

Indofood CBP Sukses Makmur

Tbk (ICBP IJ)

Mempertahankan Pertumbuhan Double Digit Bottom Line

Kami melihat ICBP masih mempertahankan pertumbuhan double digit pada bottom line 3Q19. Pertumbuhan ini ditopang oleh semua lini bisnis ICBP yang membukukan pertumbuhan kecuali lini bisnis minuman dan dairy yang masih dihadapkan dengan persaingan ketat. Dalam jangka waktu menengah, keadaan makroekonomi Indonesia mengalami stagnansi yang berimbas penurunan konsumsi. Namun, kami optimis ICBP dapat membukukan kinerja positif dengan inovasi produk dan ekspansi pangsa pasar.

Membukukan double digit growth Net Profit Mencapai Rp1,3tn

Ditengah pelemahan daya beli masyarakat, ICBP masih berhasil membukukan laba bersih sebesar Rp1,3 triliun atau +10% y-y. Secara kumulatif sebesar Rp4,1 triliun (+15,9% y-y). Selain itu, ICBP juga berhasil maintain GPM pada 3Q19 sebesar 35,2% (vs 34,2% di 2Q19; 33,0% di 3Q19 ditopang oleh keberhasilan ICBP untuk menjaga pertumbuhan A&P terhadap penjualan pada tahun 9M19/18 sebesar 4,1% / 4,2% dan penggunaan bahan baku. Namun, kami melihat adanya penurunan pertumbuhan yang cukup signifikan dari top line 3Q18 yang mencapai 12% y-y menjadi 6% pada 3Q19. Kami meyakini modest growth ini didasari oleh normalisasi penjualan pada 2H19 dibandingkan pada 1H19 dengan adanya momen puasa dengan adanya momen puasa dan alokasi penyaluran dana Program Keluarga Harapan (PKH). Sejauh ini, kontribusi terbesar pendapatan ICBP masih berasal dari lini bisnis mie instan yang mencatatkan pertumbuhan sebesar 7% y-y atau membukukan Rp6,9 triliun. Selain itu, kontribusi terbesar kedua berasal dari segmen dairy yang tercatat mengalami penurunan signifikan sebesar -6% y-y (vs 16%y-y pada 3Q18). Namun, kami meyakini bahwa segmen ini dapat membukukan kembali pertumbuhan pada 4Q19 ditopang oleh perilaku konsumen akan pentingnya kesehatan. Segmen makanan ringan membukukan kinerja positif sebesar 8% y-y (vs -8% pada 3Q18) senada dengan segmen penyedap makanan dan nutrisi dan makanan khusus (berkontribusi kurang dari 5% terhadap total pendapatan), masing-masing berhasil membukukan pertumbuhan sebesar 159% y-y dan 17% y-y. Senada dengan lini bisnis dairy, segmen minuman masih membukukan penurunan penjualan pada 3Q19 sebesar Rp487 miliar atau -7% y-y. Kami melihat ICBP masih dihadapkan dengan tantangan di Indusutri minuman yang cukup ketat.

Tekanan yang di Hadapai Sektor Konsumsi dalam Jangka Menengah

Setelah menikmati alokasi subsidi non energi untuk tahun 2019 sebesar Rp64,3 miliar atau sebesar 28,7% dari total anggaran subsidi. Dalam jangka menengah ke depan, kami melihat sektor konsumsi dihadapkan dengan tantangan yang berat terlebih dengan adanya sejumlah tarif yang direncanakan untuk meningkat pada awal tahun 2020 yang berpotensi untuk menekan daya beli konsumen. Namun, kami masih tetap optimis bahwa ICBP dapat membukukan pertumbuhan walaupun konservatif dengan pertumbuhan single digit pada top line sebesar 9% dan masih menjaga pertumbuhan double digit pada bottom line sebesar 11,5% pada FY20F. Selain itu, kami meyakini bahwa ICBP masih memiliki posisi yang kuat di pasar baik domestik maupun luar negeri. Hal ini terbukti dengan beberapa produk Indomie yang menduduki jajaran 10 produk mie instan terenak dari beberapa dunia berdasarkan Instant Ramen Power Rankings di 2019. Sampai dengan saat ini, terhitung penjualan indomie masih didominasi oleh domestik sebesar 89% dari total pendapatan secara kumulatif 9M19 sebesar Rp29 triliun. Sedangkan luar negeri, berkontribusi sebesar 11% atau mencapai Rp3 triliun

