Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP IJ)

Tetap Menarik Meski Beban Keuangan Meningkat

Meskipun asumsi biaya pinjaman lebih tinggi, kami berharap ICBP menghasilkan CAGR pendapatan yang kuat sebesar 15,9% selama FY19-22E dengan akuisisi Pinehill. Kami juga yakin strategi *refinancing* ICBP akan meningkatkan arus kas di tahun-tahun mendatang.

Pertumbuhan Penjualan yang Mengesankan

- ICBP menutup 1Q21 dengan lonjakan pertumbuhan penjualan sebesar 25,7% YoY ke IDR15,0tn. Peningkatan penjualan ini didukung oleh pertumbuhan ekspor tiga kali lipat dengan akusisi Pinehill dan kenaikan c.4% untuk ASP domestik.
- Di sisi marjin, marjin GPM dan EBIT mencapai rekor tertinggi 38,9% YoY dan 25% YoY di 1Q21 (vs 1Q20: 34,8% dan 23,3%), meskipun harga bahan baku meningkat.
- Laba bersih 1Q21 turun -12% YoY menjadi IDR1,7 triliun, disebabkan beban bunga yang lebih tinggi dan kerugian selisih kurs (Fx) sebesar IDR1,0 triliun.
- Namun, ICBP mencatatkan pertumbuhan laba bersih inti sebesar 54% YoY di 1Q21 karena hampir semua segmen membukukan penjualan yang solid dengan ekspansi marjin.
- Berdasarkan rincian penjualan 1Q, semua segmen tumbuh, kecuali segmen minuman, dan nutrisi & makanan khusus yang mencatat pertumbuhan negatif.
- Untuk memenuhi kebutuhan konsumen yang lebih sadar kesehatan, ICBP meluncurkan *"Supermi Nutrimi"* rasa chicken steak yang diklaim sebagai pilihan yang lebih sehat.
- Selain itu, ICBP telah memperkenalkan dua varian mie terbaru yaitu *Hype Abis Mieghetti Bolognese* dan *Sarimi Puass Fried Chicken.*

Biaya pembiayaan yang lebih tinggi tidak dapat dihindari di tahun mendatang

- Per Juni 2021,ICBP telah menerbitkan obligasi global (denominasi USD), yang hasil bersihnya digunakan untuk refinancing utang akuisisi. Obligasi global tersebut senilai USD1,75bn atau setara dengan IDR24,7tn (kurs IDR14.105/USD). Terdiri dari 1) Jangka waktu 10 tahun senilai USD1.150 juta dengan suku bunga tetap 3,398% p.a. dan 2) Jangka waktu 30 tahun senilai USD600 juta dengan suku bunga tetap 3,745% p.a.
- Berdasarkan perkiraan kami, suku bunga obligasi campuran akan menjadi sekitar ~4%/tahun, lebih tinggi dari suku bunga mengambang utang saat ini di ~2%/ tahun.
- Pembiayaan baru akan menyebabkan biaya bunga naik. Namun, arus kas akan lebih baik di tahun-tahun mendatang mengingat jatuh tempo utang lebih panjang.
- Oleh karena itu, kami memperkirakan beban bunga/tingkat utang dapat meningkat 4%/4,5% di FY21E/22E (vs. 2,2% di FY20).

Mempertahankan rekomendasi BUY dengan TP lebih rendah di IDR11.300

- Kinerja harga saham ICBP (-12,3%) lebih rendah dari IHSG secara YTD, kemungkinan didorong kekhawatiran biaya keuangan yang lebih tinggi dan penyesuaian *free float* ke indeks IHSG
- Kami mempertahankan rekomendasi BUY untuk ICBP dengan target harga yang lebih rendah di Rp11.300 berdasarkan target P/E 16,9x (sebelumnya Rp12.150) karena kami merevisi turun pendapatan ICBP sebesar 15%/20% untuk FY21F/22F, tertekan kenaikan biaya bahan baku dan asumsi kenaikan biaya bunga.
- ICBP tetap menjadi pilihan kami karena pertumbuhan penjualan segmen mie yang lebih kuat dan marjin yang meningkat.

