

Company Highlight
PT Indofood CBP Sukses Makmur, Tbk
Disusun oleh: PT Surya Fajar Sekuritas
9 Juni 2020



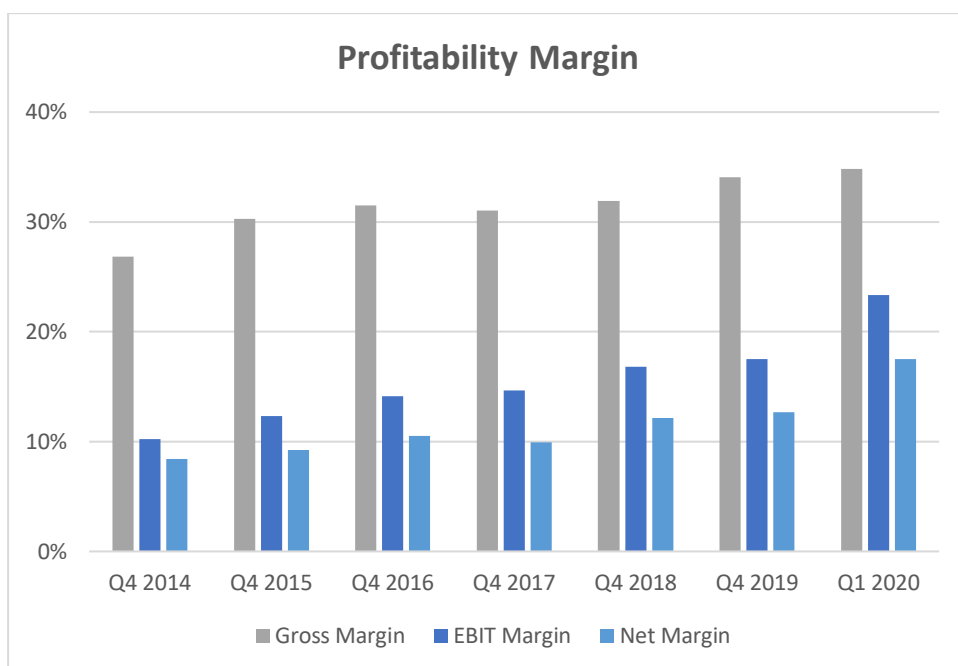
PT Indofood CBP Sukses Makmur, Tbk (ticker code: ICBP)

ICBP: Dari Nasional Menuju Multinasional

Sektor Industri: Consumer, subsektor: Food & Beverage

PT Indofood CBP Sukses Makmur, Tbk (ICBP) adalah salah satu produsen produk konsumen bermerek yang mapan dan terkemuka di nusantara, dengan kegiatan usaha yang terdiversifikasi, antara lain mi instan, *dairy*, makanan ringan, penyedap makanan, nutrisi dan makanan khusus, serta minuman. Selain itu, ICBP juga menjalankan kegiatan usaha kemasan yang memproduksi baik kemasan fleksibel maupun karton, untuk mendukung kegiatan usaha utamanya.

Perolehan laba bersih yang cukup mengejutkan pada kuartal I 2020. ICBP mencetak laba bersih pada kuartal I tahun 2020 sebesar Rp 2,1 triliun (tumbuh 48,3% YoY). Pertumbuhan ini didukung oleh gross margin, EBIT margin, maupun net margin yang sangat tinggi yang menandakan adanya efisiensi dalam kegiatan operasional ICBP. Dengan peningkatan yang tinggi terjadi pada kuartal I tahun ini, proyeksi kami terhadap laba bersih tahun 2020 kami prediksi akan bertengger pada Rp 5,67 triliun.



Sumber: ICBP, estimasi PT Surya Fajar Sekuritas

Ditengah wabah covid-19, proyeksi keuangan ICBP masih memberi harapan selama tahun 2020. Ditengah isu pandemi covid-19, proyeksi keuangan kami terhadap ICBP untuk FY 2020 ini masih memberikan hasil yang cukup memuaskan meskipun proyeksi pendapatan pada kuartal II sampai dengan kuartal IV tahun ini sudah kami diskon karena dampak wabah corona. Proyeksi pendapatan yang sudah kami sesuaikan dengan kondisi saat ini, membuat pertumbuhan pendapatan ICBP sampai dengan akhir tahun 2020 ini berada di Rp 44,0 triliun atau bertumbuh sebesar 4,1% secara YoY, lebih rendah dibandingkan dengan pertumbuhan FY 2018 – FY 2019 sebesar 10,1%.

