

## BUY (Initiation)

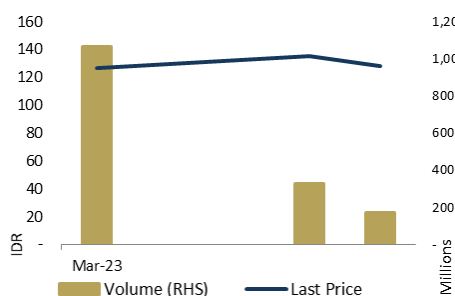
Target Price (IDR)	200
Potential Upside (%)	56.2

Price Comparison	
Cons. Target Price (IDR)	N/A
SSI vs. Cons. (%)	N/A

Stock Information	
Last Price (IDR)	128
Shares Issued (Mn)	23,788
Market Cap. (IDR Bn)	3,045
52-Weeks High/Low (IDR)	136/126
3M Avg. Daily Value (IDR Bn)	-
Free Float (%)	15.0
Shareholder Structure:	
PT Mitra Agro Dharma (%)	50.3
Ir. Teguh Patriawan (%)	14.6
Others non public (%)	20.1
Public (%)	15.0

Stock Performance				
(%)	YTD	1M	3M	12M
Absolute	N/A	N/A	N/A	N/A
JCI Return	(3.0)	(4.3)	(2.3)	(4.5)
Relative	N/A	N/A	N/A	N/A

### Stock Price & Volumes, 12M



### Company Background

NSSS merupakan emiten hulu sawit terintegrasi dengan 5 perkebunan kelapa sawit di Kalimantan Tengah. NSSS memiliki cadangan lahan siap pakai yang cukup besar untuk mendukung produk minyak sawit berkualitas tinggi. NSSS memiliki struktur kepemimpinan yang kuat dengan kerangka standar operasi yang tinggi.



**Yosua Zisokhi**  
+62 21 2854 8387  
Yosua.zisokhi@samuel.co.id

## Young and Beautiful

NSSS merupakan produsen hulu CPO premium (FFA <3%) terintegrasi dengan cadangan lahan seluas 55,721 ha yang berlokasi strategis di Kalimantan Tengah. Dengan rata-rata umur tanaman 8.1 tahun, NSSS memiliki potensi pertumbuhan produksi jangka menengah yang cukup besar. Hal ini, ditambah dengan permintaan global yang kuat untuk minyak nabati dan biofuel, memberikan potensi pertumbuhan EBITDA dengan CAGR hingga 39.6% pada 2023-25F. Kami juga menyukai potensi ROAE NSSS 2023-24F yang mencapai 33.7% (di atas angka sektor), yang menjadi bukti kompetensi manajemen NSSS, serta memastikan pertumbuhan yang berkelanjutan. Kami menginisiasi coverage kami terhadap NSSS dengan rekomendasi BUY dan TP IDR 200/saham, yang menyiratkan EV/HA sebesar USD 12,000 (35% di bawah rata-rata tertimbang EV/HA regional).

**Termuda di sektornya, hasil tinggi & kualitas premium.** Berkat bibit unggul dan usia tanaman yang muda (rata-rata 8.1 tahun), NSSS diperkirakan mencetak yield TBS sebesar 17.4 ton/ha di 2023F (lebih tinggi dari rata-rata industri sebesar 17.2 ton/ha), sebelum naik menjadi 20.4 ton/ha pada 2024F. Kami memproyeksikan NSSS membukukan produksi TBS 2023-24F sebesar 476.7 ribu ton (+20.5%) – 589.1 ribu ton (+23.6%) didukung fakta bahwa 54% tanaman dewasanya saat ini dalam usia prima (9-11 tahun), dengan tambahan 1,227 ha tanaman baru yang mencapai fase dewasa muda (4 tahun). Sejalan dengan pertumbuhan TBS yang masif, produksi CPO NSSS 2023-24F akan melonjak masing-masing 24.3%-67.9% dengan OER yang solid sebesar 21.3%-22.9% (sedikit di atas rata-rata peer 2021 sebesar 21.7%). Selain itu, NSSS memproduksi CPO premium dengan asam lemak bebas rendah (FFA <3%), sehingga lebih menarik bagi sektor hilir. Hal ini memungkinkan NSSS untuk menjual CPO dengan harga lebih tinggi, mendukung keberlanjutan pertumbuhan pendapatan dan margin.

**Pertumbuhan jangka panjang yang solid, didukung biaya operasi rendah dan bank lahan siap pakai.** Tidak seperti pesaingnya yang menggunakan sebagian besar belanja modalnya untuk mengganti tanaman yang tua dan kurang produktif, sebagian besar anggaran belanja modal NSSS akan digunakan untuk mendukung ekspansi, termasuk penanaman pohon baru dan pembangunan pabrik kelapa sawit. Saat ini, NSSS masih memiliki cadangan lahan siap pakai seluas ~20,000 ha, yang akan mendukung pertumbuhan ke depan. Kami memproyeksikan TBS NSSS akan tumbuh dengan CAGR 10 tahun sebesar 10.7%, mencerminkan CAGR produksi CPO sebesar 15.8% pada periode yang sama. Untuk mengimbangi laju produksi TBS, NSSS akan menambah kapasitas pabrik kelapa sawit-nya hingga tiga kali lipat menjadi 180 tph, sambil mempertahankan opex rendah sebesar IDR 740/kg CPO, terendah ke-2 di sektornya (rata-rata sektor 2021: IDR 1,078/kg).

**BUY, TP IDR 200 (EV USD 12,000/HA).** Didukung faktor-faktor diatas, serta manajemen yang kompeten di bawah pimpinan Teguh Patriawan dengan pengalaman 40 tahun di industri CPO, kami meyakini NSSS akan mencatatkan pertumbuhan EBITDA dengan CAGR sebesar 39.6% pada 2023-25F dan ROAE 2023-24F yang tinggi sebesar 33.7%. Kami menginisiasi coverage kami terhadap NSSS dengan rekomendasi BUY dan TP IDR 200/saham, yang menyiratkan EV/HA sebesar USD 12,000 (35% di bawah rata-rata tertimbang EV/HA regional). Risiko: perubahan kebijakan global terkait CPO dan minyak bumi, serta anomali cuaca yang mempengaruhi harga CPO dan minyak nabati lainnya.

### Valuation (at closing price IDR 128 per share)

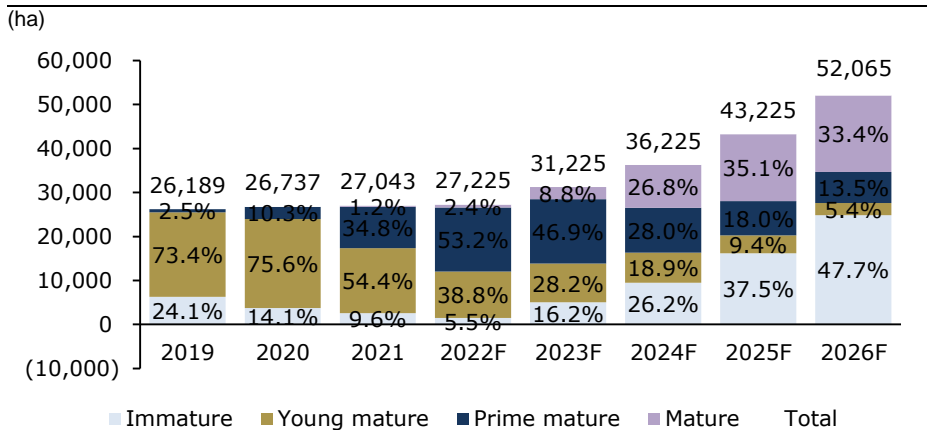
Y/E Dec	21A	22F	23F	24F	25F
Revenue (IDR Bn)	1,147	1,137	1,469	2,309	2,341
EBITDA (IDR Bn)	622	453	687	1,150	1,232
EV/EBITDA (x)	5.2	9.9	6.5	3.7	3.4
Net Profit (IDR Bn)	245	76	279	622	693
EPS (IDR)	24	4	12	26	29
EPS Growth (%)	#NA	(84.5)	219.5	117.3	11.5
P/E Ratio (x)	5.3	34.0	10.6	4.9	4.4
BVPS (IDR)	21	24	27	29	31
P/BV Ratio (x)	2.3	4.1	2.1	1.6	1.3
DPS (IDR)	-	-	-	187	208
Dividend Yield (%)	-	-	-	6.1	6.8
ROAE(%)	56.2	12.0	27.2	38.0	33.1
ROAA (%)	8.6	2.5	8.1	15.5	16.3
Interest Coverage (x)	2.5	1.7	3.2	6.0	7.3
Net Gearing (x)	3.5	3.0	1.0	0.7	0.5

## Business Overview

### Berbasis di Kalteng dengan area luas dan tanaman berusia muda

NSSS memiliki lima perkebunan kelapa sawit terintegrasi di Kalimantan Tengah, area perkebunan terbesar ketiga secara nasional setelah Riau dan Sumatera Utara. NSSS memiliki area perkebunan seluas 55,721 ha, dan 27,123 ha diantaranya telah ditanami (26,288 ha lahan inti dan 835 ha lahan plasma). Untuk mendukung kegiatan produksinya, NSSS saat ini mengoperasikan pabrik kelapa sawit dengan kapasitas 60 tph dan penghancur kernel dengan kapasitas 15 tph yang berlokasi di area perkebunan perseroan. NSSS memiliki tanaman sawit yang berusia muda (rata-rata 8.1 tahun, yang tertua berusia dibawah 13 tahun). Sekitar 34.8% tanaman produktif NSSS berada dalam fase prima (9-11 tahun), sedangkan 9.6% area tertanamnya diisi oleh tanaman muda yang belum produktif.

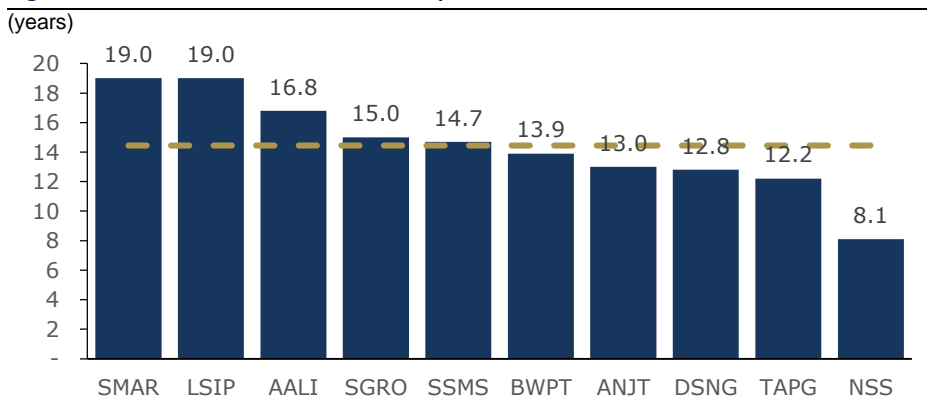
Figure 1. Profil Tanaman NSSS, 2019-2026F



Sumber: NSSS, SSI Research

Rata-rata umur tanaman sawit milik produsen CPO di Indonesia adalah 13.6 tahun (tidak dalam usia prima), artinya mayoritas akan mengalami kesulitan untuk meningkatkan produksi TBS dan CPO selama masa moratorium untuk izin pembukaan lahan perkebunan sawit baru. Namun, seperti disebutkan sebelumnya, NSSS memiliki tanaman yang muda (rata-rata 8.1 tahun), kurang dari setengah rata-rata industri. Dengan demikian, produksi TBS NSSS diperkirakan akan terus meningkat dalam 10 tahun ke depan dengan CAGR 11.4%.