Indofood CBP Sukses Makmur Tbk | Summary (IDR bn)

	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	46,641	56,697	61,274	66,478
Growth	*10.3%*	*21.6%*	*8.1%*	*8.5%*
Net Profit	6,586	6,779	7,836	8,610
Growth	*30.7%*	*2.9%*	*15.6%*	*9.9%*
EPS (IDR)	565	581	672	738
P/E	17.0x	19.4x	16.8x	15.3x
P/BV	2.2x	2.4x	2.2x	2.1x
EV/EBITDA	15.2x	12.1x	10.7x	9.7x
ROE	24.7%	13.5%	14.4%	14.6%
DER	0.6x	0.6x	0.5x	0.5x
Dividend Yield	2.2%	2.2%	2.6%	3.0%

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

NH Korindo Sekuritas Indonesia

NH KORINDO SEKURITAS

Company Report | July 08, 2021

BUY

Target Price (IDR)	**11,300**
Consensus Price (IDR)	11,498
TP to Consensus Price	-1.7%
Potential upside	+34.5%

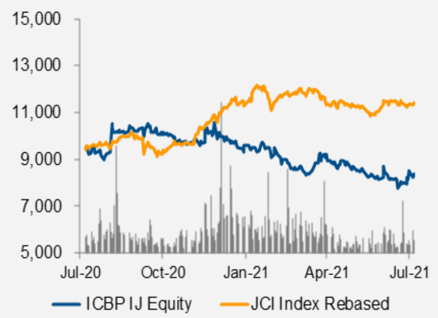
Shares data

Last Price (IDR)	8,400
Price date as of	6-Jul-21
52 wk range (Hi/Lo)	10600/7750
Free float (%)	19.5
Outstanding sh.(mn)	11,662
Market Cap (IDR bn)	98,543
Market Cap (USD mn)	6,790
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	5.34
Avg. Trd Val - 3M (bn)	44.71
Foreign Ownership	4.0%

Consumer Non Cyclical
Packaged Foods & Beverages

Bloomberg	**ICBP IJ**
Reuters	**ICBP.JK**

Share Price Performance

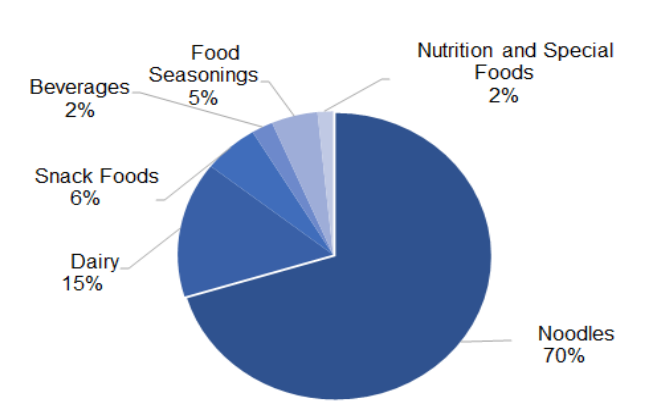


	YTD	1M	3M	12M
Abs. Ret.	-12.3%	0.6%	-5.6%	-10.9%
Rel. Ret.	-11.3%	1.0%	-5.8%	-32.1%