Dari sisi laba bersih, pertumbuhan FY 2020 sebesar 5,7% YoY setelah menyesuaikan dampak wabah corona selama FY 2020, dibandingkan dengan FY 2018 – FY 2019 yang meningkat sebesar 15,1%.

Perlu diperhatikan juga dari sisi arus kas, dimana ICBP mencetak Rp 1,52 triliun pada arus kas yang berasal dari operasional pada kuartal I 2020, dibandingkan dengan Rp 1,02 triliun pada kuartal I 2019, atau mengalami pertumbuhan sebanyak 48,66%.

<u>Rasio Efisiensi operasional</u>	<u>Q1 2019</u>	<u>Q4 2019</u>	<u>Q1 2020</u>
Days sales Outstanding (DSO [jumlah hari])	128	34	173
Days On Hand (DOH [jumlah hari])	62	50	161
Days Payable Outstanding (DPO [jumlah hari])	121	29	125
Cash conversion cycle (hari)	69	55	209

Sumber: ICBP, estimasi PT Surya Fajar Sekuritas

Namun kenaikan tersebut tidak didukung oleh jumlah hari dari rasio operasional yang mengalami kenaikan. Dari tabel rasio efisiensi operasional ICBP diatas, memperlihatkan bahwa seluruh indikator pada kuartal I 2020 mengalami kenaikan dalam jumlah hari, dimana kenaikan jumlah hari pada DSO adalah proses penagihan semakin lambat, kenaikan jumlah hari pada DOH berarti semakin banyak inventory yang menumpuk di gudang ICBP, namun kenaikan jumlah hari dalam DPO berarti positif yang artinya proses pembayaran yang semakin panjang. Secara keseluruhan, kenaikan jumlah hari pada *cash conversion cycle* ICBP berarti proses bisnis ICBP secara keseluruhan mengalami perlambatan, dan cukup signifikan dari 69 hari menjadi 209 hari.

Kesimpulan dari analisa ini adalah, yang dikhawatirkan bahwa ICBP akan mengalami pelemahan kinerja pada kuartal selanjutnya, sesuai dengan yang kami proyeksikan, dimana hal ini akan “menormalisas” kinerja kuartal I 2020.

Akuisisi Pinehill berpotensi memberi keuntungan kepada ICBP dalam jangka panjang. Pada tanggal 22 Mei 2020 yang lalu, ICBP melakukan perjanjian jual beli saham untuk membeli seluruh kepemilikan saham Pinehill Company Limited (Pinehill). Nilai transaksi yang di setuju adalah sekitar USD 2.998 miliar atau setara dengan Rp 44,4 triliun (dengan asumsi kurs USD IDR Rp 14.800).

Secara jangka pendek, pengumuman mengenai akuisisi Pinehill oleh ICBP sangat berpotensi menarik reaksi negatif dari para investor karena pembelian Pinehill yang tergolong tinggi dari nilai wajarnya (69x rasio PE), ditambah lagi kejadian ini terjadi ditengah wabah virus corona, dan prospek ekonomi indonesia dan secara global yang kurang memuaskan. Hal ini sudah terjadi di pasar, dimana pada saat pengumuman mengenai akuisisi Pinehill, harga saham ICBP mengalami penurunan drastis sampai menyentuh sistem auto reject yang pada saat ini dibatasi oleh bursa di -7% (minus tujuh persen). Namun secara jangka panjang, tentunya akuisisi Pinehill dapat memberi kontribusi yang signifikan bagi kinerja keuangan ICBP.

