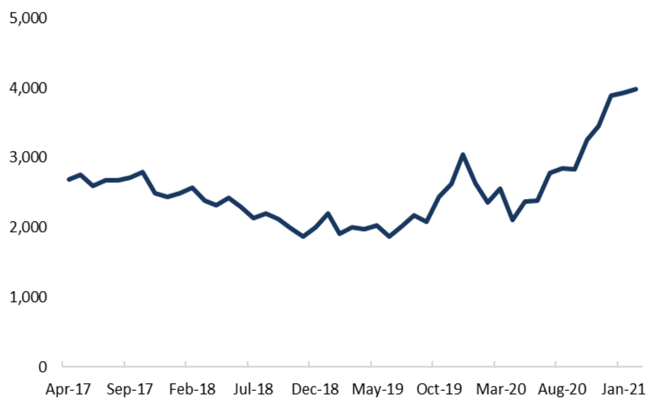


Source: Company, NHKSI Research

Wheat Price | FY17-FY21

Source: BI, Bloomberg, NHKSI Research

Crude Palm Oil Price | FY17-FY21



Source: Bloomberg, NHKS Research

Company Overview

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 memilliki kegiatan utama pendistribusian sebagian besar produk konsumen Indofood dan anak-anak perusahaannya, serta produk pihak ketiga.

SOTP Valuation

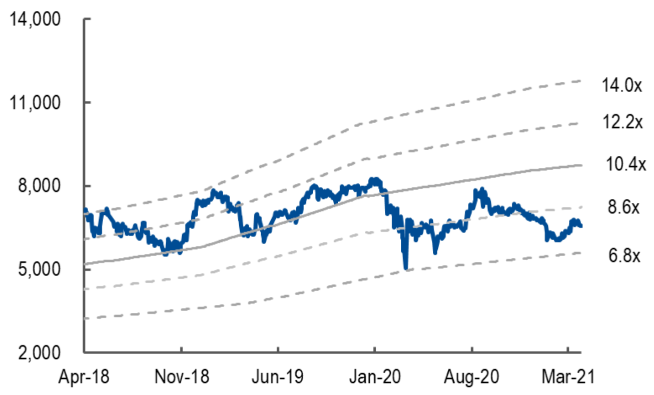
	2021 EBIT	Multiples Assigned	% Ownership	Value
CBP (ICBP)	10,778	14.5	82%	104,987
Bogasari	2,183	8.6	100%	10,458
Agribusiness (SIMP)	1,476	18.0	75%	5,694
Distribution	450	14.9	100%	3,573
Add : Cash				19.339
Deduct : Debt				(50.017)
Net Equity Value				*94.035*
Holding Discount			25%	(23.508)
Equity Per Share				**8.000**
Discount SOTP at Current Price				**22%**

Valuation Highlight in Charts

Forward P/E band | Last 3 years

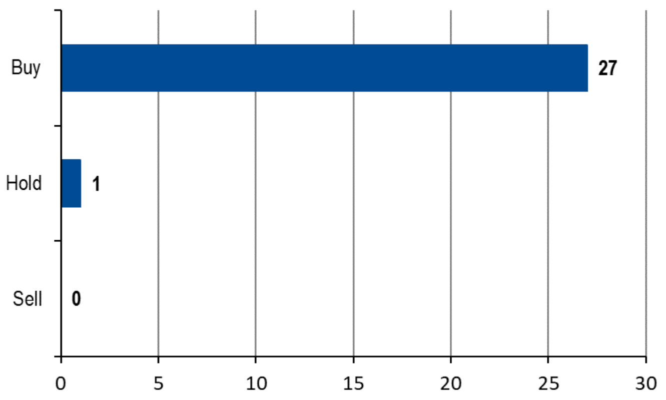
Source: NHKSI research

Dynamic Forward P/E band | Last 3 years



Source: NHKSI research

Analyst Coverage Rating



Source: Bloomberg

Closing and Target Price

Source: NHKSI research

Rating and Target Price Update

Target Price Revision

Date	Rating	Target Price	Last Price	Consensus	vs Last Price	vs Consensus
19/04/2021	Buy	8,000 (Dec 2021)	6,575	8,732	21.7%	-8.4%

Source: NHKSI research, Bloomberg

Summary of Financials

INCOME STATEMENT

(IDR bn)	2019/12A	2020/12A	2021/12E	2022/12E
Sales	**76,593**	**81,731**	**92,252**	**104,400**
Growth	*4.4%*	*6.7%*	*12.9%*	*13.2%*
COGS	(53,877)	(54,979)	(62,791)	(71,945)
Gross Profit	**22,716**	**26,752**	**29,462**	**32,454**
Gross Margin	*29.7%*	*32.7%*	*31.9%*	*31.1%*
Operating Expenses	(12,924)	(13,795)	(14,576)	(16,495)
EBIT	**9,792**	**12,957**	**14,886**	**15,959**
EBIT Margin	*12.8%*	*15.9%*	*16.1%*	*15.3%*
Depreciation	3,048	3,569	3,470	3,487
EBITDA	**12,840**	**16,525**	**18,356**	**19,446**
EBITDA Margin	16.8%	20.2%	19.9%	18.6%
Interest Expenses	(1,462)	(1,148)	(1,365)	(1,400)
EBT	**8,749**	**12,426**	**14,218**	**15,348**
Income Tax	(2,847)	(3,674)	(4,204)	(4,538)
Minority Interest	(994)	(994)	(2,296)	(2,628)
Net Profit	**4,908**	**6,456**	**7,387**	**7,974**
Growth	*17.8%*	*31.5%*	*14.4%*	*7.9%*
Net Profit Margin	*6.4%*	*7.9%*	*8.0%*	*7.6%*

