

# Indonesia Plantations

## CPO Akan Bergejolak Hingga Kuartal Ketiga

Pada 2020, CPO akan mengalami penurunan pasokan dan permintaan akibat penyebaran COVID-19, lambatnya program *replanting*, serta potensi cuaca dengan curah hujan rendah disepanjang tahun. Kami memperkirakan harga CPO dunia akan berada direntang RM2.050/ton-RM2.120/ton, lebih rendah dari 2019 karena mempertimbangkan turunnya konsumsi Tiongkok hingga 3Q20. Namun program B30 masih menjadi penggerak utama CPO di Indonesia dan kami merekomendasi BUY AALI dan LSIP berdasarkan valuasi EV/ha 2020F masing-masing senilai USD9.865/ha dan USD7.340/ha.

### Proyeksi Harga CPO

Penyebaran COVID-19 berpotensi melemahkan produksi dan konsumsi CPO dunia hingga 3Q20. Untuk 2020, kami mengestimasi harga CPO acuan Bursa Derivatif Malaysia akan berada di rentang RM2.050/ton-RM2.120/ton atau turun 2,1%-5,3% dari rata rata harga CPO tahun 2019 sebesar RM2.165/ton. Estimasi tersebut mempertimbangkan pelemahan konsumsi Tiongkok (9,6% kontribusi bagi konsumsi CPO dunia) hingga 3Q20 dan untuk 4Q20 akan *recovery* dari sisi produksi Indonesia dan Malaysia beserta konsumsi dunia.

### Faktor-Faktor Penggerak Sektor

Sektor perkebunan Indonesia pada 2020 akan dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti: 1) permintaan CPO secara global akan menurun akibat penyebaran COVID-19 yang membuat negara-negara importir menahan konsumsi; 2) produksi akan menurun seiring lambatnya program *replanting* di Indonesia dan Malaysia sebagai dua produsen terbesar; 3) konsumsi CPO domestik akan ditopang oleh program B30; 4) kondisi cuaca dengan potensi curah hujan yang rendah seperti 2019; 5) pergerakan harga Crude Oil dan harga Soybean Oil.

### OVERWEIGHT untuk Sektor, Rekomendasi BUY untuk AALI dan LSIP

Kami memberikan *overweight* untuk sektor perkebunan dengan mempertimbangkan prospek konsumsi Indonesia dari program B30 yang akan menggantikan konsumsi dari ekspor ke negara Tiongkok, India, dan Uni Eropa disaat adanya potensi penurunan produksi Indonesia. Kami merekomendasi AALI dan LSIP dengan mempertimbangkan: 1) AALI menjadi emiten CPO dengan neraca keuangan terbesar dan area perkebunan terluas yaitu sekitar 285 ribu ha (LSIP: 116 ribu ha, SGRO: 102 ribu ha, SSMS: 95 ribu ha) di Indonesia; 2) LSIP menjadi emiten CPO dengan saham terlikuid dan memiliki posisi *net cash* yang akan memberikan ketahanan fundamental disaat rupiah terus terdepresiasi sepanjang 2020; 3) AALI dan LSIP memiliki valuasi yang menarik dibandingkan kompetitor dengan EV/ha 2020F masing-masing sebesar USD9.865 dan USD7.340.

### Risiko Terhadap Pandangan Kami

Ada beberapa risiko yang dapat mempengaruhi pandangan kami terkait kondisi sektor perkebunan, estimasi pendapatan, target harga, dan rating saham. Risiko-risiko itu seperti: 1) harga CPO yang lebih rendah dari perkiraan kami; 2) kebijakan negatif yang diberlakukan oleh negara-negara importir terkait melemahnya ekonomi akibat COVID-19; 3) harga minyak mentah turun dibawah USD10/barel yang membuat permintaan biodiesel menjadi tidak populer; 4) cuaca ekstrem yang bisa membuat pertumbuhan industri lebih rendah dari yang diperkirakan.

## Overweight

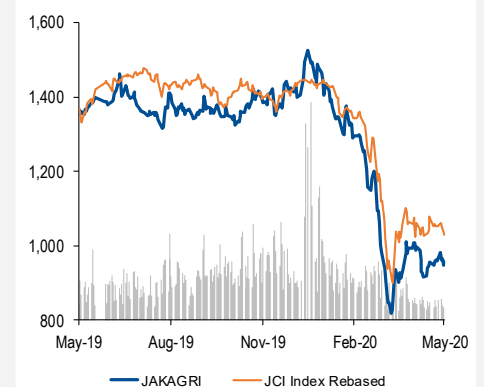
### Top Picks

	Buy	IDR10,000
AALI	Buy	IDR10,000
LSIP	Buy	IDR900

	P/E (x)	P/B (x)
JCI	11.6	1.3
JAKAGRI	27.9	0.7

SECTOR MARKET CAP	IDR60.5 Trillion
-------------------	------------------

### Sector Index

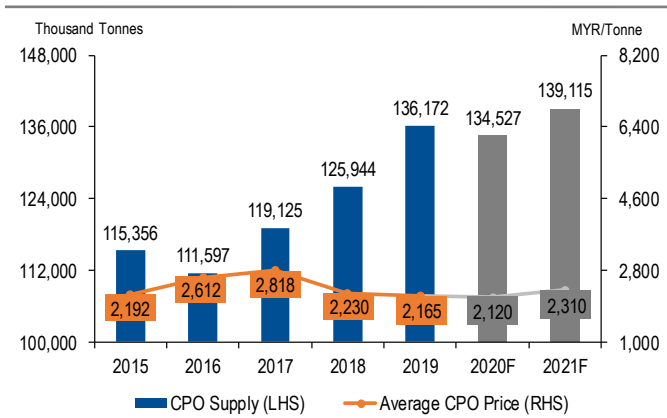


Meilki Darmawan

+6221 5088 9128, meilki.darmawan@nhsec.co.id

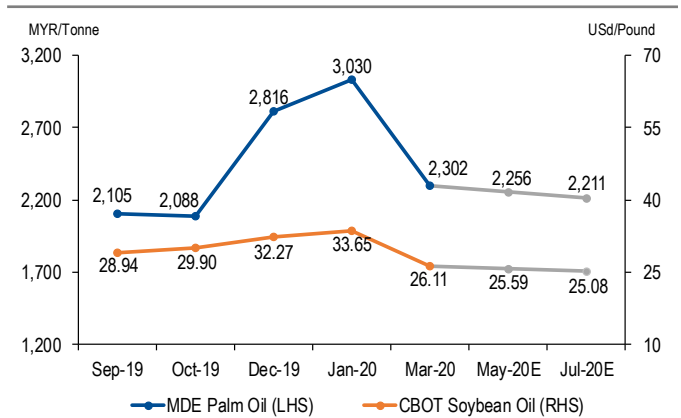
## Key Charts & Tables

Figure 1: CPO Supply & Average Price



Source: USDA, Bloomberg, NHKSI Research

Figure 2: CPO Price vs Soybean Oil Price



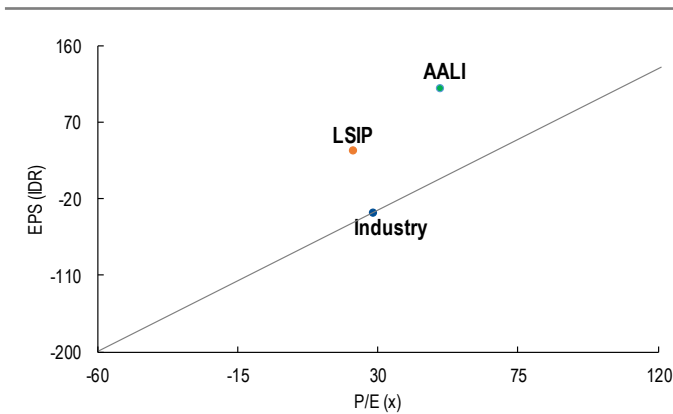
Source: Bloomberg, NHKSI Research

Table 1: Global CPO Price Forecast

NHKSI Forecast Price			2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
MDE Palm Oil	New	MYR/t	3,296	2,871	2,391	2,411	2,192	2,612	2,818	2,230	2,165	2,120	2,310

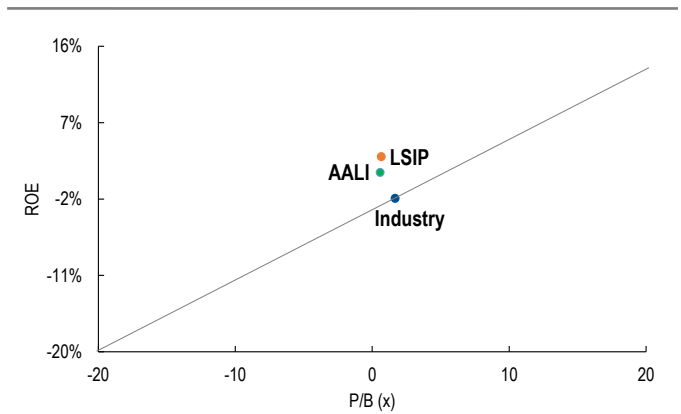
Source: Bloomberg, NHKSI Research

Figure 3: EPS Growth vs P/E Comparison



Source: Bloomberg, NHKSI Research

Figure 4: P/B vs ROE Comparison



Source: Bloomberg, NHKSI Research

Table 2: Recommendation & Target Prices

Companies	Ticker	Rating	Last Price	TP	Upside	Method
Astra Agro Lestari	AALI IJ	Buy	IDR6,200	IDR10,000	61.3%	Forward EV/ha (3-Year Historical Mean)
London Sumatra Indonesia	LSIP IJ	Buy	IDR725	IDR900	24.2%	Forward EV/ha (3-Year Historical Mean)

Source: Bloomberg, NHKSI Research

## Fundamental Ranking

Table 3: Piotroski F-Score

Rank	Ticker	Company Name	F-Score
1	AALI IJ	Astra Agro Lestari	4
1	LSIP IJ	London Sumatra Indonesia	4
1	SSMS IJ	Sawit Sumbermas Sarana	4
1	SIMP IJ	Salim Ivomas Pratama	4
2	SGRO IJ	Sampoerna Agro	3

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

Table 4: Grantham Quality Indicator

Rank	Ticker	Company Name	Grantham Point
1	AALI IJ	Astra Agro Lestari	4.0
2	LSIP IJ	London Sumatra Indonesia	3.7
2	SSMS IJ	Sawit Sumbermas Sarana	3.7
3	SIMP IJ	Salim Ivomas Pratama	3.3
3	SGRO IJ	Sampoerna Agro	3.3

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

## South East Asia Comparison

Table 5: Valuation, EPS Growth &amp; Dividend Yield Comparison

Company	Mkt Cap (USD mn)	P/E (x)		P/B (x)		EV/EBITDA (x)		EPS Growth (%)		Dividend Yield (%)	
		FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
Astra Agro Lestari	638	8.2	7.3	0.5	0.4	4.6	4.4	546.3	14.1	2.9	5.1
Sawit Sumbermas Sarana	540	42.8	17.1	2.1	2.3	316.5	14.3	74.9	142.2	0.6	0.2
London Sumatra Indonesia	352	10.8	9.8	0.6	0.5	4.2	4.3	169.1	10.1	1.6	4.3
Sampoerna Agro	287	18.2	15.9	1.0	0.9	9.3	8.2	313.6	106.8	0.5	0.6
Salim Ivomas Pratama	204	15.8	15.8	0.2	0.2	5.5	5.4	-132.3	-0.4	1.0	0.8
<b>Indonesia Plantation - Average</b>		<b>19.2</b>	<b>13.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>68.0</b>	<b>7.3</b>	<b>194.3</b>	<b>54.6</b>	<b>1.3</b>	<b>2.2</b>
Sime Darby Plantations	7,880	38.5	34.1	2.2	2.1	16.3	15.3	-525.0	13.2	1.7	1.9
IOI Corporation	5,830	27.9	24.1	2.6	2.5	17.8	15.9	41.0	13.8	2.2	2.5
Kuala Lumpur Kepong	5,210	24.5	21.7	2.0	1.9	13.4	12.2	44.0	12.8	2.5	2.6
Genting Plantations	1,980	29.0	24.4	1.6	1.6	16.4	14.8	6.6	18.7	1.7	1.9
FGV Holdings	722	15.6	11.7	0.7	0.7	6.7	6.1	-181.8	33.2	2.7	3.4
Sarawak Oil Palms	317	13.1	10.2	0.5	0.6	5.6	4.9	11.5	28.6	2.5	2.8
IJM Plantations	294	21.6	15.2	0.7	0.7	9.6	7.3	-243.5	42.5	2.8	3.1
TSH Resources	210	13.4	10.6	0.5	0.5	9.7	8.7	42.3	27.8	2.4	3.0
<b>Malaysia Plantation - Average</b>		<b>23.0</b>	<b>19.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>11.9</b>	<b>10.7</b>	<b>-100.6</b>	<b>23.8</b>	<b>2.3</b>	<b>2.7</b>
Wilmar International	14,410	11.1	10.2	0.8	0.7	13.2	12.4	-2.6	8.7	3.7	4.0
First Resources	1,350	8.7	7.6	1.1	1.0	5.9	5.5	69.0	19.6	3.3	3.7
Golden Agri Resources	1,260	12.2	10.8	0.2	0.2	6.2	6.1	-64.5	15.8	4.1	4.1
Bumitama Agri	475	8.9	8.1	0.9	0.9	7.1	6.6	29.7	10.1	5.4	5.9
<b>Singapore Plantation - Average</b>		<b>10.2</b>	<b>9.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>8.1</b>	<b>7.7</b>	<b>7.9</b>	<b>13.6</b>	<b>4.1</b>	<b>4.4</b>
<b>Total Average</b>		<b>18.8</b>	<b>15.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>27.5</b>	<b>9.0</b>	<b>11.7</b>	<b>30.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>

Source: Bloomberg

# Contents

Key Charts & Tables	2
Fundamental Ranking	3
South East Asia Comparison	4
Pasokan & Permintaan Dunia Akan Turun	6
Wabah Virus sebagai Faktor Utama	6
<i>Replanting</i> dan Cuaca sebagai Faktor Sekunder	7
Kondisi CPO Indonesia	10
Perkembangan Luas Areal	10
Produksi Turun Tetapi Konsumsi Domestik Naik	11
Program B30 Menjadi Tumpuan	12
Ekspor CPO yang Lebih Rendah	13
Arah Harga CPO Dunia	14
Harga CPO dalam Tren Konsolidasi	14
Faktor Soybean Oil dan Gas Oil	15
Saham Pilihan Kami	16
AALI dan LSIP	16
Analisis Sensitivitas	17
Astra Agro Lestari	18
London Sumatra Indonesia	28

**Total produksi Indonesia dan Malaysia di 2020 akan turun 1,3% YoY**

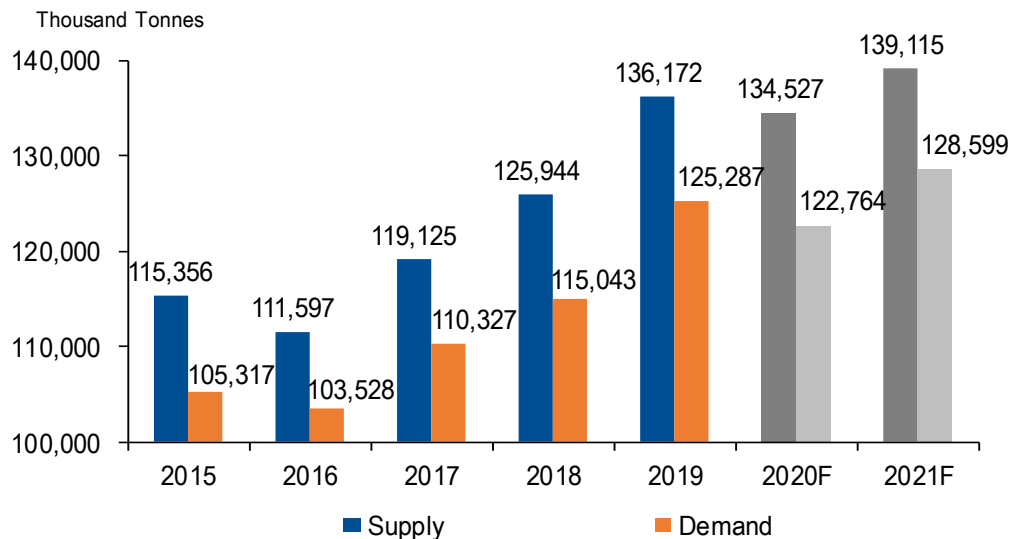
## Pasokan & Permintaan Dunia Akan Turun

### Wabah Virus Sebagai Faktor Utama

Kami memperkirakan dampak dari wabah virus COVID-19 akan menurunkan pasokan CPO menjadi 134,5 juta ton (-1,3% YoY) karena penurunan aktivitas perkebunan di Indonesia dan Malaysia. Asumsi total produksi dua negara terbesar penghasil CPO yaitu Indonesia dan Malaysia turun menjadi 61,4 juta ton (-1,3% YoY) karena sejak bulan Maret sudah dimulai pembatasan aktivitas petani sawit.

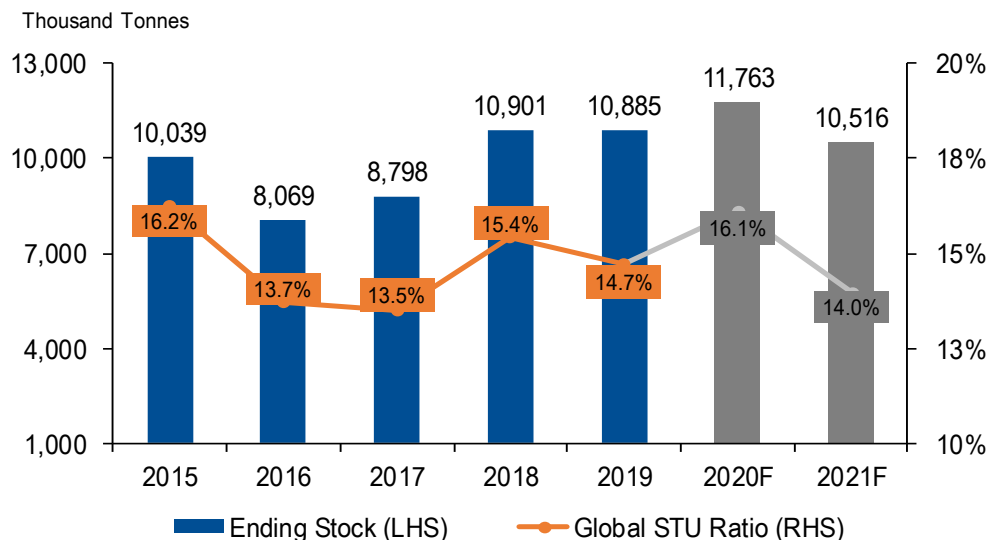
Untuk kontribusi permintaan CPO dari Indonesia dan Malaysia kami memperkirakan tidak akan terjadi penurunan karena program biodiesel di kedua negara yang akan meningkatkan konsumsi domestik. Namun konsumsi Tiongkok (9,6% kontribusi terhadap konsumsi CPO dunia) kami pastikan akan menurun menjadi 6,9 juta ton (-1,3% YoY) di 2020 akibat pembatasan aktivitas impor dengan penutupan titik logistik. Adapun situasi-situasi tersebut kami perkirakan akan mulai membaik setelah 3Q20 dengan mempertimbangkan turunnya korban terjangkit COVID-19.

**Figure 5: Global CPO Supply and Demand**



Source: USDA, NHKSI Research

**Figure 6: Global CPO Inventory**



Source: USDA, NHKSI Research

Kami memprediksi untuk STU di 2020 akan mengalami kenaikan ke level 16,1%. Walaupun pasokan dan permintaan akan turun sepanjang 2020 tetapi kami melihat akan terjadi ketimpangan penurunan. Total pasokan di 2020 yang turun 1,3% akan dibarengi dengan total permintaan yang turun hingga 2% sehingga penurunan yang lebih besar pada total permintaan akan menghasilkan *ending stock* dari 2020 sebesar 11,7 juta ton (+8,1%). Setelah 2020 berakhir, kami memperkirakan kondisi akan kembali normal di 2021 dengan peningkatan total permintaan yang lebih besar dari total pasokan.