Rating Hold dengan target harga Rp12.875

Kami merevisi target harga Rp12,875 dan menurunkan rating menjadi HOLD berdasarkan valuasi P/E forward sebesar 25,5x dengan potensi upside imbal hasil sebesar 12,9% dari label harga saham saat ini. Risiko kunci target harga kami: 1) Peningkatan harga komoditas tepung dan gula; 2) Anjloknya nilai tukar rupiah; 3) Penurunan pembelian barang jadi.

Indofood CBP Sukses Makmur Tbk | Summary (IDR bn)

	2018A	2019E	2020F	2021F
Sales	38,413	42,300	47,415	54,479
<i>Sales growth</i>	7.9%	10.1%	12.1%	14.9%
EBITDA	6,783	8,344	9,358	10,721
Net Profit	4,576	5,101	5,878	5,391
EPS (IDR)	392	437	508	586
<i>EPS growth</i>	20.5%	11.5%	16.1%	15.4%
BVPS (IDR)	1,947	2,189	2,478	2,811
EBITDA margin	17.7%	19.7%	19.7%	19.7%
NPM	11.9%	12.1%	12.5%	12.5%
ROE	21.3%	21.2%	21.8%	22.2%
ROA	13.9%	14.1%	14.8%	15.4%
ROIC	18.5%	19.6%	20.5%	20.9%
P/E	22.7x	23.9x	22.4x	19.5x
P/BV	4.6x	4.8x	4.6x	4.1x
EV/EBITDA	14.5x	14.4x	13.8x	11.9x
DPS (IDR)	162	196	218	253
<i>Dividend yield</i>	1.8%	1.9%	1.9%	2.2%

Source: Company Data, Bloomberg, NHKS Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

Hold

Dec 2020 TP (IDR)	12,875
Consensus Price (IDR)	12,798
TP to Consensus Price	+0.6%
vs. Last Price	+12.9%

Shares data

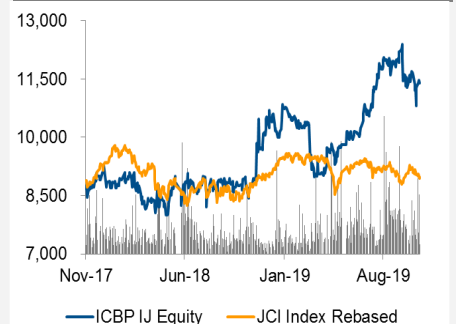
Last Price (IDR)	11,400
Price date as of	Nov 15, 2019
52 wk range (Hi/Low)	12,400 / 8,975
Free float (%)	19.5
Outstanding sh.(mn)	11,662
Market Cap (IDR bn)	113,237
Market Cap (USD mn)	9,459
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	5.57
Avg. Trd Val - 3M (bn)	65.14
Foreign Ownership	7.3%

Consumer Staples

Packaged Foods & Beverages

Bloomberg	ICBP IJ
Reuters	ICBP.IK

Share Price Performance



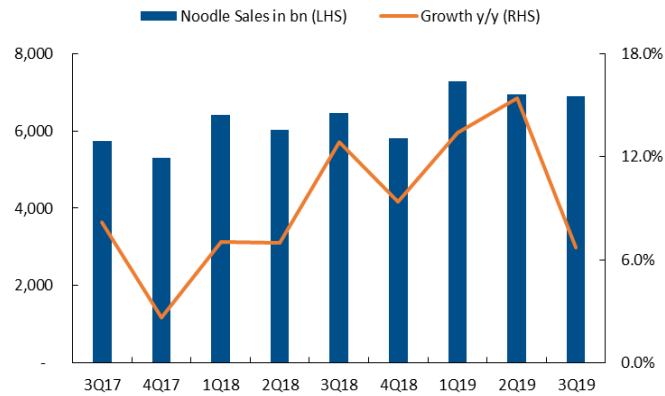
	YTD	1M	3M	12M
Abs. Ret.	9.6%	0.2%	1.1%	30.7%
Rel. Ret.	-5.8%	-0.5%	-0.2%	2.9%

Putu Chantika Putri D.

