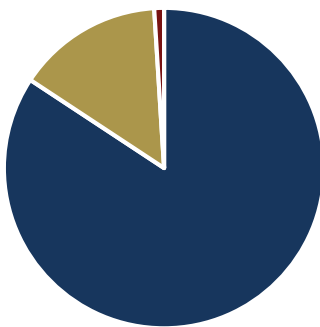


## Underweight

### Stock Recommendation

Ticker	Rating	Price (IDR)	TP (IDR)	Upside
CPIN	HOLD	5,075	5,500	8.4%
MAIN	SELL	428	380	-11.2%
JPFA	BUY	1,416	1,600	30.6%

### Sector Market Cap Weighting



■ CPIN ■ JPFA ■ MAIN

## The Worst is Over...Or Is It?

**Menanti tanda-tanda pemulihan.** Ada satu pertanyaan yang telah lama dipikirkan oleh para pelaku pasar: kapan tanda-tanda pemulihan sektor unggas akan muncul? Sebelumnya, kami berpikir bahwa pembukaan ekonomi pasca-Covid akan menjadi katalis, dan memang benar, setidaknya untuk beberapa waktu. Namun, awan hitam pekat tiba-tiba menyelimuti dunia: perang Rusia-Ukraina. Konflik itu menyebabkan lonjakan biaya bahan baku industri unggas, mengingat Ukraina adalah salah satu produsen gandum terbesar di dunia. Sayangnya, dampak perang tersebut masih dirasakan oleh pemain unggas utama Indonesia hari ini; pada 1Q23, MAIN membukukan rugi bersih sebesar -IDR 173 miliar (vs. IDR 10 miliar di 1Q22), JPFA membukukan rugi bersih sebesar -IDR 96 miliar (vs. IDR 604 miliar pada 1Q22), dan CPIN adalah satu-satunya perusahaan unggas berhasil membukukan laba bersih (IDR 241 miliar, -80% yoy). Selain itu, jebolnya bendungan Nova Kakhovka di selatan Ukraina, yang diperkirakan memusnahkan 4 juta ton panen biji-bijian Ukraina, dapat menjadi katalis negatif lain bagi pemain unggas, setidaknya dalam jangka pendek; kurangnya pasokan dapat memicu kenaikan harga biji-bijian secara besar-besaran, yang akan semakin merugikan pemain unggas.

**Mengapa konsumsi ayam Indonesia rendah?** Menurut data konsumsi ayam terbaru dari OECD, Malaysia masih menjadi konsumen ayam terbesar di Asia Tenggara (45.95 kg/kapita per tahun), jauh lebih tinggi dari Indonesia (8.38 kg/kapita per tahun). Jika dilihat lebih dekat, situasi industri perunggasan Indonesia saat ini seperti kebalikan dari Malaysia; Indonesia saat ini sedang mengalami kelebihan pasokan ayam, yang mendorong pemerintah mengeluarkan dua instruksi culling untuk menstabilkan harga. Sementara itu, Malaysia mengalami kelangkaan ayam, 'memaksa' pemerintah menerapkan plafon harga bagi peternak unggas. Pertanyaan lain muncul di benak kami: Bagaimana ini bisa terjadi? Apalagi mengingat kondisi iklim Indonesia mirip dengan Malaysia, dan rata-rata harga ayam di kedua negara relatif sama (Malaysia: MYR 8.9/kg atau IDR 28,629/kg, Indonesia: IDR 20,900/kg). Riset kami mengungkap bahwa salah satu pengeluaran terbesar masyarakat Indonesia adalah untuk rokok, dengan rata-rata pengeluaran bulanan sebesar IDR 82,000 per kapita atau 9% dari pendapatan bulanan rumah tangga. Sebaliknya, masyarakat Malaysia hanya menghabiskan sekitar 2.9% dari total pendapatan rumah tangga bulanan untuk rokok, dan pendapatan mereka kebanyakan dihabiskan untuk makanan. Melihat perilaku dan selera konsumen kita terhadap rokok (Indonesia adalah konsumen tembakau terbesar ketiga di dunia), kami memperkirakan konsumsi ayam kita tidak akan menyamai Malaysia dalam waktu dekat; karenanya, kami tidak melihat adanya peningkatan permintaan unggas yang besar dalam waktu dekat.