Figure 2. Usia rata-rata tanaman sawit produsen CPO, 2021

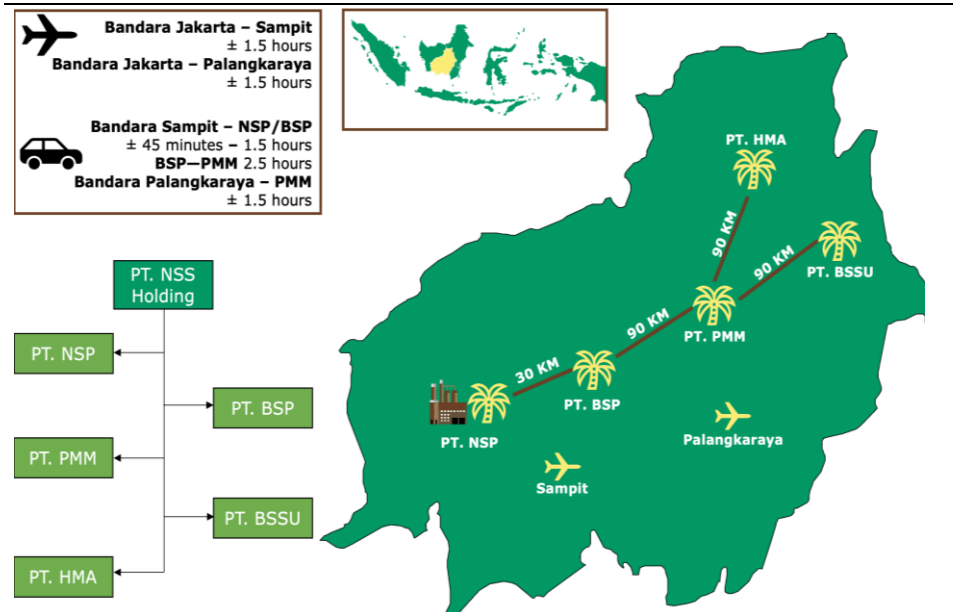


Sumber: Perusahaan, SSI Research

## Lokasi premium dan perkebunan yang berdekatan satu sama lain

Kelima perkebunan NSSS tersebar di tiga wilayah di Kalimantan Tengah: Kotawaringin Timur, Gunung Mas dan Kapuas. Akses menuju perkebunan ini relatif mudah karena lokasinya yang tidak terlalu jauh dari pusat kota Palangkaraya (ibukota Kalimantan Tengah) dan Sampit (kota terbesar ketiga di Kalimantan Tengah). Perjalanan dari bandara Palangkaraya dan bandara Sampit ke perkebunan NSSS biasanya memakan waktu sekitar 45 menit – 1.5 jam. Selain itu, lokasi perkebunan tersebut berdekatan satu sama lain (30 km - 90 km), sehingga pengiriman hasil panen dapat dikirimkan dengan cepat ke pabrik kelapa sawit.

Figure 3. Lokasi perkebunan NSSS



Sumber: NSSS, SSI Research

Selain itu, pabrik kelapa sawit NSSS di Kotawaringin Timur cukup dekat dengan muara sungai (1.5 km), yang memungkinkan NSSS untuk mendirikan terminal khusus (jetty) di muara sungai dan pipa penghubung antara pabrik kelapa sawit dan dermaga. Selain itu, jarak antara jetty dan terminal bulking di pelabuhan Sampit juga tidak terlalu jauh (25 km). Dengan demikian, CPO yang diproduksi oleh NSSS di Kotawaringin Timur dapat dialirkan melalui pipa, sehingga tidak perlu lagi transportasi darat, yang menghemat biaya distribusi.

Figure 4. Terminal khusus dan sistem distribusi CPO melalui pipa

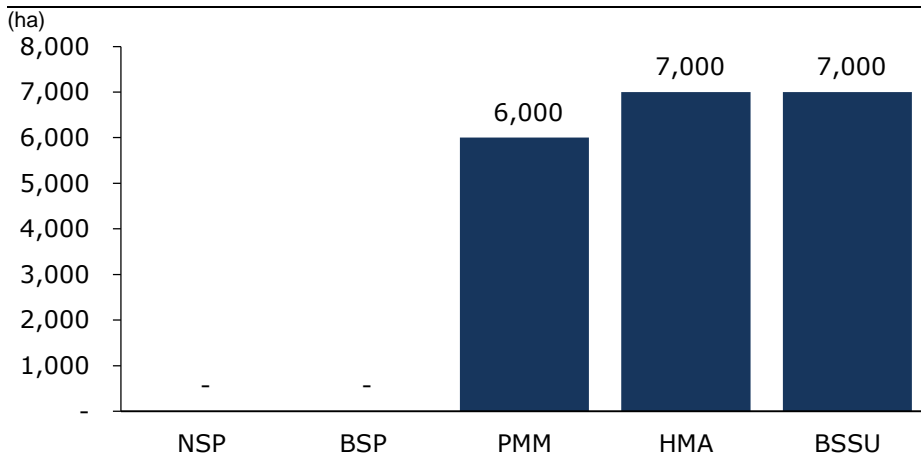


Sumber: NSSS, SSI Research

## Cadangan lahan yang besar

Sekitar 28,505 ha (51.5%) dari area perkebunan NSSS masih belum ditanami: 8,688 ha lahan plasma dan 20,000 ha lahan inti, yang sebagian besar terletak di Kabupaten Gunung Mas dan Kapuas, Kalimantan Tengah. Untuk cadangan lahan inti, NSSS telah mendapatkan sertifikat Hak Guna Usaha (HGU) untuk area seluas 2,745 ha dan sertifikat kadaster untuk area seluas 17,471 ha. Area kadaster diperkirakan akan dikonversi menjadi area HGU pada tahun 2023. Cadangan lahan NSSS yang cukup besar ini membedakan NSSS dari pemain CPO lain yang tidak memiliki cadangan lahan besar, yang tentunya membatasi potensinya.

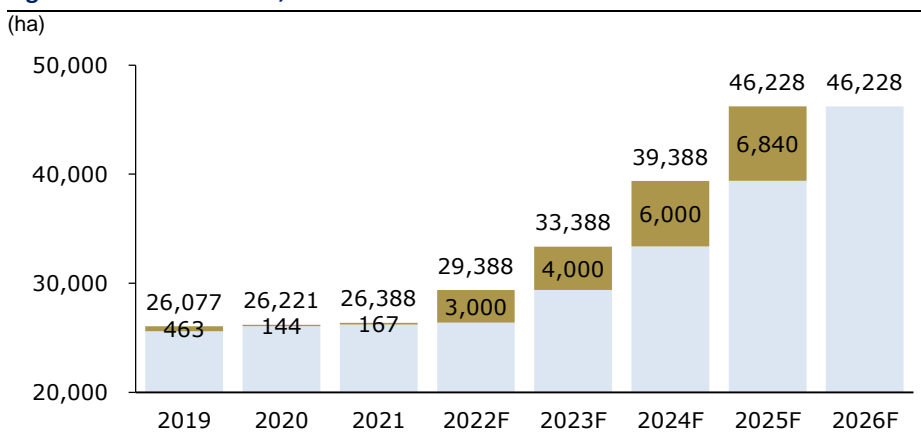
**Figure 5. Cadangan lahan inti anak usaha NSSS, 2021**



Sumber: NSSS, SSI Research

NSSS akan terus menanam CPO sebanyak 3,000-6,000 ha per tahun di lahan siap pakai dalam empat tahun ke depan. Dengan demikian, pada tahun 2026F, porsi area tertanam inti NSSS akan meningkat menjadi 76.2% (46,228 ha). Selain itu, kami berharap pada 2029F, semua tanaman NSSS akan matang dan produktif. Selain itu, NSSS juga akan mendukung pertumbuhan plasma sesuai dengan program pemerintah untuk membantu petani lokal.

**Figure 6. Lahan inti NSSS, 2019-2026F**



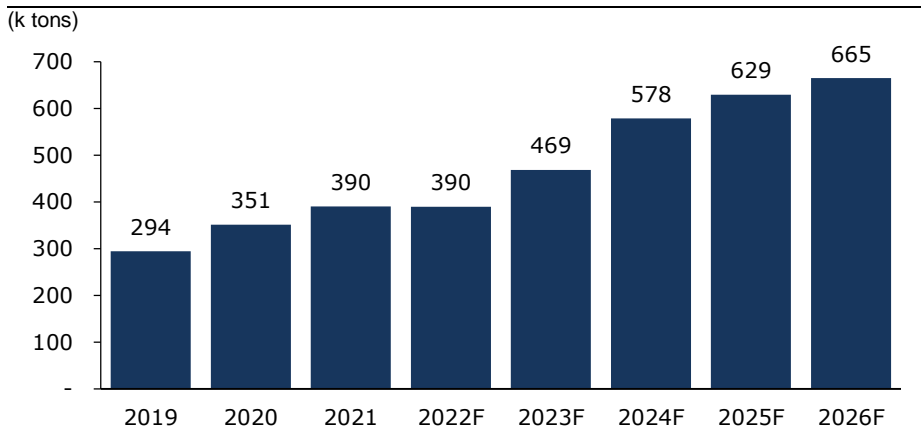
Sumber: NSSS, SSI Research

## Production Overview

### Pertumbuhan produksi TBS jangka menengah yang signifikan

Didukung oleh peningkatan jumlah tanaman dewasa muda, NSSS diproyeksikan mencatatkan rata-rata pertumbuhan produksi TBS tahunan sebesar 16.1% dalam dua tahun ke depan, dengan angka produksi 2024F sebesar 589 ribu ton. Setelah 2024F, perusahaan berencana menambah porsi lahan inti tertanamnya menjadi 57.1% dalam empat tahun, yang tentunya akan meningkatkan produksi TBS NSSS. Pada 2026F, angka produksi TBS tahunan perusahaan diproyeksikan mencapai c.681 ribu ton (CAGR: 11.5%).

**Figure 7. Produksi TBS, 2019-2026F**

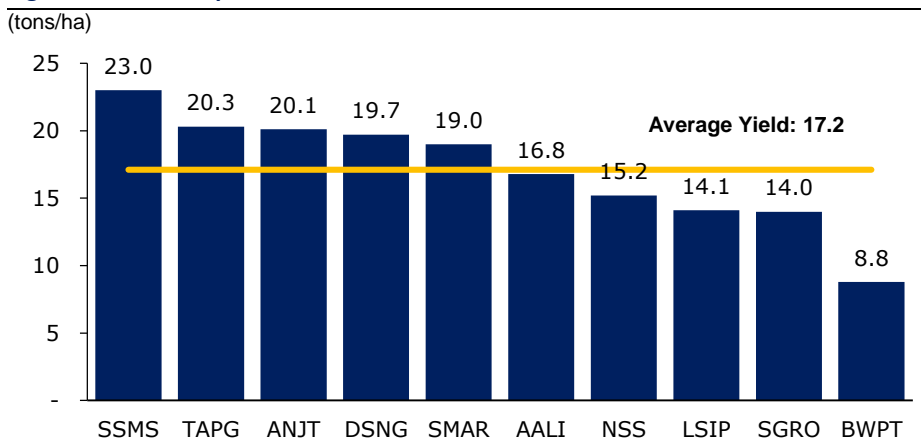


Sumber: NSSS, SSI Research

### Hasil TBS di atas rata-rata industri

Produktivitas TBS NSSS diperkirakan tetap solid pada 2023F (17.4 ton/ha) mengingat hasil TBS-nya sudah mencapai 16.3 ton/ha pada tahun 2021, di atas rata-rata industri sebesar 17.2 ton/ha. Keberhasilan NSSS membukukan angka setinggi itu didukung oleh sejumlah faktor. Pertama, NSSS hanya menggunakan benih unggul (80% benih perusahaan merupakan benih generasi ketiga dari Lonsum). Kedua, sebagian besar perkebunan perusahaan merupakan tanah mineral. Ketiga, NSSS didukung oleh tim manajemen profesional yang berkomitmen untuk mengoptimalkan hasil TBS perusahaan.

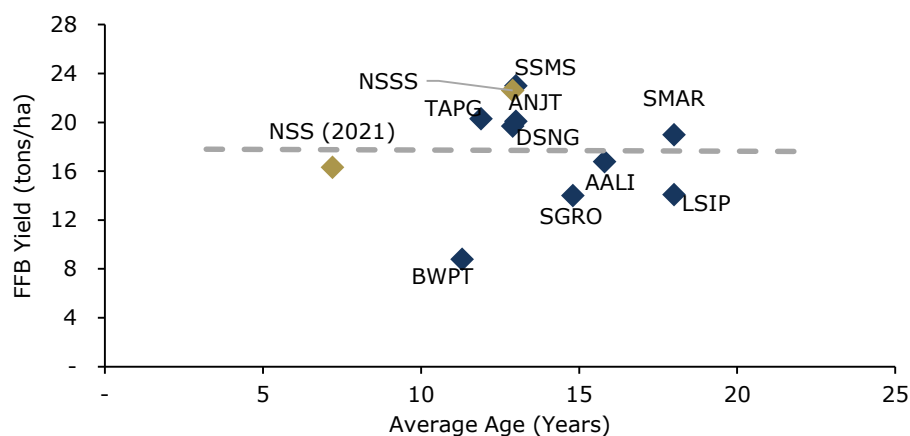
**Figure 8. Hasil TBS produsen CPO, 2021**



Sumber: Perusahaan, SSI Research

Perlu diingat bahwa NSSS berhasil melampaui angka hasil TBS industri pada tahun 2021 dengan tanaman yang relatif muda (rata-rata berusia 8.4 tahun), dan 54.4% di antaranya masih dalam tahap dewasa muda (berusia 4-8 tahun). Ketika tanaman NSSS terus tumbuh dan memasuki fase dewasa, produktivitasnya juga akan meningkat. Didukung faktor tersebut, pada FY31F, hasil TBS NSSS diperkirakan akan mencapai 19.5 ton/ha dengan rata-rata umur tanaman 12.4 tahun. Jika diasumsikan produktivitas produsen CPO lainnya tetap sama seperti saat ini, maka hasil TBS NSSS akan menjadi yang tertinggi kedua di industri CPO Indonesia dalam sepuluh tahun mendatang.