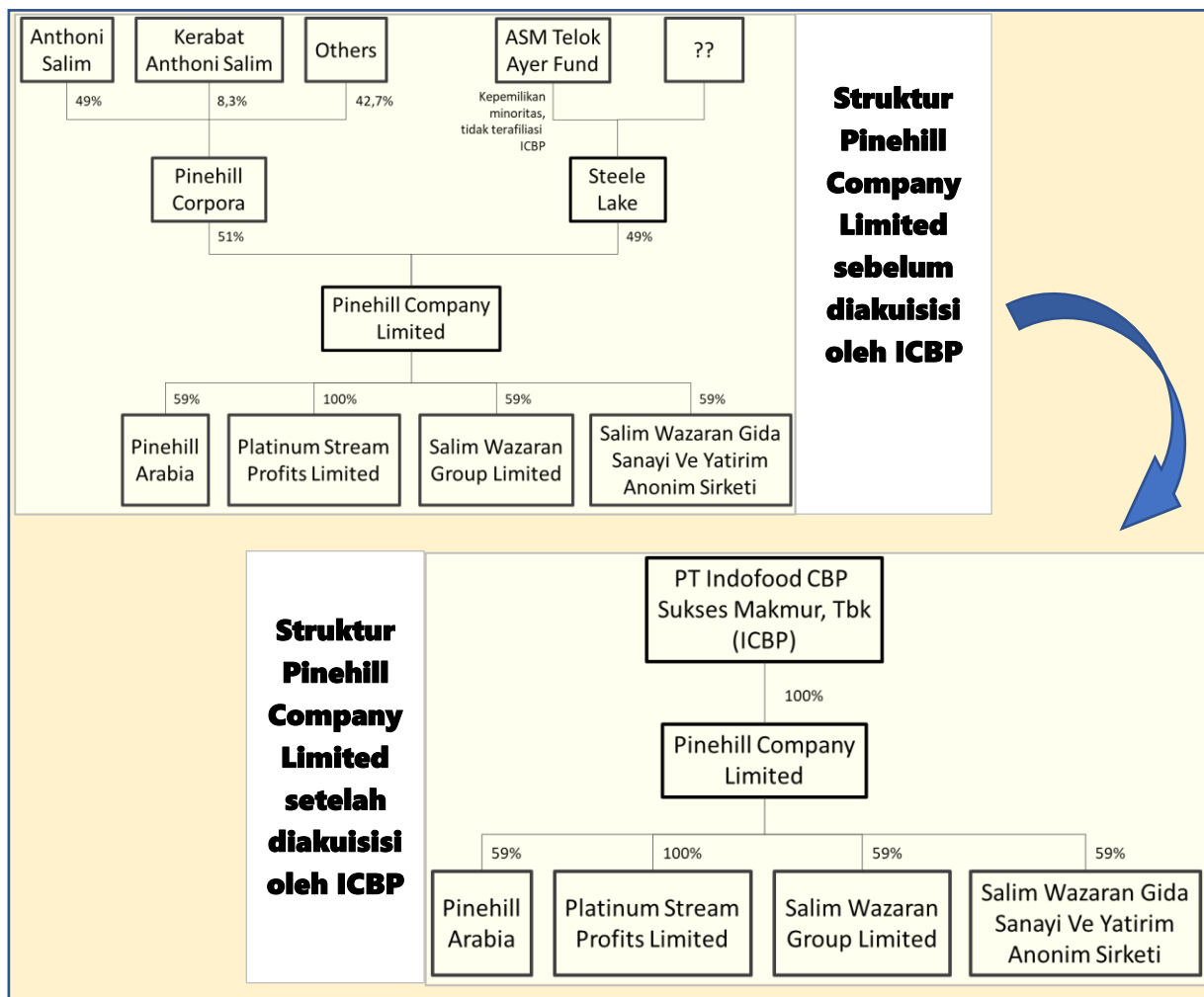
<u>Transaksi Akuisisi Pinehill oleh ICBP</u>	
Net Profit Pinehill (FY 2019)	USD 43,2 juta
Nilai Transaksi	USD 2.998 juta
Price earning ratio	69,17x

Sumber: ICBP, estimasi PT Surya Fajar Sekuritas

Dalam transaksi ini, dampak terhadap keuangan ICBP adalah adanya potensi meningkatnya utang yang cukup tinggi. Di dalam publikasi keterbukaan informasi, disampaikan bahwa ICBP akan menggunakan uang kas senilai USD 300 juta atau sekitar Rp 4,44 triliun dan sisanya akan dibiayai oleh lembaga perbankan untuk merampungkan transaksi ini. ICBP memiliki kas dan setara kas sebesar Rp 8,9 triliun pada posisi Q1 2020. ICBP membutuhkan utang tambahan sekitar Rp 39,93 triliun dalam estimasi kami. Setelah proses akuisisi, struktur keuangan ICBP setelah pinjaman bank mengalami perubahan yang signifikan, dimana dalam hal ini rasio debt to equity (DER) mengalami peningkatan drastis menjadi 0,59x, dibandingkan DER pada Q1 2020 sebesar 0,01x.