**Akankah muncul tanda-tanda kehidupan?** Kami tidak melihat adanya potensi pemulihan besar-besaran dalam waktu dekat, setidaknya sampai permintaan mulai meningkat dan biaya bahan baku turun. Sektor perunggasan adalah industri yang sangat bergantung pada margin; karenanya, pelaku pasar perlu mencermati perubahan margin, terutama menjelang tahun pemilu (2024), yang diharapkan dapat meningkatkan daya beli dan konsumsi.

**Downgrade ke UNDERWEIGHT, dengan JPFA sebagai pick terbaik.** Kami mendowngrade rating kami untuk sektor unggas menjadi UNDERWEIGHT, karena kami tidak melihat adanya katalis positif yang dapat mendorong harga sahamnya, dan kami hanya memperkirakan pertumbuhan yang sangat kecil dari pemain unggas tahun ini. Namun, tanda-tanda pemulihan mungkin akan terlihat pada 2024, didukung dengan mulai meredanya ketegangan geopolitik; namun, saat ini, kami tidak melihat potensi pemulihan lebih lanjut dari sektor ini. Kami mempertahankan JPFA sebagai top pick kami untuk sektor unggas, karena JPFA memberikan pertumbuhan margin yang stabil dan valuasi yang wajar. Kami memiliki rating BUY untuk JPFA dengan TP IDR 1,600, yang mencerminkan 13.3x P/E FY23F.

Muhammad Farras Farhan

+62 21 2854 8346

[farras.farhan@samuel.co.id](mailto:farras.farhan@samuel.co.id)

Laurencia Hiemas

+62 21 2854 8392

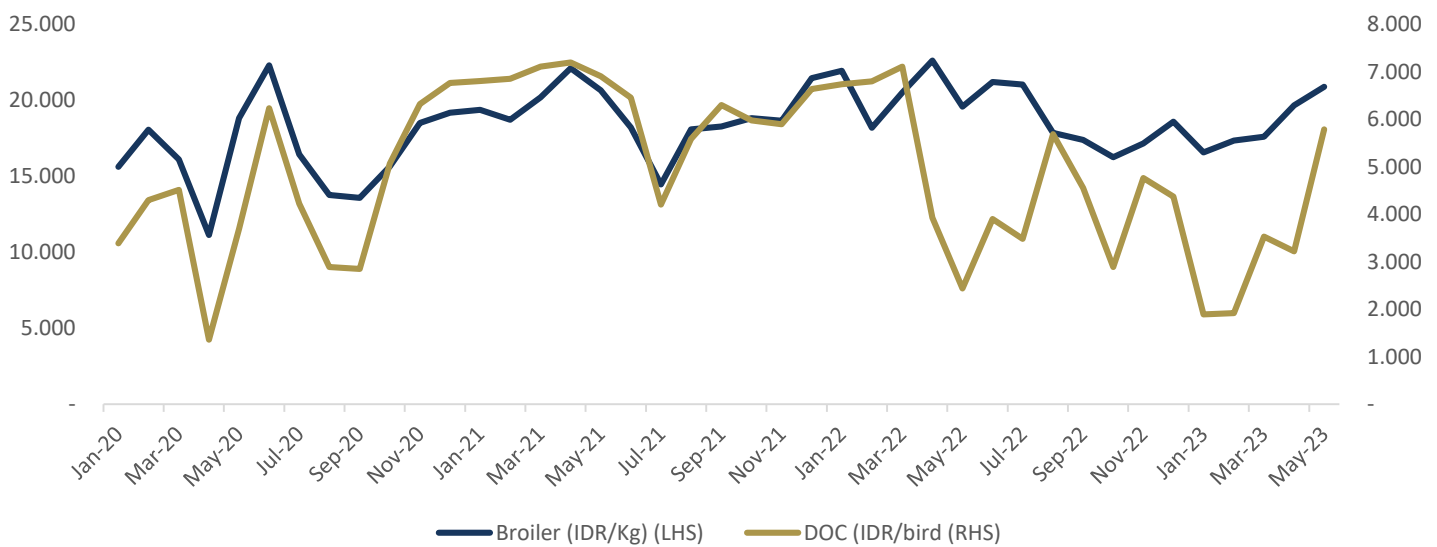
[laurencia.hiemas@samuel.co.id](mailto:laurencia.hiemas@samuel.co.id)