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

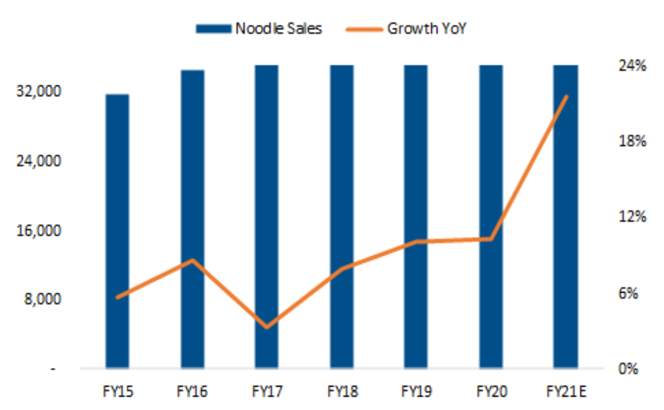
Performance Highlights

Revenue Breakdown | 3M21



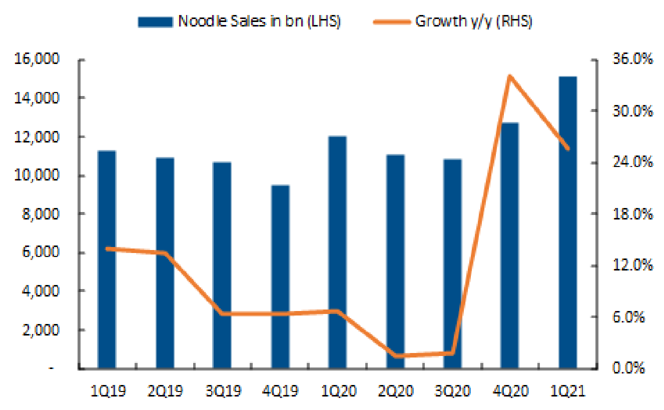
Source: Company, NHKSI Research

Noodle Sales | FY15– FY21E



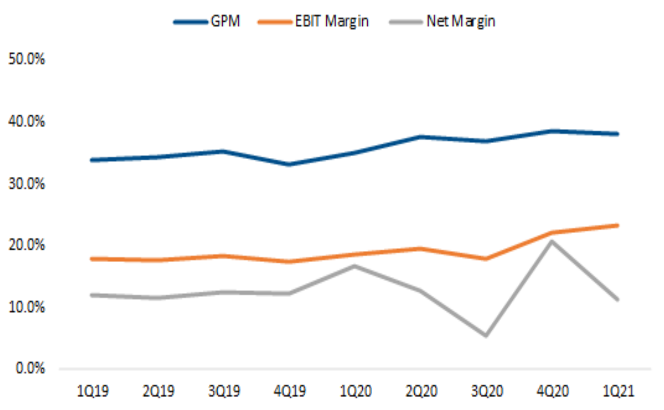
Source: Company, NHKSI Research

Noodle Sales | 1Q19-1Q21



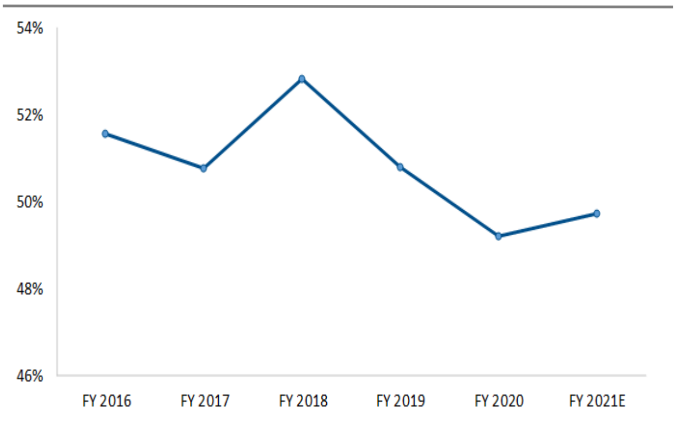
Source: Company, NHKSI Research

Gross Profit & Margin | 1Q19-1Q21



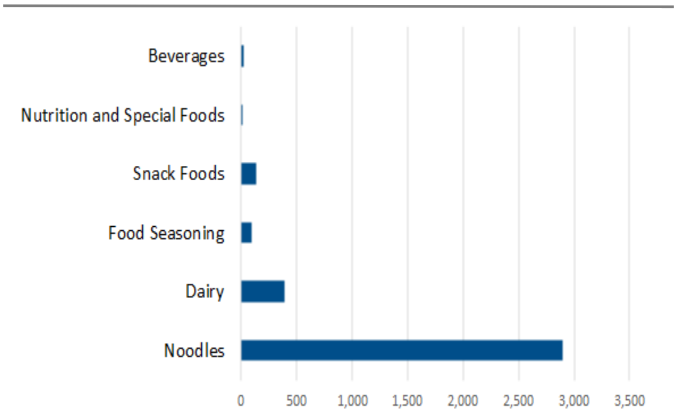
Source: Company, NHKSI Research

Raw Material Used to Sales (%)| FY16-FY21E



Source: Company, NHKSI Research

EBIT (in Bn) | 1Q21



Source: Company, NHKSI Research

Company Overview

Dengan bisnis yang beragam mulai dari mi instan, produk susu, makanan ringan, penyedap, nutrisi dan makanan khusus, juga minuman, ICBP adalah produsen terkemuka produk konsumen. Untuk mendukung bisnis utamanya, ICBP menjalankan bisnis kemasan yang memproduksi kemasan fleksibel dan berbahan dasar kardus.

ICBP melalui 40 produknya menawarkan berbagai produk untuk konsumen dari berbagai usia dan pangsa pasar yang berbeda. Loyalitas jutaan konsumen Indonesia memperkuat posisi ICBP di pasar Indonesia. Sebagian besar produk pun tersedia di seluruh Indonesia. Didukung oleh jaringan distribusi yang luas yang dimiliki oleh entitas induknya, ICBP berhasil memenuhi permintaan pasar dengan lebih efisien dan cepat.