**Table 6: CPO Supply-Demand Forecast**

Thousand Tonnes	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>Opening Stock</b>	9,105	10,039	8,069	8,798	10,901	10,885	11,763
<b>Production</b>	61,780	58,856	65,182	70,625	73,898	72,937	75,125
Indonesia	33,000	32,000	36,000	39,500	41,500	40,961	42,189
Malaysia	19,879	17,700	18,585	19,683	20,800	20,530	21,145
Others	8,901	9,156	10,597	11,442	11,598	11,447	11,791
<b>Import</b>	44,471	42,702	45,874	46,521	51,373	50,705	52,226
<b>Total Supply</b>	115,356	111,597	119,125	125,944	136,172	134,527	139,115
<b>% Change</b>	4.0%	-4.7%	10.7%	8.4%	4.6%	-1.3%	3.0%
<b>Consumption</b>	57,903	59,692	61,523	66,419	72,692	71,747	76,052
Rest of the World	25,987	26,922	28,876	30,319	32,386	28,530	28,668
Indonesia	7,220	9,270	9,160	11,000	12,625	15,150	18,180
India	9,150	9,100	9,350	9,270	9,805	9,678	9,968
Europe Union	6,900	6,600	6,800	6,900	7,360	7,264	7,482
China	5,700	4,800	4,750	5,100	7,012	6,921	7,128
Malaysia	2,946	3,000	2,587	3,233	3,504	4,205	4,625
<b>Export</b>	47,414	43,836	48,804	48,624	52,595	51,017	52,548
<b>Total Demand</b>	105,317	103,528	110,327	115,043	125,287	122,764	128,599
<b>% Change</b>	N/A	-1,7%	6,6%	4,3%	8,9%	-2,0%	4,8%
<b>Ending Stock</b>	10,039	8,069	8,798	10,901	10,885	11,763	10,516
<b>Stock-Usage Ratio</b>	16.2%	13.7%	13.5%	15.4%	14.7%	16.1%	14.0%

Source: USDA, NHKSI Research

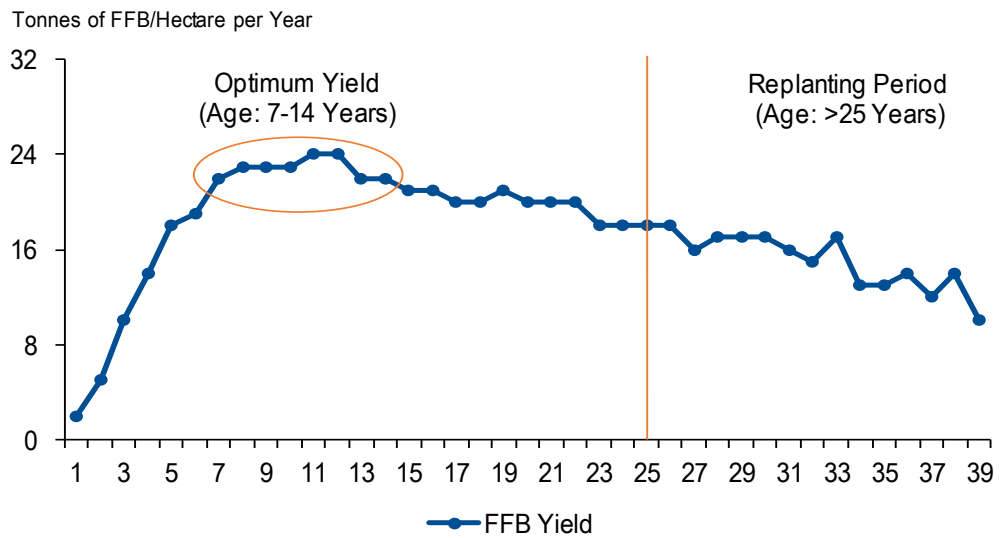
### **Replanting dan Cuaca Sebagai Faktor Sekunder**

Produktivitas jangka panjang dari pohon kelapa sawit perlu regenerasi setiap tahun untuk memastikan pasokan yang cukup. Kurangnya aktivitas regenerasi yang biasa dilakukan melalui program *replanting*, berpotensi mengurangi pasokan CPO dunia dan kami perkirakan akan mengalami periode perlambatan produksi di 2020. Pohon kelapa sawit dengan usia 7-14 tahun akan menghasilkan TBS dengan *optimum yield* namun ketika memasuki usia 23-25 tahun akan memproduksi TBS dengan *yield* lebih rendah dan harus dilakukan *replanting* pada pohon sawit ketika sudah memasuki usia diatas 25 tahun.

Usia rata-rata pohon kelapa sawit Indonesia dan Malaysia masing-masing adalah 16 tahun dan 20 tahun. Kondisi Indonesia dan Malaysia pada 2020 sudah mulai mendekati fase produksi TBS yang lebih rendah. Menurut analisis kami akan menguntungkan bagi minyak kedelai sebagai kompetitor jika jumlah realisasi *replanting* tidak meningkat hingga akhir tahun.

**Usia rata-rata pohon sawit Indonesia dan Malaysia masing-masing adalah 16 tahun dan 20 tahun**

Figure 7: Yield Pattern of Palm Oil Trees

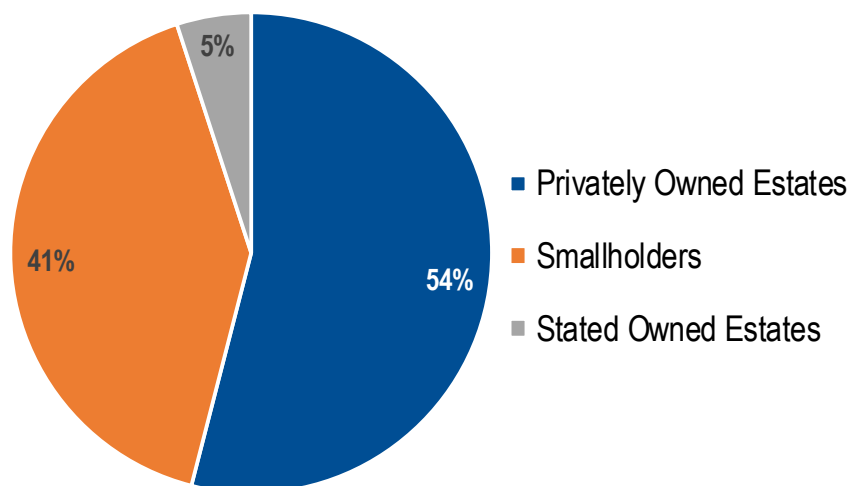


Source: Frost & Sullivan, NHKSI Research

Hingga saat ini program replanting di Indonesia belum memiliki prosedur dan insentif yang jelas

Indonesia sebagai produsen CPO terbesar dengan kontribusi 30% bagi pasokan dunia dihadapkan pada kondisi perkebunan yang banyak dimiliki oleh petani kecil dan petani plasma dengan modal terbatas untuk melakukan replanting. Program replanting oleh petani kecil dan perkebunan milik negara melalui PT Perusahaan Perkebunan Negara (PTPN) saat ini juga masih belum jelas terkait data realisasi, ditambah kurangnya prosedur pelaksanaan dan insentif untuk program. Kondisi pohon plasma di Indonesia saat ini akan masuk fase pelemahan produksi dalam dua sampai empat tahun ke depan.

Figure 8: Almost Half of Indonesia's Estates are Facing an Ageing Crisis

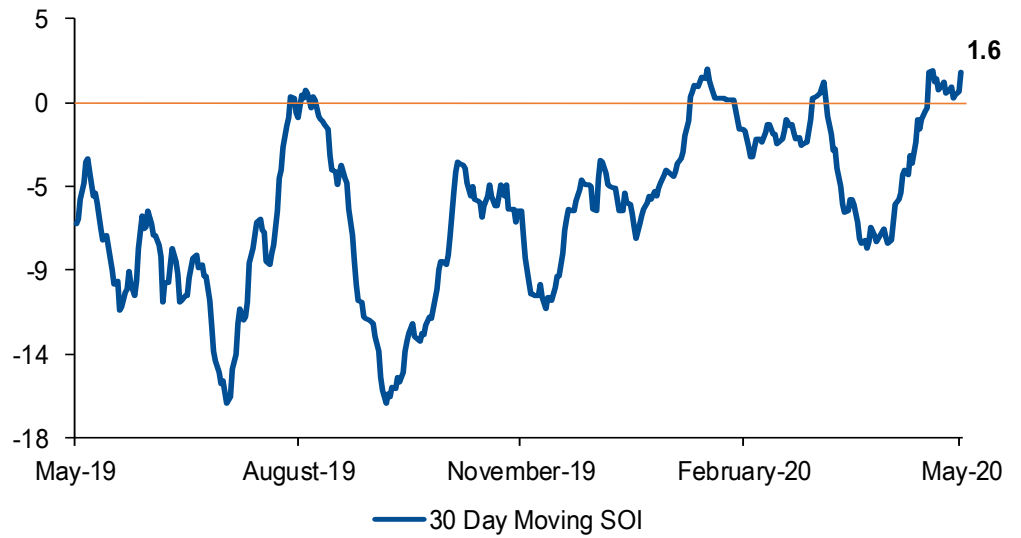


Source: Indonesia Directorate General of Agriculture, NHKSI Research

Kondisi El Nino belum akan terjadi di 2020

Untuk kondisi cuaca di 2020, kami memprediksi masih akan sama dengan siklus di 2019 sehingga tidak akan berdampak signifikan terhadap produksi CPO dunia. Prediksi kami akan kondisi tersebut juga belum akan mengubah pasokan-permintaan CPO sehingga volatilitas harga CPO dunia akan dalam rentang yang tidak ekstrem. Data Southern Oscillation Index (SOI) hingga Mei 2020 masih berada diatas -7 yang dapat diartikan belum akan terjadi El Nino dalam waktu dekat karena suhu permukaan laut tetap lebih hangat dari rata-rata data historis.

Figure 9: Southern Oscillation Index at El Nino Conditions Above -7

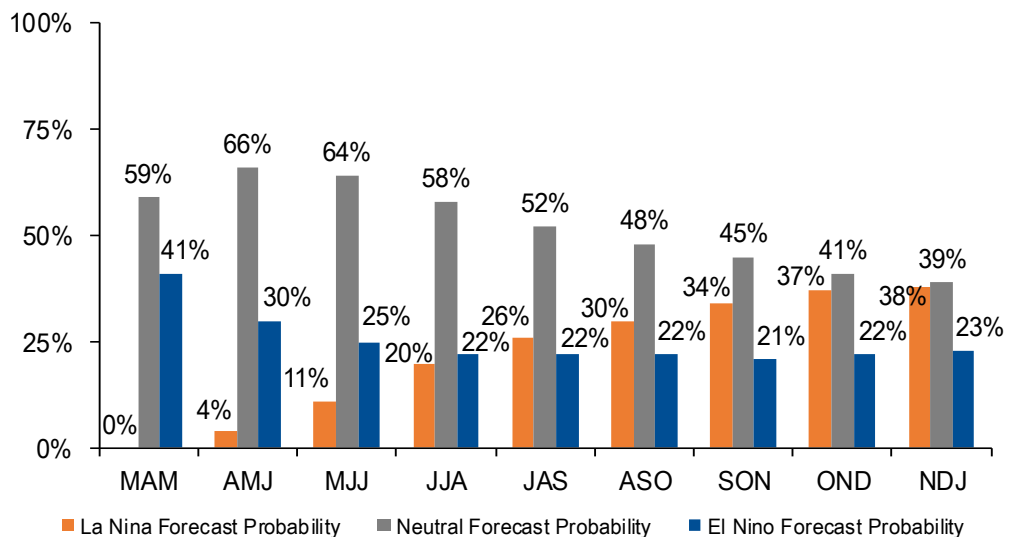


Source: Australian Government Bureau of Meteorology, NHKSI Research

**Kalimantan berpotensi mengalami kekeringan pada periode Juni-Agustus**

Namun potensi kekeringan masih bisa terjadi di daerah seperti Kalimantan untuk periode Juni-Agustus jika memang siklus pada 2020 sama seperti 2019. Dengan begitu, kami memprediksi untuk periode Juni-Agustus 2020 akan terjadi penurunan produksi CPO yang lebih besar dibandingkan bulan lainnya sepanjang 2020. Secara keseluruhan, kami memperkirakan tahun 2020 bukanlah tahun dengan cuaca ekstrem sehingga walaupun produksi CPO akan turun tetapi belum sampai pada kondisi krisis pasokan.

Figure 10: Probability of El Nino is Low



Source: International Research Institute for Climate & Society, NHKSI Research

## Kondisi CPO Indonesia

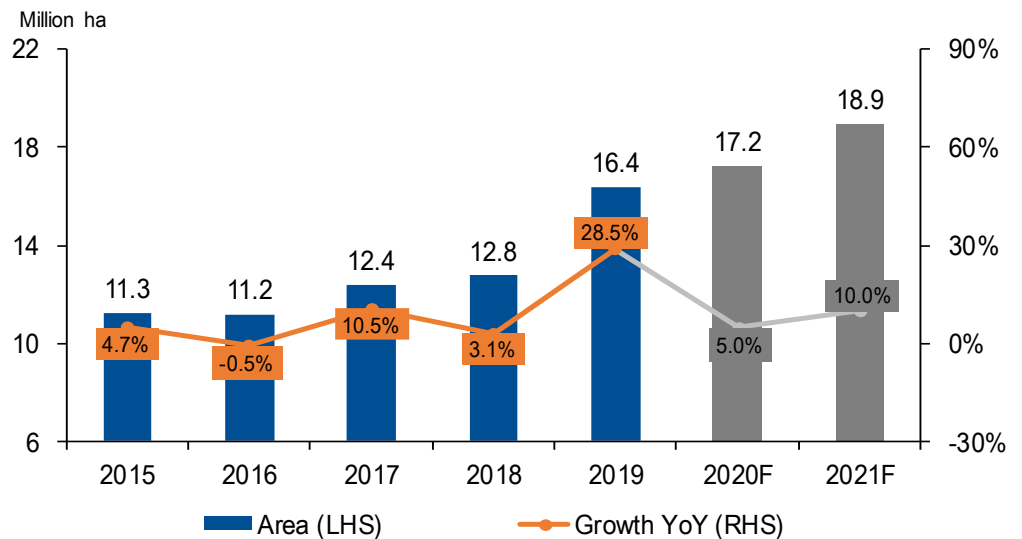
**Areal perkebunan kelapa sawit masih akan didominasi oleh swasta sebesar 55%**

### Perkembangan Luas Areal

Luas areal perkebunan kelapa sawit dalam periode 2015-2019 terus mengalami peningkatan khusus pada tahun 2016 terjadi penurunan. Areal perkebunan saat ini tersebar di 25 provinsi yaitu seluruh provinsi di Pulau Sumatera, Kalimantan, Jawa Barat, Banten, Sulawesi Tengah, Sulawesi Selatan, Sulawesi Tenggara, Sulawesi Barat, Gorontalo, Maluku, Papua dan Papua Barat. Pada 2019, luas areal perkebunan kelapa sawit menjadi 16,4 juta ha (+28,5% YoY) dengan kepemilikan perkebunan swasta sebesar 54%, perkebunan rakyat sebesar 41%, dan perkebunan negara sebesar 5%.

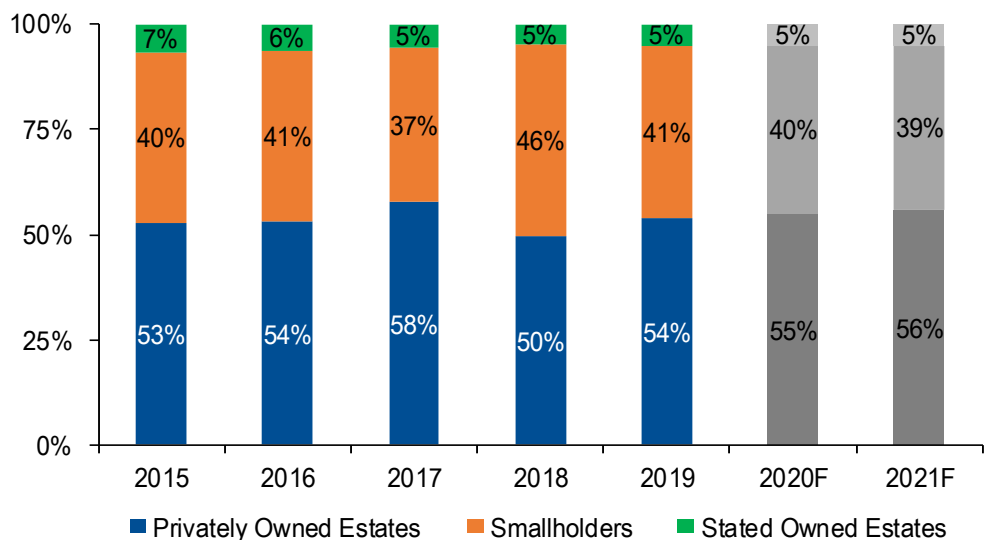
Walaupun ada Instruksi Presiden Nomor 8 Tahun 2018 terkait moratorium pembukaan lahan baru namun prakteknya areal perkebunan terus meningkat dan kami melihat sisi positifnya dapat meningkatkan perekonomian masyarakat dan meningkatkan produktivitas CPO Indonesia. Untuk 2020F, kami memprediksi luas areal perkebunan kelapa sawit bisa meningkat menjadi 17,2 juta ha.

**Figure 11: Indonesia's Palm Oil Plantation Area**



Source: Indonesia Directorate General of Agriculture, BPS, NHKSI Research

**Figure 12: Indonesia's Palm Oil Plantation Area according to the Status of Exploitation**



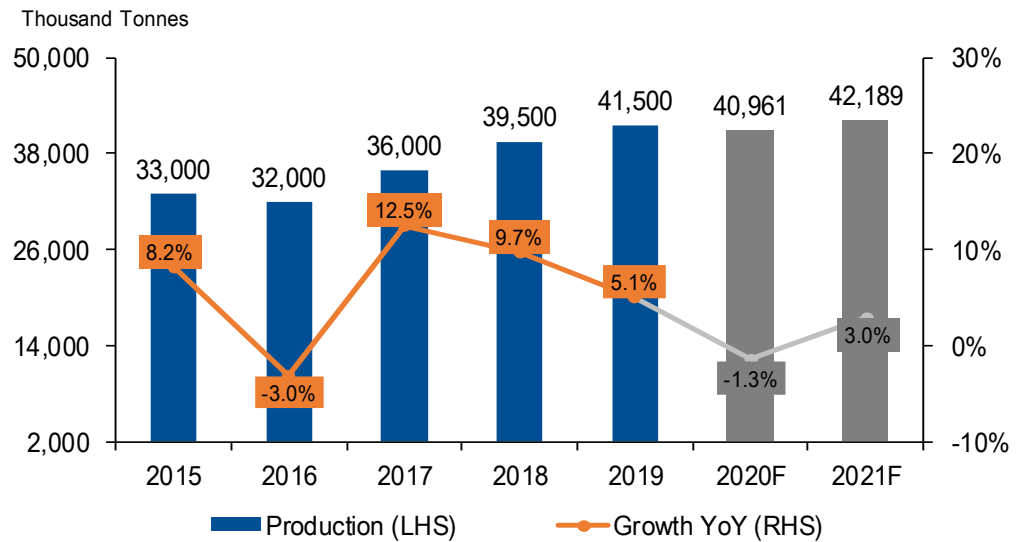
Source: Indonesia Directorate General of Agriculture, BPS, NHKSI Research

**Konsumsi domestik akan tetap meningkat pada 2020 menjadi 15,1 juta ton**

**Produksi Turun Tetapi Konsumsi Domestik Naik**

Kami memperkirakan untuk 2020F akan terjadi volume pertumbuhan TBS yang lebih rendah sehingga akan mempengaruhi produksi CPO beserta produk turunannya. Khusus produksi CPO untuk 2020F, kami memprediksi Indonesia akan menghasilkan 40,9 juta ton (-1,3% YoY) dengan asumsi seperti aktivitas operasional yang akan turun hingga 3Q19 akibat penyebaran COVID-19, program replanting belum maksimal, dan cuaca untuk periode Juni-Agustus yang membuat kekeringan daerah Kalimantan.

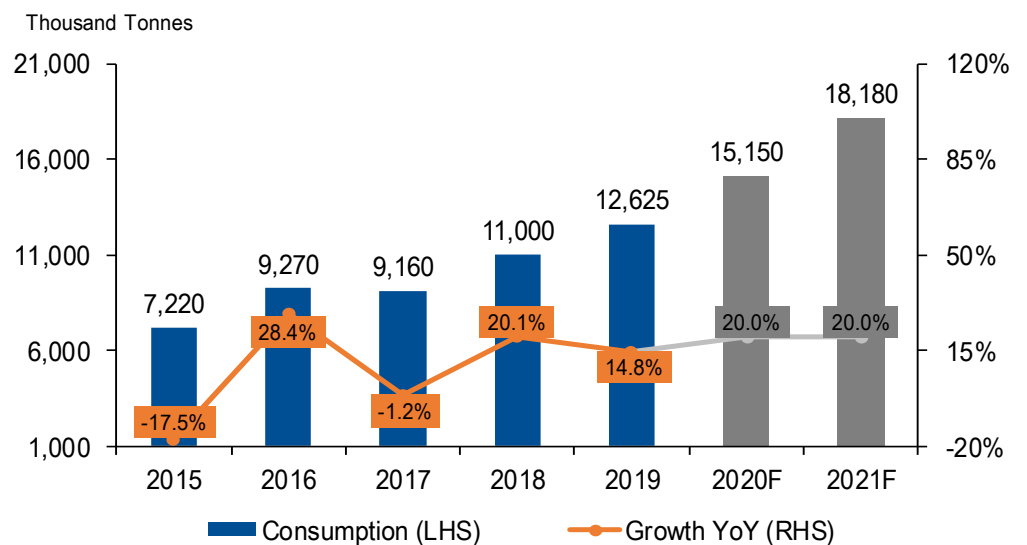
**Figure 13: Indonesia's CPO Production**



Source: USDA, NHKSI Research

Untuk konsumsi domestik, kami optimis pada 2020F akan tetap meningkat dengan nilai sebesar 15,1 juta ton (+20% YoY) dengan asumsi implementasi program B30 akan mendorong permintaan CPO walaupun konsumsi akan sedikit melambat hingga 3Q20 karena intensitas operasional industri yang menurun akibat penyebaran COVID-19.