**Figure 9. Hasil TBS dan rerata usia tanaman produsen CPO, 2021**

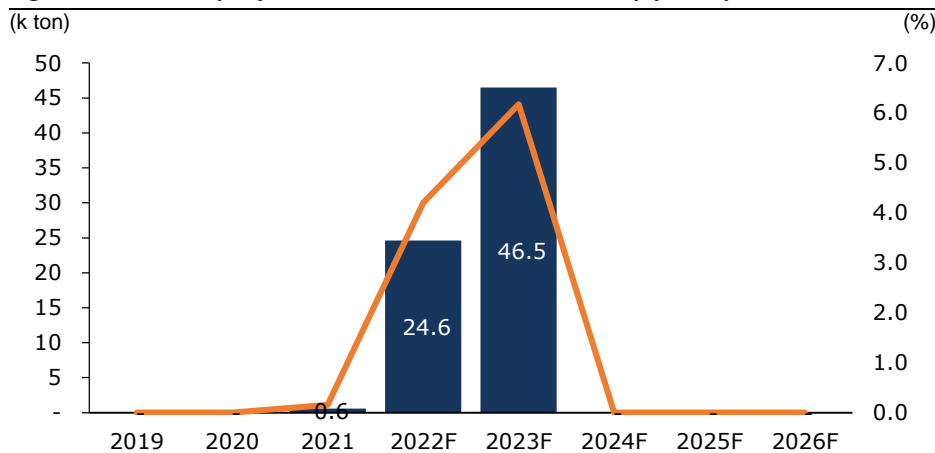


Sumber: Perusahaan, SSI Research

## NSSS akan menggunakan semua TBS-nya sebagai bahan baku mulai 2024F

Saat ini NSSS memiliki pabrik kelapa sawit dengan kapasitas 60 tph atau 360 ribu tpa. NSSS tengah membangun pabrik kelapa sawit lainnya (selesai 2023F) dengan kapasitas yang sama, yang akan melipatgandakan kapasitas produksi NSSS. Karena pertumbuhan produksi TBS yang tinggi, diproyeksikan akan ada kelebihan pasokan sebesar 66.2 ribu ton TBS di 2022F dan 34.8 ribu ton di 2023F, yang akan dijual ke produsen CPO lainnya. Hal ini akan meningkatkan kontribusi TBS terhadap pendapatan perseroan menjadi 12.9% pada 2022F dan 6.0% 2023F. Mulai 2024F, NSSS akan mengolah sendiri semua TBS-nya menjadi CPO, dan tidak ada yang akan dijual ke pihak lain.

**Figure 10. Volume penjualan TBS dan kontribusi terhadap pendapatan, 2019-2026F**

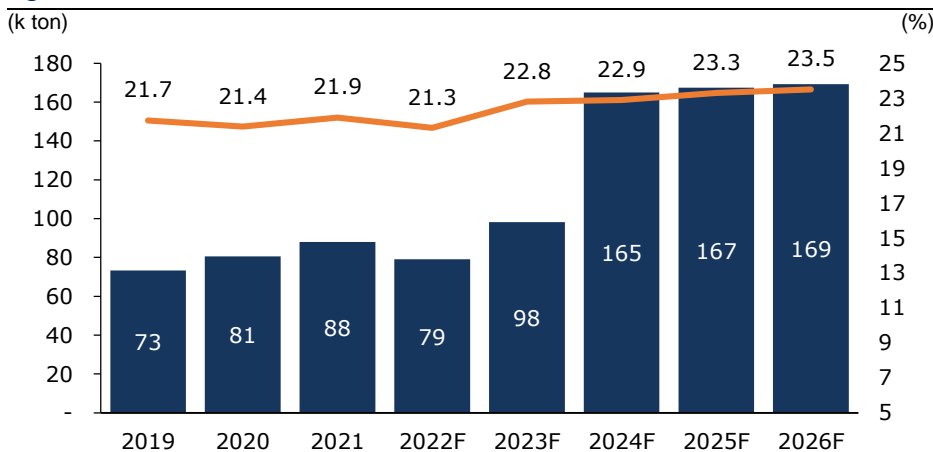


Sumber: Perusahaan, SSI Research

## Pertumbuhan produksi CPO yang solid dengan OER tinggi dan FFA rendah

Sejalan dengan lonjakan produksi TBS, produksi CPO NSSS diperkirakan juga akan melonjak tajam dan mencapai 169.2 ribu ton pada 2026F, dengan CAGR 5 tahun sebesar 14.0%. Sebagian besar bahan baku CPO NSSS (c,98%) berasal dari perkebunannya sendiri, memungkinkan perusahaan untuk mengontrol kualitas CPO sekaligus mendapatkan tingkat ekstraksi minyak (OER) yang lebih tinggi (di atas 21% p.a). Selain itu, CPO yang diproduksi oleh NSSS mengandung asam lemak bebas (FFA) tingkat rendah (di bawah 2,76%), yang berarti harga jualnya akan lebih tinggi (+IDR 50/kg) yang akan berdampak positif terhadap pendapatan dan margin perseroan

**Figure 11. Produksi CPO dan OER, 2019-2026F**

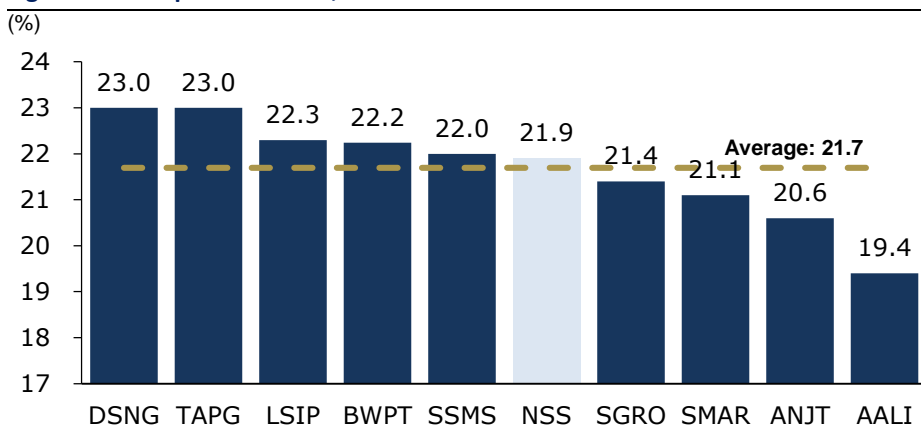


Sumber: NSSS, SSI Research

## OER NSSS di atas rata-rata industri

With the high-quality FFB produced by NSSS, the company's OER is expected to reach 22.8% in 2023F and remain above that level until 2026F, which is higher than the industry average, most of which have been established long before NSSS (21.0%). Supported by the consistency of the company's OER and rapid growth of its FFB production, NSSS' CPO yield is projected to increase from 3.5 tons/ha in 2021A to 4.8 tons/ha in 2026F. Didukung TBS berkualitas tinggi, OER NSSS diperkirakan mencapai 22.8% pada 2023F dan tetap di atas level tersebut hingga 2026F, lebih tinggi dari rata-rata industri, yang diisi oleh banyak jauh sebelum NSSS (21,0%) . Didukung oleh konsistensi OER perusahaan dan pertumbuhan produksi TBS yang pesat, yield CPO NSSS diproyeksikan meningkat dari 3,5 ton/ha pada 2021A menjadi 4,8 ton/ha pada 2026F.

**Figure 12. OER produsen CPO, 2021**



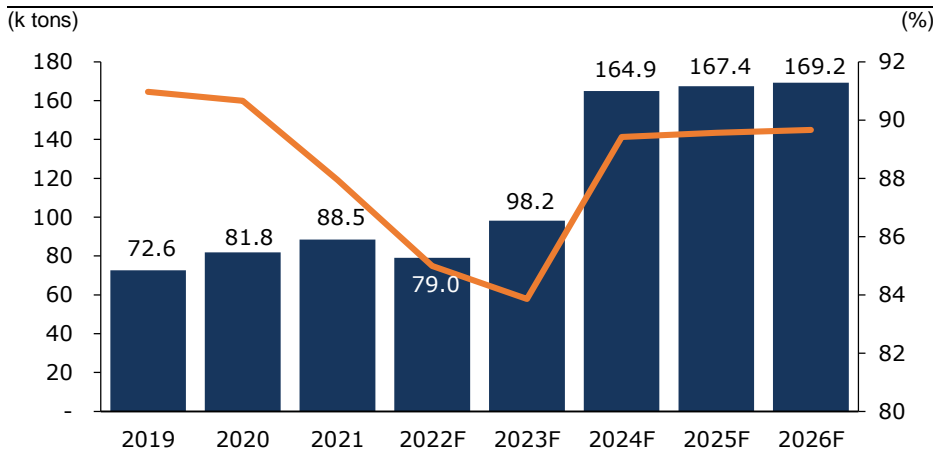
Sumber: Perusahaan, SSI Research



## CPO sebagai sumber utama pendapatan

Didukung proses QC yang sangat baik, NSSS selalu berhasil menjual 100% CPO-nya. Karenanya, volume penjualan CPO perseroan diperkirakan akan terus meningkat dengan CAGR 5 tahun sebesar 13.8%, mencapai 169.2 ribu ton pada 2026F (CPO menyumbang c.89.9% dari pendapatan NSSS). NSSS menjual seluruh produk CPOnya di dalam negeri dengan harga lelang PT KPBN (yang berasal dari harga CPO global dalam mata uang lokal). Sekitar 82% CPO NSSS dijual ke Smart Tbk dan Wings Group, produsen produk turunan minyak sawit terkemuka, yang menjamin permintaan untuk produk NSSS.

**Figure 13. Volume penjualan CPO dan kontribusinya terhadap pendapatan, 2019-2026F**

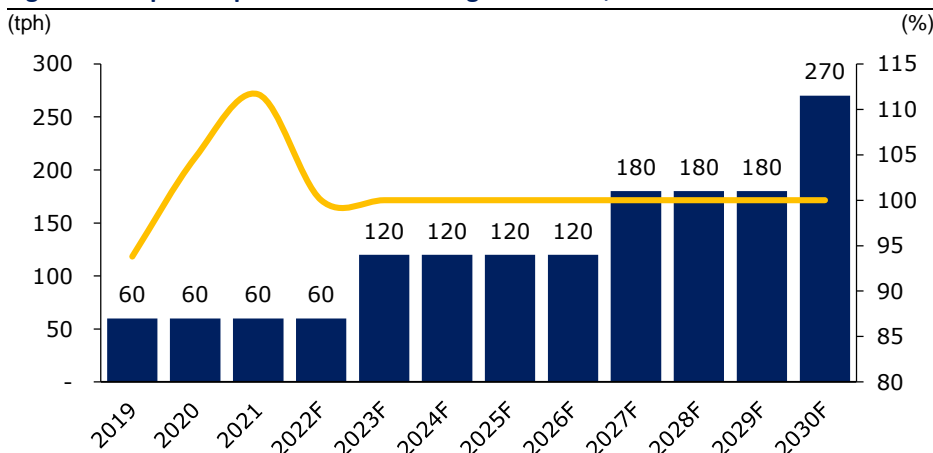


Sumber: NSSS, SSI Research

## Empat pabrik baru dalam 8 tahun

Untuk meningkatkan kapasitas produksi CPO-nya, NSSS secara bertahap akan menambah empat pabrik kelapa sawit baru dalam 8 tahun ke depan: 2023F (60 tph), 2027F (60 tph) dan dua pabrik di 2030F (masing-masing 45 tph), sehingga total kapasitas produksi CPO NSSS akan menjadi 270 tph, 3.5 kali lebih tinggi dari kapasitas saat ini sebesar 60 tph. Pabrik-pabrik kelapa sawit NSSS akan memiliki tingkat utilisasi di atas 80% & dibangun di empat perkebunan yang terpisah.

**Figure 14. Kapasitas produksi CPO dan tingkat utilisasi, 2019-2030F**



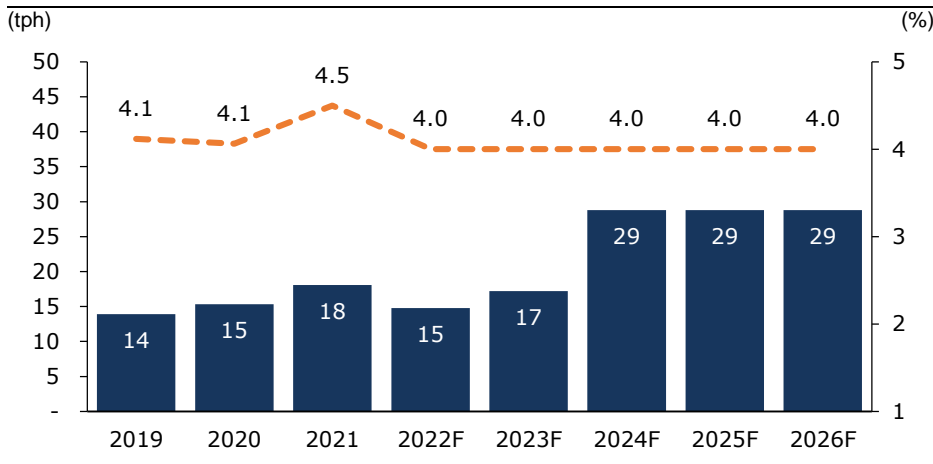
Sumber: NSSS, SSI Research



## Pertumbuhan produksi kernel sawit sejalan dengan TBS dan CPO

Pertumbuhan produksi CPO yang tinggi tidak hanya mendongkrak produksi CPO NSSS, tetapi juga produksi kernel sawitnya. Pada 2023F, produksi kernel sawit (PK) NSSS diperkirakan mencapai 17.2 ribu ton (+16.0% yoy) dengan tingkat ekstraksi kernel sawit (KER) sebesar 4.0% yang relatif stabil dalam beberapa tahun terakhir. Dalam lima tahun ke depan (hingga 2026F), produksi kernel sawit NSSS diproyeksikan tumbuh dengan CAGR 9.8% mencapai 28.8 ribu ton, sejalan dengan peningkatan kapasitas produksi pabriknya.

