

BUY (Maintain)

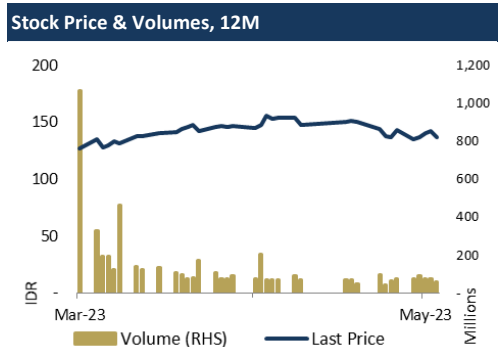
Target Price (IDR) 200 (Unchanged)
Potential Upside (%) 41.8

Price Comparison	
Cons. Target Price (IDR)	195
SSI vs. Cons. (%)	102.6

Stock Information	
Last Price (IDR)	141
Shares Issued (Mn)	23,788
Market Cap. (IDR Bn)	3,354
52-Weeks High/Low (IDR)	164/126
3M Avg. Daily Value (IDR Bn)	N/A
Free Float (%)	30.0

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	(7.8)	N/A	N/A
JCI Return	(1.9)	(1.2)	(2.4)	1.8
Relative	N/A	(6.7)	N/A	N/A



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

Daniel A. Widjaja
 +62 21 2854 8322
Daniel.aditya@samuel.co.id

Abundance Fruits Ahead

Potensi pertumbuhan 20.5% yoy FFB sepanjang FY23F. Pada 1Q23, ada 37 ha area new planted di kebun ke-3 NSSS (di bawah PT PMM) sehingga total area tertanam perusahaan mencapai 27,357 ha termasuk lahan plasma. Untuk tahun 2023 ini, diproyeksikan akan ada sekitar 1,227 ha lahan tertanam yang akan masuk menjadi mature area dari immature. Hal tersebut membuat kami memproyeksikan produksi FFB perusahaan akan tumbuh pesat pada FY23F dan FY234F sebesar masing-masing +20.5% yoy dan +23.6% yoy. Selain didukung mulai berbuahnya tanaman sawit di 1,227 ha tersebut, potensi pertumbuhan produksi juga didukung oleh umur tanaman yang sangat muda (kisaran 8.1 tahun) dengan 85.2% total area tertanam masuk ke usia prima, serta tidak ada tanaman yang berusia lebih dari 20 tahun.

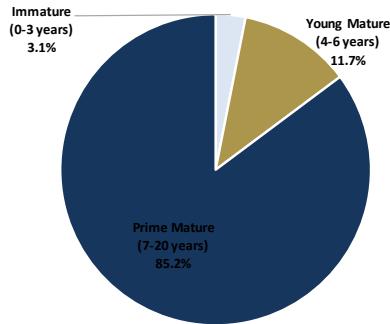
2nd CPO mill akan mulai beroperasi di tahun ini. Perkembangan pembangunan CPO mill berkapasitas 60 tph di kebun BSP masih sesuai target perusahaan dan diproyeksikan akan mulai beroperasi pada awal 4Q23. Tambahan 1 pabrik CPO baru tentu akan membuat kapasitas produksi CPO NSSS melonjak +100% dengan total kapasitas mencapai 120 tph. Hal ini berdampak positif bagi NSSS untuk bisa memproduksi lebih banyak CPO, dimana saat ini utilisasi pabrik pertama sudah mencapai 100% dari kapasitas terpasang di tengah tingginya potensi pertumbuhan buah, terutama di kebun BSP dan PMM. Hal ini akan membantu produksi CPO FY23F untuk tumbuh +24.3% yoy dan pada FY24F berpotensi naik +67.9% yoy.

Review 1Q23 dan Outlook FY23F. Volume penjualan CPO sepanjang 1Q23 naik 15.6% yoy, PK +13.0% yoy dan FFB +199.6% yoy didukung oleh masifnya pertumbuhan volume produksi FFB internal. Khusus untuk penjualan FFB, kenaikan volume penjualan yang signifikan terjadi dikarenakan belum beroperasinya pabrik CPO mill kedua, sehingga FFB yang diproduksi tidak semua bisa diproduksi menjadi CPO. Meskipun volume naik, namun ASP tertekan di tengah normalisasi harga. ASP CPO -23.9% yoy dan PK -55.7% yoy membuat pendapatan NSSS turun -15.3% yoy. Di sisi lain, NSSS masih menggunakan pupuk dengan harga tinggi yang sudah menjadi inventori sejak pertengahan 2022. Oleh sebab itu EBITDA tertekan -91.8% yoy dengan EBITDA margin 6.8% (vs 70.2% di 1Q22). Kondisi ini diperkirakan akan membaik di sisa tahun 2023 ini, terutama disebabkan oleh: 1) potensi tingginya produksi CPO perusahaan di 2H23 yang didukung cuaca yang membaik (masuk musim kering), 2) beroperasinya CPO mill kedua pada 4Q23, serta 3) turunnya beban pupuk seiring dengan normalisasi harga komoditas bahan penyusun pupuk. Oleh sebab itu, kami memproyeksikan target revenue, gross profit dan laba bersih FY23F NSSS akan tumbuh masing-masing +17.4% yoy, 24.5% yoy, dan 143.9% yoy.