**Figure 14: Indonesia's CPO Consumption**



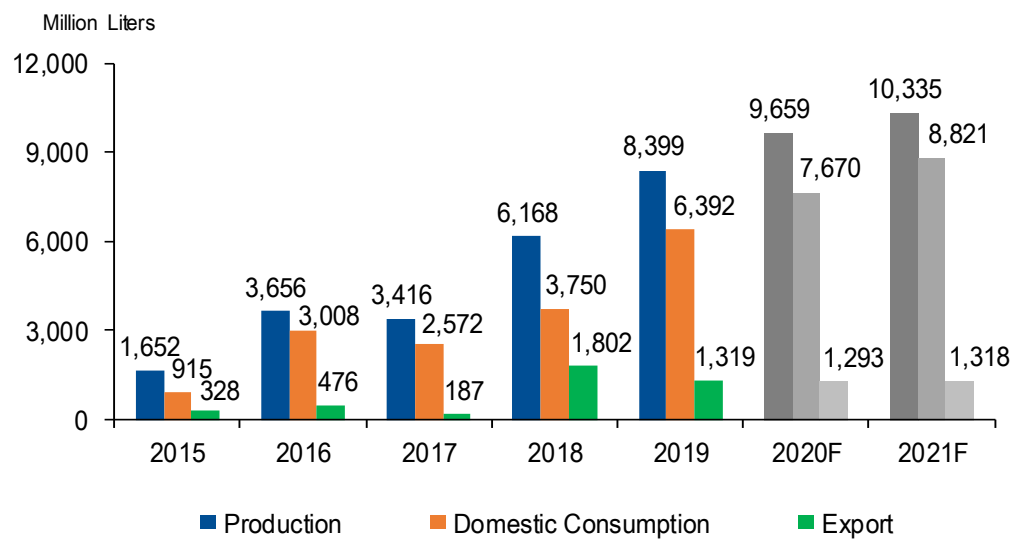
Source: USDA, NHKSI Research

**Estimasi tingkat *blend rate* untuk biodiesel pada 2020 sebesar 28,5%**

**Program B30 Menjadi Tumpuan**

Dengan potensi penurunan konsumsi dari Uni Eropa terkait kebijakan untuk perlahan mengurangi penggunaan CPO ditambah kondisi India beserta Tiongkok mulai menurunkan level impor akibat dampak COVID-19, kami melihat permintaan CPO dunia akan bergantung pada konsumsi domestik di Indonesia dan Malaysia untuk menyeimbangkan harga pasar. Di Indonesia, program biodiesel menjadi tumpuan konsumsi CPO domestik melalui implementasi B30 tahun 2020. Kami memprediksi untuk 2020F, konsumsi domestik biodiesel bisa mencapai 7,6 miliar liter (+20% YoY) dengan tingkat *blend rate* pada diesel mencapai 28,5%.

**Figure 15: Indonesia's Biodiesel Statistics**



Source: APROBI, NHKSI Research

**Table 7: Biodiesel Demand Forecast**

Indonesia Biodiesel	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>Supply-Demand</b>							
Production (Mn Liters)	1,652	3,656	3,416	6,168	8,399	9,659	10,335
Domestic Consumption (Mn Liters)	915	3,008	2,572	3,752	6,392	7,670	8,821
Export Market (Mn Liters)	328	476	187	1,802	1,319	1,293	1,318
Excess Production (Mn Liters)	409	172	657	616	688	696	196
Conversion Rate (K Tonne/Liter)	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92
CPO Used For Biodiesel (Mn Liters)	1,520	3,364	3,143	5,675	7,727	8,886	9,508
<b>Market Penetration</b>							
Diesel – Total Used (Mn Liters)	30,912	30,039	31,441	32,196	29,621	30,213	33,235
Blend Rate – Actual (%)	2.6	10.3	8.2	12.7	19.9	28.5	29.5
Blend Rate – Target (%)	15.0	15.0	15.0	15.0	20.0	30.0	30.0
Discount To Target (%)	-12.4	-4.7	-6.8	-2.3	-0.1	-1.5	-0.5

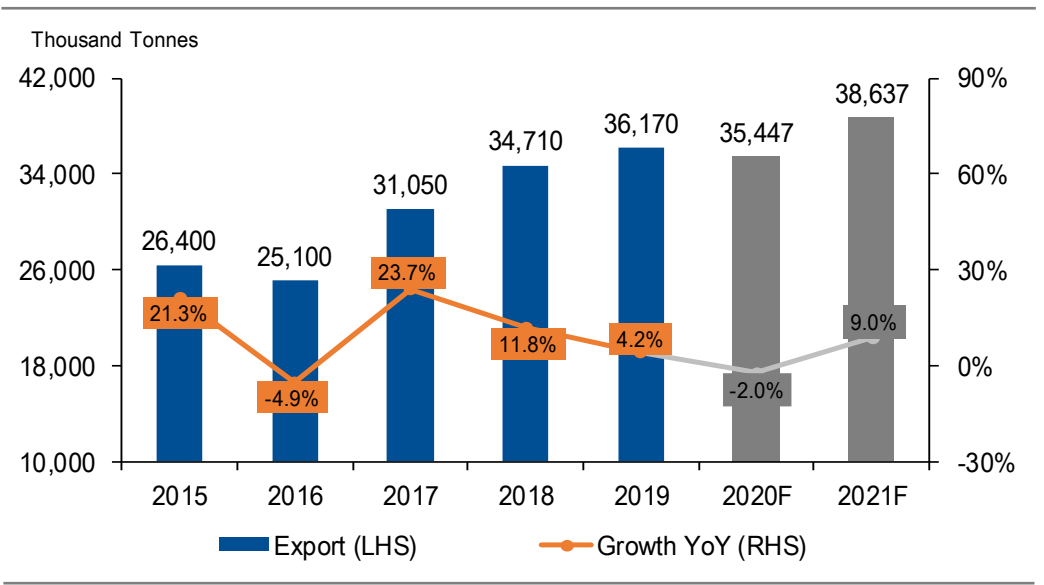
Source: APROBI, MEMR, GTA (Trade Data), NHKSI Research

**Pelemahan ekonomi dunia membuat Tiongkok dan India mengurangi impor CPO di 2020**

**Nilai Ekspor Yang Lebih Rendah**

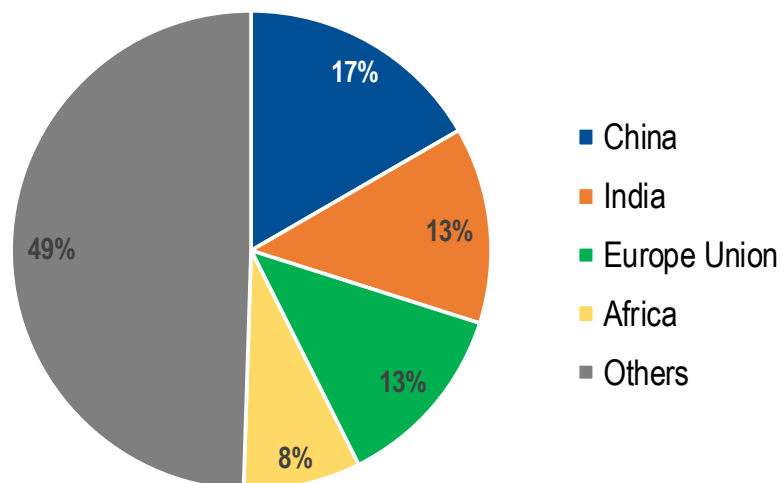
Potensi melambatnya perekonomian hingga 3Q20 membuat kami pesimis akan terjadi peningkatan ekspor karena Uni Eropa, Tiongkok, dan India sudah memastikan akan mengurangi konsumsi dari produk impor. Untuk 2020F, estimasi ekspor CPO Indonesia akan turun menjadi 35,4 juta ton (-2% YoY). Kondisi tersebut dengan asumsi Tiongkok yang berkontribusi 17% dari total ekspor akan turun menjadi 5,9 juta ton (-1,7% YoY) dan India dengan kontribusi 13% dari total ekspor juga turun menjadi 4,7 juta ton (-2,1% YoY). Namun turunnya ekspor kami perkirakan tidak akan terlalu ekstrem dan akan membaik di 4Q20 sehingga kami percaya hanya akan membuat harga CPO dunia konsolidasi sepanjang 2020.

**Figure 16: Indonesia's CPO Export**



Source: GAPKI, NHKSI Research

**Figure 17: Destination of Export Forecast**



Source: GAPKI, NHKSI Research

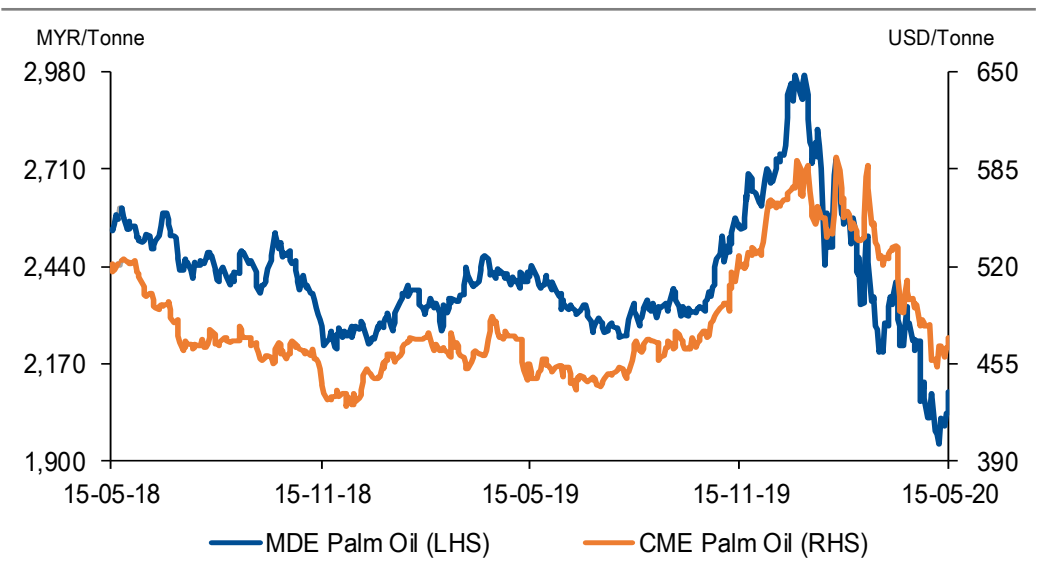
## Arah Harga CPO Dunia

**Harga CPO dalam dua tahun terakhir mampu bertahan pada level terbawah di RM2.000/ton**

### Harga CPO Dalam Tren Konsolidasi

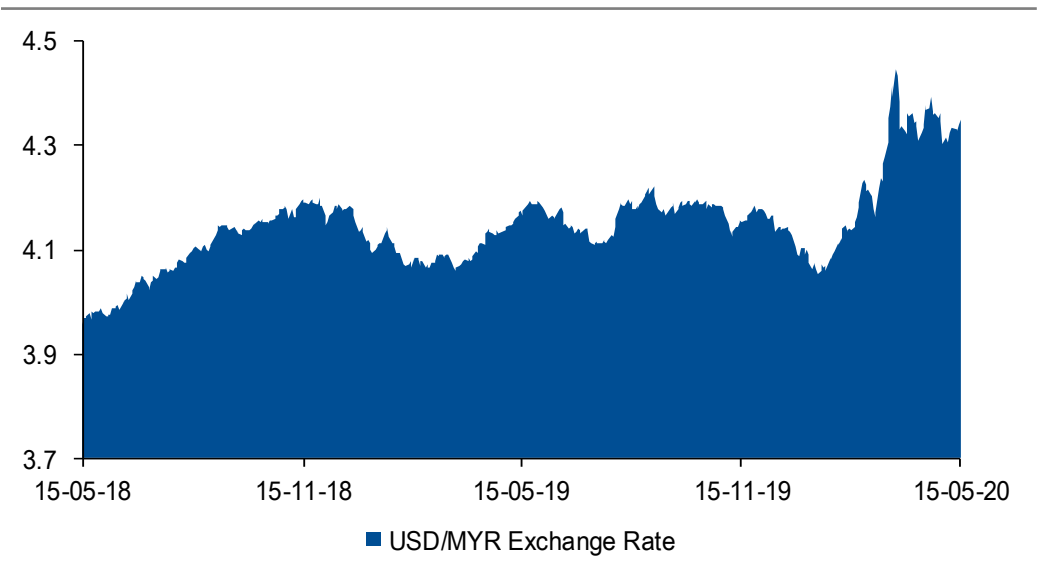
Pada bulan Januari 2020 sebelum kondisi wabah COVID-19, harga CPO bergerak hingga level RM2.900/ton yang merupakan harga tertinggi dalam dua tahun terakhir. Penyebaran COVID-19 yang menurunkan konsumsi CPO dunia membuat harga CPO berada dalam fase *downtrend*. Berdasarkan historis dua tahun terakhir harga CPO mampu bertahan di atas RM1.900/ ton, kami berasumsi bahwa harga tersebut sudah merefleksikan pasokan dan permintaan yang wajar untuk komoditas CPO dan berpotensi untuk bergerak konsolidasi hingga 3Q19 dengan batas bawah di RM1.900/ton. Potensi kenaikan permintaan dari Tiongkok dan India kami perkirakan akan membaik pada 4Q19 dengan asumsi mulai menurunnya jumlah kasus COVID-19 sehingga perkiraan rata-rata harga CPO dunia di 2020 akan berada pada level RM2.120/ton.

**Figure 18: CPO Price Movement in the Last Two Years**



Source: Bloomberg, NHKSI Research

**Figure 19: USD/MYR Movement in the Last Two Years**



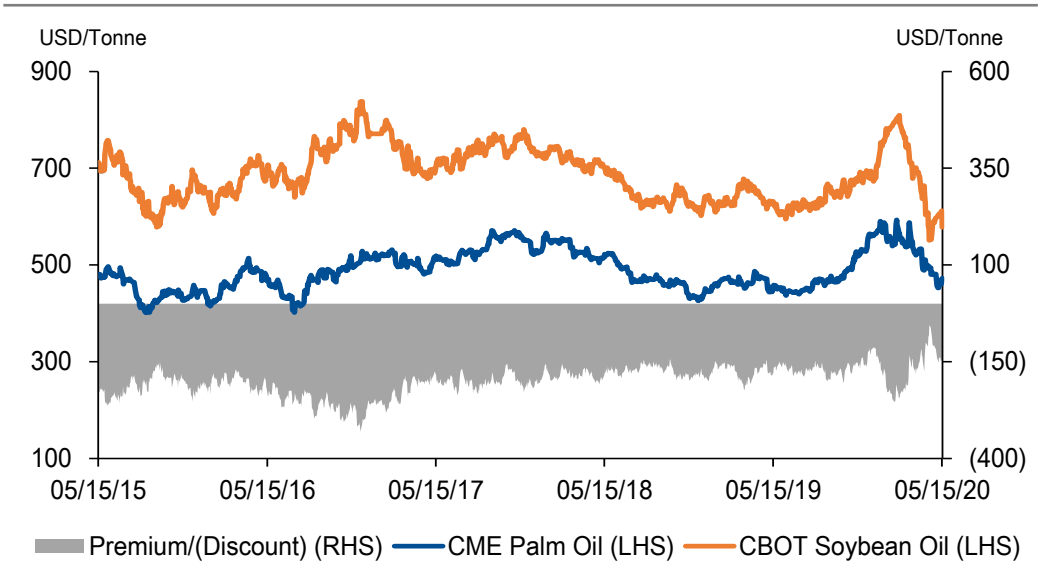
Source: Bloomberg, NHKSI Research

Sepanjang 2020 potensi selisih harga CPO dengan soybean oil akan semakin menurun

**Faktor Soybean Oil & Gas Oil**

Per Mei 2020, selisih harga CPO dengan soybean oil menipis menjadi USD105/ton setelah sempat menyentuh level USD275/ton di bulan Desember 2019 yang dapat diartikan bahwa harga soybean oil mulai menyeimbangi harga CPO. Kondisi tersebut berpotensi mengurangi konsumsi CPO dan meningkatkan konsumsi soybean oil di Tiongkok dan India. Kami memprediksi selisih akan terus menipis hingga 3Q19 namun hingga akhir tahun harga CPO masih akan terdiskon dari harga soybean oil dengan asumsi harga CPO menguat sepanjang 4Q19.

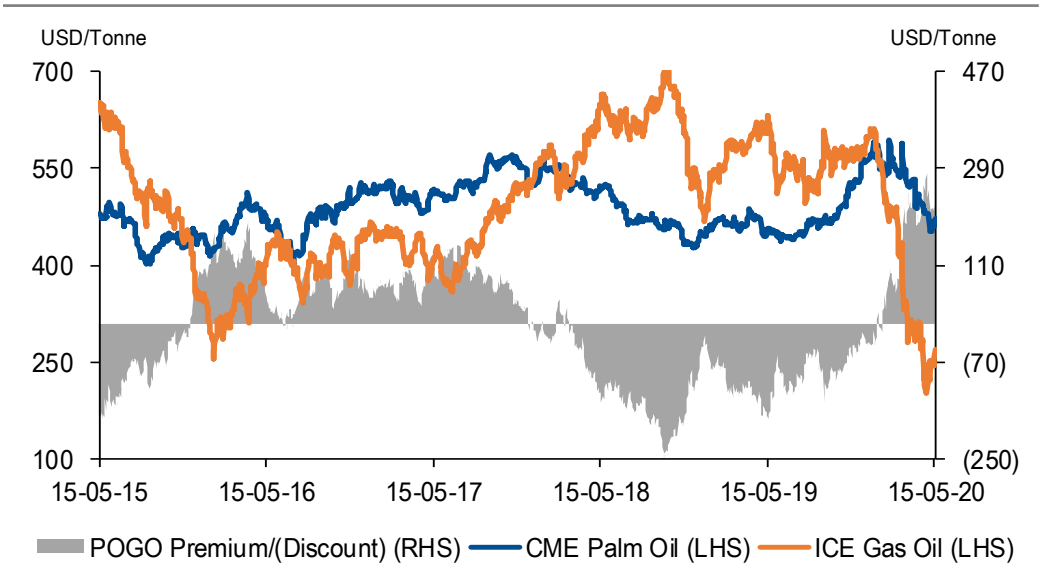
**Figure 20: Palm Oil Price Discount To Soybean Oil Price at USD105/Tonne**



Source: Bloomberg, NHKSI Research

Selisih harga juga berlaku antara harga CPO dan gas oil dengan *spread* per bulan Mei 2020 di level +USD202/ton dampak dari menurunnya mayoritas harga komoditas fosil sepanjang *year-to-date* yang dapat diartikan bahwa harga CPO saat ini menjadi mahal untuk produk *biofuel*. Kami memperkirakan selisih harga dengan gas oil berpotensi terus meningkat diatas +USD200/ton dan menjadi salah satu faktor pemberat bagi konsumsi CPO tetapi untuk realisasi *biodiesel* di Indonesia seperti program B30 masih akan efektif mengingat pendanaan domestik yang mencukupi.

**Figure 21: Palm Oil-Gas Oil (POGO) Spread at +USD202/Tonne**



Source: Bloomberg, NHKSI Research

## Saham Pilihan Kami

### AALI & LSIP

Kami memilih AALI karena berdasarkan valuasi EV/ha telah diperdagangkan pada level -2 SD selama satu bulan terakhir. AALI sebagai emiten dengan yield TBS tertinggi diantara kompetitor lainnya yaitu sebesar 18,71 ton/ha menjadi asumsi kami untuk pergerakan yang lebih atraktif dibandingkan emiten perkebunan lainnya. Terkait program *replanting*, program penanaman kembali AALI di FY19 telah mencapai 6.724 ha yang meningkat dari FY18 sebesar 5.150 ha, pencapaian tersebut jauh lebih tinggi daripada kompetitornya. Program *replanting* AALI akan memberikan kestabilan fundamental bagi AALI dalam jangka panjang.