Figure 1. 2023 Culling Instruction(s)

Culling 2023				
Program Culling	Target	Date Instructed	Amount Culled (Mn birds /Week)	Total Culled (Mn birds)
1st	DOC FS	25 Feb - 15 Apr	Meet the needs of broiler DOC FS for external breeders of at least 50% of the production of breeding companies according to Minister of Agriculture Number 32 of 2017	14.9 104.4
2nd	PS <55 Weeks	19 Apr - 3 Jun	Control Production 3.9 mn females	93.2
	FS HE 19 days	26 Apr - 3 Jun		48.1

Source: Ministry of Agriculture

Figure 2. LB & DOC 10-Year Prices



Source: Arboge, Pinsar

Figure 3. Broiler Prices' Monthly Seasonality

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
January	13%	-5%	14%	-18%	-13%	1%	2%	-11%
February	-33%	-21%	1%	0%	16%	-3%	-17%	5%
March	3%	0%	-9%	-11%	-11%	8%	13%	1%
April	4%	15%	5%	21%	-31%	9%	10%	12%
May	16%	14%	5%	-6%	69%	-7%	-13%	6%
June	7%	9%	6%	-21%	18%	-12%	8%	
July	-4%	0%	1%	33%	-26%	-21%	-1%	
August	-11%	-10%	6%	-11%	-16%	25%	-15%	
September	10%	7%	-30%	-10%	-1%	1%	-3%	
October	-5%	-8%	14%	25%	15%	3%	-6%	
November	-8%	-6%	1%	0%	18%	-1%	6%	
December	12%	12%	17%	-4%	4%	15%	8%	