	Q1 2020		
	Sebelum Akuisisi	Penyesuaian	Setelah Akuisisi
interest bearing debt (Rp)	367,974,000,000	39,930,400,000,000	40,298,374,000,000
equity (Rp)	28,782,184,000,000	39,930,400,000,000	68,712,584,000,000
DER (x)	0.01		0.59

Sumber: ICBP, estimasi PT Surya Fajar Sekuritas



Perbandingan Struktur Organisasi Pinehill, Sumber: ICBP, estimasi PT Surya Fajar Sekuritas

Gambar diatas menjelaskan struktur organisasi Pinehill Company Limited (Pinehill) sebelum dan setelah diakuisisi oleh ICBP. Digambarkan disini bahwa setelah Pinehill diakuisisi oleh ICBP sebanyak 100% (perkiraan persentase, bukan secara aktual), dapat disimpulkan seluruh aset, laba / rugi, dan risiko dari lini bisnis yang berada dibawah naungan Pinehill akan beralih langsung kedalam pembukuan ICBP.

Pinehill mengelola penjualan produk ICBP pada pasar Saudi Arabia, Nigeria, Mesir, Turki, Serbia, Ghana, Maroko, dan Kenya.

Yang lebih menarik lagi dari transaksi ini adalah, termin perjanjian dilakukan dengan mencadangkan retensi. Transaksi penjualan dan pembelian akan dilakukan dalam 2 (dua) tahap, pertama dibayar dalam kurun tahun 2020 sebesar USD 2,35 miliar, setelah semua persyaratan dipenuhi, dan tahap kedua berupa pembayaran utang retensi sebesar USD 650 juta. Retensi atau penahanan pembayaran ini berlaku untuk pembayaran dari sebagian harga pembelian secara proporsional, dengan jumlah yang ditahan adalah

sebesar USD 650 juta, dan baru akan dibayarkan oleh ICBP kepada para pemegang saham Pinehill pada tanggal 30 April 2022 (tanggal penyelesaian transaksi).

Nilai retensi akan menjadi “buffer” bagi jaminan keuntungan atas kinerja keuangan Pinehill. Adapun jaminan keuntungan ini nantinya akan mengurangi nilai transaksi transaksi ICBP - Pinehill. Dalam perjanjian tersebut, jaminan keuntungan ini akan dihitung berdasarkan rata-rata dari kinerja laba bersih konsolidasian setelah pajak yang dapat diatribusikan kepada pemegang saham grup Pinehill (NPAT) untuk 2 (dua) tahun buku yang berakhir pada tanggal 31 Desember 2020, dan tanggal 31 Desember 2021, dengan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$\text{Nilai penyesuaian} = (\text{keuntungan yang dijamin} - \text{aktual keuntungan}) \times \text{PE grup Pinehill}$$

Keterangan:

- Keuntungan yang dijamin adalah USD 128.500.000,-
- Aktual keuntungan = rata-rata dari kinerja laba bersih konsolidasian setelah pajak yang dapat diatribusikan kepada pemegang saham grup Pinehill (NPAT) untuk 2 (dua) tahun buku yang berakhir pada tanggal 31 Desember 2020, dan tanggal 31 Desember 2021.
- PE grup Pinehill, yang disepakati sesuai keterbukaan informasi adalah 23x.

Berikut kami sajikan skema perhitungan jaminan keuntungan hingga akhirnya dapat mengurangi nilai transaksi ICBP - Pinehill.

Perhitungan jaminan keuntungan			
	Skenario A	Skenario B	Skenario C
NPAT rata-rata FY 2020 & FY 2021 (USD)	43,200,000	120,000,000	128,500,000
Jaminan keuntungan (USD)	128,500,000	128,500,000	128,500,000
PE grup Pinehill yg disetujui (x)	23	23	23
Nilai penyesuaian (USD)	1,961,900,000	195,500,000	0
Retensi penjualan (USD)	650,000,000	650,000,000	650,000,000
Low(angka penyesuaian, retensi penjualan)	650,000,000	195,500,000	0
Sisa retensi (USD)	0	454,500,000	650,000,000
Kompensasi sisa retensi (USD)	0	11,953,350	0
Angka pembelian awal (USD)	2,998,000,000	2,998,000,000	2,998,000,000
Angka pembelian adjusted (USD)	1,036,100,000	2,814,453,350	2,998,000,000