Sama seperti AALI, LSIP menjadi saham pilihan kami karena berdasarkan valuasi EV/ha masih diperdagangkan dibawah -2 SD dalam satu bulan tahun terakhir. Kami memprediksi LSIP di tahun 2020 akan memiliki produksi yang lebih besar dari tahun sebelumnya karena memiliki perkebunan yang relatif produktif. Jika dibandingkan dengan AALI, produksi LSIP menghasilkan TBS inti sebesar 1,5 juta ton yang lebih kecil dari produksi AALI sebesar 3,9 juta ton. LSIP juga memiliki kekuatan fundamental berkat kondisi *clean balance sheet* yang tetap dijaga.

**Table 8: Share Price Performance**

Company	Ticker	Absolute (%)			Relative (%)		
		1M	3M	12M	1M	3M	12M
Astra Agro Lestari	AALI IJ	18.4	-48.8	-43.9	11.6	-26.7	-17.0
London Sumatra Indonesia	LSIP IJ	-13.3	-42.8	-39.3	-13.3	-20.2	19.2
<b>Average</b>		<b>2.7</b>	<b>-45.8</b>	<b>-41.6</b>	<b>-0.8</b>	<b>-23.5</b>	<b>-18.1</b>

Source: Bloomberg, NHKSI Research

**Rata-rata umur pohon AALI dan LSIP masing-masing adalah 15 dan 16 tahun**

Saat ini AALI dan LSIP memiliki lahan perkebunan inti masing-masing seluas 217,328 ha dan 115,904, menempatkan AALI sebagai emiten perkebunan dengan luas area terbesar di Indonesia. Rata-rata umur pohon AALI dan LSIP masih tergolong umur pohon dengan *optimum yield* walaupun harus ada program *replanting* dalam lima tahun kedepan untuk meningkatkan produktivitas.

**Table 9: Nucleus Planted Area & Age of Tree Comparison**

	AALI	LSIP
Nucleus Planted Area (ha)	217,328	115,904
Average Age of Tree (year)	15	16
Young/Old Tree Ratio (x)	0.98	1.28
Production Target for 2020	N/A	N/A
Enterprise Value to Planted Ha (USD)	6,388	4,508

Source: Company Data, NHKSI Research

**Table 10: Ratings**

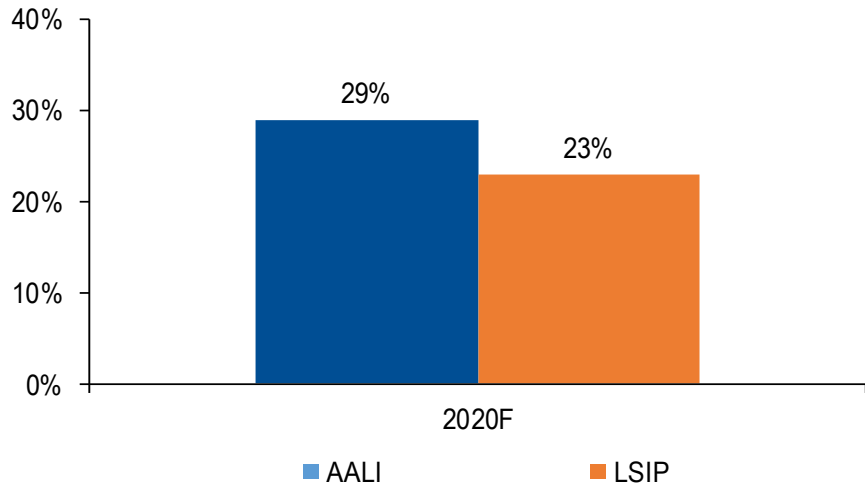
Company	Ticker	Rating	Target Price
Astra Agro Lestari	AALI IJ	Buy	IDR10,000
London Sumatra Indonesia	LSIP IJ	Buy	IDR900

Source: NHKSI Research

**Analisis Sensitivitas**

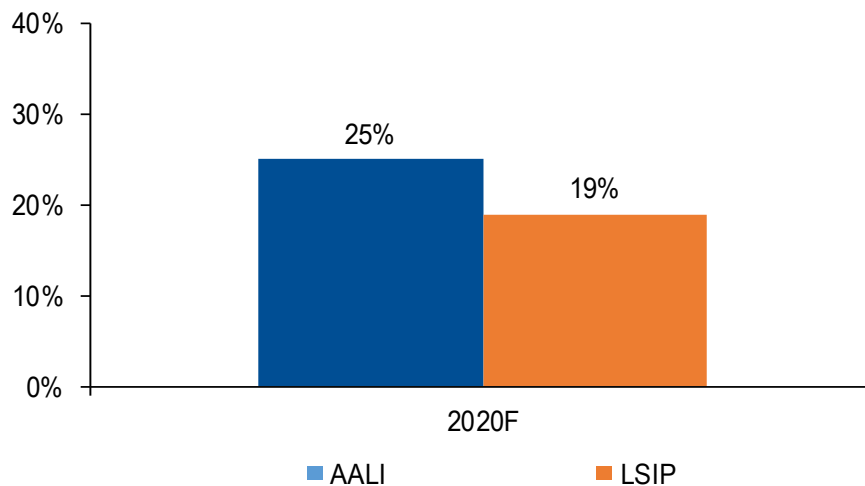
Kami melakukan analisis sensitivitas untuk kedua saham pilihan kami. Secara keseluruhan, setiap perubahan harga CPO acuan MDE Palm Oil sebesar +/- 10% akan memberikan perubahan EPS 2020F sebesar +/- 29% / 23% masing-masing untuk AALI dan LSIP dan setiap perubahan FFB Production sebesar +/- 5% akan memberikan perubahan EPS 2020F sebesar +/- 25% / 19% masing-masing untuk AALI dan LSIP.

**Figure 21: 2020F EPS Sensitivity to Every 10% Rise in CPO Price**



Source: NHKSI Research

**Figure 22: 2020F EPS Sensitivity to Every 5% Rise in FFB Production**



Source: NHKSI Research

# Astra Agro Lestari Tbk (AALI IJ)

## Fundamental Yang Kuat Hadapi Pandemi

Company Update | May 20, 2020

Pada 3M20, AALI mencatatkan pendapatan yang meningkat sebesar 13,3% YoY dan laba bersih yang meroket senilai 891,8% YoY ditambah GPM dan NPM yang naik masing-masing menjadi 19% dan 13%. Kami mengestimasi kinerja AALI untuk 2020F/2021F meliputi: 1) produksi TBS sebesar 5,25 juta ton untuk 2020F dan 5,42 juta ton untuk 2021F; 2) produksi CPO sebesar 1,8 juta ton untuk 2020F dan 1,9 juta ton untuk 2021F; 3) volume penjualan CPO sebesar 2,2 juta ton untuk 2020F dan 2,4 juta ton untuk 2021F; 4) ASP sebesar Rp8.250/kg untuk 2020F dan Rp8.845/kg untuk 2021F. Kami tetap merekomendasikan BUY dengan TP di Rp10.000.

### Kinerja Operasional Turun, Harga Jual Naik

Pada 3M20, menghasilkan kinerja operasional yang lebih rendah dengan produksi TBS menjadi 1,1 juta ton (-8,5% YoY) dan produksi CPO sebesar 354.100 ton (-14,7% YoY). Namun ASP meningkat menjadi Rp9.030/kg membuat AALI mencatatkan pendapatan sebesar 4,7 triliun (+13,3% YoY) dan laba bersih senilai Rp371 miliar (+891,8% YoY). NPM AALI naik di level 13% (vs NPM 3M19 sebesar 1%) dan pendapatan 3M20 sudah mencapai 26,5% dari target FY20 kami sebesar Rp18 triliun.

### Estimasi Kinerja Masih Optimis

Kami mengestimasi produksi TBS sebesar 5,25 juta ton untuk 2020F dan 5,42 juta ton untuk 2021F dengan produksi CPO sebesar 1,8 juta ton untuk 2020F dan 1,9 juta ton untuk 2021F. Konsumsi pasti akan menurun di 2Q20 akibat kondisi pandemi COVID-19, hal tersebut akan mempengaruhi volume penjualan AALI dan kami mengestimasi volume penjualan sebesar 2,2 juta ton untuk 2020F dan volume penjualan sebesar 2,4 juta ton untuk 2021F. ASP di 2020 akan berpotensi lebih tinggi dari 2019 maka kami mengestimasi ASP sebesar Rp8.250/kg untuk 2020F dan ASP sebesar Rp8.845/kg untuk 2021F.

### Skenario Terburuk

Kami melakukan analisis *stress test* untuk mengantisipasi kinerja AALI jika pandemi COVID-19 berlanjut hingga akhir tahun 2020. Skenario terburuk masih menghasilkan TP diatas harga terakhir sebesar Rp8.600 atau potensi *upside* sebesar 38,7%.

### Mempertahankan Rating BUY dengan Target Harga Lebih Rendah di Rp10.000

Kami menurunkan target harga menjadi Rp10.000 (sebelumnya Rp15.600) berdasarkan metode valuasi EV/ha senilai USD9.865/ha rata-rata historis tiga tahun dengan mempertimbangkan ketahanan fundamental AALI ditengah kondisi pandemi COVID-19.

### Astra Agro Lestari Tbk | Summary

	2019A	2020F	2021F	2022F
Revenue (IDR bn)	17,453	18,065	19,654	20,873
Growth (%)	-8.5	3.5	8.8	6.2
EBITDA (IDR bn)	2,264	2,563	3,547	3,779
Net Profit (IDR bn)	211	536	926	1,029
EPS (IDR)	110	278	481	535
Growth (%)	-85.3	153.9	72.8	11.1
P/E (x)	113.2	35.9	20.8	18.7
P/BV (x)	1.3	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	27.6	25.1	18.3	17.2
ROE (%)	1.2	2.8	4.7	4.9
DER (%)	1.1	38.1	33.4	35.3
Net Debt (IDR bn)	5,302	6,839	5,744	6,045

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

## Buy

Dec 2020 TP (IDR)	10,000
Consensus Price (IDR)	9,382
TP to Consensus Price (%)	+6.6
vs. Last Price (%)	+61.3

### Shares Data

Last Price (IDR)	6,200
Price Date as of	May 15, 2020
52 wk Range (Hi/Lo)	14,675/4,140
Free Float (%)	20.3
Outstanding Shares (mn)	1,925
Market Cap (IDR bn)	11,740
Market Cap (USD mn)	778
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	2.07
Avg. Trd Val - 3M (bn)	13.66
Foreign Ownership (%)	4.1

### Agriculture Plantation

Bloomberg	AALI IJ
Reuters	AALIJK

### Share Price Performance



	YTD	1M	3M	12M
Abs. Ret.	-47.8%	18.4%	-48.8%	-43.9%
Rel. Ret.	-24.0%	11.6%	-26.7%	-17.0%

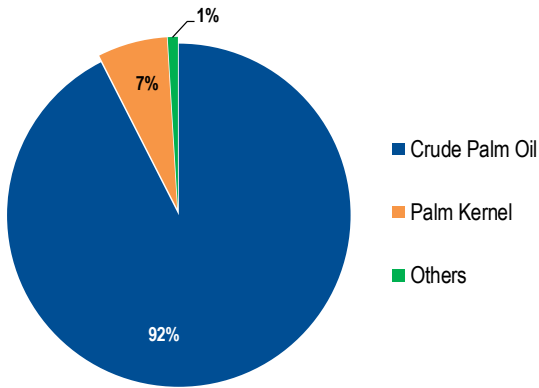


Meilki Darmawan

+6221 5088 9128, meilki.darmawan@nhsec.co.id

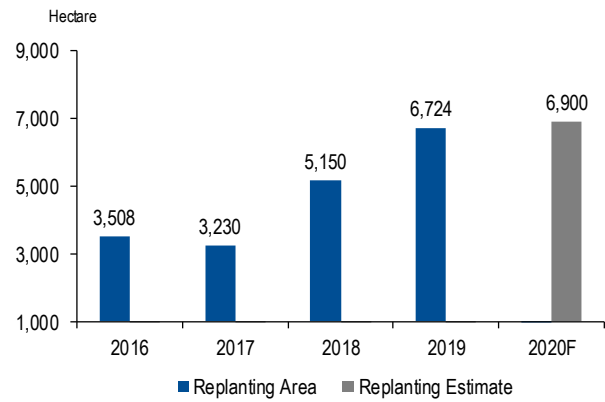
## Performance Highlights in Charts

### 3M20 Revenue Breakdown



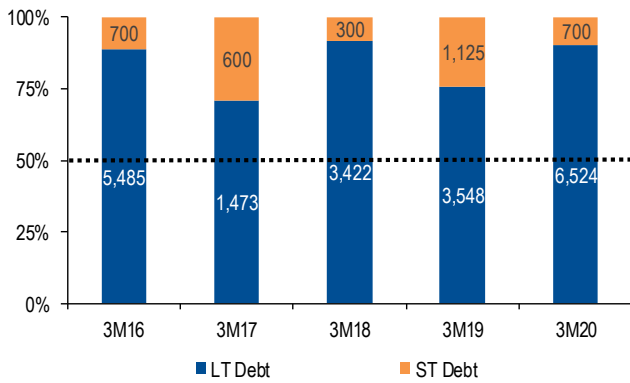
Source: Company Data, NHKSI Research

### Replanting Program



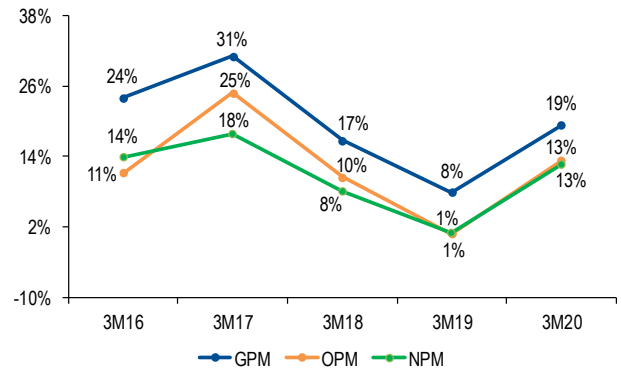
Source: Company Data, NHKSI Research

### Debt Portion in IDR Billion



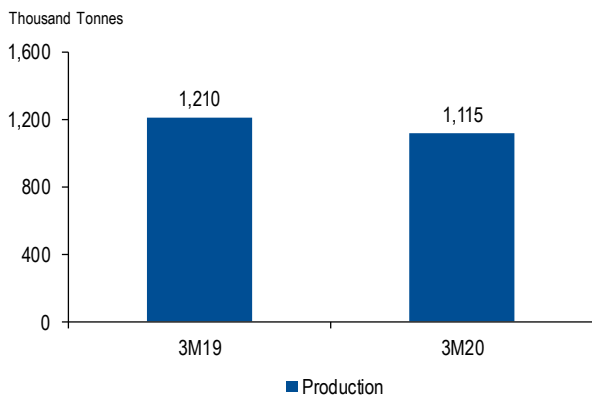
Source: Company Data, NHKSI Research

### Margin Ratios



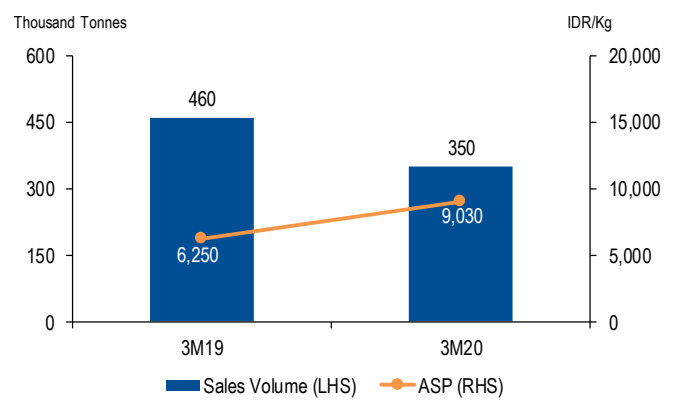
Source: Company Data, NHKSI Research

### FFB Production



Source: Company Data, NHKSI Research

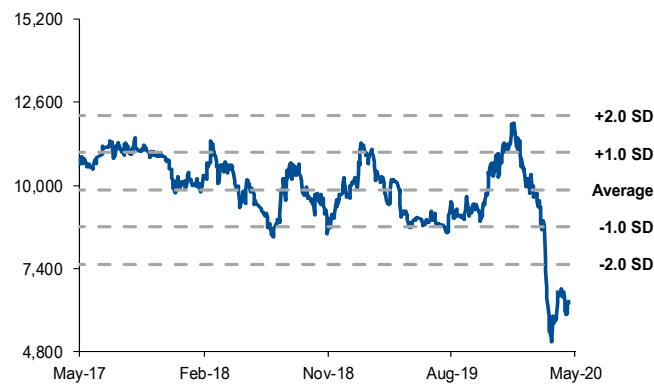
### CPO Sales Volume & ASP



Source: Company Data, NHKSI Research

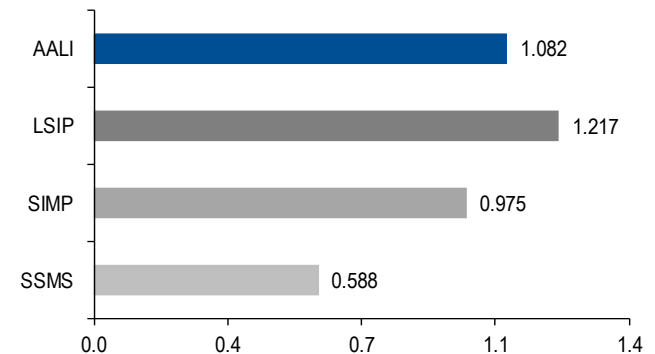
## Valuation & Other Highlights in Charts

### 3-Year Forward EV/ha Band



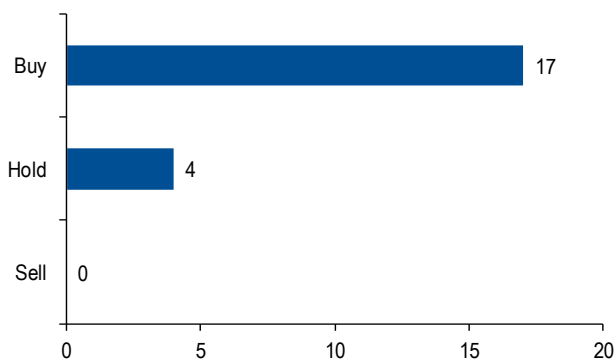
Source: Bloomberg, NHKSI Research

### 3-Year Beta Comparison



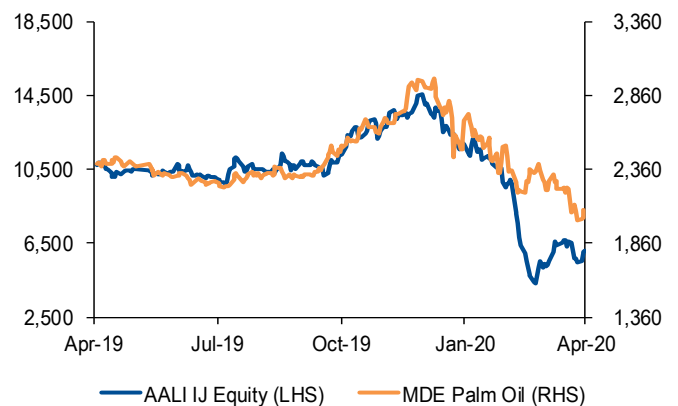
Source: Bloomberg, NHKSI Research

### Recommendation by Analysts



Source: Bloomberg, NHKSI Research

### Stock & CPO Prices Movement



Source: Bloomberg, NHKSI Research

### Stress Test Analysis

	NHKSI Estimates		Actual		Stress Test Using Worse of 2015 and 2018	Description
	2019A	2020F	2015	2018		
CPO Production ('000 Tonne)	1,653	1,890	1,736	1,936	1,736	In Stress Test, we use the lowest of production in 2015 and 2018
CPO Sales Volume (000 Tonne)	2,345	2,235	1,625	2,266	1,625	In Stress Test, we use the lowest of sales volume in 2015 and 2018
ASP (IDR/Kg)	6,689	8,250	6,971	7,395	6,971	In Stress Test, we use the lowest of ASP in 2015 and 2018
Operating Profit (IDR bn)	960	1,302	1,853	2,326	1,853	Rise from IDR960 billion to IDR1,142 billion in 2020
Net Profit (IDR bn)	211	535	619	1,439	619	Rise from IDR211 billion to IDR457 billion in 2020
EPS (IDR)	110	278	393	747	393	Rise from IDR110 to IDR237 in 2020
EV/ha (USD)		6,388	6,388	6,388	6,388	
Fair Price (IDR)		10,000	15,127	11,825	8,600	Worse Case TP, which might be realistic.
Last Price (IDR)		6,200			6,200	
Upside/Downside (%)		+61.3			+38.7	