+62 21 797 6202, ext:114
putu.chantika@nhsec.co.id

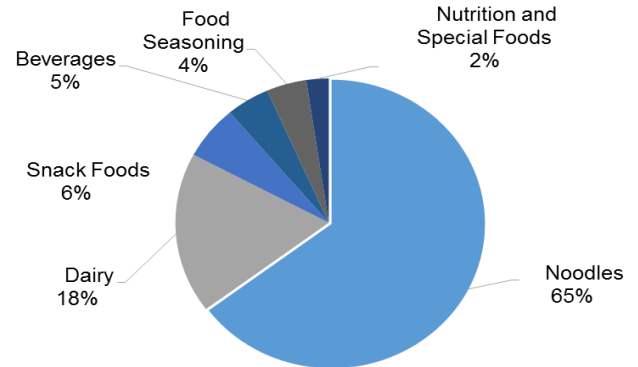
Performance Highlights

Noodle Sales Growth Yearly | 3Q17 - 3Q19



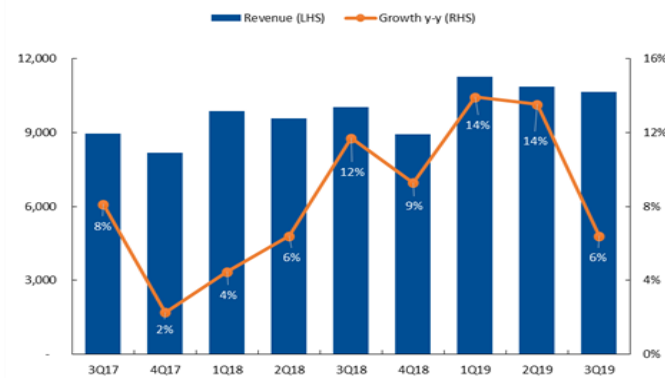
Source: Company, NHKS Research

Sales Breakdown | 3Q19



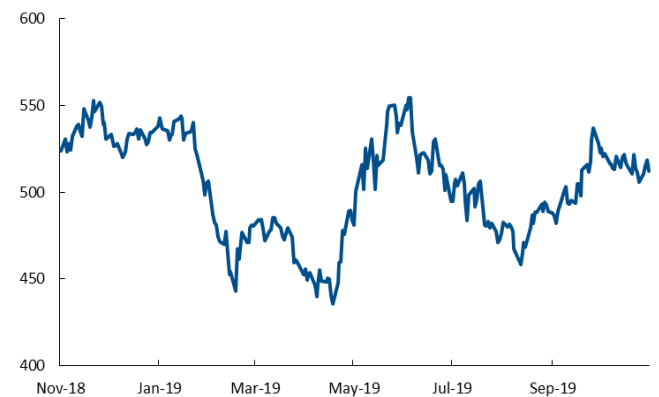
Source: Company, NHKS Research

ICBP Sales | 3Q17 - 3Q19



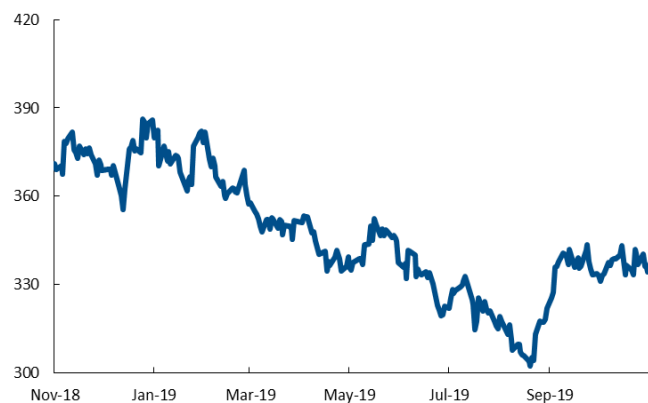
Source: Company, NHKS Research

Wheat Price (USD/MT) | 3Q18 - 3Q19



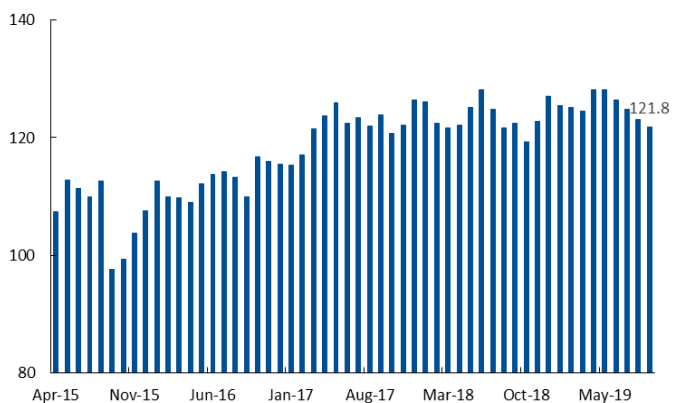
Source: Bloomberg, NHKS Research

Sugar Price (USD/MT) | 3Q18-3Q19



Source: Company, NHKS Research

Indonesia Consumer Confidence Index | 2015 - 2018



Source: Bloomberg, NHKS Research

3Q19 review (IDR bn)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19					4Q19E
					Actual	Estimate	y-y	q-q	surprise	
Sales	10,019	8,935	11,256	10,874	10,660	10,766	6.4%	-2.0%	-1.0%	9,510
Gross Profit	3,302	2,674	3,788	3,724	3,747	3,184	13.5%	0.6%	17.7%	3,356
<i>Gross Margin</i>	33.0%	29.9%	33.7%	34.2%	35.2%	29.6%	2.2%	0.9%	5.6%	35.3%
EBIT	1,635	1,306	1,997	1,912	1,946	1,536	19.0%	1.8%	26.7%	1,774
<i>EBIT Margin</i>	16.3%	14.6%	17.7%	17.6%	18.3%	14.3%	1.9%	0.7%	4.0%	18.7%
EBITDA	1,876	1,592	2,276	2,199	2,237	1,744	19.2%	1.7%	28.3%	2,018
<i>EBIT Margin</i>	18.7%	17.8%	20.2%	20.2%	21.0%	16.2%	2.3%	0.8%	4.8%	21.2%