Kegiatan operasionalnya didukung oleh lebih dari 50 pabrik yang berlokasi di kota-kota besar di Indonesia; oleh karena itu, ICBP dengan mudah memenuhi permintaan pasar dan memastikan kualitas produknya. ICBP tidak hanya memasarkan produknya di Indonesia tetapi juga mengekspor produknya ke lebih dari 60 negara.

Asia Pacific Packaged Food 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									
ICBP	6,790	7,439	3,419	436	11.56%	12.8%	21.6%	15.5x	3.1x
INDF	3,902	11,715	5,980	466	36.64%	7.8%	16.1%	8.4x	1.3x
Japan									
Nissin Foods Holdings	7,461	5,999	4,774	385	39.27%	8.1%	11.5%	19.9x	2.1x
Toyo Suisan Kaisha Ltd	4,224	3,852	3,938	274	24.34%	7.0%	9.1%	14.8x	1.3x
South Africa									
Pioneer Foods Group Ltd	#N/A	967	1,554	63	-15.18%	4.1%	10.5%	#N/A	#N/A
South Korea									
Samyang Foods Co Ltd	600	511	546	50	-17.81%	9.2%	17.9%	11.8x	2.0x
Nongshim Co Ltd	1,672	2,503	2,233	111	41.97%	5.0%	6.4%	14.1x	0.9x
Ottogi Corporation	1,733	2,149	2,264	83	-16.84%	3.7%	7.1%	18.7x	1.3x
Thailand									
Thai President Foods	1,943	1,247	756	127	-3.77%	16.7%	15.3%	16.0x	2.3x
Thai Union Group	2,966	4,820	4,269	227	97.62%	5.3%	13.7%	14.1x	1.8x
Malaysia									
Nestle Berhad	7,528	712	1,301	130	-13.21%	10.0%	67.8%	57.8x	42.3x
PPB Group Berhad	6,317	6,189	1,016	367	40.36%	36.1%	6.7%	17.2x	1.1x