Figure 15. Produksi kernel sawit dan tingkat KER, 2019-2026F

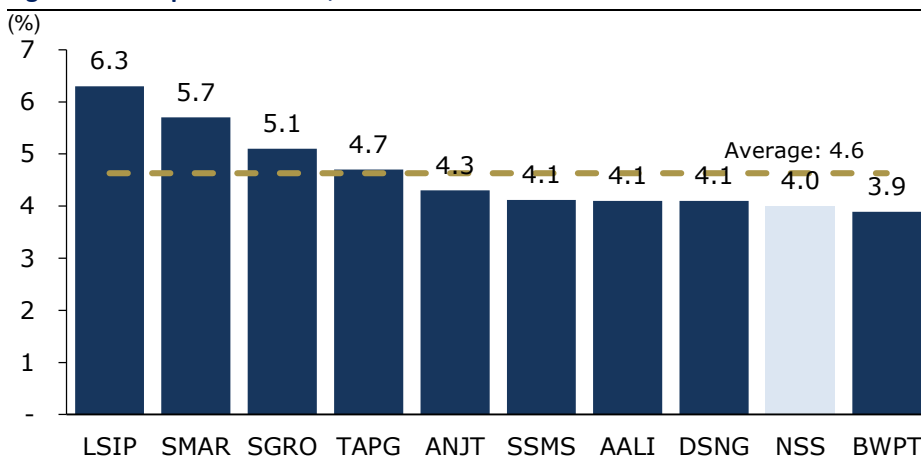


Sumber: NSSS, SSI Research

## KER sedikit di bawah rata-rata industri

Didukung kualitas tinggi TBS-nya, NSSS mampu mempertahankan tingkat produksi kernel sawitnya dengan angka KER mencapai 4.0%, hanya sedikit di bawah rata-rata industri sebesar 4.6%, didukung kandungan minyak sawit yang tinggi dalam TBS-nya. Hasil kernel sawit 2023F diproyeksikan tumbuh dari 0.6 ton/ha ke 0.8 ton/ha di 2026F, didukung oleh konsistensi KER NSSS (4.0% - 4.2%) dan peningkatan produksi TBS.

Figure 16. KER produsen CPO, 2021

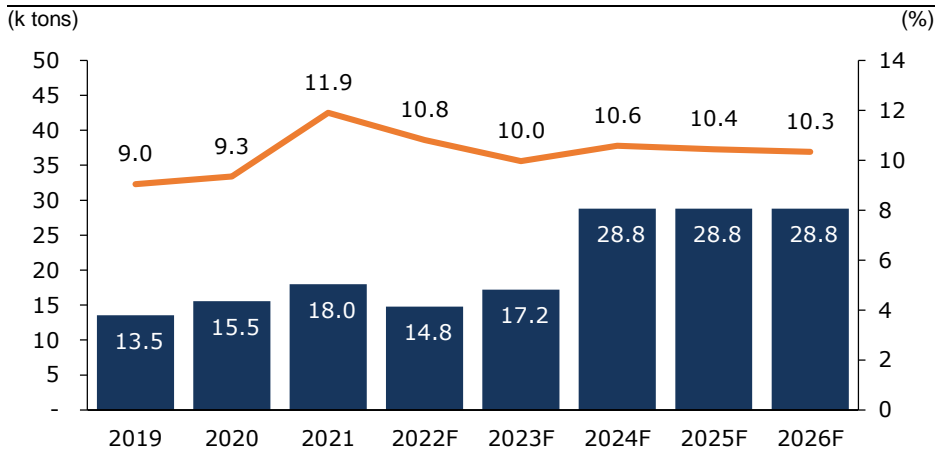


Sumber: Perusahaan, SSI Research

## Kontribusi kernel sawit yang konsisten

Selain CPO, kernel sawit merupakan salah satu kontributor terbesar pendapatan NSSS, secara konsisten menyumbang lebih dari 12.0% pendapatan perseroan. NSSS menjual 100% produk kernel sawitnya ke pasar domestik, terutama ke PT Sinar Jaya Inti Mulya dan PT Wilmar Nabati Indonesia, dengan harga lelang Astra. Volume penjualan kernel sawit NSSS diperkirakan akan terus tumbuh dengan CAGR 5 tahun sebesar 9.9%, mencapai 28.8 ribu ton pada 2026F.

**Figure 17. Volume penjualan kernel sawit dan kontribusi pendapatan, 2019-2026F**

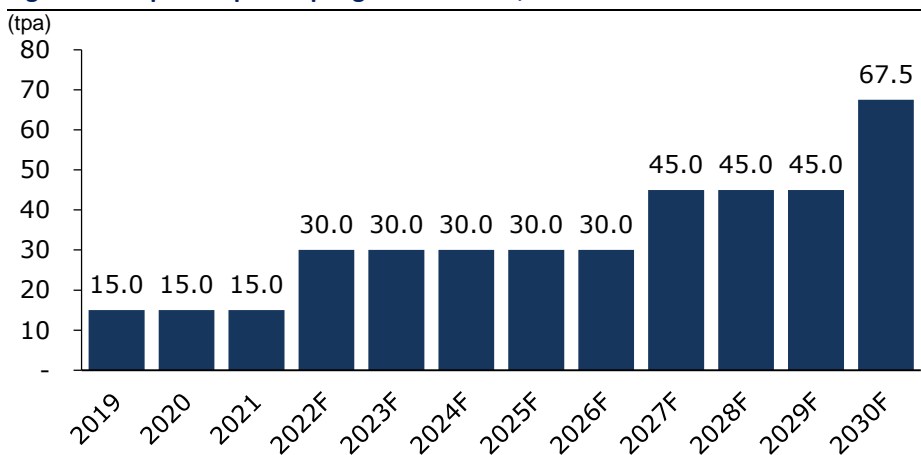


Sumber: NSSS

## Kenaikan kapasitas pabrik penghancur kernel hingga 3.5x pada 2030F

Selain menambah pabrik CPO baru, NSSS juga akan menambah empat pabrik penghancur kernel baru dalam delapan tahun ke depan untuk mendongkrak produktivitasnya. NSSS akan menambah dua pabrik penghancur kernel baru, masing-masing berkapasitas 15 tph pada 2022F dan FY27F, dan dua lainnya, masing-masing berkapasitas 11.3 tph, pada FY30F. Oleh karena itu, total kapasitas pabrik penghancur kernel NSSS akan mencapai 67.5 tph pada FY20F, 3.5 kali lebih tinggi dari kapasitas saat ini.

**Figure 18. Kapasitas pabrik penghancur kernel, 2019-2030F**

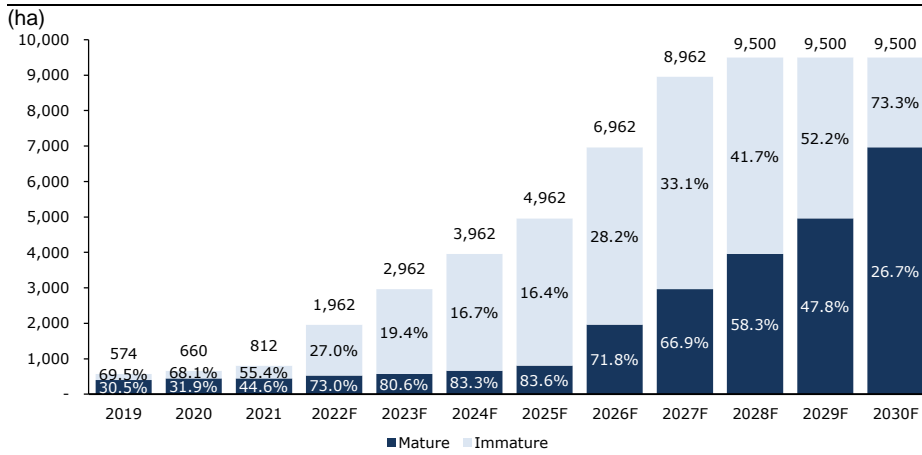


Sumber: NSSS

## Lahan plasma yang besar

Sekitar 17.0% (9,500 ha) dari area perkebunan kelapa sawit NSSS merupakan lahan plasma. Besarnya luas lahan plasma menegaskan pentingnya peran lahan plasma bagi NSSS dalam mendukung pertumbuhan produksi. Saat ini, hanya 835 ha dari 9,500 ha lahan plasma tersebut yang telah ditanami, sekitar 3.1% dari total luas lahan tertanam NSSS. NSSS berencana untuk menambah area tertanam lahan plasmanya rata-rata 1,000 ha per tahun (CAGR 7 tahun: 42.1%), sehingga lahan plasma NSSS akan tertanami seluruhnya dalam waktu 7 tahun ke depan (2028F).

Figure 19. Lahan plasma tertanam NSSS, 2019-2030F

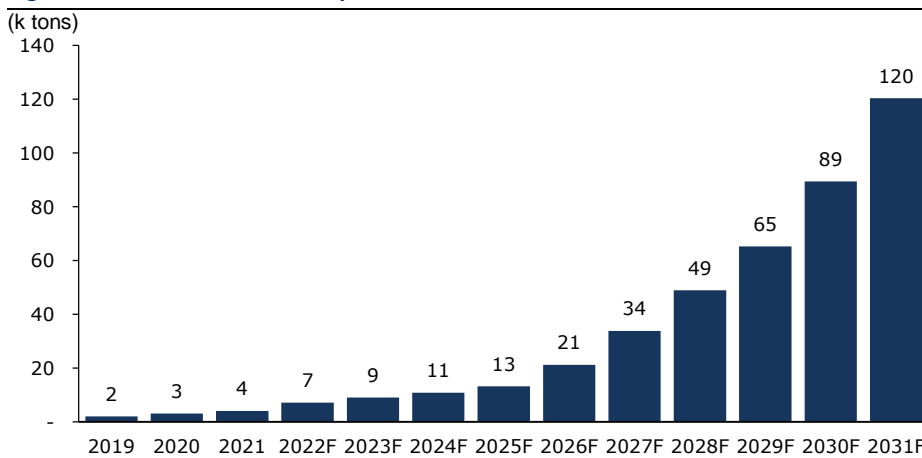


Sumber: NSSS, SSI Research

## Plasma: benih sama = kualitas sama

Benih yang ditanam NSSS di lahan plasmanya sama dengan yang ditanam di lahan inti, sehingga kualitas tanamannya sama (rata-rata hasil TBS mencapai 21.7 ton/ha di FY33F). Dengan semakin besarnya lahan plasma tertanam NSSS, produksi TBS lahan plasmanya juga akan terus meningkat, dengan proyeksi CAGR 10 tahun sebesar 41.7% dan mencapai 130 ribu ton pada FY32F, menyumbang 11.1% dari total produksi TBS NSSS tahun itu. Angka kontribusi tersebut jauh lebih tinggi dari kontribusinya pada tahun 2021 (1.0%).