BUY, TP IDR 200 (EV USD 12,000/HA). Didukung faktor-faktor diatas, serta manajemen yang kompeten di industri CPO, Kami mempertahankan rekomendasi BUY untuk saham NSSS dengan 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.

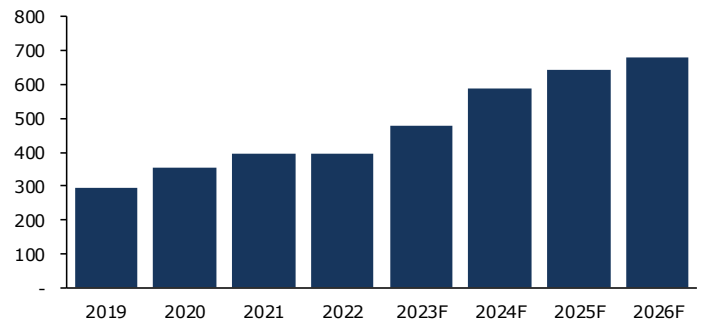
Valuations (at closing price IDR 141 per share)					
Y/E Dec	21A	22A	23F	24F	25F
Revenue (IDR Bn)	1,147	1,134	1,331	2,078	2,107
EBITDA (IDR Bn)	622	456	553	901	1,057
EV/EBITDA (x)	5.4	10.8	8.9	5.4	4.7
Net Profit (IDR Bn)	245	70	171	429	554
EPS (IDR)	24	3	7	18	23
EPS Growth (%)	n/a	(85.7)	112.6	144.3	29.1
P/E Ratio (x)	5.8	40.6	19.1	7.8	6.1
BVPS (IDR)	21	24	27	29	31
P/BV Ratio (x)	2.5	4.4	2.6	2.1	1.7
DPS (IDR)	-	-	-	129	166
Dividend Yield (%)	-	-	-	3.8	5.0
ROAE (%)	56.2	11.1	18.3	30.8	31.9
ROAA (%)	8.6	2.3	5.1	11.4	14.2
Interest Coverage (x)	2.5	1.7	2.4	4.5	6.1
Net Gearing (x)	3.5	3.3	1.3	1.0	0.8

Figure 1. Age profile



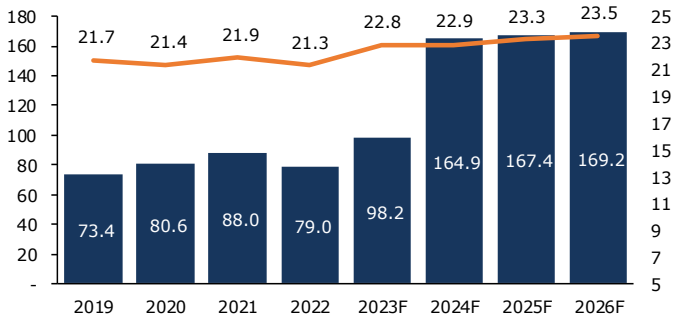
Source: Company, SSI Research

Figure 2. FFB production



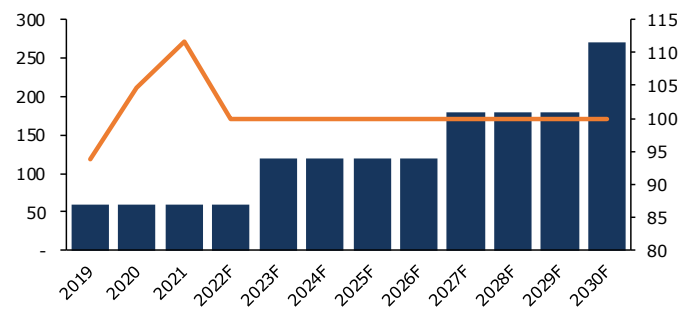
Source: Company, SSI Research

Figure 3. CPO production



Source: Company, SSI Research

Figure 4. CPO mills capacity and utilization rate



Source: Company, SSI Research

Company	Ticker	Market Cap	Total planted area (HA)	EV/HA
Indonesia				
Astra agro lestari	AALI	1,007	214,499	5,432
Sawit Sumbermas Sarana	SSMS	1,034	68,880	20,997
Triputra Agro Persada	TAPG	833	138,000	6,396
Sumber Tani Agung	STAA	706	37,747	18,884
London Sumatra	LSIP	450	92,649	2,243
Dharma Satya Nusantara	DSNG	452	84,500	8,582
Malaysia				
IOI Corp	IOI	5,264	176,926	32,480
Kuala Lumpur Kepong	KLK	5,006	275,037	26,415
Genting Plantations	GENP	1,195	139,022	10,203
FGV Holdings	FGV	1,221	336,315	6,018
Singapore				
Golden Agri-resources	GGR	2,548	536,013	8,890
First Resources	FR	1,797	179,521	8,645
Bumitama Agri	BAL	729	132,728	7,871
Weighted Average				18,766
NSSS				
EV/HA (USD, 35% discount from Peers)	12,000			
TP (IDR/Share)	200			