Source: Bloomberg, NHKSI Research

## Financial Review

### Quarterly Review

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20					2Q20E
					Actual	Estimate	YoY %	QoQ %	Surprise %	
<b>Income Statement</b>										
Revenue	4,233	4,294	3,860	5,066	4,796		13.3	-5.3		4,351
Gross Profit	333	396	486	929	927		178.1	-0.2		522
EBIT	34	109	208	610	640		1794.8	4.9		261
EBITDA	447	518	361	938	961		115.0	2.4		574
Net Profit	37	6	67	100	371		891.8	271.3		55
<b>Margin</b>										
Gross Margin	7.9	9.2	12.6	18.3	19.3		11.5	1.0		12.0
EBIT Margin	0.8	2.5	5.4	12.0	13.3		12.5	1.3		6.0
EBITDA Margin	10.6	12.1	9.4	18.5	20.0		9.5	1.5		13.2
Net Profit Margin	0.9	0.1	1.7	2.0	7.7		6.9	5.8		1.3

Unit: IDR bn, %

Source: Company Data, NHKSI Research

### Earnings Revisions

		2020F	2021F	2022F
<b>Income Statement</b>				
Revenue	-Revised	18,065	19,654	20,873
	-Previous	17,065	18,314	
	-Change %	5.9	7.3	
	-Consensus	19,784	20,497	21,658
Gross Profit	-Revised	2,519	3,184	3,381
	-Previous	2,005	2,389	
	-Change %	25.6	33.3	
	-Consensus	3,379	3,636	3,725
EBIT	-Revised	1,302	1,860	1,975
	-Previous	837	1,135	
	-Change %	55.6	63.9	
	-Consensus	1,670	2,074	2,453
EBITDA	-Revised	2,563	3,547	3,779
	-Previous	2,248	2,614	
	-Change %	14.0	35.7	
	-Consensus	3,087	3,455	3,788
Net Profit	-Revised	536	926	1,029
	-Previous	377	519	
	-Change %	42.2	78.5	
	-Consensus	947	1,122	1,090
<b>Margin</b>				
Gross Margin	-Revised	13.9	16.2	16.2
	-Previous	11.7	13.0	
EBIT Margin	-Revised	7.2	9.5	9.5
	-Previous	4.9	6.2	
EBITDA Margin	-Revised	14.2	18.0	18.1
	-Previous	13.2	14.3	
Net Profit Margin	-Revised	3.0	4.7	4.9
	-Previous	2.2	2.8	

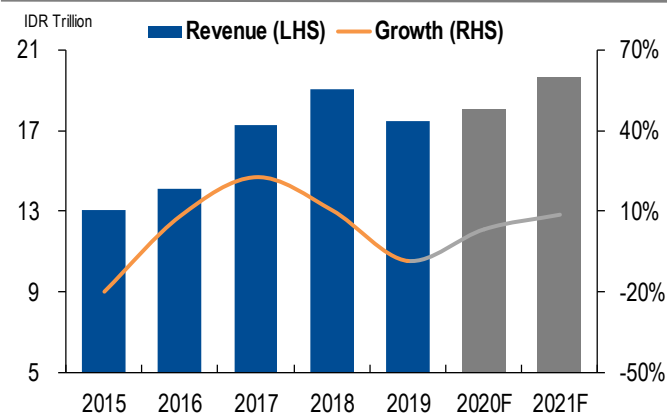
Unit: IDR bn, %

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

## Company Overview

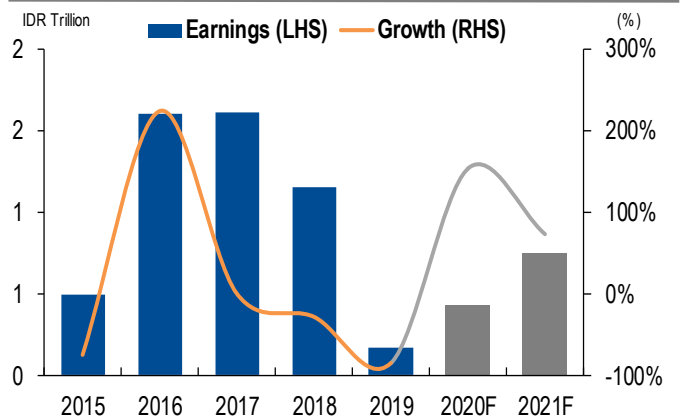
PT Astra Agro Lestari Tbk (AALI) merupakan perusahaan yang terbentuk dari proses merger beberapa perusahaan dan mulai mengembangkan industri perkebunan di Indonesia sejak 1988. Saat ini sudah menjadi salah satu perusahaan terbesar Indonesia yang bergerak di bidang perkebunan kelapa sawit. Sampai tahun 2019, AALI mempunyai luas areal yang dapat dikelola sebagai penghasil minyak mentah sebesar 285.025 hektar yang tersebar di Sumatera, Kalimantan, dan Sulawesi. AALI membangun kemitraan inti-plasma dan kegiatan peningkatan ekonomi masyarakat (IGA) untuk membudidayakan kelapa sawit dan non-sawit agar tetap produktif dan tidak merusak lingkungan. Dalam proses kelangsungan usaha, AALI berupaya untuk terus mengembangkan industri hilir. Saat ini, sudah mengoperasikan pabrik refinery di Mamuju Utara, Sulawesi Barat, Dumai, dan Riau.

### Revenue & Growth Movement



Source: Company Data, NHKSI Research

### Earnings & Growth Movement



Source: Company Data, NHKSI Research

### Southeast Asia Peers Comparison

	Market Cap (USD mn)	Total Asset (USD mn)	Sales LTM (USD mn)	Net Profit LTM (USD mn)	Net Profit Growth LTM (%)	Net Profit Margin (%)	ROE LTM (%)	P/E LTM (x)	P/BV (x)
<b>Indonesia</b>									
ASTRA AGRO LESTARI TBK	729	1,948	1,234	15	-85.3	1.2	1.1	53.3	0.6
SAMPOERNA AGRO TBK	307	684	231	2	-40.3	1.0	0.8	144.1	1.2
LONDON SUMATRA INDONESIA TBK	283	738	262	18	-23.4	6.9	3.0	17.0	0.5
SAWIT SUMBERMAS SARANA TBK	549	783	232	1	-90.1	0.4	-6.6	723.5	2.1
SALIM IVOMAS PRATAMA TBK	222	252	965	-38	-6.1	-0.1	-0.1	N/A	0.2
<b>Malaysia</b>									
KUALA LUMPUR KEPONG BHD	4,993	4,870	3,749	129	-14.6	3.4	5.1	40.4	2.1
GENTING PLANTATIONS BHD	1,902	2,068	547	34	-13.8	6.3	3.2	55.8	1.7
SIME DARBY PLANTATION BHD	7,487	6,969	2,916	-18	N/A	-0.6	-1.3	365.4	2.5
IOI CORP BHD	5,452	3,988	1,777	158	-73.2	8.9	7.1	36.5	2.6
<b>Singapore</b>									
FIRST RESOURCES LTD	1,382	1,709	615	89	-25.7	14.5	9.0	13.6	1.3
GOLDEN AGRI-RESOURCES LTD	1,349	8,779	6,432	194	N/A	3.0	4.6	7.0	0.3

Source: Bloomberg, NHKSI Research

## Management Background

### Dewan Komisaris



**Chiew Sin Cheok**  
Presiden  
Komisaris

#### Pendidikan

Menyelesaikan pendidikan di London School of Economics and Political Science dengan gelar Bachelor of Science (Economics) pada tahun 1984 dan kemudian mendapatkan gelar Master of Management Science dari Imperial College of Science and Technology, London pada tahun 1985.

#### Pengalaman

Menjabat sebagai Presiden Komisaris Perseroan sejak tahun 2018 berdasarkan Keputusan Rapat No. 18 Tanggal 10 April 2018. Saat ini beliau juga menjabat sebagai Direktur PT Astra International Tbk sejak April 2016, Wakil Presiden Komisaris PT Toyota Astra Financial Services sejak tahun 2017, dan Komisaris di PT Astra Otoparts Tbk sejak tahun 2007. Beliau juga duduk sebagai Board of Governors dari Keswick Foundation, sebuah lembaga amal di Hong Kong. Sejak bergabung dengan Jardine Matheson di tahun 1993, beliau telah menjabat berbagai posisi senior di bidang keuangan, sebelumnya beliau bekerja di Schroders dan PricewaterhouseCoopers yang kedua lokasinya berada di London. Beliau tidak memiliki hubungan afiliasi dengan anggota Dewan Komisaris, anggota Direksi lainnya dan pemegang saham utama.



**Djony Tjondro**  
Komisaris

#### Pendidikan

Merupakan lulusan Fakultas Teknik (Jurusan Teknik Mesin) Universitas Trisakti pada tahun 1989

#### Pengalaman

Menjabat sebagai Komisaris Perseroan sejak tahun 2017 berdasarkan Keputusan Rapat No. 13 Tanggal 11 April 2017. Saat ini beliau juga menjabat sebagai Wakil Presiden Direktur PT Astra International Tbk, Presiden Komisaris PT Toyota Astra Motor dan PT Pamapersada Nusantara, serta menjadi Komisaris PT United Tractor Tbk, PT Astra Honda Motor dan PT Astra Sedaya Finance. Sebelumnya beliau juga menjabat sebagai Wakil Presiden Komisaris PT Astra Daihatsu Motor dan PT Isuzu Astra Motor Indonesia (2016-2018), Presiden Komisaris PT Astra Otopart Tbk (2015-2018), Direktur PT Astra International Tbk (2015-2018), Chief Executive PT Astra International Tbk – Daihatsu Sales Operation (2013-2018), dan menjadi Presiden Direktur PT Astra Sedaya Finance (2009-2013). Beliau tidak memiliki hubungan afiliasi dengan anggota Dewan Komisaris, anggota Direksi lainnya dan pemegang saham utama.



**Sidharta Utama**  
Komisaris  
Independen

#### Pendidikan

Beliau menyelesaikan pendidikannya di Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Indonesia tahun 1987, Master of Business Administration di Indiana University tahun 1990 dan Doctor of Philosophy, Texas A&M University tahun 1996.

#### Pengalaman

Menjabat sebagai Komisaris Independen Perseroan sejak tahun 2018 berdasarkan Keputusan Rapat No. 18 Tanggal 10 April 2018. Saat ini beliau juga menjabat sebagai Komisaris Independen dan Ketua Komite Audit PT Saratoga Investama Sedaya Tbk, serta menjabat sebagai Anggota Komite Audit PT Indo Tambangraya Megah Tbk, PT Vale Indonesia Tbk dan PT Holcim Indonesia Tbk. Di bidang Akademis, beliau adalah Guru Besar di Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia (FEUI). Beliau sempat menjabat sebagai Wakil Dekan bidang Akademik FEUI (2005-2009) dan Ketua Departemen Akuntansi FEUI (2001-2005). Di bidang non-Akademis, beliau sempat menjabat sebagai Anggota Komite Pengawas Pajak di Kementerian Keuangan Republik Indonesia (2010-2013), Anggota Komite Audit PT Hero Tbk (2009-2013).



**Angky Utarya**  
Komisaris  
Independen

#### Pendidikan

Beliau merupakan lulusan Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia pada tahun 1984.

#### Pengalaman

Menjabat sebagai Komisaris Independen Perseroan sejak tahun 2017 berdasarkan keputusan Rapat No. 13 Tanggal 11 April 2017. Saat ini beliau juga menjabat sebagai Anggota Komite Audit PT Astra International Tbk sejak tahun 2017 serta menjabat sebagai Komisaris Independen PT Astra Otoparts Tbk sejak tahun 2015. Sebelumnya beliau menjabat sebagai Komisaris PT PAM Lyonnaise Jaya dan PT Asuransi Astra Buana (2013-2015), Presiden Komisaris PT Intertel Nusaperdana (2011-2013), Presiden Komisaris PT Surya Artha Nusantara Finance dan PT Astratel Nusantara (2010-2013), Presiden Komisaris PT Toyofuji Logistic Indonesia (2009-2013), Direktur PT Astra International Tbk (2008-2013), Komisaris PT Astra Sedaya Finance (2008-2013), Presiden Komisaris PT Asuransi Astra Buana (2008-2013), Presiden Komisaris PT Astra Graphia Tbk (2008-2013).

## Management Background

### Dewan Direksi



**Santosa**  
Presiden Direktur

#### Pendidikan

Beliau menyelesaikan Pendidikan di Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.

#### Pengalaman

Menjabat sebagai Presiden Direktur Perseroan berdasarkan Keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan ("RUPST") Perseroan tahun 2019. Beliau merupakan Presiden Komisaris seluruh afiliasi PT Astra Agro Lestari Tbk. Saat ini beliau juga menjabat sebagai Direktur PT Astra International Tbk sejak tahun 2018. Sebelumnya, beliau menjabat sebagai Presiden Direktur PT Asuransi Astra Buana (2014-2017), Direktur Perseroan (2007-2013), Direktur PT Asuransi Astra Buana (2005-2007), Direktur PT Astra Graphia Tbk (2003- 2005), Direktur PT Astra CMG Life (2001-2003), dan pernah menduduki berbagai posisi Staf dan Manajerial di berbagai perusahaan dalam kelompok usaha Astra (1990-2001). Beliau bergabung dengan Grup Astra pada tahun 1989 sebagai IT Specialist pada PT Astra Graphia Tbk.



**Joko Supriyono**  
Wakil Presiden  
Direktur

#### Pendidikan

Beliau menyelesaikan Pendidikan di Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.

#### Pengalaman

Menjabat sebagai Wakil Presiden Direktur Perseroan sejak April 2017 berdasarkan Keputusan RUPST Perseroan tahun 2019. Beliau merupakan Komisaris seluruh afiliasi PT Astra Agro Lestari Tbk. Sebelumnya beliau menjabat sebagai Direktur Perseroan (2007-2017), Deputy Director of Plantations and Mills Operation Perseroan (2005-2007), Direktur Area Perseroan (2002-2005), Human Resources Division Head Perseroan (2000-2002), Kepala Departemen Personalia Perseroan (1999-2000), dan Training & Recruitment Department Head Perseroan (1996-1997). Bergabung dengan Perseroan pada tahun 1995 sebagai Training Department Staff. Sebelumnya, menjabat sebagai Instructor of Quality Management Consultant di PT Wahana Kendali Mutu (1994-1995).



**Rujito Purnomo**  
Direktur

#### Pendidikan

Beliau Merupakan lulusan INSTIPER Yogyakarta.

#### Pengalaman

Menjabat sebagai Direktur Perseroan sejak April 2017 berdasarkan Keputusan RUPST Perseroan tahun 2019. Beliau merupakan Presiden Direktur untuk afiliasi PT Astra Agro Lestari Tbk Area Kalimantan dan Perseroan yang bergerak dalam bidang karet. Sebelumnya menjabat sebagai Deputy Direktur Human Capital Perseroan dan FFB Production & Water Management System Perseroan (2016-2017), Presiden Direktur anak perusahaan Perseroan Area Kalimantan Timur dan Kalimantan Selatan (2015-2017), Direktur anak perusahaan Perseroan Area Kalimantan Timur dan Kalimantan Selatan (2014-2015), Direktur anak perusahaan Perseroan Area Pengembangan (2010-2014), Direktur anak perusahaan Perseroan Area Sulawesi (2007-2010), Direktur anak perusahaan Perseroan Area Jambi & Aceh (2002- 2007).



**Said Fakhruzzazi**  
Direktur

#### Pendidikan

Beliau menyelesaikan Pendidikan di Universitas Padjajaran, Bandung.

#### Pengalaman

Menjabat sebagai Direktur Perseroan sejak April 2019 berdasarkan Keputusan RUPST Perseroan tahun 2019. Beliau merupakan Presiden Direktur afiliasi PT Astra Agro Lestari Tbk di area Sulawesi. Sebelumnya menjabat sebagai Wakil Presiden Engineering Development Perseroan tahun 2016, Division Head of Engineering Development Perseroan (2012-2015), Project Manager of Palm Oil Mill Construction Perseroan (2005-2011), Department Head of Processing Factory of Rubber, Cocoa & Tea Perseroan (1998-2004). Sebelumnya beliau juga pernah menjabat sebagai Manajer Rubber Factory dan Assistant Rubber Factory PT Huma Indah Mekar (1994-1997) serta pernah menjabat sebagai Asisten Lapangan PT Gunung Huma Group (1991).



**Hadi Sugeng**  
Direktur

#### Pendidikan

Beliau menyelesaikan Pendidikan di Universitas Negeri Jember, Jawa Timur.

#### Pengalaman

Menjabat sebagai Direktur Perseroan sejak April 2017 berdasarkan Keputusan RUPST Perseroan tahun 2019. Beliau merupakan Presiden Direktur afiliasi PT Astra Agro Lestari Tbk area Sumatra. Sebelumnya menjabat sebagai Deputy Director Sustainability & Public Relation Perseroan dan Presiden Direktur afiliasi PT Astra Agro Lestari Tbk di Area Aceh & Jambi (2016-2017), Presiden Direktur afiliasi PT Astra Agro Lestari Tbk di Area Kalimantan Timur (2015), Direktur afiliasi PT Astra Agro Lestari Tbk di Area Kalimantan Timur (2014), Direktur PT Telen Orbit Prima; PT Prima Multi Mineral dan PT Buah Turangga Agung (2015-2019), Direktur PT Pamapersada Nusantara (2012-2016), Direktur PT Astratel Nusantara (2009- 2012), dan Direktur PT Serasi Autoraya (2006-2012). Beliau bergabung dengan Astra Group pada tahun 1990 sebagai Sales Executive sebelum pindah ke PT Astra International Tbk (1991-2006) dengan jabatan terakhir sebagai General Manager Treasury Division.



**Nico Tahir**  
Direktur

#### Pendidikan

Beliau menyelesaikan Pendidikan di Universitas Tarumanagara, Jakarta.

#### Pengalaman

Menjabat sebagai Direktur Perseroan sejak April 2019 berdasarkan Keputusan RUPST Perseroan tahun 2019. Beliau merupakan Komisaris PT Kreasijaya Adhikarya serta Presiden Direktur PT Tanjung Sarana Lestari dan PT Tanjung Bina Lestari yang merupakan afiliasi PT Astra Agro Lestari Tbk. Saat ini beliau juga menjabat sebagai Direktur PT Indeks Komoditas Indonesia. Sebelumnya beliau menjabat sebagai Presiden Direktur PT Suprabari Mapanindo Mineral (2017-2019), Direktur PT Coalindo Energy (2016- 2019), Presiden Direktur PT Telen Orbit Prima; PT Prima Multi Mineral dan PT Buah Turangga Agung (2015-2019), Direktur PT Pamapersada Nusantara (2012-2016), Direktur PT Astratel Nusantara (2009- 2012), dan Direktur PT Serasi Autoraya (2006-2012). Beliau bergabung dengan Astra Group pada tahun 1990 sebagai Sales Executive sebelum pindah ke PT Astra International Tbk (1991-2006) dengan jabatan terakhir sebagai General Manager Treasury Division.



**Mario Gultom**  
Direktur

#### Pendidikan

Merupakan lulusan Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia, Jakarta.

#### Pengalaman

Menjabat sebagai Direktur Perseroan dan merangkap sebagai Sekretaris Perusahaan Perseroan berdasarkan Keputusan RUPST Perseroan tahun 2019. Beliau merupakan Komisaris seluruh afiliasi PT Astra Agro Lestari Tbk. Sebelumnya menjabat sebagai Deputy Direktur Research and Development Perseroan (2016-2017), Presiden Direktur afiliasi PT Astra Agro Lestari Tbk di Area Kalimantan Tengah (2015-2017), Direktur afiliasi PT Astra Agro Lestari Tbk di Area Kalimantan (2007-2014), Procurement Division Head Perseroan (2001-2007), Internal Audit Division Head Perseroan (1995-2001), dan menjadi Asisten Manajer Auditor pada Akuntan Publik BDO Tanubrata (1987-1995).