Figure 20. Produksi TBS lahan plasma, 2019-2031F



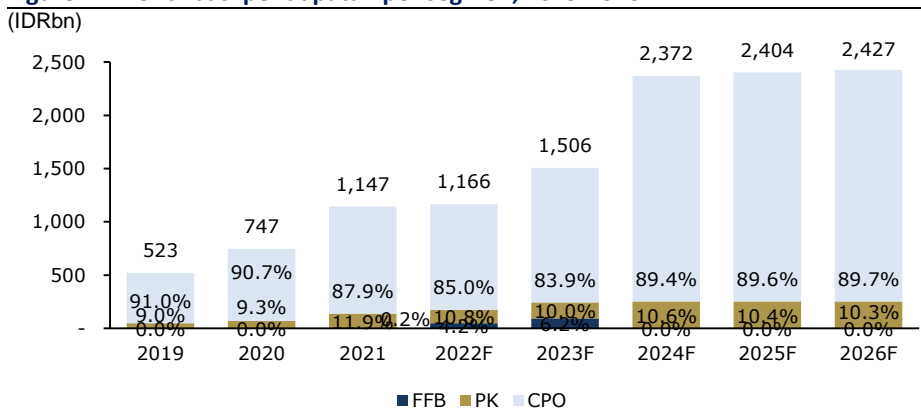
Sumber: NSSS, SSI Research

## Financial Overview

### Penjualan CPO dan kernel sawit (PK) sebagai pendongkrak pendapatan

NSSS mengandalkan penjualan CPO sebagai penggerak pendapatan utamanya. Pada 2023F, penjualan CPO menyumbang 84.0% dari total pendapatan NSSS, diikuti oleh PK (9.7%) dan TBS (6.3%). Namun, mulai FY24F, NSSS akan menghentikan penjualan TBS ke pihak ketiga, yang meningkatkan kontribusi penjualan CPO terhadap total pendapatan NSSS menjadi 89.7%, diikuti oleh PK (10.1%). Dengan asumsi harga CPO USD 1,000-1.250/ton, ASP CPO NSSS diperkirakan akan mencapai IDR 12,035-14,916/kg. Oleh karena itu, pendapatan NSSS diproyeksikan tumbuh dengan CAGR 5 tahun sebesar 15.6% menjadi IDR 2.4 triliun pada 2026F, didukung oleh CPO (CAGR 5 tahun: 16.1%) dan pertumbuhan penjualan PK (CAGR 5 tahun: 11.8%).

**Figure 21. Kontribusi pendapatan per segmen, 2019-2026F**

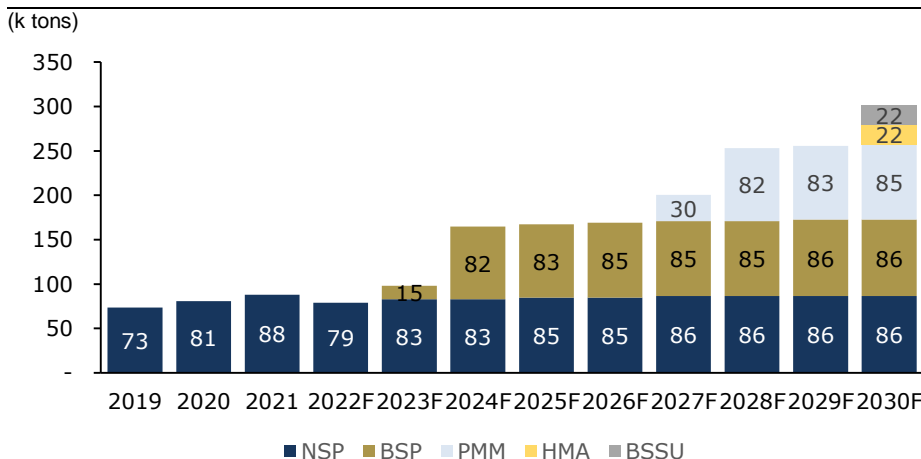


Sumber: NSSS, SSI Research

### Sampit sebagai penyumbang penjualan CPO terbesar

Selama lima tahun ke depan, kami memperkirakan penjualan CPO NSSS akan didorong oleh dua perkebunan di Sampit (NSP dan BSP), karena di sanalah perkebunan sawit NSSS yang tertua. Keduanya diperkirakan akan menyumbang total 169.2 ribu ton CPO pada 2026F. Pada 2027F, PMM di Gunung Mas diharapkan mulai memberikan kontribusi (29.6k ton) dan naik hingga 86.4k ton per tahun. Saat tanaman sawit di sana mencapai usia dewasa prima. Terakhir, dua perkebunan NSSS di Kapuas (HMA dan BSSU) diproyeksikan akan berkontribusi mulai FY30F.

**Figure 22. Kontribusi perkebunan sawit NSSS, 2019-2030F**

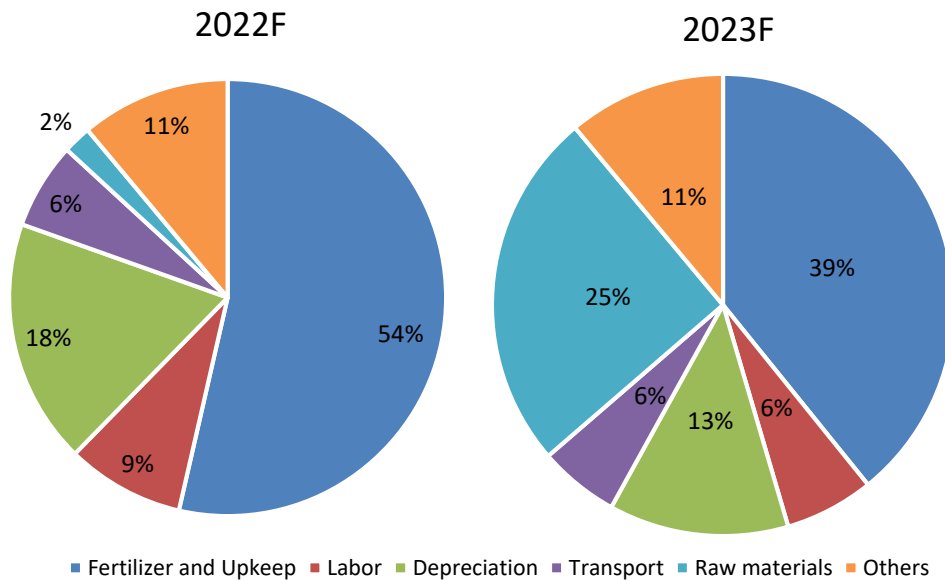


Sumber: NSSS, SSI Research

## Pupuk sebagai komponen terbesar COGS

Sejalan dengan peningkatan produksi CPO, COGS NSSS juga diperkirakan akan terus meningkat dengan CAGR 5 tahun sebesar 16.3%. Biaya pupuk diproyeksikan akan menjadi komponen terbesar COGS pada 2023F (56.9%), disusul depresiasi (16.8%) dan tenaga kerja (8,1%).

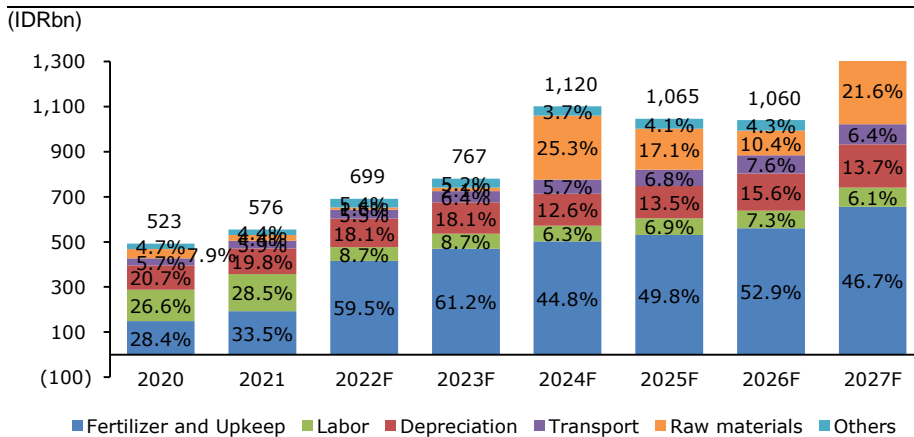
Figure 23. Komponen COGS, 2022F dan 2023F



Sumber: NSSS, SSI Research

Namun, kami memperkirakan akan ada perubahan proporsi COGS pada 2028F, karena NSSS akan membeli banyak TBS dari pihak ketiga untuk memenuhi kebutuhan pabrik CPO baru. Oleh karena itu, porsi biaya bahan baku dalam COGS NSSS diperkirakan akan naik menjadi 31.7% pada 2028F, dibandingkan dengan biaya lain seperti pupuk dan pemeliharaan (38.3%), depresiasi (10.9%) dan tenaga kerja (4.4%).

Figure 24. Komponen COGS, 2020 -2027F

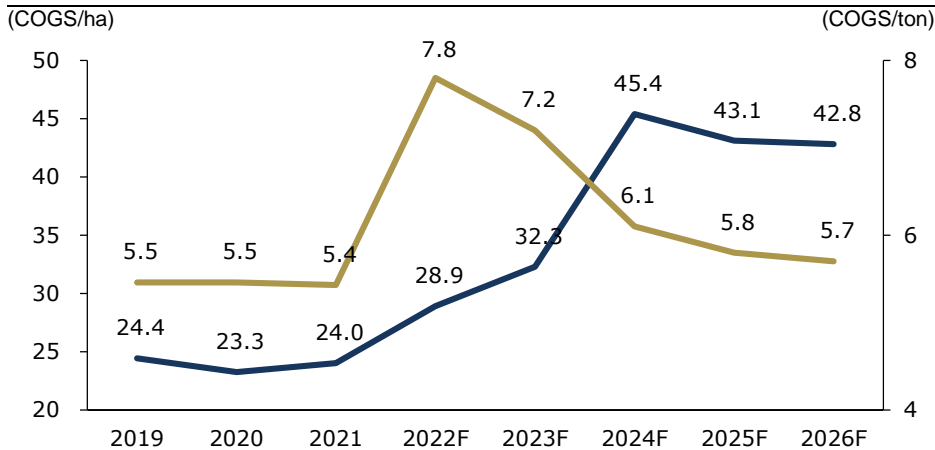


Sumber: NSSS, SSI Research

## COGS/ton di bawah IDR 7.2 juta

Pertumbuhan COGS tahunan (CAGR 5 tahun: 16.3%) akan diikuti oleh pertumbuhan volume penjualan (CAGR 5 tahun: 15.6%). Karenanya, COGS NSSS diproyeksikan akan tetap di bawah IDR 7.2 juta/ton dalam empat tahun ke depan, dan mencapai IDR 5.7 juta/ton di 2026F. Di sisi lain, COGS/Mature Area perseroan diperkirakan naik dengan CAGR 5 tahun sebesar 12.2%, karena tingkat pertumbuhan area menghasilkan yang lebih lambat (CAGR 5 tahun: 1.9%), mencapai IDR 42.8 juta/ha pada 2026F.

Figure 25. COGS/ton dan COGS/ha, 2019-2026F

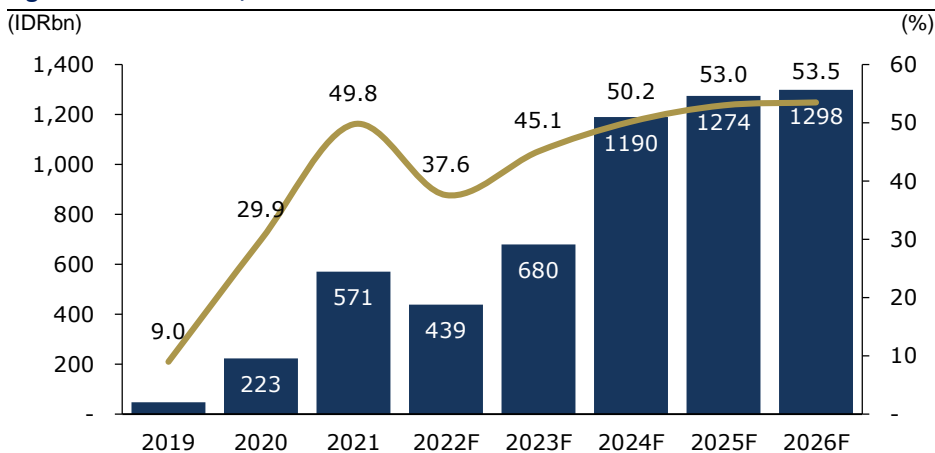


Sumber: NSSS, SSI Research

## Pertumbuhan laba kotor yang kuat didukung COGS yang terkendali

Berkat pertumbuhan penjualan yang solid, serta kemampuan NSSS untuk mengendalikan COGS-nya, laba kotor perseroan diperkirakan akan tumbuh dengan CAGR 5 tahun sebesar 16.7%, dengan margin laba kotor berkisar antara 43.8% - 52.2%, jauh lebih tinggi dari GPM perseroan pada FY19-FY21 hanya mencapai 9.0%-49.8%. Faktor-faktor yang mendorong laba kotor dan GPM NSSS antara lain produktivitas lahan yang lebih tinggi dan COGS yang stabil

Figure 26. Laba kotor, 2019-2026F



Sumber: NSSS, SSI Research

## Sensitivity analysis: ASP sebagai faktor krusial dalam laba kotor

Kinerja keuangan NSSS sangat dipengaruhi oleh ASP-nya. Pada 2022F-2026F, CPO ASP perseroan diperkirakan berada di kisaran IDR 11.9rb/kg-IDR 15.3rb/kg atau 16% lebih rendah dari harga acuan CPO Malaysia. Jika terjadi peningkatan ASP +/-10% pada 2023F, laba kotor NSSS akan naik +23% lebih tinggi dari estimasi awal, dan laba bersihnya akan meningkat +38%. Singkatnya, kinerja jangka panjang NSSS sangat dipengaruhi perubahan ASP. Jika ASP perusahaan meningkat sebesar 10% pada 2022F-26F, maka laba kotornya akan meningkat rata-rata +21% dan laba bersih sebesar +43%.