Key Financial Figures

Profit and Loss					
Y/E Dec (IDR Bn)	21A	22A	23F	24F	25F
Revenue	1,147	1,134	1,331	2,078	2,107
Cost of Revenue	(576)	(728)	(826)	(1,206)	(1,077)
Gross Profit	571	406	505	872	1,030
Operating Expense	(65)	(80)	(94)	(116)	(120)
G&A Expense	(37)	(49)	(61)	(64)	(67)
Selling & Marketing Expense	(28)	(31)	(33)	(52)	(53)
Others	-	-	-	-	-
Operating Profit	505	326	411	756	910
EBITDA	622	456	553	901	1,057
Interest Income	2	4	4	7	4
Interest Expense	(205)	(192)	(172)	(169)	(149)
Gain (Loss) on Asset	33	(3)	-	-	-
Other Income (Expense)	(0)	(10)	(10)	(10)	(10)
Pre-tax Profit	334	124	233	585	755
Taxes	(89)	(54)	(62)	(156)	(201)
Minority Interest	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Net Profit	245	70	171	429	554

Balance Sheet					
Y/E Dec (IDR Bn)	21A	22A	23F	24F	25F
Cash	191	40	495	413	82
Receivables	24	33	36	54	67
Inventory	90	160	92	135	120
Others	93	97	115	121	123
Total Current Asset	397	331	738	722	392
Net Fixed Asset	542	623	833	813	792
Other Assets	2,036	2,081	2,117	2,339	2,746
Total Asset	2,975	3,035	3,688	3,874	3,930
Payables	140	178	196	269	239
ST. Debt and CMLTD	166	109	164	150	128
Other Current Liabilities	57	50	58	55	47
Current Liability	363	337	418	474	414
LT. Debt	1,990	1,996	1,964	1,796	1,533
Other LT. Liabilities	63	72	64	61	52
Total Liability	2,416	2,405	2,445	2,331	1,999
Minority Interest	0	0	0	0	0
Total Equity	559	630	1,243	1,543	1,931

Cash Flow					
Y/E Dec (IDR Bn)	21A	22A	23F	24F	25F
Net Profit	245	70	171	429	554
D&A	117	130	142	145	147
Changes in Working Capital	163	203	313	331	318
Operating CF	525	403	626	904	1,019
Capital Expenditure	999	(315)	(848)	(348)	(1,000)
Others	(965)	188	603	146	613
Investing CF	34	(127)	(245)	(202)	(387)
Dividend Paid	(90)	(150)	(108)	(115)	(133)
Net Borrowing	(408)	(162)	831	22	72
Others	89	(114)	(651)	(692)	(903)
Financing CF	(410)	(427)	73	(785)	(964)
Net - Cash flow	150	(151)	455	(83)	(331)
Adjustment	-	-	-	-	-
Cash at Beginning	42	191	40	495	413
Cash at Ending	191	40	495	413	82

Key Ratios					
Y/E Dec	21A	22A	23F	24F	25F
Gross Profit Margin (%)	49.8	35.8	37.9	42.0	48.9
Operating Margin (%)	44.1	28.7	30.9	36.4	43.2
Pretax Margin (%)	29.2	10.9	17.5	28.1	35.8
Net Profit Margin (%)	21.4	6.2	12.9	20.6	26.3
Revenue Growth (%)	53.5	(1.1)	17.4	56.2	1.4
EBITDA Margin (%)	54.3	40.2	41.6	43.3	50.2
EBITDA Growth (%)	126.3	(26.7)	21.4	62.9	17.4
Debt to Equity (x)	3.9	3.3	1.7	1.3	0.9

Key Assumption					
Y/E Dec	21A	22A	23F	24F	25F
Nucleus FFB Yield (Ton/Ha)	16.3	15.5	18.3	22.2	24.0
Mills Capacity (ktpa)	360	371	430	720	720
Nucleus CPOER	21.9	21.3	22.8	22.9	23.3

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
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	adolf.richardo@samuel.co.id	+6221 2864 8397
Ashalia Fitri Yuliana	Research Associate	ashalia.fitri@samuel.co.id	+6221 2854 8389
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
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
Denzel Obaja	Equity Sales	denzel.obaja@samuel.co.id	+6221 2854 8342
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
Khairanni	Fixed Income Sales	khairanni@samuel.co.id	+6221 28548104
Saldy Achmad Yanuar	Fixed Income Sales	saldy.achmad@samuel.co.id	+6221 28548384
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.