## Operational Area

### The Map



Source: Company Data, NHKSI Research

## Financial Summary

INCOME STATEMENT					PROFITABILITY & STABILITY				
(IDR bn)	2019/12A	2020/12F	2021/12F	2022/12F		2019/12A	2020/12F	2021/12F	2022/12F
<b>Revenue</b>	<b>17,453</b>	<b>18,065</b>	<b>19,654</b>	<b>20,873</b>	ROE	1.1%	2.8%	4.7%	5.1%
<i>Growth</i>	-8.5%	3.5%	8.8%	6.2%	ROA	0.8%	1.9%	3.2%	3.5%
COGS	(15,308)	(15,546)	(16,470)	(17,492)	ROIC	2.6%	5.4%	7.7%	7.5%
<b>Gross Profit</b>	<b>2,145</b>	<b>2,519</b>	<b>3,184</b>	<b>3,381</b>	Cash Dividend (IDR bn)	431	90	263	454
<i>Gross Margin</i>	12.3%	13.9%	16.2%	16.2%	Dividend Yield	1.8%	0.5%	1.4%	2.4%
Operating Expenses	(1,184)	(1,217)	(1,324)	(1,406)	Payout Ratio	204.2%	16.8%	28.4%	44.1%
<b>EBIT</b>	<b>960</b>	<b>1,302</b>	<b>1,860</b>	<b>1,975</b>	DER	30.0%	38.1%	33.4%	35.3%
<i>EBIT Margin</i>	5.5%	7.2%	9.5%	9.5%	Net Gearing	6.0%	5.7%	5.6%	5.3%
Depreciation	1,304	1,261	1,687	1,804	LT Debt to Equity	29.2%	28.4%	30.4%	32.4%
<b>EBITDA</b>	<b>2,264</b>	<b>2,563</b>	<b>3,547</b>	<b>3,779</b>	Capitalization Ratio	24.4%	23.4%	24.8%	25.7%
<i>EBITDA Margin</i>	13.0%	14.2%	18.0%	18.1%	Equity Ratio	70.4%	67.0%	69.0%	68.3%
Interest Expenses	39	34	37	39	Debt Ratio	22.7%	20.4%	22.7%	23.6%
<b>EBT</b>	<b>661</b>	<b>917</b>	<b>1,585</b>	<b>1,762</b>	Financial Leverage	139.8%	140.8%	143.6%	137.6%
Income Tax	(417)	(348)	(601)	(668)	Current Ratio	285.4%	162.5%	280.1%	310.1%
Minority Interest	(33)	(34)	(58)	(65)	Par Value (IDR)	500	500	500	500
<b>Net Profit</b>	<b>211</b>	<b>536</b>	<b>926</b>	<b>1,029</b>	Total Shares (mn)	1,925	1,925	1,925	1,925
<i>Growth</i>	-85.3%	153.9%	72.8%	11.1%	Share Price (IDR)	12,416	10,000	10,000	10,000
<i>Net Profit Margin</i>	1.2%	3.0%	4.7%	4.9%	Market Cap (IDR tn)	23.9	19.2	19.2	19.2

BALANCE SHEET					VALUATION INDEX				
(IDR bn)	2019/12A	2020/12F	2021/12F	2022/12F		2019/12A	2020/12F	2021/12F	2022/12F
Cash	383	586	945	1,253	Price/Earnings	113.2x	35.9x	20.8x	18.7x
Receivables	369	419	456	484	Price/Book Value	1.3x	1.0x	1.0x	0.9x
Inventories	1,974	2,268	2,263	2,478	Price/Sales	1.4x	1.1x	1.0x	0.9x
<b>Total Current Assets</b>	<b>4,472</b>	<b>5,162</b>	<b>5,630</b>	<b>6,302</b>	PE/EPS Growth	-0.1x	0.0x	0.0x	0.2x
Net Fixed Assets	19,683	18,785	19,844	18,478	EV/EBITDA	27.6x	25.1x	18.3x	17.2x
Other Non Current Assets	5,670	7,576	7,417	8,396	EV/EBIT	65.1x	49.5x	34.9x	32.8x
<b>Total Assets</b>	<b>26,974</b>	<b>29,039</b>	<b>28,988</b>	<b>30,246</b>	EV (IDR bn)	62,475	64,403	64,878	64,879
Payables	827	887	915	985	Sales CAGR (3-Yr)	-0.2%	2.8%	2.0%	2.0%
Other Liabilities	590	400	495	447	EPS CAGR (3-Yr)	-27.0%	-4.3%	14.8%	14.8%
LT Debt	5,535	5,535	6,089	6,698	Basic EPS (IDR)	110	278	481	535
<b>Total Liabilities</b>	<b>7,996</b>	<b>9,569</b>	<b>8,974</b>	<b>9,596</b>	Diluted EPS (IDR)	110	278	481	535
Capital Stock	962	962	962	962	BVPS (IDR)	9,861	10,116	10,399	10,729
Retained Earnings	13,844	14,097	14,761	15,337	Sales PS (IDR)	9,068	9,386	10,212	10,845
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>18,979</b>	<b>19,470</b>	<b>20,014</b>	<b>20,650</b>	DPS (IDR)	224.0	46.8	136.4	235.8

CASH FLOW STATEMENT					TOP OWNERSHIP		
(IDR bn)	2019/12A	2020/12F	2021/12F	2022/12F	By Geography	% Shareholders	%
Operating Cash Flow	957	1,076	2,628	2,491	Indonesia	95.9	Astra International Tbk 79.7
Investing Cash Flow	(1,307)	(1,933)	(1,151)	(2,398)	United States	3.6	Sun Life Financial 0.9
Financing Cash Flow	670	885	(1,118)	215	Luxembourg	0.1	Dimensional Fund 0.8
<b>Net Changes in Cash</b>	<b>319</b>	<b>29</b>	<b>359</b>	<b>308</b>	Ireland	0.1	Vanguard Group 0.7

Source: Company Data, NHKSI Research

## Closing &amp; Target Price Update



Source: Bloomberg, NHKSI Research

## Rating &amp; Target Price Update

Date	Rating	Target Price	Consensus
2017.03.06	Buy	IDR18,150	IDR18,596
2017.07.28	Buy	IDR18,425	IDR17,659
2018.01.03	Hold	IDR14,425	IDR16,932
2018.03.09	Buy	IDR18,375	IDR15,955
2018.05.17	Buy	IDR14,800	IDR15,438
2018.08.30	Buy	IDR16,925	IDR13,320
2019.12.11	Buy	IDR15,600	IDR13,743
2020.05.20	Buy	IDR10,000	IDR9,382

Source: NHKSI Research

# London Sumatra Indonesia Tbk (LSIP IJ)

## Valuasi Yang Atraktif Ditengah Pandemi

Kinerja FY19 LSIP kurang memuaskan dengan penurunan pendapatan sebesar 8% YoY akibat ASP yang turun menjadi Rp6.285/kg yang berdampak pada turunnya margin dan laba bersih. Namun kami tetap optimis dan mengestimasi kinerja LSIP untuk 2020F/2021F meliputi: 1) produksi TBS sebesar 1,47 juta ton untuk 2020F dan 1,51 juta ton untuk 2021F; 2) produksi CPO sebesar 401 ribu ton untuk 2020F dan 449 ribu ton untuk 2021F; 3) volume penjualan CPO sebesar 394 ribu ton untuk 2020F dan 432 ribu ton untuk 2021F; 4) ASP sebesar Rp7.320/kg untuk 2020F dan Rp8.050/kg untuk 2021F. Kami merekomendasikan BUY dengan TP di Rp900.

### Kinerja Menurun

Pada FY19, LSIP membukukan pendapatan sebesar Rp3,6 triliun (-8% YoY) akibat harga CPO yang menurun sepanjang 2019 beserta ASP segmen CPO yang turun menjadi Rp6.285/kg (-6,5% YoY) sehingga LSIP hanya mencatatkan laba bersih sebesar Rp254 miliar (-23,3% YoY). Adapun margin LSIP mengalami penurunan pada FY19, tercatat GPM sebesar 15,2% (vs 17% di FY18) dan NPM sebesar 6,9% (vs 8,2% di FY18).

### Estimasi Kinerja Yang Optimis

Kami memprediksi LSIP bisa mencatatkan kinerja yang lebih baik di tahun ini walaupun ditengah kondisi COVID-19 dengan asumsi konsumsi CPO di 1Q20 dan 4Q20 akan terjadi kenaikan. Kami mengestimasi LSIP memproduksi TBS sebesar 1,47 juta ton untuk 2020F dan 1,51 juta ton untuk 2021F. Adapun estimasi produksi CPO sebesar 401 ribu ton untuk 2020F dan 449 ribu ton untuk 2021F. Konsumsi periode April-September berpotensi melemah sehingga kami mengestimasi volume penjualan CPO sebesar 394 ribu ton untuk 2020F dan 432 ribu ton untuk 2021F. Harga jual CPO domestik masih berpotensi stabil maka kami mengestimasi ASP sebesar Rp7.320/kg untuk 2020F dan Rp8.050 untuk 2021F.

### Analisis Sensitivitas

Kami melakukan uji sensitivitas untuk kinerja FY20 dengan asumsi setiap +/- 10% pada harga CPO maka akan berdampak +/- 7% pada pendapatan, +/- 23% pada EBIT, dan +/- 22% pada EPS.

### Rating BUY dengan Target Harga Rp900

Kami merekomendasikan BUY dengan target harga Rp900 atau potensi *upside* sebesar 24,2% berdasarkan metode valuasi EV/ha sebesar USD7.340/ha rata-rata historis tiga tahun dengan mempertimbangkan konsumsi domestik dari program B30.

#### London Sumatra Indonesia Tbk | Summary

	2019A	2020F	2021F	2022F
Revenue (IDR bn)	3,699	3,892	4,105	4,333
Growth (%)	-8.0	5.2	5.5	5.6
EBITDA (IDR bn)	687	783	871	999
Net Profit (IDR bn)	254	296	343	423
EPS (IDR)	37	43	50	62
Growth (%)	-23.4	16.7	15.6	23.3
P/E (x)	40.2	20.7	17.9	14.5
P/BV (x)	1.2	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	15.7	8.3	7.3	6.2
ROE (%)	3.0	3.5	4.0	4.9
DER (%)	20.3	22.7	24.3	28.1
Net Debt (IDR bn)	-1,132	-1,353	-1,461	-1,616

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

## Buy

<b>Dec 2020 TP (IDR)</b>	<b>900</b>
Consensus Price (IDR)	1,157
TP to Consensus Price (%)	-22.2
vs. Last Price (%)	+24.2

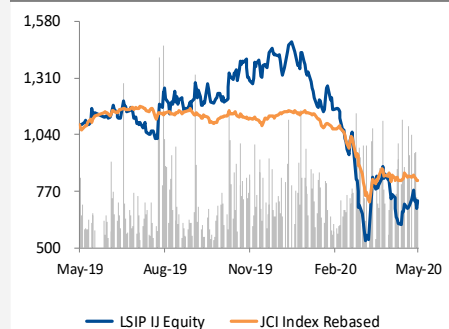
### Shares Data

Last Price (IDR)	725
Price Date as of	May 15, 2020
52 wk Range (Hi/Lo)	1,490/498
Free Float (%)	40.4
Outstanding Shares (mn)	6,823
Market Cap (IDR bn)	4,810
Market Cap (USD mn)	319
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	15.49
Avg. Trd Val - 3M (bn)	12.58
Foreign Ownership (%)	8.1

### Agriculture Plantation

Bloomberg	LSIP IJ
Reuters	LSIP.JK

### Share Price Performance



	YTD	1M	3M	12M
Abs. Ret.	-52.1%	-13.3%	-42.8%	-39.3%
Rel. Ret.	-25.8%	-13.3%	-20.2%	-19.2%



**Meilki Darmawan**

+6221 5088 9128, meilki.darmawan@nhsec.co.id

## Company Background

### Sejarah Pendek

London Sumatra Indonesia Tbk (LSIP) didirikan pada tahun 1906. Diambil alih oleh Harrison & Crossfield pada tahun 1994, menempatkannya dalam satu grup bersama New Britain Palm Oil di Papua New Guinea dan Golden Hope di Malaysia (sekarang menjadi anak usaha dari Sime Darby). LSIP terdaftar pada Juli 1996. Pada 2007, PT Salim Ivomas Pratama dan Indofood Agri Resources mengakuisisi 64,4% saham di LSIP.

### Emiten Terbesar Keempat

LSIP merupakan emiten dengan market cap terbesar keempat sebesar Rp4,8 triliun dengan Astra Agro Lestari Tbk (AALI) menempati peringkat pertama. Saat ini jumlah area perkebunan inti kelapa sawit Lonsum sebesar 95,637 hektar atau setara 44% dari area perkebunan AALI sebagai emiten dengan area perkebunan inti kelapa sawit terbesar di Indonesia

**Table 1: Market Cap of Indonesian Plantation Listed-Company (IDR Billion)**

1	Astra Agro Lestari	12,125
2	Sawit Sumbermas Sarana	8,620
3	Sinar Mas Agro	8,415
4	London Sumatra Indonesia	4,810
5	Sampoerna Agro	4,706
6	Dharma Satya Nusantara	3,379
7	Salim Ivomas Pratama	3,321
8	Eagle High Plantations	2,490
9	Mahkota Group	2,399
10	Austindo Nusantara Jaya	1,643
11	Provident Agro	1,281
12	Andira Agro	467

Source: Bloomberg, NHKSI Research

**Table 2: Nucleus Oil Palm Planted Size Comparison (Hectare)**

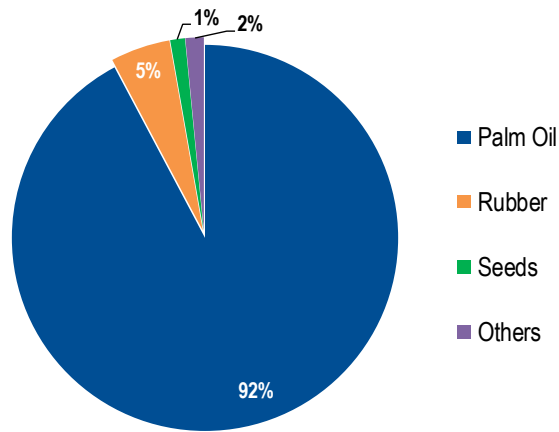
		Total Planted	Mature	Immature
1	Astra Agro Lestari	217,328	198,715	18,613
2	Sinar Mas Agro	106,215	87,096	19,119
3	London Sumatra Indonesia	95,637	85,737	9,900
4	Sampoerna Agro	84,300	73,709	10,591
5	Sawit Sumbermas Sarana	69,236	67,851	1,384

Source: Company Data, NHKSI Research

**Minyak Kelapa Sawit Menjadi Produk Utama**

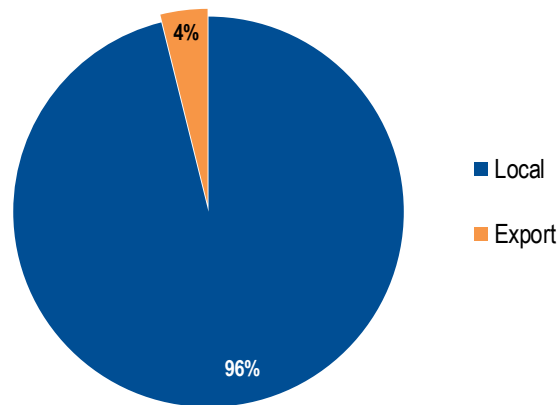
Minyak kelapa sawit masih menjadi penggerak utama bisnis LSIP yang memiliki 83% lahan dari total lahan LSIP. Pada FY19, minyak kelapa sawit berkontribusi 92% bagi total pendapatan LSIP yaitu sebesar Rp3,4 triliun (-7,5% YoY), diikuti oleh karet dengan kontribusi 5% yaitu sebesar Rp184 miliar (-4,3% YoY), dan benih dengan kontribusi 1% yaitu sebesar Rp45 miliar (-49,3% YoY). LSIP telah berhasil memperluas pangsa pasar baru dengan melakukan ekspor yang dimulai pada 3Q19 lalu dan saat ini total penjualan LSIP terdiri dari 96% dari penjualan domestik dan 4% dari penjualan ekspor.

**Figure 1: LSIP's Revenue Breakdown**



Source: Company Data, NHKSI Research

**Figure 2: LSIP's Product Distribution**



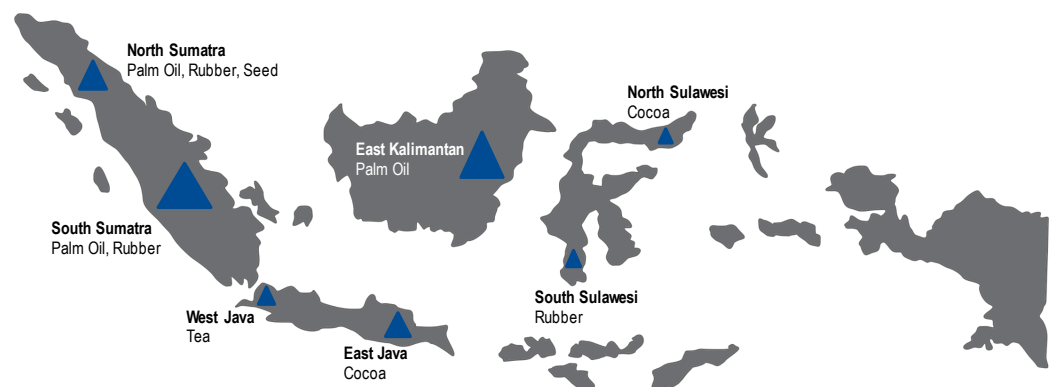
Source: Company Data, NHKSI Research

## Palm Oil Segment

### Mayoritas Produksi di Sumatera

LSIP merupakan emiten kepala sawit dengan mayoritas produksi di Sumatera. Luas area perkebunan inti kelapa sawit di Sumatera per 2018 mencapai 76% dari total perkebunan inti kelapa sawit yang dimiliki LSIP dan diikuti daerah Kalimantan mencapai 17%. Produksi TBS masih didominasi melalui perkebunan di Sumatera dengan kontribusi sekitar 90% dan Kalimantan berkontribusi bagi produksi TBS sekitar 5%. Hingga 2018, LSIP terus meningkatkan luas area perkebunan inti di Sumatera Selatan dengan pertumbuhan 0,2% YoY.

Figure 3: LSIP's Operation Area



Source: Company Data, NHKSI Research

Table 3: LSIP's Distribution of Nucleus Planted Area

		2014	2015	2016	2017	2018
1	South Sumatra	47,063	48,104	48,582	49,025	49,103
2	North Sumatra	39,321	39,327	38,754	39,181	38,985
3	East Kalimantan	18,174	18,757	18,917	18,965	19,369
4	South Sulawesi	4,924	4,902	4,905	4,720	4,438
5	Java	2,865	2,926	2,928	3,214	3,260
6	North Sulawesi	143	141	375	590	749

Source: Company Data, NHKSI Research

### Mayoritas Memiliki Umur Pohon Yang Produktif

Umur pohon kelapa sawit yang dimiliki LSIP rata-rata merupakan pohon dengan umur yang sudah tua. LSIP memiliki pohon kelapa sawit berumur 7-20 tahun yang termasuk pohon dengan *optimum yield* sebesar 52,6% dari total jumlah pohon LSIP sebanyak 87.277. Adapun LSIP memiliki pohon kelapa sawit berumur diatas 20 tahun yang termasuk dalam kategori untuk *replanting* sebesar 43% dari total pohon yang dimiliki LSIP.

Table 4: LSIP's Oil Palm Age Profile

	2014	2015	2016	2017	2018
4 - 6 Years	7,553	4,995	7,498	7,262	4,148
7 - 20 Years	58,561	59,778	51,980	43,059	45,877
> 20 Years	10,538	13,883	23,578	35,396	37,252

Source: Company Data, NHKSI Research

### Produksi Terus Dipacu

Dalam lima tahun terakhir pada periode 2014-2019, LSIP terus meningkatkan produksi TBS dari 1,341,239 ton menjadi 1,466,288 ton dengan rata-rata pertumbuhan sebesar 3%. Melihat umur pohon kelapa sawit yang dimiliki LSIP dengan mayoritas pohon dengan *optimum yield*, kami yakin produksi TBS masih akan terus tumbuh diatas 2% setiap tahunnya. Kami mengestimasi produksi TBS sebesar 1,470,687 ton untuk 2020F dan 1,514,807 ton untuk 2021F. Laju kenaikan produksi TBS akan sejalan dengan produksi CPO, kami mengestimasi produksi CPO sebesar 471,533 ton untuk 2020F dan 454,533 ton untuk 2021F.

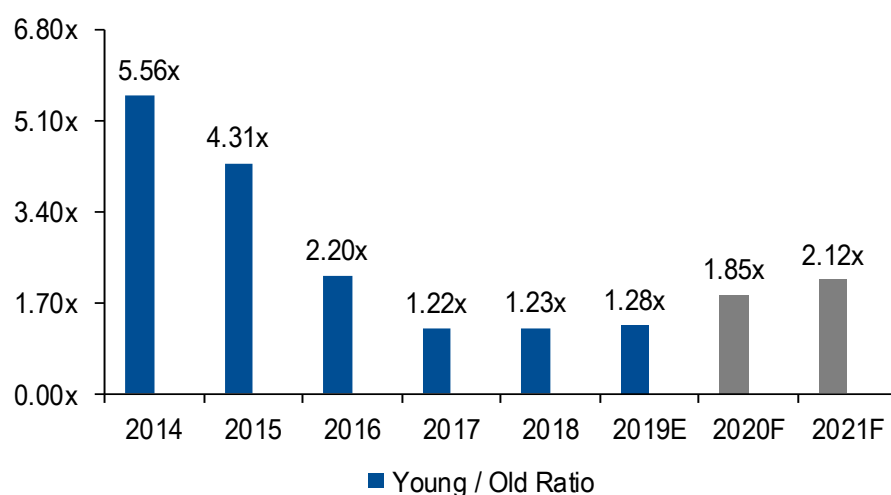
### Risiko Replanting

LSIP saat ini dihadapkan pada program *replanting* yang harus dilakukan dalam beberapa tahun kedepan karena memiliki 43% pohon kelapa sawit berumur diatas 20 tahun. Program *replanting* juga sudah dijalankan oleh LSIP namun kami meyakini akan memiliki risiko jika program melesat dari target, berpotensi terjadi penurunan hasil panen karena proses panen yang semakin sulit mengingat pohon kelapa sawit dengan umur diatas 20 tahun memiliki ukuran pohon yang lebih tinggi. Kami memperkirakan akan ada penurunan produksi area tanaman sekitar 2-3% pada pohon berusia diatas 20 tahun, penurunan tersebut masih dalam level yang dapat ditoleransi oleh produksi area tanaman pada pohon dengan *optimum yield*.