Figure 27. Perubahan kinerja keuangan (ASP ±10%)

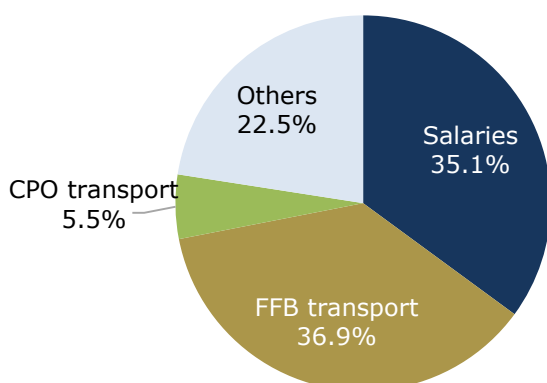
Base Case	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Sales	1,137	1,469	2,309	2,341	2,364
Gross Profit	409	643	1,127	1,210	1,234
EBITDA	453	687	1,150	1,232	1,274
EBIT	323	545	1,005	1,085	1,104
Net Profit	76	279	621	693	722
ASP (±10%)					
Sales	1,250	1,615	2,540	2,575	2,600
Gross Profit	522	788	1,330	1,426	1,459
EBITDA	562	829	1,347	1,442	1,494
EBIT	433	687	1,202	1,295	1,324
Net Profit	157	386	772	854	891
(± differences)					
Sales	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Gross Profit	27.5%	22.6%	18.0%	17.8%	18.3%
EBITDA	24.2%	20.6%	17.1%	17.1%	17.2%
EBIT	34.0%	26.0%	19.6%	19.4%	19.9%
Net Profit	106.3%	38.3%	24.2%	23.2%	23.4%

Sumber: NSSS, SSI Research

## Beban operasional yang rendah: 5% pendapatan

Beban operasional NSSS cukup rendah, hanya mencapai sekitar 5.7% dari pendapatan penjualannya pada 2021. Angka tersebut lebih rendah bila dibandingkan dengan sejumlah pesaingnya seperti DSNG (9,8%), SSMS (10,5%) dan TAPG (12,2%). Mayoritas beban operasional NSSS berasal dari beban penjualan (42.5%) dan beban gaji (57.5%).

Figure 28. Komponen beban operasional, 2021

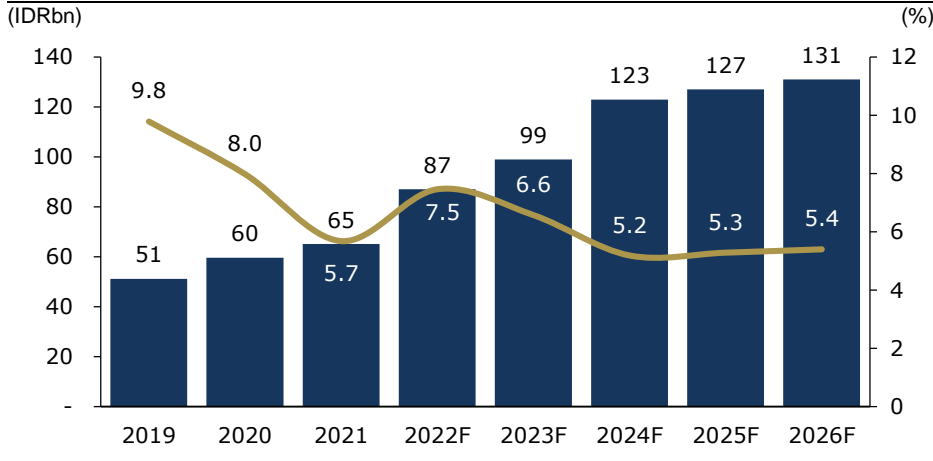


Sumber: NSSS, SSI Research



Ke depannya, NSSS akan terus meningkatkan efisiensi beban operasional dan menekan laju kenaikannya (proyeksi CAGR 5 tahun: 14.8%), jauh lebih lambat dari tingkat pertumbuhan pendapatannya. Karenanya, besaran beban operasional NSSS diperkirakan turun hingga kurang dari 5% dari pendapatan perusahaan pada 2026F.

**Figure 29. Beban operasional, 2019-2026F**

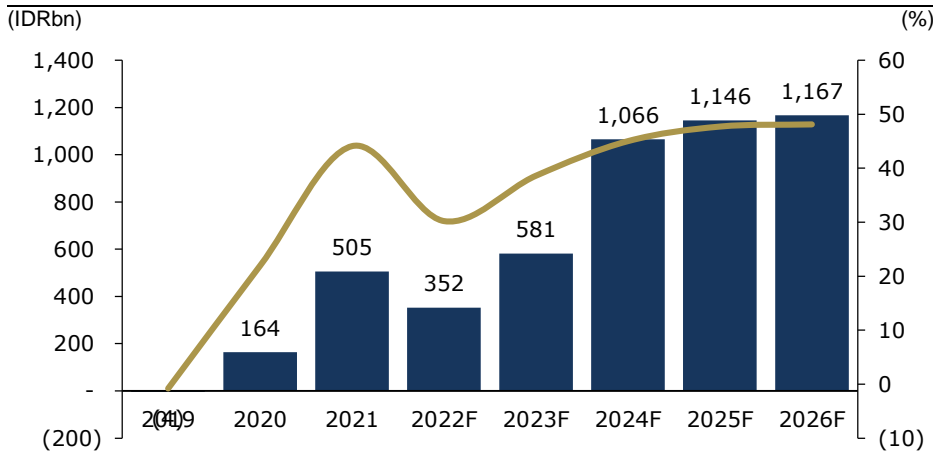


Sumber: NSSS, SSI Research

## Pertumbuhan laba operasional yang berkelanjutan

Didukung beban operasional yang rendah dan pertumbuhan laba kotor yang stabil (CAGR 5 tahun: 16.7%), laba operasional NSSS diperkirakan tumbuh dengan laju yang memuaskan (CAGR 5 tahun: 16.9%). Margin laba operasional (OPM) NSSS diperkirakan mencapai 46.7%, dan akan tetap di atas 45% selama lima tahun ke depan.

**Figure 30. Laba operasional, 2019-2026F**

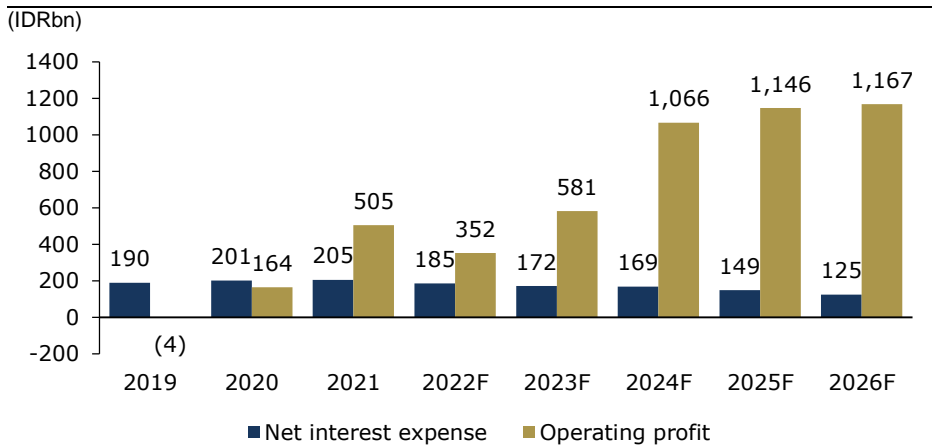


Sumber: NSSS, SSI Research

## Penurunan beban bunga yang signifikan

Harus diakui saat ini NSSS menanggung beban bunga yang cukup besar. Pada 2021A, pengeluaran bunga bersih perusahaan tercatat sebesar IDR 205 miliar, sekitar 40.6% dari EBIT. Mayoritas pendanaan NSSS berasal dari utang, sebagaimana tercermin dari DAR pada FY20A sebesar 81%, menyebabkan beban bunga yang tinggi. Namun, didukung dana IPO (yang akan memperbaiki struktur permodalan perusahaan) dan pertumbuhan profitabilitas yang solid, beban bunga NSSS akan turun dengan cepat, menjadi hanya IDR 78 miliar (-62%, 11.3 % dari EBIT perusahaan) dalam 5 tahun ke depan,

Figure 31. Beban bunga bersih dan EBIT, 2019-2026F

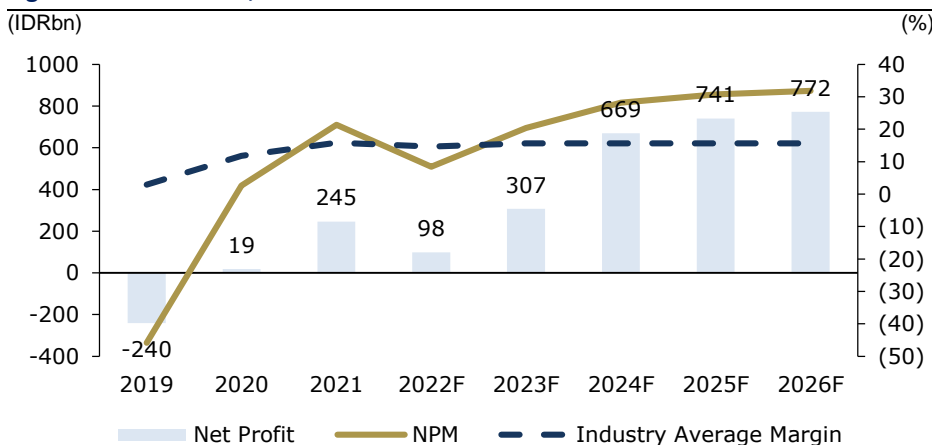


Sumber: NSSS, SSI Research

## Pertumbuhan laba bersih dan NPM yang tinggi

Laba bersih NSSS diproyeksikan akan mencapai IDR 729 miliar di 2023F, didukung harga CPO yang tinggi, pertumbuhan EBIT yang solid, dan beban bunga yang stabil. Di sisi profitabilitas, NSSS hanya membukukan laba bersih sebesar IDR 19 miliar di FY20A, terutama akibat besarnya beban bunga. Namun, di masa mendatang, laba bersih perseroan akan tumbuh pesat dengan CAGR 5 tahun sebesar 24.1%, mencapai IDR 724 miliar pada 2026F. Hal ini juga akan meningkatkan NPM NSSS, dari 21.4% di 2021A menjadi 30.6% di 2026F, lebih tinggi dari rata-rata industri sebesar 16%.

Figure 32. Laba bersih, 2019-2026F

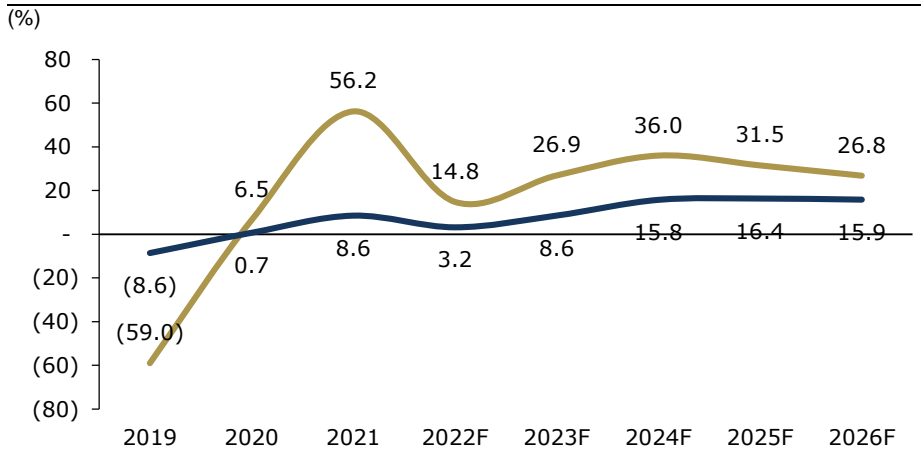


Sumber: NSSS, SSI Research

## Pertumbuhan ROAA dan ROAE

Pertumbuhan pendapatan yang memuaskan dan margin profitabilitas yang baik akan meningkatkan ROAE NSSS di 2023F menjadi 28.0% dan ROAA menjadi 8.1%. Ke depan, didukung pertumbuhan laba bersih yang solid dalam jangka panjang, ROAE dan ROAE NSSS diproyeksikan akan bertahan masing-masing di atas level 20% dan 10%.