Asumsi

Sumber: ICBP, estimasi PT Surya Fajar Sekuritas

Skenario A menggambarkan NPAT rata-rata FY 2020 & FY 2021 sebesar USD 43,2 juta jauh lebih rendah daripada jaminan keuntungan USD 128,5 juta, dan sesuai dengan perjanjian bahwa akan dilakukan penyesuaian apabila performa Pinehill dibawah angka jaminan keuntungan, maka dengan menggunakan rumus perhitungan nilai penyesuaian, skenario A menghasilkan angka USD 1,9619 juta, dan angka ini jauh melebihi angka retensi, sesuai perjanjian apabila nilai penyesuaian melebihi nilai retensi, maka tidak ada kompensasi yang akan dibayar oleh perseroan dan penjual (Pinehill) wajib membayar secara penuh jumlah kekurangan tersebut kepada perseroan pada tanggal penyelesaian transaksi. Sehingga secara total ICBP hanya membayar USD 1,04 miliar untuk transaksi pembelian Pinehill.

Pada skenario B, NPAT rata-rata FY 2020 & FY 2021 kami asumsikan sedikit dibawah batas jaminan keuntungan, yaitu USD 120 juta yang tentu masih dalam jaminan keuntungan USD 128,5 juta, dengan demikian nilai penyesuaian yang terjadi sebesar USD 195,5 juta, sehingga nilai retensi harus disesuaikan dari USD 650 juta, menjadi 454,5 juta (diskon USD 195,5 juta), dan terdapat kompensasi atas sisa nilai retensi sebesar USD 11,9 juta dari persentase yang telah disetujui (2,63%). Secara total ICBP membayar USD 2,81 miliar.

Terakhir pada skenario C, performa NPAT rata-rata FY 2020 & 2021 Pinehill kami asumsikan setara dengan jaminan keuntungan sebesar USD 128,5 juta, sehingga tidak ada jaminan keuntungan yang terjadi, dan ICBP membayar biaya transaksi secara penuh sebesar USD 2,998 miliar.

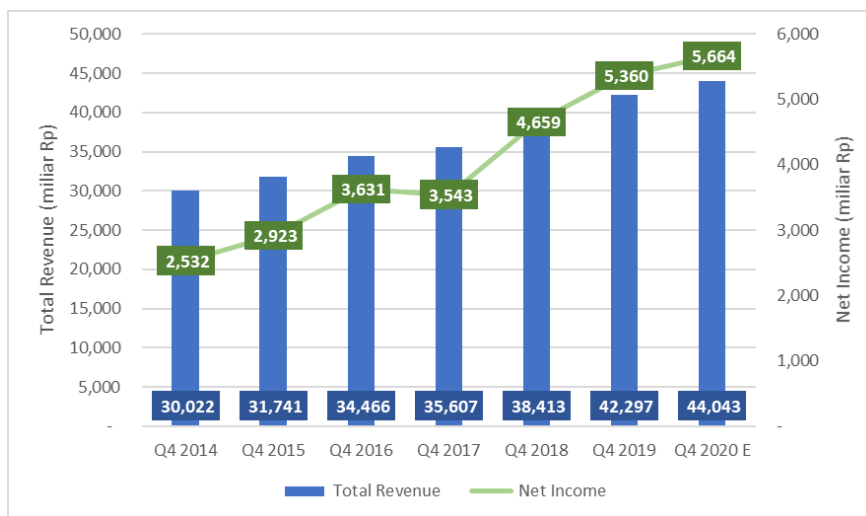
Dari perhitungan skenario tersebut dapat disimpulkan, setiap penurunan kinerja USD 10 juta pada rata-rata net profit USD 128,5 juta, ada diskon transaksi sebesar USD 230 juta.

Dari transaksi ini, dapat disimpulkan bahwa, secara tidak langsung ICBP memberi kesempatan kepada Pinehill untuk memaksimalkan kinerjanya untuk memperoleh pembayaran transaksi yang lebih tinggi.