### Rasio Perbandingan Pohon Berpotensi Naik

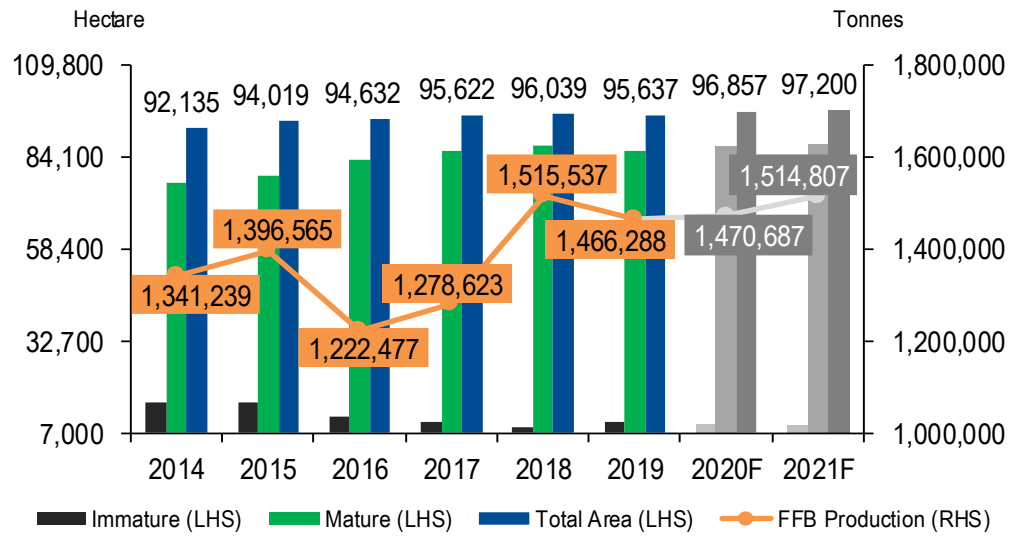
Dalam empat tahun terakhir perbandingan jumlah pohon muda antara pohon tua yang dimiliki LSIP menunjukkan penurunan rasio, hal itu menandakan jumlah pohon yang tua setiap tahun memiliki penambahan yang lebih signifikan dari pohon muda. Per 2018, rasio sudah mulai meningkat seiring dengan program *replanting* yang dijalankan LSIP dan kami yakin berpotensi untuk terus meningkat.

Figure 4: Young Trees / Old Trees Coverage Ratio



Source: Company Data, NHKSI Research

Figure 5: LSIP's Oil Palm Area & Production



Source: Company Data, NHKSI Research

**Produk Minyak Kelap Sawit Bersertifikasi**

Saat ini LSIP memiliki sertifikasi Indonesian Sustainable Palm Oil (ISPO) yang sering diraih sejak 2013. Pada 2018, sudah ada 268.000 ton CPO yang bersertifikasi ISPO atau setara 77% dari total CPO di 2018. Adapun ketidaksepakatan dengan Uni Eropa terkait sertifikasi Roundtable on Sustainable Palm Oil (RSPO), LSIP sudah menyatakan mundur per 2019 dari sertifikasi tersebut namun hasil CPO yang diproduksi oleh LSIP tetap terjamin kualitas dan proses pengolahannya untuk industri yang berkelanjutan.

## Rubber Segment

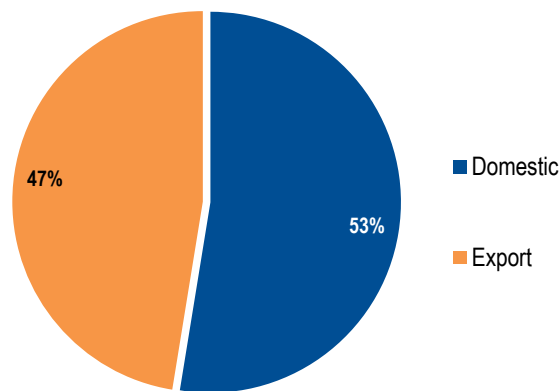
### Luas Area Perkebunan Karet

Per 2018, LSIP memiliki luas area perkebunan mencapai 15,827 ha dengan 85% yang sudah menghasilkan (*mature*) dan 15% masih belum menghasilkan (*immature*). LSIP saat ini masih belum ingin menambah area perkebunan karet dengan mempertimbangkan harga yang kurang menguntungkan jika dibandingkan CPO.

### Produksi dan Profitabilitas

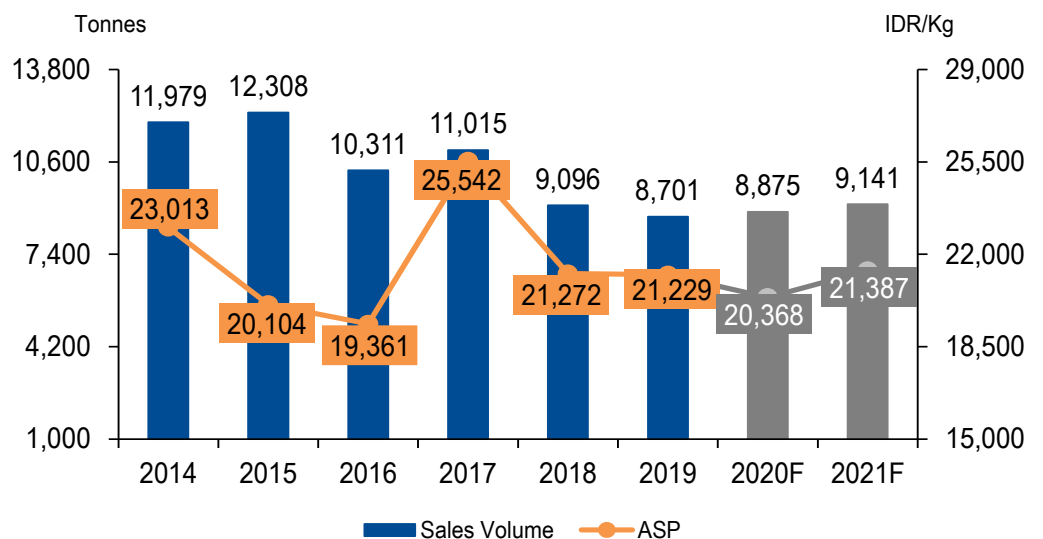
Produksi karet dalam lima tahun terakhir terus menurun, pada 2018 menghasilkan 9.262 ton (-4,2% YoY). Sejalan dengan produksi yang menurun maka profitabilitas karet juga terus menurun dan belum pulih disaat harga karet masih terus melemah dalam lima tahun terakhir. Volume penjualan karet per 2019 sebesar 8.701 ton (-4,3% YoY) dengan ASP senilai Rp21.229/kg. Namun kami percaya dengan tidak adanya penambahan lahan dan potensi ASP yang naik maka profitabilitas karet bisa meningkat.

Figure 6: Rubber Distribution



Source: Company Data, NHKSI Research

Figure 7: Rubber Sales Volume & ASP



Source: Company Data, NHKSI Research

## Oil Palm Seeds Segment

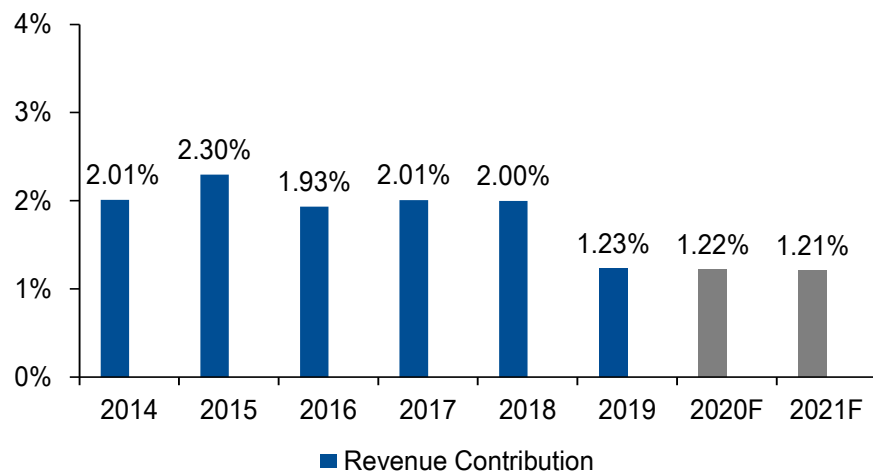
### Kapasitas Produksi

Per 2018, produksi benih bibit kelapa sawit LSIP mencapai 12.838 ton (-13,9% YoY) dengan kapasitas produksi tertinggi dalam lima tahun terakhir bisa mencapai sekitar 15.000 ton namun dengan sedikit berkurangnya pembelian benih bibit kelapa sawit pada petani plasma membuat produksi LSIP sering kali naik dan turun di tiap tahunnya. Pengembangan, produksi, dan penjualan benih bibit kelapa sawit LSIP dioperasikan oleh anak usahanya yang bernama Sumatra Bioscience (SumBio)

### Profitabilitas

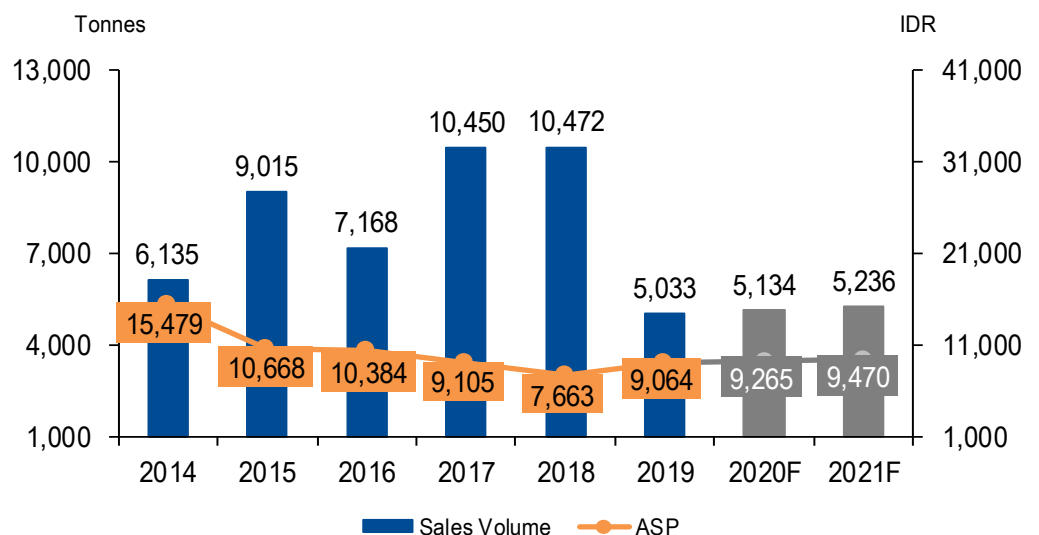
Penjualan benih biji kelapa sawit yang dimiliki LSIP dijual oleh Sumtra Bioscience sebagai Volume penjualan benih biji kelapa sawit LSIP pernah mencapai penjualan tertinggi pada 2018 yang mencapai 10.472 ton namun turun menjadi 5.033 ton (-% YoY) pada 2019. Namun ASP pada 2019 berhasil naik menjadi Rp9.064 (+18,3% YoY). LSIP berpotensi dalam lima tahun kedepan untuk terus ekspansi dan meningkatkan volume penjualan benih biji kelapa sawit.

Figure 8: Oil Palm Seeds Revenue Contribution



Source: Company Data, NHKSI Research

Figure 9: Oil Palm Seeds Sales Volume & ASP



Source: Company Data, NHKSI Research

## Financial Highlight

### Net Gearing Yang Rendah

LSIP mencatatkan *net gearing* sebesar 6,3% pada FY19 menurun dari tahun lalu sebesar 7,2%. Kami mengestimasi akan terjadi peningkatan *net gearing* pada FY20 menjadi 8,6% dengan pertimbangan capex yang lebih besar dari tahun sebelumnya namun untuk FY21 dan FY22 akan menurun masing-masing sebesar 7,4% dan 7,5% dimana level tersebut masih dalam kondisi *prudent* bagi emiten perkebunan khususnya minyak kelapa sawit.

### Pertumbuhan Pendapatan

Kami menggunakan asumsi rata-rata harga CPO untuk 2020F sebesar RM2.120/ton maka kami mengestimasi pertumbuhan pendapatan bisa tumbuh mencapai 5,2% pada FY20. Adapun potensi pertumbuhan *single digit* untuk FY21 dan FY22 masing-masing sebesar 5,5% dan 5,6%. Estimasi pertumbuhan kami masih akan didominasi oleh penjualan CPO dan potensi penjualan ekspor yang bisa meningkat 1%-2% ditiap tahun.

**Table 5: EBIT Breakdown (IDR Billion)**

	2017	2018	2019	2020F	2021F
Palm Oil	1,032.4	483.4	384.4	422.8	465.1
Rubber	-74.4	-127.7	-133.4	-93.4	-65.4
Oil Palm Seeds	25.4	-6.1	-14.3	-10.0	-9.5
Others	-44.8	-39.7	-35.7	-25.0	-23.7

Source: Company Data, NHKSI Research

### Estimasi Kinerja

Kami yakin LSIP bisa mencatatkan kinerja yang lebih baik di 2020 dibandingkan 2019 walaupun ditengah kondisi COVID-19. Kami mengestimasi untuk kinerja LSIP yang meliputi: 1) produksi TBS sebesar 1,47 juta ton untuk 2020F dan 1,51 juta ton untuk 2021F; 2) produksi CPO sebesar 401 ribu ton untuk 2020F dan 449 ribu ton untuk 2021F ;3) volume penjualan CPO sebesar 394 ribu ton untuk 2020F dan 432 ribu ton untuk 2021F; 4) ASP sebesar Rp7.320/kg untuk 2020F dan Rp8.050 untuk 2021F.

### Sensitivitas Pendapatan Terhadap Harga CPO

Kami melakukan uji sensitivitas untuk kinerja FY20 dengan asumsi setiap +/- 10% pada harga CPO maka akan berdampak +/- 7% pada pendapatan, +/- 23% pada EBIT, dan +/- 22% pada EPS

**Table 6: Sensitivity Anaysis (IDR Billion)**

CPO Price	-10%	Base	+10%
Revenue	3,607	3,892	4,178
EBIT	289	378	466
EPS	34	43	53

Source: Company Data, NHKSI Research

## Recommendation

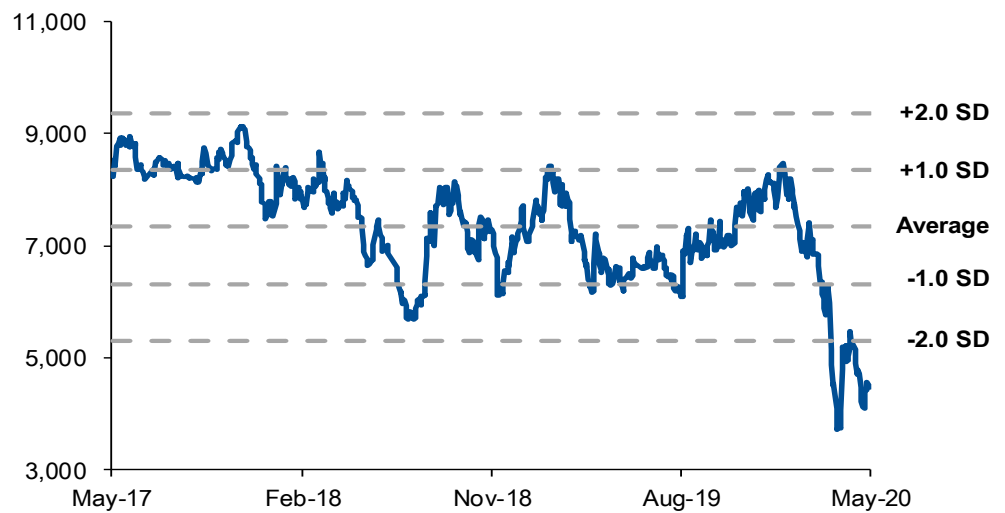
### Tolak Ukur Valuasi

Kami merekomendasikan BUY untuk LSIP dengan menggunakan metode valuasi EV/ha yang menggambarkan implikasi valuasi terhadap jumlah area perkebunan per hektar dengan kompetitor utama yaitu Astra Agro Lestari (AALI).

### Target Harga di Rp900

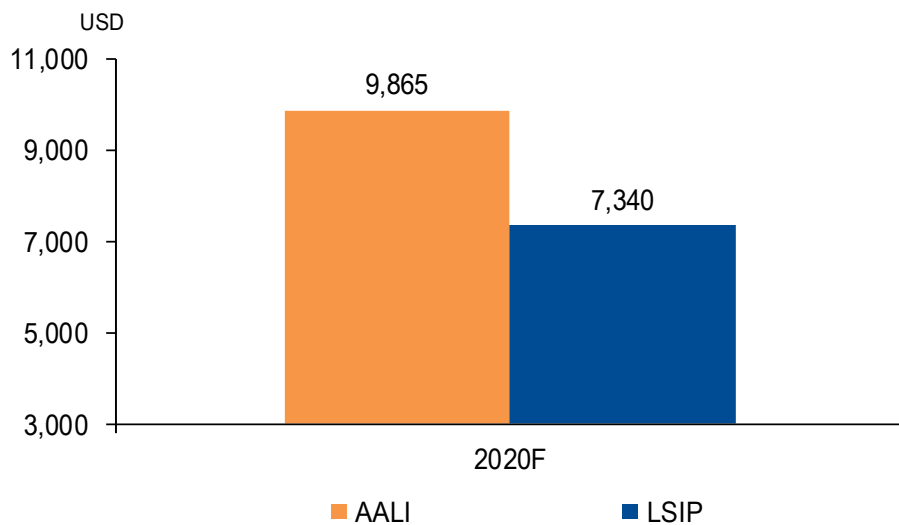
Kami menentukan target harga di Rp900 berdasarkan valuasi EV/ha sebesar USD7.340 rata-rata standar deviasi dalam tiga tahun terakhir. Sama dengan kompetitor terbesarnya yaitu AALI, valuasi LSIP saat ini sudah diperdagangkan dengan harga diskon atau dibawah -2 SD.