Net Profit	1,194	1,091	1,337	1,238	1,311	1,158	9.8%	5.9%	13.2%	1,359
<i>Net Margin</i>	11.9%	12.2%	11.9%	11.4%	12.3%	10.8%	0.4%	0.9%	1.5%	14.3%

Source: Bloomberg, NHKS research

Earnings revision (IDR bn)

		2018E	2019F	2020F
Sales	-Revised	38,413	42,300	47,415
	-Previous	38,596	42,084	46,152
	-Change	-0.5%	0.5%	2.7%
Gross Profit	-Revised	12,266	14,450	16,205
	-Previous	12,650	13,806	15,153
	-Change	-3.0%	4.7%	6.9%
Gross Margin	-Revised	31.9%	34.2%	34.5%
	-Previous	32.8%	32.8%	32.8%
EBIT	-Revised	6,049	7,463	8,373
	-Previous	6,221	6,795	7,464
	-Change	-2.8%	9.8%	12.2%
EBIT Margin	-Revised	15.7%	17.6%	17.7%
	-Previous	16.1%	16.1%	16.2%
EBITDA	-Revised	6,783	8,344	9,358
	-Previous	6,938	7,677	8,453
	-Change	-2.2%	8.7%	10.7%
EBITDA Margin	-Revised	17.7%	17.9%	19.7%
	-Previous	18.0%	18.2%	18.3%
Net Profit	-Revised	4,576	5,101	5,922
	-Previous	4,472	4,881	5,411
	-Change	2.3%	4.5%	9.4%
Net Margin	-Revised	11.9%	12.1%	12.5%
	-Previous	11.6%	11.6%	11.7%

Source: NHKS research

Sekilas tentang ICBP

ICBP dengan kegiatan usaha yang terdiversifikasi, yaitu mi instan, susu, makanan ringan, penyedap makanan, nutrisi dan makanan khusus, serta minuman merupakan salah satu produsen produk konsumen bermerek yang terkemuka. Untuk mendukung kegiatan usaha inti, ICBP menjalankan kegiatan usaha kemasan yang memproduksi kemasan fleksibel dan karton.