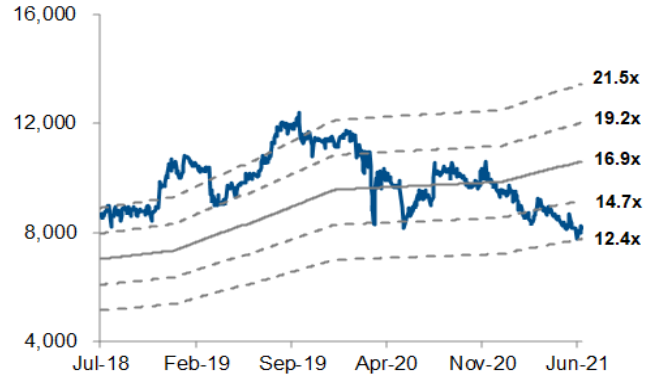
Source: Bloomberg

Valuation Highlight in Charts

Forward P/E band | Last 3 years

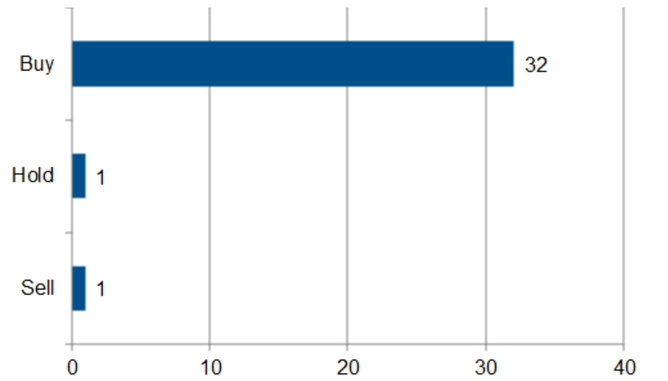
Source: NHKSI research

Dynamic Forward P/E band | Last 3 years



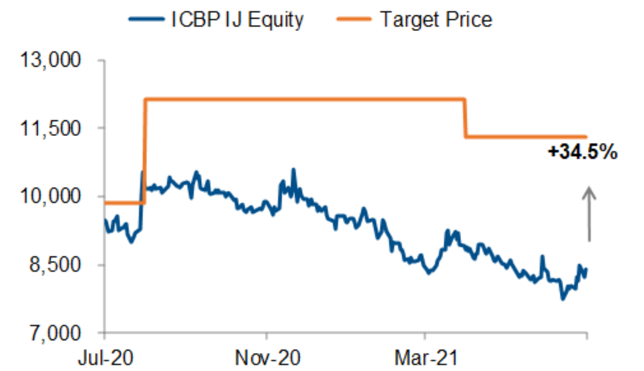
Source: NHKSI research

Recommendations by Analysts



Source: Bloomberg

Closing and Target Price



Source: NHKSI research

Rating and Target Price Update

Target Price Revision

Date	Rating	Target Price	Last Price	Consensus	Potential Upside	vs Consensus
12/06/2019	Buy	11,600	9,950	11,002	+16.6%	+5.4%
21/11/2019	Hold	12,875	11,400	12,798	+12.9%	+0.6%
16/06/2020	Hold	9,850	8,650	10,368	+13.9%	-5.0%
14/01/2021	Buy	12,150	9,525	12,148	+27.6%	-0.0%
08/07/2021	Buy	11,300	8,400	11,498	+34.5%	-1.7%

Source: NHKSI research, Bloomberg

Summary of Financials

INCOME STATEMENT

(IDR bn)	2020/12A	2021/12E	2022/12E	2023/12E
Sales	**46,641**	**56,697**	**61,274**	**66,478**
Growth	*10.3%*	*21.6%*	*8.1%*	*8.5%*
COGS	(29,416)	(35,063)	(37,527)	(40,735)
Gross Profit	**17,225**	**21,634**	**23,748**	**25,743**
Gross Margin	*36.9%*	*38.2%*	*38.8%*	*38.7%*
Operating Expenses	(8,023)	(8,396)	(9,074)	(9,845)
EBIT	**9,202**	**13,238**	**14,674**	**15,899**
EBIT Margin	*19.7%*	*23.3%*	*23.9%*	*23.9%*
Depreciation	1,071	1,298	1,547	1,808
EBITDA	**10,273**	**14,535**	**16,220**	**17,707**
EBITDA Margin	22.0%	25.6%	26.5%	26.6%
Interest Expenses	(671)	(2,326)	(1,467)	(1,391)
EBT	**9,960**	**10,620**	**12,892**	**14,166**
Income Tax	(2,542)	(2,350)	(3,247)	(3,568)
Minority Interest	(832)	(1,490)	(1,809)	(1,988)
Net Profit	**6,586**	**6,779**	**7,836**	**8,610**
Growth	*30.7%*	*2.9%*	*15.6%*	*9.9%*
Net Profit Margin	*14.1%*	*12.0%*	*12.8%*	*13.0%*