Figure 33. ROAA dan ROAE, 2019-2026F

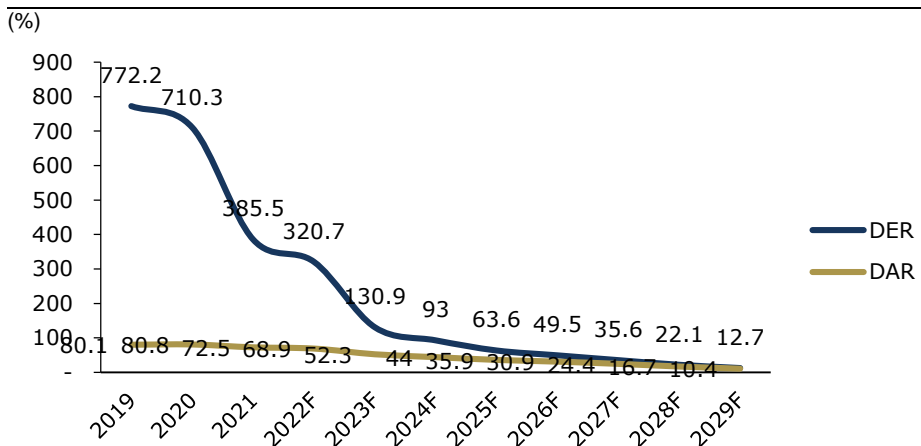


Sumber: NSSS, SSI Research

## Terus mengurangi utang

Di 2023F, NSSS diperkirakan memiliki DER sebesar 156.2% dan DAR 55.9%, dengan utang berbunga mencapai IDR 2.1 triliun. Namun, didukung oleh pertumbuhan laba bersih yang solid, NSSS diproyeksikan dapat mengurangi utangnya secara agresif dalam lima tahun ke depan, membayar kembali semua utang berbunga pada 2033F, dan menurunkan DER dan DAR menjadi 0%.

Figure 34. DER & DAR, 2019-2029F

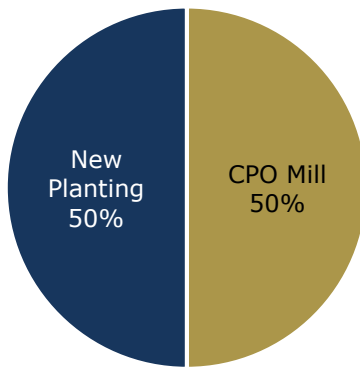


Sumber: NSSS, SSI Research

## Capex untuk mendukung peningkatan produksi dan pembangunan pabrik CPO

NSSS telah mengalokasikan IDR 280 miliar dari anggaran belanja modal (Capex)nya untuk mendanai pembangunan pabrik CPO di Sampit dengan kapasitas 60 tph. Proyek ini diharapkan akan selesai dalam waktu dua tahun, yang berarti NSSS akan mengeluarkan IDR 140 miliar per tahun untuk proyek tersebut. Pabrik CPO baru ini akan mendukung aktivitas produksi CPO di perkebunan BSP. Untuk diketahui, NSSS menyiapkan anggaran Capex 2023F sebesar iDR 391 miliar, yang 50% akan digunakan untuk pembangunan pabrik CPO, dan 50% sisanya untuk penanaman tanaman baru di NSP dan PMM.

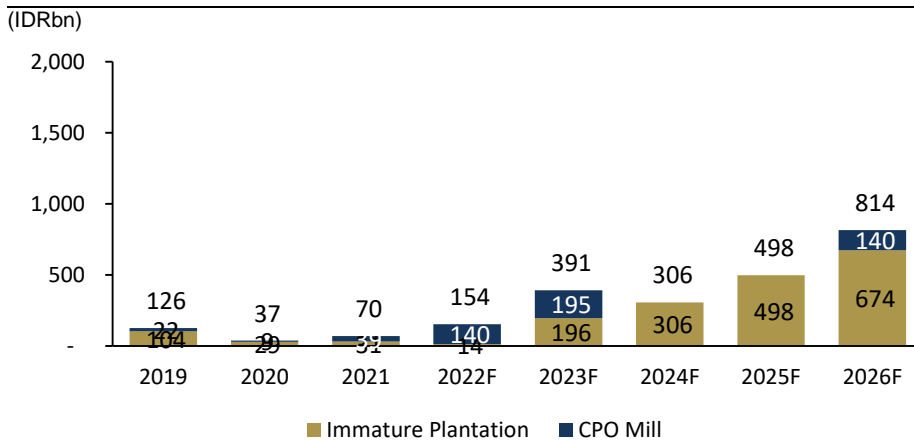
Figure 35. Proporsi Capex, 2023F



Sumber: NSSS, SSI Research

Capex NSSS akan terus naik dengan CAGR 6 tahun sebesar 22,5%. Sebagian besar anggaran tersebut (50-100%) akan digunakan untuk penanaman pohon baru. Secara total, NSSS membutuhkan IDR 2.2 triliun dalam 6 tahun untuk menanam 20,000 Ha pohon kelapa sawit di PMM, HMA dan BSSU. Sisanya akan digunakan untuk menambah tiga pabrik CPO baru guna mendukung produksi CPO di seluruh perkebunan NSSS.

Figure 36. Capex, 2019-2026F

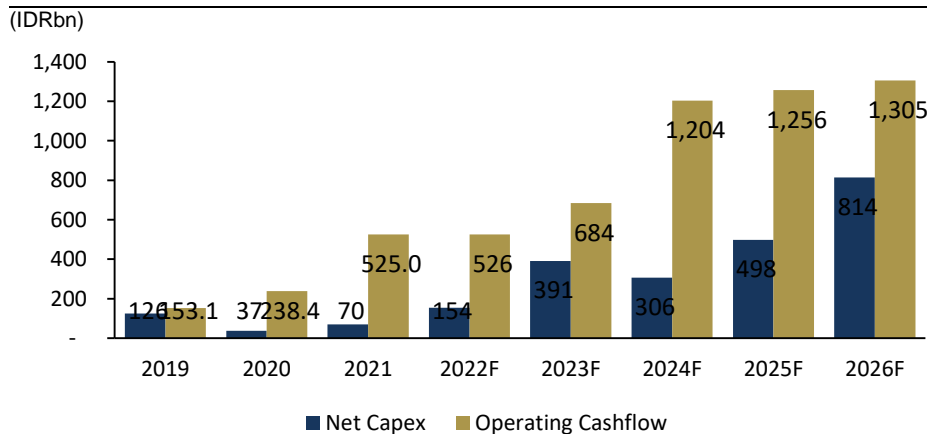


Sumber: NSSS, SSI Research

## Semua dana Capex berasal dari internal perusahaan

NSSS memiliki dana internal yang cukup untuk menutup kebutuhan Capex, yang diperkirakan akan terus tumbuh dalam 6 tahun ke depan dengan CAGR 6 tahun sebesar 31.9%. Dengan dukungan kinerja keuangan yang solid, arus kas operasional NSSS akan terus membaik dengan CAGR 6 tahun sebesar 17.3%, memungkinkan perusahaan untuk memenuhi kebutuhan belanja modalnya sendiri. Dengan demikian, meski Capex perusahaan terus meningkat, NSSS masih bisa mengurangi utangnya dan membagikan dividen kepada pemegang saham.

**Figure 37. Capex dan arus kas operasional, 2019-2026F**

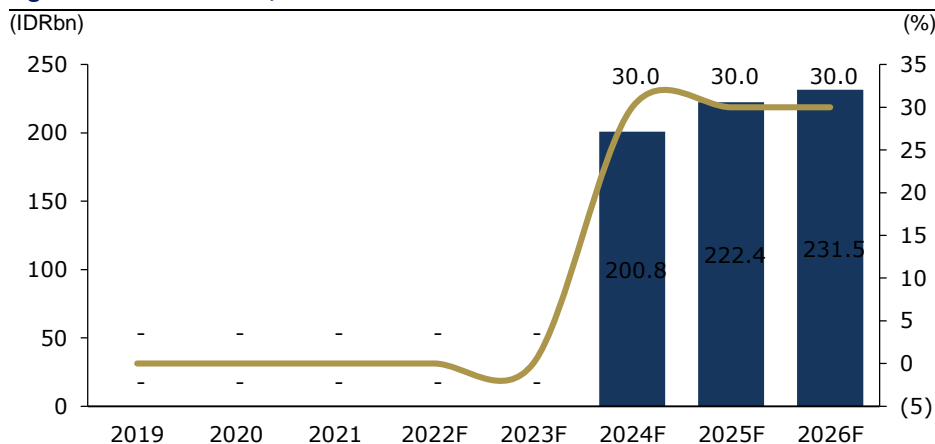


Sumber: NSSS, SSI Research

## Dividen yang terus naik

Didukung dengan pertumbuhan laba bersihnya, NSSS diperkirakan akan membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya mulai 2024F. Rasio pembayaran dividen diproyeksikan mencapai 30%, artinya total nilai dividen yang dibagikan akan mencapai IDR 187.3 miliar pada 2024F. Setelah itu, dividen NSSS akan terus meningkat dari tahun ke tahun, didukung oleh pertumbuhan laba NSSS yang kuat. Dengan asumsi payout ratio sebesar 30%, nilai dividen yang dibagikan oleh NSSS akan terus tumbuh sebesar 10.3% per tahun (CAGR 2024F-2028F).

**Figure 38. Dividen NSSS, 2019-2026F**



Sumber: NSSS, SSI Research

## Valuations

### BUY, TP IDR 200/saham

Didukung manajemen yang kompeten di bawah pimpinan Teguh Patriawan dengan pengalaman 40 tahun di industri CPO, kami meyakini NSSS akan mencatatkan pertumbuhan EBITDA dengan CAGR sebesar 39.6% pada 2023-25F dan ROAE 2023-24F yang tinggi sebesar 33.7%. Kami menginisiasi coverage kami terhadap NSSS dengan rekomendasi BUY dan TP IDR 200/saham, yang menyiratkan EV/HA sebesar USD 12,000 (35% di bawah rata-rata tertimbang EV/HA regional). Risiko: perubahan kebijakan global terkait CPO dan minyak bumi, serta anomali cuaca yang mempengaruhi harga CPO dan minyak nabati lainnya.

Figure 39. Peer Comparables

Company	Ticker	Market Cap	Total planted area (HA)	EV/HA
<b>Indonesia</b>				
Astra agro lestari	AALI	1,007	214,499	5,597
Sawit Sumbermas Sarana	SSMS	1,034	68,880	19,533
Triputra Agro Persada	TAPG	833	138,000	6,375
Sumber Tani Agung	STAA	706	37,747	19,890
London Sumatra	LSIP	450	92,649	2,186
Dharma Satya Nusantara	DSNG	452	84,500	9,321
<b>Malaysia</b>				
IOI Corp	IOI	5,264	176,926	31,917
Kuala Lumpur Kepong	KLK	5,006	275,037	25,080
Genting Plantations	GENP	1,195	139,022	10,150
FGV Holdings	FGV	1,221	336,315	6,028
<b>Singapore</b>				
Golden Agri-resources	GGR	2,548	536,013	8,654
First Resources	FR	1,797	179,521	9,735
Bumitama Agri	BAL	729	132,728	7,674
<b>Weighted Average</b>				<b>18,369</b>
<b>NSSS</b>				
EV/HA (USD, 35% discount from Peers)		12,000		
TP (IDR/Share)		<b>200</b>		

Sumber: SSI research

## Financial Summary

Figure 42. Neraca keuangan, 2020-2024F

Income Statement					
Year-End 31 Dec (IDRbn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Revenue</b>	<b>747</b>	<b>1,147</b>	<b>1,137</b>	<b>1,469</b>	<b>2,309</b>
Gross profit	223	571	409	643	1,127
Operating expense	60	66	86	98	122
<b>EBIT</b>	<b>164</b>	<b>505</b>	<b>323</b>	<b>545</b>	<b>1,005</b>
Depreciation	111	117	130	142	145
<b>EBITDA</b>	<b>275</b>	<b>622</b>	<b>453</b>	<b>687</b>	<b>1,150</b>
Pre-tax profit	(24)	334	104	380	847
Taxes	44	(89)	(28)	(101)	(225)
Minority interest	–	–	–	–	–
<b>Net profit</b>	<b>19</b>	<b>245</b>	<b>76</b>	<b>279</b>	<b>621</b>

Balance Sheet					
Year-End 31 Dec (IDRbn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Cash and equivalents	42	191	200	600	638
Trade receivables	14	22	19	36	56
Inventories	39	90	81	92	132
Fixed assets	536	542	662	833	813
Biological assets	1,949	1,915	1,855	1,967	2,181
Other assets	175	216	220	275	298
<b>Total assets</b>	<b>2,755</b>	<b>2,975</b>	<b>3,038</b>	<b>3,803</b>	<b>4,119</b>
Interest bearing liabilities	2,226	2,156	2,107	2,127	1,946
Trade payables	120	105	142	161	231
Other liabilities	96	155	153	157	149
<b>Total liabilities</b>	<b>2,442</b>	<b>2,416</b>	<b>2,402</b>	<b>2,445</b>	<b>2,326</b>
Minority interest	–	–	–	–	–
Shareholders' equity	313	559	635	1,358	1,793
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>2,755</b>	<b>2,975</b>	<b>3,038</b>	<b>3,803</b>	<b>4,119</b>