ICBP melalui 40 merek produk terkemuka menawarkan berbagai pilihan produk solusi sehari-hari bagi konsumen di berbagai usia dan segmen pasar. Kepercayaan dan loyalitas jutaan konsumen selama bertahun-tahun menguatkan posisi pasar produk ICBP. Sebagian besar produk ICBP telah tersedia di seluruh Indonesia. Didukung oleh jaringan distribusi yang ekstensif dari perusahaan induk, ICBP dapat memenuhi permintaan pasar secara tepat waktu dan lebih efisien.

Kegiatan operasional ICBP didukung oleh lebih dari 50 pabrik yang tersebar di berbagai wilayah utama di Indonesia sehingga ICBP dapat senantiasa dekat dengan permintaan pasar dan menjamin kualitas produk. Produk-produk ICBP hadir tidak hanya di Indonesia tetapi juga di lebih dari 60 negara di dunia.

Daya Saing ICBP di Asia Pasifik

ICBP memiliki P/E yang lebih murah dibandingkan dengan kompetitor dengan ROE yang sama atau lebih tinggi. Selain itu, ICBP masih mampu mempertahankan margin laba bersih hingga *double digit* sebesar 11,8%.

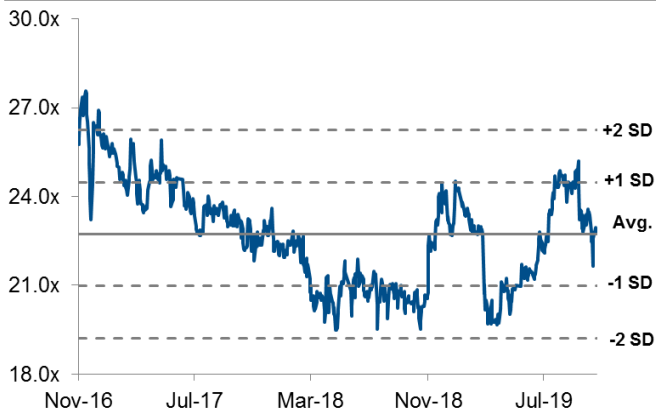
Asia Pacific Packaged Food Company

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	8,253	2,382	2,769	327	19.97%	11.8%	21.6%	24.8x	5.1x
INDF	4,334	6,691	5,214	301	3.77%	5.8%	12.8%	14.1x	1.7x
Japan									
Nissin Foods Holdings	6,854	5,034	4,068	175	-43.57%	4.3%	5.6%	37.3x	2.2x
Toyo Suisan Kaisha Ltd	4,636	3,523	3,618	166	0.04%	4.6%	6.4%	24.8x	1.5x
South Africa									
Pioneer Foods Group Ltd	1,076	1,026	1,553	70	8.42%	4.5%	11.4%	14.0x	1.8x
South Korea									
Samyang Foods Co Ltd	457	370	417	29	-4.51%	6.9%	14.1%	16.6x	2.2x
Nongshim Co Ltd	1,315	2,274	2,032	73	-12.62%	3.6%	4.3%	17.8x	0.8x
Ottogi Corporation	2,151	1,853	2,036	143	23.56%	7.0%	13.7%	14.2x	1.8x
Thailand									
Thai President Foods	1,846	954	695	105	19.31%	15.2%	16.7%	16.7x	2.7x
Thai Union Group	2,811	4,390	4,113	113	-32.02%	2.8%	8.3%	19.6x	2.0x
Malaysia									
Nestle Berhad	8,419	689	1,360	163	2.74%	12.0%	75.9%	52.6x	39.4x
PPB Group Berhad	6,384	5,623	1,114	278	9.60%	25.0%	5.5%	24.4x	1.2x
India									
Nestle India Ltd	16,275	1,161	1,640	236	22.62%	14.4%	N/A	68.6x	N/A
Britannia Industries Ltd	9,757	900	1,570	166	15.42%	10.6%	30.3%	58.4x	15.9x