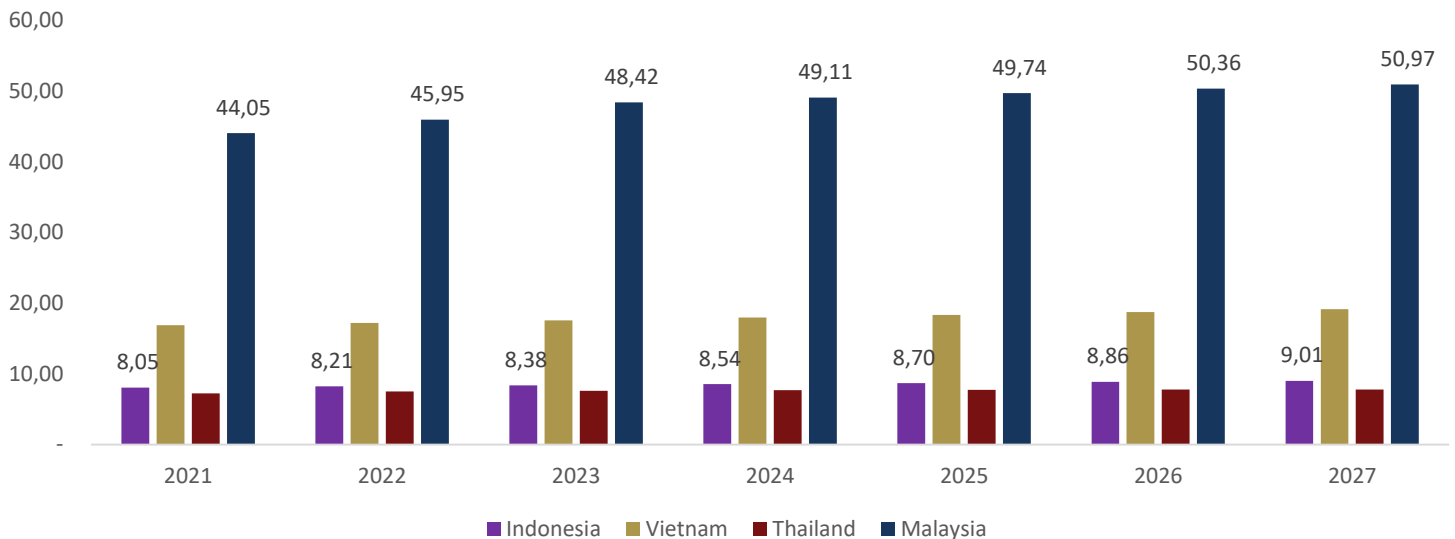
Source: Arboge, Pinsar

**Figure 4. DOC Prices' Monthly Seasonality**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
January	3%	0%	0%	-3%	-34%	1%	2%	-57%
February	-13%	-9%	4%	-1%	27%	1%	1%	2%
March	-21%	-10%	5%	-1%	5%	4%	5%	84%
April	23%	14%	3%	-1%	-70%	1%	-45%	-9%
May	16%	11%	4%	-15%	172%	-4%	-38%	80%
June	-2%	1%	0%	-42%	69%	-7%	60%	
July	-2%	-15%	4%	34%	-32%	-35%	-11%	
August	4%	20%	7%	8%	-32%	33%	63%	
September	0%	-9%	-1%	-17%	-1%	13%	-20%	
October	3%	-3%	0%	36%	78%	-5%	-37%	
November	-8%	10%	15%	10%	25%	-1%	65%	
December	-9%	3%	0%	-9%	7%	13%	-8%	

Source: Arboge, Pinsar, SSI Research

**Figure 5. SEA Poultry Consumption Comparison (Kg/Annum)**



Source: OECD, SSI Research

**Figure 6. Broiler Prices' Quarterly Seasonality**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1Q	-6%	-9%	2%	-10%	-3%	2%	-1%	
2Q	9%	12%	6%	-2%	19%	-3%	2%	
3Q	-2%	-1%	-8%	4%	-15%	2%	-6%	
4Q	0%	-1%	11%	7%	12%	6%	2%	

Source: Arboge, Pinsar, SSI Research

**Figure 7. DOC Prices' Quarterly Seasonality**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1Q	-10%	-6%	3%	-2%	-1%	2%	2%	
2Q	12%	9%	2%	-19%	57%	-3%	-8%	
3Q	1%	-1%	3%	8%	-22%	4%	11%	
4Q	-5%	3%	5%	13%	37%	2%	7%	

Source: Arboge, Pinsar, SSI Research

### Peers Comparison

Ticker	Name	Mkt Cap (USDmn)	P/E (x)		P/B (x)		EV / EBITDA (x)	
			2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
CPIN IJ	Charoen Pokphand Indonesia	5,572	29.40	18.36	2.93	2.60	16.44	12.71
JPFA IJ	Japfa Comfeed Indonesia	974	11.62	8.40	1.01	0.94	7.59	6.39
MAIN IJ	Malindo Feedmill	65	-13.91	7.55	0.42	0.40	10.12	5.57
<b>Local Weighted Average</b>			<b>26.49</b>	<b>16.79</b>	<b>2.62</b>	<b>2.33</b>	<b>15.08</b>	<b>11.71</b>

Ticker	Name	Mkt Cap (USDmn)	P/E (x)		P/B (x)		EV / EBITDA (x)	
			2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
JBSS3 BZ	JBS SA	8,211	16.33	7.03	0.79	0.74	6.83	5.47
JAP SP	Japfa Ltd	342	20.96	6.45	0.42	0.40	7.76	6.22
LHIB MK	Leong Hup International BHD	379	10.91	8.73	0.81	0.77	6.83	6.30
GFPT TB	GFPT PCL	443	10.71	9.72	0.87	0.81	7.94	7.07
TSN US	Tyson Foods Inc	18,012	32.80	14.14	0.92	0.90	11.49	8.16
GOAGRO IN	Godrej Agrovet Ltd	1,035	20.73	16.59	3.21	2.89	14.67	12.12
002100 CH	Tecon Biology Co Ltd	1,544	8.76	6.77	1.27	1.10	7.20	5.59
PPC US	Pilgrim's Pride	5,459	18.87	10.11	1.79	1.53	9.33	6.70
TFG TB	THAIFOODS GROUP PCL	766	10.17	9.40	1.60	1.49	6.35	6.19
<b>Regional &amp; Global Weighted Average</b>			<b>24.50</b>	<b>11.39</b>	<b>1.11</b>	<b>1.03</b>	<b>9.78</b>	<b>7.24</b>

Source: Bloomberg

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.