**Figure 43. Cash flow dan rasio-rasio kunci, 2020-2024F**

<b>Cash Flow Statement</b>					
<b>Year-End 31 Dec (IDRbn)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
EBIT	164	505	323	545	1,005
Depreciation	111	117	130	142	145
Working capital	(36)	(97)	46	(31)	(5)
Other operating items	0	0	0	0	0
<b>Operating cash flow</b>	<b>238</b>	<b>525</b>	<b>498</b>	<b>656</b>	<b>1,145</b>
Net capital expenditure	1	34	(63)	(314)	(207)
<b>Free cash flow</b>	<b>240</b>	<b>559</b>	<b>435</b>	<b>342</b>	<b>938</b>
Equity raised/(bought)	(248)	(376)	(377)	(409)	(715)
Dividends paid	0	0	0	0	(186)
Net borrowings	15	(70)	(49)	21	(182)
Others	(10)	37	(0)	1	(3)
<b>Net cash flow</b>	<b>(4)</b>	<b>150</b>	<b>9</b>	<b>400</b>	<b>38</b>
Cash flow at beginning	46	42	191	200	600
<b>Cash flow at end</b>	<b>42</b>	<b>191</b>	<b>200</b>	<b>600</b>	<b>638</b>

<b>Key Ratios</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Gross margin (%)	29.9	49.8	36.0	43.8	48.8
EBITDA margin (%)	36.8	54.2	39.8	46.8	50.2
EBIT margin (%)	21.9	44.0	28.4	37.1	43.5
Net margin (%)	2.6	21.4	6.7	19.0	27.0
Current ratio (x)	0.4	1.1	1.0	2.0	2.1
Quick Ratio (x)	0.4	1.1	1.0	2.0	2.0
DPR (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	30.0
ROAE (%)	6.5	56.2	12.0	28.0	39.4
ROAA (%)	0.7	8.6	2.5	8.1	15.7
Net gearing (%)	697.0	351.3	300.0	112.4	72.9
Debts to assets (%)	80.8	72.5	69.3	55.9	47.2
Act. receivable turnover (days)	5.0	5.7	6.0	8.9	8.9
Act. payable turnover (days)	93.2	71.2	71.2	71.2	71.2
Inventory turnover (days)	33.2	40.8	40.8	40.8	40.8

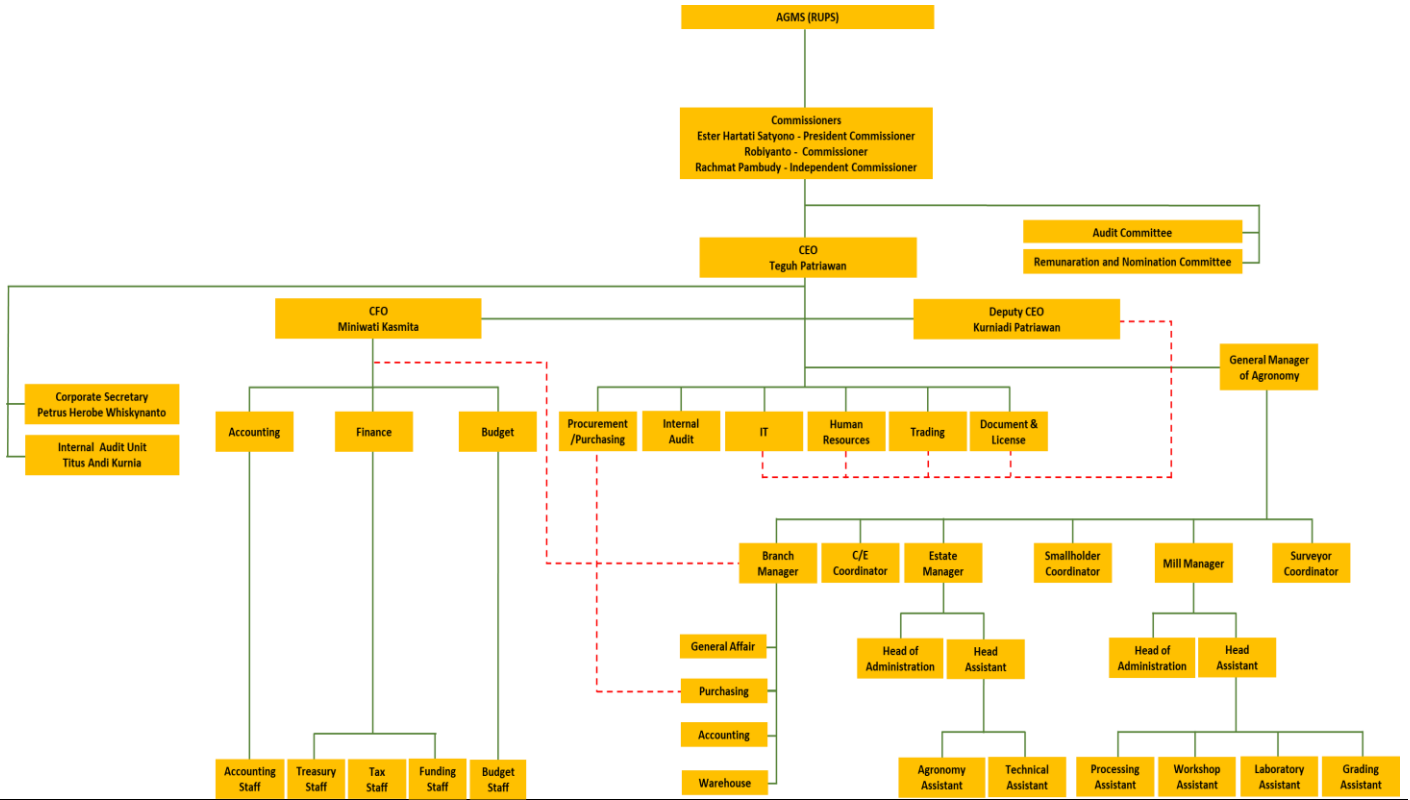
## Lampiran

Figure 44. Profil Manajemen

DEWAN KOMISIONER		
Komisaris Utama		Ester Hartati Satyono menyelesaikan program S1 di University of San Francisco dan memperoleh gelar Bachelor of Science pada tahun 1975. Beliau menjabat sebagai Presiden Komisaris PT Nusantara Sawit Sejahtera Tbk (NSSS) sejak tahun 2008.
Komisaris		Robiyanto menyelesaikan program Doktor bidang Ekonomi di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Diponegoro pada tahun 2015 dan program Doktor Ilmu Lingkungan di Fakultas Ilmu dan Teknologi Lingkungan Universitas Katolik Soegijapranata pada tahun 2021. Beliau menjabat sebagai Komisaris PT Nusantara Sawit Sejahtera Tbk (NSSS) sejak 2021.
Komisaris Independen		Rachmat Pambudy menyelesaikan program Doktor jurusan Studi Penyuluhan Pembangunan di Institut Pertanian Bogor pada tahun 1999. Beliau menjabat sebagai Komisaris Independen PT Nusantara Sawit Sejahtera Tbk (NSSS) sejak tahun 2008.
DEWAN DIREKSI		
Direktur Utama		Teguh Patriawan menyelesaikan program Magister di PPM Institute pada tahun 1991. Beliau menjabat sebagai Direktur Utama Perseroan sejak tahun 2008.
Direktur		Kurniadi Patriawan menyelesaikan program S1 di University of California pada tahun 2010. Beliau menjabat sebagai Wakil Direktur Utama PT Nusantara Sawit Sejahtera Tbk (NSSS) sejak tahun 2021.
Direktur		Ibu Miniwati Kasmita meraih gelar Sarjana Ekonomi dari Unika Atmajaya pada tahun 1990. Beliau menjabat sebagai Direktur PT Nusantara Sawit Sejahtera Tbk (NSSS) sejak tahun 2017.

Sumber: Perusahaan

Figure 45. Struktur Organisasi



Sumber: Company

Research Team			
Prasetya Gunadi	Head of Equity Research, Strategy, Banking, Digital Banks	prasetya.gunadi@samuel.co.id	+6221 2854 8320
Lionel Priyadi	Macro Equity Strategist	lionel.priyadi@samuel.co.id	+6221 2854 8854
Arga Samudro	Economist	alkosar.marga@samuel.co.id	+6221 2854 8144
Muhamad Alfatih, CSA, CTA, CFTe	Senior Technical Analyst	m.alfatih@samuel.co.id	+6221 2854 8129
William Mamudi, CFTe, CMT, CCT	Senior Technical Analyst	william.mamudi@samuel.co.id	+6221 2854 8382
Yosua Zisokhi	Cement, Cigarette, Paper, Plantation, Telco Infra, Chemicals	yosua.zisokhi@samuel.co.id	+6221 2854 8387
M. Farras Farhan	Media, Poultry, Oil & Gas, Technology	farras.farhan@samuel.co.id	+6221 2854 8346
Pebe Peresia	Automotive, Consumer Staples, Retail	pebe.peresia@samuel.co.id	+6221 2854 8339
Juan Oktavianus Harahap	Coal, Metal Mining	juan.oktavianus@samuel.co.id	+6221 2854 8846
Jonathan Guyadi	Banking, Healthcare, Telco	jonathan.guyadi@samuel.co.id	+6221 2854 8321
Adolf Richardo	Editor	adolfo.richardo@samuel.co.id	+6221 2864 8397
Ashalia Fitri Yuliana	Research Associate	ashalia.fitri@samuel.co.id	+6221 2854 8389
Abraham Timothy	Research Associate	abraham.timothy@samuel.co.id	+6221 2854 8322
Daniel Aditya Widjaja	Research Associate	daniel.aditya@samuel.co.id	+6221 2854 8322
Laurencia Hiemas	Research Associate	laurencia.hiemas@samuel.co.id	+6221 2854 8392
Brandon Boedhiman	Research Associate	brandon.boedhiman@samuel.co.id	+6221 2854 8392

Equity Institutional Team			
Benny Bambang Soebagjo	Head of Institutional Equity Sales	benny.soebagjo@samuel.co.id	+6221 2854 8312
Ronny Ardianto	Institutional Equity Sales	ronny.ardianto@samuel.co.id	+6221 2854 8399
Anthony Yunus	Institutional Equity Sales	anthony.yunus@samuel.co.id	+6221 2854 8314
Widya Meidrianto	Institutional Equity Sales	widya.meidrianto@samuel.co.id	+6221 2854 8317
Fachruly Fiater	Institutional Sales Trader	fachruly.fiater@samuel.co.id	+6221 2854 8325
Lucia Irawati	Institutional Sales Trader	lucia.irawati@samuel.co.id	+6221 2854 8173
Alexander Tayus	Institutional Equity Dealer	alexander.tayus@samuel.co.id	+6221 2854 8319
Leonardo Christian	Institutional Equity Dealer	leonardo.christian@samuel.co.id	+6221 2854 8147

Equity Retail Team			
Joseph Soegandhi	Head of Equity	joseph.soegandhi@samuel.co.id	+6221 2854 8872
Damargumilang	Head of Equity Retail	damargumilang@samuel.co.id	+6221 2854 8309
Denzel Obaja	Head of Community & Partnership	denzel.obaja@samuel.co.id	+6221 2854 8342
Clarice Wijana	Head of Equity Sales Support	clarice.wijana@samuel.co.id	+6221 2854 8395
Gitta Wahyu Retnani	Equity Sales & Trainer	gitta.wahyu@samuel.co.id	+6221 2854 8365
Vincentius Darren	Equity Sales	darren@samuel.co.id	+6221 2854 8348
Michael Alexander	Equity Sales	michael.alexander@samuel.co.id	+6221 2854 8369
Sylviawati	Equity Sales	sylviawati@samuel.co.id	+6221 2854 8112
Wandha Ahmad	Equity Sales	wandha.ahmad@samuel.co.id	+6221 2854 8316
Handa Sandiawan	Equity Sales	handa.sandiawan@samuel.co.id	+6221 2854 8302
Wahyudi Budiyo	Dealer	wahyudi.budiyo@samuel.co.id	+6221 2854 8152

Fixed Income Sales Team			
R. Virine Tresna Sundari	Head of Fixed Income	virine.sundari@samuel.co.id	+6221 2854 8170
Rudianto Nugroho	Fixed Income Sales	rudianto.nugroho@samuel.co.id	+6221 2854 8306
Sany Rizal Keliobas	Fixed Income Sales	sany.rizal@samuel.co.id	+6221 2854 8337
Safitri	Fixed Income Sales	safitri@samuel.co.id	+6221 2854 8376
Nadya Attahira	Fixed Income Sales	nadya.attahira@samuel.co.id	+6221 2854 8305

**DISCLAIMER: Analyst Certification:** The views expressed in this research accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject securities or issuers and no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be directly or indirectly related to the inclusion of specific recommendations or views in this research. The analyst(s) principally responsible for the preparation of this research has taken reasonable care to achieve and maintain independence and objectivity in making any recommendations. This document is for information only and for the use of the recipient. It is not to be reproduced or copied or made available to others. Under no circumstances is it to be considered as an offer to sell or solicitation to buy any security. Any recommendation contained in this report may not be suitable for all investors. Moreover, although the information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable, its accuracy, completeness and reliability cannot be guaranteed. All rights reserved by PT Samuel Sekuritas Indonesia.