Figure 10: Forward EV/ha Band



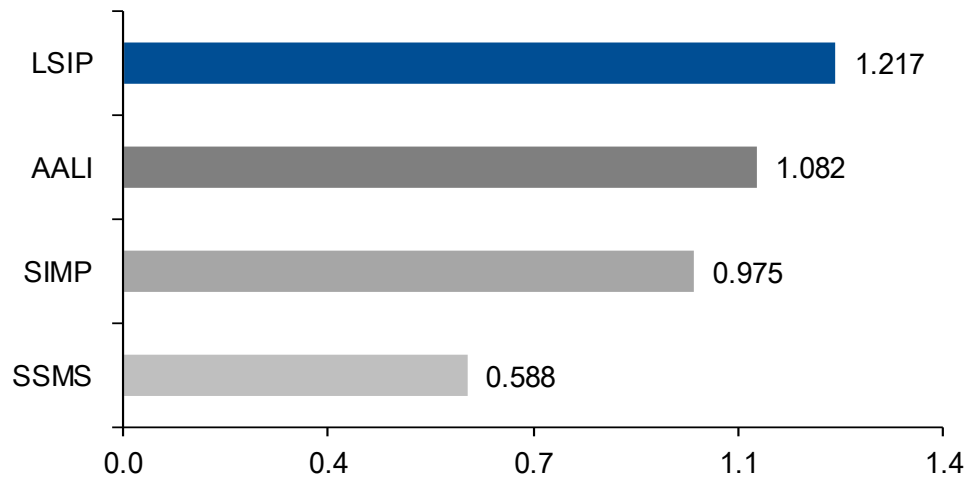
Source: Company Data, NHKSI Research

Figure 11: EV/ha Comparison



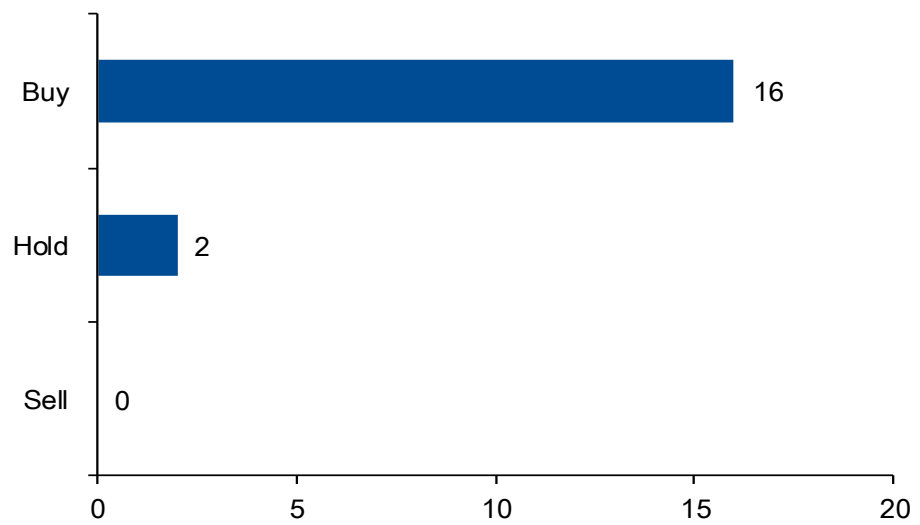
Source: Company Data, NHKSI Research

Figure 12: Beta Comparison



Source: Company Data, NHKSI Research

Figure 13: Recommendation by Analysts



Source: Company Data, NHKSI Research

## Financial Review

### Quarterly Review

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19			1Q20E	
					Actual	Estimate	YoY %		QoQ %
<b>Income Statement</b>									
Revenue	1,146	928	668	990	1,113		-2.9	12.4	996
Gross Profit	92	136	40	118	268		190.5	126.7	145
EBIT	-51	31	-49	54	265		-622.3	391.7	72
EBITDA	42	129	44	151	363		772.1	139.9	174
Net Profit	-13	39	-28	42	201		-1610.6	378.8	57
<b>Margin</b>									
Gross Margin	8.0	14.6	6.0	11.9	24.0		16.0	12.1	14.6
EBIT Margin	-4.4	3.3	-7.4	5.4	23.8		28.2	18.4	7.2
EBITDA Margin	3.6	13.9	6.6	15.3	32.6		29.0	17.3	17.5
Net Profit Margin	-1.2	4.2	-4.2	4.2	18.1		19.3	13.8	5.7

Unit: IDR bn, %

Source: Company Data, NHKSI Research

### Earnings Revisions

		2020F	2021F	2022F
<b>Income Statement</b>				
Revenue	-Revised	3,892	4,105	4,333
	-Previous	4,728		
	-Change %	-17.7		
	-Consensus	4,271	4,490	4,718
Gross Profit	-Revised	665	741	863
	-Previous	1,342		
	-Change %	-50.2		
	-Consensus	939	935	1,061
EBIT	-Revised	378	438	544
	-Previous	991		
	-Change %	-61.9		
	-Consensus	521	618	736
EBITDA	-Revised	783	871	999
	-Previous	1,425		
	-Change %	-45.0		
	-Consensus	998	985	1,046
Net Profit	-Revised	296	343	423
	-Previous	831		
	-Change %	-64.3		
	-Consensus	489	535	654
<b>Margin</b>				
Gross Margin	-Revised	17.1	18.1	19.9
	-Previous	28.4		
EBIT Margin	-Revised	9.7	10.7	12.5
	-Previous	21.0		
EBITDA Margin	-Revised	20.1	21.2	23.1
	-Previous	30.1		
Net Profit Margin	-Revised	7.6	8.3	9.8
	-Previous	17.6		

Unit: IDR bn, %

Source: Company Data, Bloomberg, NHKSI Research

## Management Background

### Dewan Komisaris



**Moleonoto**  
Presiden  
Komisaris

#### Pendidikan

Sarjana Akuntansi dari Universitas Tarumanagara, Jakarta tahun 1987; Sarjana Manajemen, dan Magister Sains bidang Kebijakan Bisnis dan Administrasi dari Universitas Indonesia masing-masing di tahun 1990 dan 2001.

#### Pengalaman

Direktur PT Indofood Sukses Makmur Tbk ("Indofood") (2009-sekarang), Komisaris PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk ("ICBP") (2009-sekarang), Direktur Eksekutif dan Head of Finance & Corporate Services dari Indofood Agri Resources Ltd ("IndoAgri") (2006-sekarang), dan Wakil Direktur Utama PT Salim Ivomas Pratama Tbk ("SIMP") (2004-sekarang). Sebelum bergabung dengan Divisi Perkebunan Grup Indofood sebagai Chief Financial Officer, beliau pernah menjabat berbagai posisi manajemen di Salim Plantations Group (1990-2004).



**Axton Salim**  
Komisaris

#### Pendidikan

Bachelor of Science in Business Administration dari University of Colorado, Amerika Serikat pada tahun 2002.

#### Pengalaman

Direktur di PT Indofood Sukses Makmur Tbk ("Indofood") (2009-sekarang), Direktur PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk ("ICBP") (2009-sekarang), Direktur Non-Eksekutif dari Indofood Agri Resources Ltd ("IndoAgri") (2007-sekarang) dan Gallant Venture Ltd. (2014-sekarang), serta Komisaris SIMP (2007-sekarang). Beliau juga menjabat sebagai Global Co-Chair dari Scaling Up Nutrition (SUN) Business Advisory Group (2014-sekarang) dan Direktur Art Photography Centre Ltd. (2016-sekarang). Sebelumnya, beliau pernah menjabat sebagai Assistant CEO dari Indofood (2007-2009).



**Hendra Widjaja**  
Komisaris

#### Pendidikan

Sarjana di bidang Manajemen dan Keuangan dari Universitas Katolik Atma Jaya di Jakarta pada tahun 1986.

#### Pengalaman

Divisi Corporate Controller PT Indofood Sukses Makmur Tbk ("Indofood") (2012-sekarang) dan Direktur Indofood (2018-sekarang). Beliau juga menjabat sebagai Direktur PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk ("ICBP") (2009-sekarang), Komisaris PT Salim Ivomas Pratama Tbk ("SIMP") (2013-sekarang).



**Alamsyah**  
Komisaris

#### Pendidikan

Sarjana Akuntansi dari Universitas Katolik Parahyangan di Bandung.

#### Pengalaman

Komisaris di PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk ("ICBP") (2009-sekarang), PT Cyberindo Aditama, dan sebagai Direktur PT Lajuperdana Indah (2005-sekarang). Sebelum pengangkatannya sebagai Komisaris ICBP, Bapak Alamsyah pernah menjabat sebagai Senior Corporate Finance Manager PT Net Sekuritas, Corporate Finance Manager PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk ("Indocement") (1996-2002) dan Auditor Senior PT Inti Salim Corpora (1992-1996).



**Edy Sugito**  
Komisaris  
Independen

#### Pendidikan

Sarjana Akuntansi dari Universitas Trisakti, Jakarta.

#### Pengalaman

Komisaris Independen di beberapa perusahaan diantaranya adalah PT Wismilak Inti Makmur Tbk, PT Dharma Satya Nusantara Tbk, dan PT Soechi Lines Tbk. Beliau memulai karirnya sebagai Senior Auditor di Arthur Andersen & Co (1989-1991), dan mengawali karirnya di pasar modal sebagai Operations Manager di PT ABN Amro Asia Securities (1994-1997) dan sebagai Associate Director - Head of Operations di PT Bahana Securities (1997-1998). Bapak Edy Sugito menjabat sebagai Direktur PT Kustodian Sentral Efek Indonesia ("KSEI") (1998-2000), dan selanjutnya Beliau menjabat sebagai Direktur PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia ("KPEI") (2000-2005).



**Timotius**  
Komisaris  
Independen

#### Pendidikan

Sarjana ekonomi di bidang manajemen dan akuntansi dari Universitas Indonesia berturut-turut pada tahun 1984 dan tahun 1992, meraih gelar Master of Management dari Universitas Indonesia pada tahun 1990 serta meraih gelar Doctor di bidang ekonomi pertanian dari Institut Pertanian Bogor pada tahun 2000.

#### Pengalaman

Komite Audit Perseroan (2013-sekarang) dan merangkap sebagai Ketua Komite Audit Perseroan (2018-sekarang), anggota Komite Audit PT Bank Bumi Arta Tbk (2013-sekarang). Sebelum pengangkatannya sebagai Komisaris Independen Perseroan, Bapak Timotius pernah menjabat sebagai Direktur PT Moritas Agrobi (1990-1996), Direktur PT Suprawira Finance (1996-1998), Komisaris PT Kharisma Valas Indonesia (1998-2008), dan Komite Audit PT HM Sampoerna Tbk., (2001-2011).

## Management Background

### Dewan Direksi



**Benny Tjoeng**  
Presiden Direktur

**Pendidikan**

Sarjana Muda Akuntansi di Akademi Akuntansi Jayabaya dan meraih gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Manajemen Keuangan di Universitas Indonesia.

**Pengalaman**

Direktur Utama di beberapa entitas anak Perseroan. Karir beliau berawal sebagai Senior Auditor di SGV Prasetio Utomo Co (1984-1989), untuk selanjutnya bergabung dengan PT United Tractors Tbk sebagai Kepala Departemen Akuntansi (1990-1993) dan menjabat sebagai Kepala Divisi Akuntansi dan Anggaran di PT Astra International Tbk (1993-1996). Selanjutnya beliau menjabat sebagai Direktur di PT Astra Grafi a Tbk pada tahun (1996-1997), menjadi Direktur di PT Astra Agro Lestari Tbk dan memangku berbagai jabatan Komisaris di beberapa anak perusahaan PT Astra Agro Lestari Tbk (1996-2000).



**Tan Agustinus**  
Wakil Presiden  
Direktur I

**Pendidikan**

Sarjana di bidang Akuntansi dari Universitas Tarumanegara di Jakarta pada tahun 1988.

**Pengalaman**

Direktur di PT Salim Ivomas Pratama Tbk ("SIMP") (2004-sekarang) dan beberapa entitas anak Perseroan. Sebelumnya beliau pernah bekerja sebagai Senior Auditor pada Kantor Akuntan Drs. Hans Kartikahadi & Co - Registered Public Accountant (1984-1989), Funding Supervisor di Grup Sadang Mas (1989-1991), Funding Manager (1991-1992) dan Assistant

Vice President - Funding (1992-1996) serta Vice President-Accounting (1996-2013) di Grup Salim Plantations.



**Johnny Ponto**  
Wakil Presiden  
Direktur II

**Pendidikan**

Sarjana Akuntansi dari Universitas Tarumanegara di Jakarta pada tahun 1990.

**Pengalaman**

Direktur PT Salim Ivomas Pratama Tbk ("SIMP") (2009-sekarang) dan di beberapa entitas anak SIMP. Sebelumnya beliau menjabat sebagai Manajer Akuntansi di PT Borsumij Wehry Indonesia (Retail Division) (1989-1990), Manajer Umum dan Administrasi di PT Indomiwon Citra Inti (1991-2000), Manajer Konsolidasi Keuangan di PT Intiboga Sejahtera (2001-2004) dan Direktur PT Bitung Manado Oil Industry dan PT Sawitra Oil Grains (2004-2006).



**Mark Wakeford**  
Direktur

**Pendidikan**

Chartered Accountant di London, Inggris dan Senior Executive Program pada London Business School pada tahun 1998.

**Pengalaman**

Executive Director dan CEO Indofood Agri Resources Ltd ("IndoAgri"), Direktur Utama PT Salim Ivomas Pratama Tbk ("SIMP") (2007-sekarang), Direktur Utama PT Lajuperdana Indah (2010-sekarang). Bapak Mark Julian Wakeford memulai karir pada Kingston Smith & Co. di London, Inggris. Beliau telah bekerja di industri perkebunan sejak tahun 1993, bekerja di perusahaan perkebunan di Indonesia, Papua Nugini dan Thailand. Beliau memulai karir perkebunannya sebagai Direktur Keuangan PT PP London Sumatra Indonesia Tbk ("Lonsum") sebelum bergabung dengan ke Pacific Rim Plantations.



**Joejly Bahroeny**  
Direktur

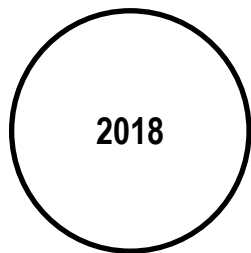
**Pendidikan**

Lulusan Universitas New South Wales, Sydney, dan meraih gelar Magister Management Agrobusiness dari Universitas Sumatera Utara, Medan.

**Pengalaman**

Direktur Lonsum berdasarkan RUPST tahun 2010, 2013 dan terakhir diangkat kembali pada tahun 2016, sebelumnya menjabat sebagai Komisaris Lonsum berdasarkan hasil keputusan RUPSLB pada tahun 2004. Beliau bertanggung jawab membawahi bidang Corporate Human Resources dan General Services Lonsum. Beliau juga menjabat sebagai Ketua Dewan Pembina GAPKI (Gabungan Pengusaha Kelapa Sawit Indonesia) (2015-sekarang).

## Company Milestones



2018

Mencapai total CPO bersertifikasi ISPO  
menjadi sekitar 268.000 ton

2017

Mencapai total CPO bersertifikasi ISPO  
menjadi sekitar 233.000 ton

2011

Pemecahan nilai nominal per saham dari  
Rp500 menjadi Rp100

2007

SIMP dan IndoAgri mengakuisisi Lonsum sebagai  
bagian Grup Agribisnis dari Grup Indofood

1996

Tercatat di Bursa Efek Indonesia

## Financial Summary

### INCOME STATEMENT

(IDR bn)	2019/12A	2020/12F	2021/12F	2022/12F
<b>Revenue</b>	<b>3,699</b>	<b>3,892</b>	<b>4,105</b>	<b>4,333</b>
<i>Growth</i>	-8.0%	5.2%	5.5%	5.6%
COGS	(3,138)	(3,227)	(3,364)	(3,470)
<b>Gross Profit</b>	<b>562</b>	<b>665</b>	<b>741</b>	<b>863</b>
<i>Gross Margin</i>	15.2%	17.1%	18.1%	19.9%
Operating Expenses	(361)	(365)	(385)	(406)
<b>EBIT</b>	<b>301</b>	<b>378</b>	<b>438</b>	<b>544</b>
<i>EBIT Margin</i>	8.1%	9.7%	10.7%	12.5%
Depreciation	387	406	433	455
<b>EBITDA</b>	<b>687</b>	<b>783</b>	<b>871</b>	<b>999</b>
<i>EBITDA Margin</i>	18.6%	20.1%	21.2%	23.1%
Interest Expenses	(1)	(0)	(0)	(0)
<b>EBT</b>	<b>353</b>	<b>394</b>	<b>456</b>	<b>562</b>
Income Tax	(100)	(99)	(114)	(141)
Minority Interest	1	1	1	1
<b>Net Profit</b>	<b>254</b>	<b>296</b>	<b>343</b>	<b>423</b>
<i>Growth</i>	-23.4%	16.7%	15.6%	23.3%
<i>Net Profit Margin</i>	6.9%	7.6%	8.3%	9.8%

### PROFITABILITY & STABILITY

	2019/12A	2020/12F	2021/12F	2022/12F
ROE	3.0%	3.5%	4.0%	4.9%
ROA	2.5%	2.9%	3.2%	3.8%
ROIC	3.0%	3.5%	4.0%	4.9%
Cash Dividend (IDR bn)	389	350	308	411
Dividend Yield	3.8%	5.7%	5.0%	6.7%
Payout Ratio	117.3%	137.8%	104.0%	119.9%
DER	20.3%	22.7%	24.3%	28.1%
Net Gearing	6.3%	8.6%	7.4%	7.5%
LT Debt to Equity	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Capitalization Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Equity Ratio	83.1%	81.5%	80.5%	78.1%
Debt Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Financial Leverage	120.3%	122.7%	124.3%	128.1%
Current Ratio	469.7%	375.5%	459.2%	474.9%
Par Value (IDR)	100	100	100	100
Total Shares (mn)	6,823	6,823	6,823	6,823
Share Price (IDR)	1,495	900	900	900
Market Cap (IDR tn)	10.2	6.1	6.1	6.1

### BALANCE SHEET

(IDR bn)	2019/12A	2020/12F	2021/12F	2022/12F
Cash	1,132	1,353	1,461	1,616
Receivables	367	320	405	360
Inventories	342	352	361	373
<b>Total Current Assets</b>	<b>2,192</b>	<b>2,388</b>	<b>2,584</b>	<b>2,709</b>
Net Fixed Assets	6,328	6,273	6,590	6,732
Other Non Current Asset	432	426	429	432
<b>Total Assets</b>	<b>10,225</b>	<b>10,360</b>	<b>10,767</b>	<b>11,110</b>
Payables	235	242	255	257
ST Bank Loan	-	-	-	-
LT Debt	-	-	-	-
<b>Total Liabilities</b>	<b>1,727</b>	<b>1,915</b>	<b>2,103</b>	<b>2,434</b>
Capital Stock	1,713	1,713	1,713	1,713
Retained Earnings	6,772	6,718	6,938	6,949
<b>Total Equity</b>	<b>8,499</b>	<b>8,445</b>	<b>8,664</b>	<b>8,676</b>

### VALUATION INDEX

	2019/12A	2020/12F	2021/12F	2022/12F
Price/Earnings	40.2x	20.7x	17.9x	14.5x
Price/Book Value	1.2x	0.7x	0.7x	0.7x
Price/Sales	2.8x	1.6x	1.5x	1.4x
PE/EPS Growth	-1.7x	1.2x	1.1x	0.6x
EV/EBITDA	15.7x	8.3x	7.3x	6.2x
EV/EBIT	35.9x	17.2x	14.6x	11.5x
EV (IDR bn)	10,781	6,502	6,394	6,239
Sales CAGR (3-Yr)	-1.3%	-6.3%	0.7%	5.4%
EPS CAGR (3-Yr)	-24.6%	-27.1%	1.1%	18.5%
Basic EPS (IDR)	37	43	50	62
Diluted EPS (IDR)	37	43	50	62
BVPS (IDR)	1,246	1,238	1,270	1,272
Sales PS (IDR)	542	570	602	635
DPS (IDR)	57	51	45	60

### CASH FLOW STATEMENT

(IDR bn)	2019/12A	2020/12F	2021/12F	2022/12F
Operating Cash Flow	480	897	613	916
Investing Cash Flow	(861)	(510)	(198)	(350)
Financing Cash Flow	(151)	(350)	(308)	(411)
<b>Net Changes in Cash</b>	<b>(532)</b>	<b>37</b>	<b>107</b>	<b>155</b>

### TOP OWNERSHIP

By Geography	% Shareholders	%
Indonesia	91.9 Salim Ivomas Pratama	59.5
United States	7.2 Dimensional Fund	1.7
Ireland	0.4 Vanguard Group	1.4
Singapore	0.2 Blackrock	0.9

Source: Company Data, NHKSI Research

## Closing &amp; Target Price Update



Source: Bloomberg, NHKSI Research

## Rating &amp; Target Price Update

Date	Rating	Target Price	Consensus
2017.03.13	Buy	IDR2,000	IDR1,816
2017.07.10	Buy	IDR1,970	IDR1,705
2017.10.12	Buy	IDR1,970	IDR1,700
2018.01.05	Buy	IDR1,540	IDR1,750
2018.05.16	Buy	IDR1,380	IDR1,100
2018.08.30	Buy	IDR1,680	IDR1,364
2018.10.05	Buy	IDR1,380	IDR1,170
2020.05.20	Buy	IDR900	IDR1,157

Source: NHKSI Research

---

**NHKSI Stock Ratings**

---

- Based on a stock's forecasted absolute return over a period of 12 months from the date of publication.
  - Buy: greater than +15%, Hold: -15% to +15%, Sell: less than -15%.
  - This document is strictly confidential and is being supplied to you solely for your information. The recipients of this report must make their own independent decisions regarding any securities or financial instruments mentioned herein. This document may not be quoted, reproduced, exhibited, redistributed, transmitted, edited, translated, or published, in whole or in part, for any purpose without notice. Any failure to comply with this restriction may constitute a violation of civil or criminal laws.
- 

**Disclaimer**

---

This report and any electronic access hereto are restricted and intended only for the clients and related entities 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 be suitable for all investors. Although the information hereof is obtained from reliable sources, its accuracy and completeness cannot be guaranteed. PT NH Korindo Sekuritas Indonesia, its affiliated companies, employees, and agents are held harmless from 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 are liable for errors, omissions, misstatements, negligence, inaccuracy contained herein. All rights reserved by PT NH Korindo Sekuritas Indonesia.

---