PROFITABILITY & STABILITY

	2020/12A	2021/12E	2022/12E	2023/12E
ROE	24.7%	13.5%	14.4%	14.6%
ROA	17.0%	6.5%	7.2%	7.8%
Inventory Turnover	6.4x	7.5x	9.6x	9.4x
Receivable Turnover	8.8x	9.1x	12.2x	11.8x
Payables Turnover	9.7x	9.6x	9.6x	9.6x
Dividend Yield	2.2%	2.2%	2.6%	3.0%
Payout Ratio	18.1%	44.5%	50.0%	50.0%
DER	0.6x	0.6x	0.5x	0.5x
Net Gearing	1.4x	1.2x	1.0x	0.8x
Equity Ratio	48.6%	50.1%	53.4%	55.1%
Debt Ratio	31.6%	30.1%	28.1%	26.5%
Financial Leverage	2.0x	1.9x	1.8x	1.8x
Current Ratio	2.3x	1.9x	2.0x	2.1x
Quick Ratio	1.8x	1.5x	1.7x	1.7x
Par Value (IDR)	50	50	50	50
Total Shares (mn)	11,662	11,662	11,662	11,662
Share Price (IDR)	9,575	11,300	11,300	11,300
Market Cap (IDR tn)	111.7	131.8	131.8	131.8

BALANCE SHEET

(IDR bn)	2020/12A	2021/12E	2022/12E	2023/12E
Cash	9,535	10,049	10,839	11,786
Receivables	5,273	6,213	5,036	5,646
Inventories	4,587	4,705	3,907	4,353
Total Current Assets	**20,716**	**22,475**	**21,411**	**23,544**
Net Fixed Assets	13,606	16,345	19,088	21,933
Other Non Current Assets	69,266	69,563	69,624	69,637
Total Non Current Asset	**82,872**	**85,908**	**88,712**	**91,570**
Total Assets	**103,588**	**108,383**	**110,123**	**115,114**
Payables	3,045	3,653	3,907	4,241
ST Bank Loan	1,796	1,992	1,793	1,828
Total Current Liabilities	9,176	11,825	10,602	11,387
LT Debt	30,900	30,609	29,126	28,639
Total Liabilities	**53,270**	**54,048**	**51,342**	**51,641**
Capital Stock	6,569	6,569	6,569	6,569
Retained Earnings	22,576	26,403	30,850	35,542
Shareholders' Equity	**50,318**	**54,335**	**58,781**	**63,474**

VALUATION INDEX

	2020/12A	2021/12E	2022/12E	2023/12E
Price /Earnings	17.0x	19.4x	16.8x	15.3x
Price /Book Value	2.2x	2.4x	2.2x	2.1x
PE/EPS Growth	0.6x	6.6x	1.1x	1.5x
EV/EBITDA	15.2x	12.1x	10.7x	9.7x
EV/EBIT	17.0x	13.3x	11.8x	10.8x
EV (IDR bn)	155,997	175,695	173,222	171,824
Sales CAGR (3-Yr)	9.4%	13.9%	13.2%	12.5%
Net Income CAGR (3-Yr)	20.2%	14.0%	15.9%	9.3%
Basic EPS (IDR)	565	581	672	738
BVPS (IDR)	4,315	4,659	5,040	5,443
DPS (IDR)	78	251	291	336

CASH FLOW STATEMENT

(IDR bn)	2020/12A	2021/12E	2022/12E	2023/12E
Operating Cash Flow	9,337	9,285	10,213	9,983
Investing Cash Flow	(34,957)	(5,913)	(4,351)	(4,666)
Financing Cash Flow	26,758	(2,834)	(5,072)	(4,370)
Net Changes in Cash	**1,137**	**537**	**790**	**947**

OWNERSHIP

Shareholders	**%**
First Pacific Company	80.5
Schroder Investment	0.8
Vanguard Group	0.7
Blackrock	0.5
By Geography	**%**
Indonesia	96.0
United States	1.8
Luxembourg	0.6
Norway	0.4

Source: Company Data, Bloomberg

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%

DISCLAIMER