Source: Bloomberg

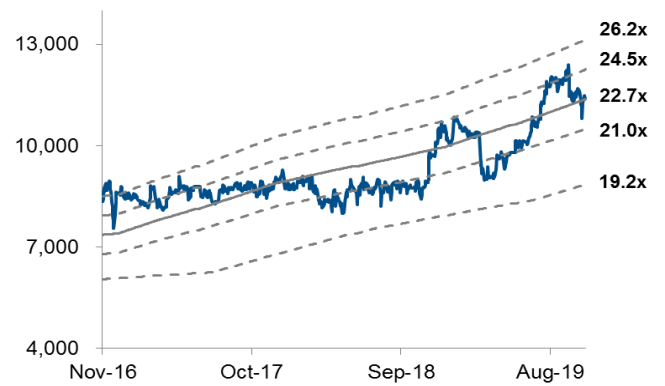
Multiple Valuation

Forward P/E band | Last 3 years



Source: NHKS research

Dynamic Forward P/E band | Last 3 years



Source: NHKS research

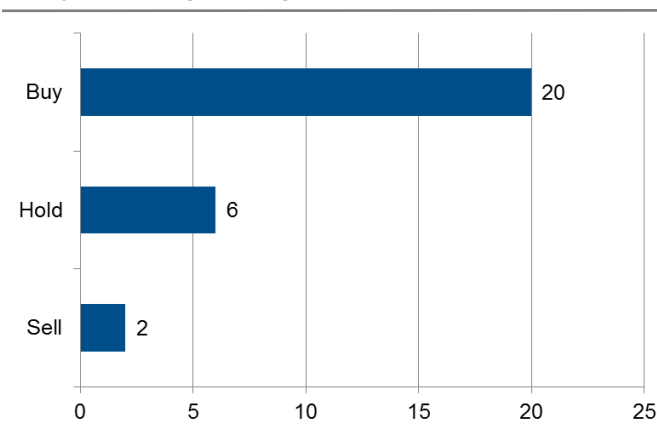
Rating and Target Price Update

Target Price Revision

Date	Rating	Target Price	Last Price	Consensus	vs Last Price	vs Consensus
07/18/2018	Buy	10,550 (Dec 2018)	8,675	9,417	+21.6%	+12.0%
09/26/2018	Buy	10,550 (Dec 2019)	8,950	9,715	+17.9%	+8.6%
12/06/2018	Buy	11,225 (Dec 2019)	9,750	9,855	+15.1%	+13.9%
12/06/2019	Buy	11,600 (Dec 2019)	9,950	11,002	+16.6%	+5.4%
21/11/2019	Hold	12,875 (Dec 2020)	11,400	12,798	+12.9%	+0.6%