PROFITABILITY & STABILITY

	2019/12A	2020/12A	2021/12E	2022/12E
ROE	13.0%	15.2%	15.9%	15.6%
ROA	5.1%	5.0%	4.5%	4.7%
Inventory Turnover	5.6x	4.9x	6.3x	9.1x
Receivable Turnover	14.2x	12.7x	14.6x	15.2x
Payables Turnover	11.9x	12.5x	12.2x	11.4x
Dividend Yield	2.2%	4.1%	4.5%	5.2%
Payout Ratio	36.0%	49.7%	49.0%	49.0%
DER	0.4x	0.7x	0.6x	0.6x
Net Gearing	0.3x	1.3x	1.0x	0.7x
Equity Ratio	56.3%	48.5%	49.9%	50.9%
Debt Ratio	22.8%	32.2%	29.9%	28.0%
Financial Leverage	181.9%	185.4%	144.3%	200.8%
Current Ratio	106.6%	127.2%	137.3%	133.3%
Quick Ratio	0.9x	1.0x	1.0x	1.1x
Par Value (IDR)	100	100	100	100
Total Shares (mn)	8,780	8,780	8,780	8,780
Share Price (IDR)	7,925	6,850	8,000	8,000
Market Cap (IDR tn)	69.6	60.1	70.2	70.2

BALANCE SHEET

(IDR bn)	2019/12A	2020/12A	2021/12E	2022/12E
Cash	13,745	17,338	19,339	22,871
Receivables	5,406	6,429	6,319	6,865
Inventories	9,659	11,150	9,978	7,884
Total Current Assets	**31,403**	**38,418**	**39,136**	**41,120**
Net Fixed Assets	43,387	47,369	49,803	52,371
Other Non Current Assets	21,408	77,349	78,123	78,904
Total Non Current Assets	**64,795**	**124,718**	**127,926**	**131,275**
Total Assets	**96,199**	**163,137**	**167,062**	**172,396**
Payables	4,522	4,408	5,152	6,308
ST Bank Loan	13,006	13,800	13,148	12,681
Total Current Liabilities	**24,687**	**27,976**	**29,370**	**31,517**
LT Debt	8,948	38,700	36,869	35,562
Total Liabilities	**41,996**	**83,998**	**83,701**	**84,680**
Capital Stock	1,162	1,162	1,162	1,162
Retained Earnings	26,780	31,116	35,339	39,693
Shareholders' Equity	**54,203**	**79,138**	**83,361**	**87,715**

VALUATION INDEX

	2019/12A	2020/12A	2021/12E	2022/12E
Price /Earnings	14.2x	9.3x	9.5x	8.8x
Price /Book Value	1.3x	0.8x	0.8x	0.8x
PE/EPS Growth	0.8x	0.3x	0.7x	1.1x
EV/EBITDA	7.3x	8.0x	7.5x	6.8x
EV/EBIT	9.6x	10.2x	9.2x	8.3x
EV (IDR bn)	94,218	132,071	137,685	132,380
Sales CAGR (3-Yr)	4.6%	4.7%	5.2%	7.9%
Net Income CAGR (3-Yr)	5.8%	16.0%	21.0%	17.6%
Basic EPS (IDR)	559	735	841	908
BVPS (IDR)	6,173	9,013	9,494	9,990
DPS (IDR)	171	278	360	412

CASH FLOW STATEMENT

(IDR bn)	2019/12A	2020/12A	2021/12E	2022/12E
Operating Cash Flow	13,345	13,856	14,187	15,621
Investing Cash Flow	(584)	(37,637)	(6,539)	(6,697)
Financing Cash Flow	(7,660)	27,285	(5,646)	(5,393)
Net Changes in Cash	**5,100**	**3,504**	**2,001**	**3,532**

Source: Bloomberg, NHKSI research

OWNERSHIP

Shareholders	**%**
FPIML	50.1
Vanguard Group Inc	1.7
Blackrock	1.4
Dimensional Fund A.	1.1
By Geography	**%**
Unknown	83.1
United States	9.3
Luxembourg	2.3
Ireland	1.2

NH Korindo Sekuritas Indonesia (NHKSI) Stock Ratings

1. Based on a stock's forecasted absolute return over a period of 12 months from the date of publication.
2. Rating system based on a stock's potential upside from the date of publication
   - Buy : Greater than +15%
   - Overweight : +5% to 15%
   - Hold : -5% to +5%
   - Underweight : -5% to –15%
   - Sell : Less than -15%