Kesimpulannya, secara jangka panjang ICBP akan memperoleh *income stream* tambahan dari berbagai negara-negara di benua Afrika, Timur Tengah, dan Eropa Tenggara melalui Pinehill, sebesar kurang lebih Rp 639 miliar, namun dibandingkan dengan pendapatan yang telah diperoleh ICBP pada Q4 2020 sebesar Rp 42,29 triliun, kontribusi Pinehill sebesar 1,51% masih terlalu kecil. Oleh karena itu, berdasarkan pengalaman ICBP memasarkan produknya di tanah air, maka proses akuisisi ini menjadi kesempatan untuk mengembangkan Pinehill di panggung internasional.

Proyeksi dan Valuasi ICBP

Proyeksi laba rugi ICBP telah kami perhitungkan dampak wabah covid-19 pada kinerja keuangan Q2, Q3, dan Q4 2020, dan ternyata masih memberi pertumbuhan kepada revenue, demikian juga pada laba bersih meskipun keduanya melambat. Perkiraan ini masih mempertimbangkan dampak dari tingginya permintaan bahan makan pada kuartal II tepatnya pada bulan Ramadan yang menjadi katalis tingginya penjualan pada kuartal tersebut.



Sumber: ICBP, estimasi PT Surya Fajar Sekuritas

Saat ini, ICBP pada level harga Rp 8.900 per lembar dihargai dengan rasio PE sebesar 18,32x berdasarkan proyeksi laba rugi kami, kemudian dari rasio PE historikal ICBP sejak 2015 yang minimal bertengger di angka 20x, maka valuasi kami atas harga saham ICBP kurang lebih berada pada level Rp 9.700 per lembar.

Namun target angka tersebut berpotensi mengalami peningkatan yang signifikan apabila penilaian dilakukan dengan menggunakan rasio PBV, karena saat ini nilai intrinsik ICBP menggunakan rasio PBV dapat dikatakan yang terendah semenjak tahun 2012.

KESIMPULAN

Langkah yang diambil oleh ICBP dalam mengakuisisi kepemilikan Pinehill Company Limited diluar ekspektasi para investor ataupun praktisi pasar modal. Dengan menasionalisasi perusahaan-perusahaan Pinehill yang menguasai pangsa pasar diluar negeri, dapat dikatakan bahwa ICBP sudah go internasional, dan potensi laba yang akan diterima di masa mendatang semakin besar. Kemudian dampak wabah covid-19 yang masih berlangsung sampai tulisan ini dibuat masih berlangsung, memberi ketidakjelasan potensi ICBP pada kuartal II tahun ini, namun dengan kekuatan ICBP yang menguasai pangsa pasar di Indonesia, serta bidang usaha yang bergerak di sektor konsumen, membuat ICBP memiliki kekuatan untuk melewati masa yang sulit ini. Kami menginisiasi rekomendasi Buy untuk saham ICBP dengan target harga di sekitar Rp 9,700,- atau upside sekitar 8,98% (harga ICBP tanggal 9 Juni 2020 : Rp 8,900,-)

DISCLAIMER

Dokumen ini telah disiapkan untuk sirkulasi umum berdasarkan informasi yang diperoleh dari sumber yang diyakini dapat diandalkan tetapi kami tidak membuat pernyataan mengenai keakuratan atau kelengkapannya. PT Surya Fajar Sekuritas tidak menerima tanggung jawab apa pun atas kerugian langsung atau konsekuensial yang timbul dari penggunaan dokumen ini atau permintaan penawaran untuk membeli atau menjual sekuritas apa pun. PT Surya Fajar Sekuritas dan direktur, pejabat, dan / atau karyawannya dapat memiliki posisi, dan dapat mempengaruhi transaksi dalam sekuritas yang disebutkan di sini dari waktu ke waktu di pasar terbuka atau sebaliknya, dan dapat menerima biaya perantara atau bertindak sebagai principal atau agen dalam berurusan emiten-emiten ini. PT Surya Fajar Sekuritas juga dapat mencari bisnis perbankan investasi dengan perusahaan-perusahaan yang tercakup dalam laporan penelitiannya. Investor harus menyadari bahwa perusahaan dapat memiliki konflik kepentingan yang dapat mempengaruhi objektivitas laporan ini. Investor harus mempertimbangkan laporan ini hanya sebagai salah satu faktor dalam membuat keputusan investasi mereka.