Source: NHKS research, Bloomberg

Analyst Coverage Rating



Source: Bloomberg

Closing and Target Price



Source: NHKS research

NH Korindo Sekuritas Indonesia (NHKS) stock ratings

- Period: End of year target price
- 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)	2018/12A	2019/12A	2020/12E	2021/12E		2018/12A	2019/12A	2020/12E	2021/12E
Sales	38,413	42,300	47,415	54,479	ROE	21.3%	21.2%	21.8%	22.2%
<i>Growth</i>	7.9%	10.1%	12.1%	14.9%	ROA	13.9%	14.1%	14.8%	15.4%
COGS	(26,148)	(27,850)	(31,210)	(35,860)	ROIC	18.5%	19.6%	20.5%	20.9%
Gross Profit	12,266	14,450	16,205	18,619	Cash Dividend (IDR bn)	1,889	2,283	2,545	2,955
<i>Gross Margin</i>	31.9%	34.2%	34.2%	34.2%	Dividend Yield	1.8%	1.9%	1.9%	2.2%
Operating Expenses	(6,216)	(6,987)	(7,832)	(8,999)	Payout Ratio	49.8%	49.9%	49.9%	49.9%
EBIT	6,049	7,463	8,373	9,621	DER	8.0%	8.0%	6.0%	5.0%
<i>EBIT Margin</i>	15.7%	17.6%	17.7%	17.7%	Net Gearing	11.6%	11.1%	7.9%	6.4%
Depreciation	734	881	984	1,100	LT Debt to Equity	2.9%	2.9%	2.2%	1.8%
EBITDA	6,783	8,344	9,358	10,721	Capitalization Ratio	7.4%	7.4%	5.6%	4.7%
<i>EBITDA Margin</i>	17.7%	19.7%	19.7%	19.7%	Equity Ratio	66.1%	67.3%	68.9%	69.7%
Interest Expenses	(147)	(164)	(185)	(174)	Debt Ratio	5.3%	5.4%	4.1%	3.5%
EBT	6,227	7,316	8,208	9,468	Financial Leverage	153.3%	149.9%	146.7%	144.3%
Income Tax	(1,568)	(2,020)	(2,067)	(2,385)	Current Ratio	62.2%	60.0%	60.6%	63.8%
Minority Interest	(83)	(195)	(218)	(252)	Par Value (IDR)	50	50	50	50
Net Profit	4,576	5,101	5,922	6,832	Total Shares (mn)	11,662	11,662	11,662	11,662
<i>Growth</i>	20.5%	11.5%	16.1%	15.4%	Share Price (IDR)	8,900	10,450	11,400	11,400
<i>Net Profit Margin</i>	11.9%	12.1%	12.5%	12.5%	Market Cap (IDR tn)	103.8	121.9	132.9	132.9

BALANCE SHEET					VALUATION INDEX				
(IDR bn)	2018/12A	2019/12A	2020/12E	2021/12E		2018/12A	2019/12A	2020/12E	2021/12E
Cash	4,727	6,694	8,438	10,661	Price /Earnings	22.7x	23.9x	22.4x	19.5x
Receivables	4,128	4,262	4,280	4,918	Price /Book Value	4.6x	4.8x	4.6x	4.1x
Inventories	4,001	3,206	3,593	4,128	Price/Sales	2.7x	2.9x	2.8x	2.4x
Total Current Assets	14,122	15,327	17,526	20,897	PE/EPS Growth	1.1x	2.1x	1.4x	1.3x
Net Fixed Assets	10,742	11,796	12,981	14,372	EV/EBITDA	14.5x	14.4x	13.8x	11.9x
Other Non Current Asset	9,504	10,796	11,442	11,765	EV/EBIT	16.3x	16.1x	15.5x	13.2x
Total Assets	34,367	37,919	41,948	47,034	EV (IDR bn)	98,305	120,062	129,398	127,347
Payables	2,956	3,149	3,692	4,421	Sales CAGR (3-Yr)	6.6%	7.1%	10.0%	12.4%
ST Bank Loan	1,146	1,288	1,093	1,033	EPS CAGR (3-Yr)	15.1%	12.3%	16.0%	14.3%
LT Debt	667	750	636	601	Basic EPS (IDR)	392	437	508	586
Total Liabilities	11,660	12,395	13,047	14,256	Diluted EPS (IDR)	392	437	508	586
Capital Stock	6,569	6,569	6,569	6,569	BVPS (IDR)	1,947	2,189	2,478	2,811
Retained Earnings	15,030	17,847	21,224	25,101	Sales PS (IDR)	3,294	3,627	4,066	4,672
Shareholders' Equity	22,707	25,525	28,901	32,778	DPS (IDR)	162	196	218	253

CASH FLOW STATEMENT					OWNERSHIP			
(IDR bn)	2018/12A	2019/12A	2020/12E	2021/12E	By Geography	% Shareholders	%	
Operating Cash Flow	4,653	7,253	7,412	8,089	Indonesia	92.7	First Pacific Company	80.5
Investing Cash Flow	(4,690)	(3,227)	(2,815)	(2,815)	United States	4.1	Matthews Intl Capital	1.8
Financing Cash Flow	(4,033)	(2,058)	(2,854)	(3,051)	Norway	1.1	Schroder Investment	1.1
Net Changes in Cash	(4,070)	1,967	1,743	2,223	Ireland	0.7	Norges Bank	1.0

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