

# PT Vale Indonesia Tbk

## Robust Business Outlook Following Contract Extension

**Reliance**  
Sekuritas Indonesia

### Ekspektasi Penurunan ASP Didorong Pelemahan Ekonomi China

INCO mencatatkan pertumbuhan pada *top line* sebesar 16,73% YoY menjadi USD659 juta pada 1H23. Volume penjualan naik 22,98% YoY mencapai 32.221 ton *inline* dengan target volume penjualan kami sebesar 69,109 ton pada FY23F didorong oleh kapasitas produksi yang telah normal setelah selesainya perbaikan pada Tanur Listrik 4. Sementara itu, penurunan pada harga nikel berdampak pada ASP INCO yang mengalami penurunan 5,09% YoY menjadi USD19.836/ton. Kami memproyeksi harga nikel masih akan cenderung mengalami penurunan ditengah melemahnya ekonomi China dan penurunan pada industry manufaktur *stainless steel*. Sementara dari bottom line, INCO berhasil menurunkan *cost of revenue* menjadi USD210 juta pada 2Q23 atau turun 7,88% QoQ ditengah strategi perusahaan yang mengalihkan bahan baku ke batubara setelah penurunan yang signifikan pada harga acuan coal. Kami melihat penurunan pada harga minyak dan batubara akan berdampak pada penurunan COGS sehingga kami memproyeksi GPM INCO akan tumbuh menjadi 30,46% pada FY23F.

### Pembangunan smelter Pomala dan Bahadopi direncanakan selesai Tahun 2025

INCO telah memulai pengerjaan *groundbreaking* pada proyek smelter HPAL Pomala dan smelter RKEF di blok Bahadopi yang di estimasikan dapat selesai pada tahun 2025. Smelter Pomala akan memiliki kapasitas sebesar 120 ribu ton nikel MHP sedangkan smelter Bahadopi memiliki kapasitas mencapai 73 ribu ton nikel FeNi yang akan menggunakan LNG sebagai energi utama sehingga akan dapat mengurangi ketergantungan INCO dalam penggunaan batubara dan minyak. Sementara itu, INCO juga telah menandatangani kerja sama dengan Ford Motor untuk menyuplai bahan baku untuk produksi 2 juta EV pada tahun 2026.

### Perkembangan divestasi saham INCO

Hasil rapat dengan INCO dan DPR pada Selasa (29/08), Vale Canada dan SMM memberikan penawaran divestasi saham sebesar 14% kepada MIND ID sebagai salah satu kewajiban untuk melakukan perpanjangan kontrak menjadi IUPK, sehingga kemilikan pemerintah akan menjadi 34%. MESDM memberikan waktu paling lambat akhir 2024 untuk INCO agar dapat melakukan submit proposal divestasi.

### Rating neutral dengan target harga di Rp6,725

Kami memberikan rating neutral pada INCO dengan potensi kenaikan sebesar 13,50% di target harga Rp6.725 dengan menggunakan metode *blended valuation* DCF dan EV/EBITDA dengan *equity value* sebesar Rp66.84 triliun. *Target price* tersebut merefleksikan P/E untuk FY23F-FY24F masing-masing sebesar 17.10x-20,78x. Saat ini INCO diperdagangkan di level P/E sebesar 15,07x. Resiko investasi pada rekomendasi kami diantaranya: 1) Perbaikan kembali atau maintaining Tanur, 2) Penurunan pada harga nikel, 3) Pelemahan pada permintaan nikel, 4) Penundaan pengerjaan proyek smelter Pomala dan Bahadopi.

### Key Metrics

Key Financial	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Revenue (USD Ribuan)	764,744	953,174	1,179,452	1,205,432	1,120,277	1,154,850
Gross Profit (USD Ribuan)	124,379	248,851	313,567	367,213	308,686	341,017
Net Income (USD Ribuan)	82,819	165,797	200,401	258,729	214,417	238,027
EBITDA (USD Ribuan)	123,038	223,054	302,983	341,531	304,400	316,254
Gross Margin (%)	16.26%	26.11%	26.59%	30.46%	27.55%	29.53%
Net Margin (%)	10.83%	17.39%	16.99%	21.46%	19.14%	20.61%
EPS (IDR)	121.50	238.81	299.93	393.18	323.69	359.33
EV/EBITDA (x)	15.67	13.41	11.97	9.24	9.74	8.77
P/E (x)	27.97	21.08	21.23	15.07	18.30	16.49
PBV (x)	1.15	1.62	1.81	1.53	1.42	1.31

# NEUTRAL

**Target Price: Rp6.725**  
Upside : 13,50%

<b>Last Price:</b>	Rp5.925
<b>Ticker Code:</b>	INCO
<b>Sector:</b>	Basic Materials
<b>Sub Sector:</b>	Metal Mining
<b>Shares:</b>	9.936 juta
<b>Market Cap:</b>	Rp58,87 tn
<b>1Y Low - High:</b>	5.200 – 7.300

### Major Shareholders:

Vale Canada	43,79%
MIND ID	20,00%
Sumitomo Metal Mining	15,03%
Masyarakat	21,18%

### Relative performance vs IHSG:



### Brief Company Profile:

INCO merupakan perusahaan penghasil nikel yang memiliki beberapa tambang di wilayah konsesi Blok Sorowako, Blok Bahadopi, Blok Pomala, dan Blok Sua-Sua di Provinsi Sulawesi. Hingga akhir 2022, INCO memiliki cadangan mineral terbukti sebesar 65.80 juta ton dan cadangan mineral terkira sebesar 45.74 juta ton.

**Ayu Dian**

ayu.fauzia@reliancesekuritas.com

**Grafik 2: INCO 1H23 Result**

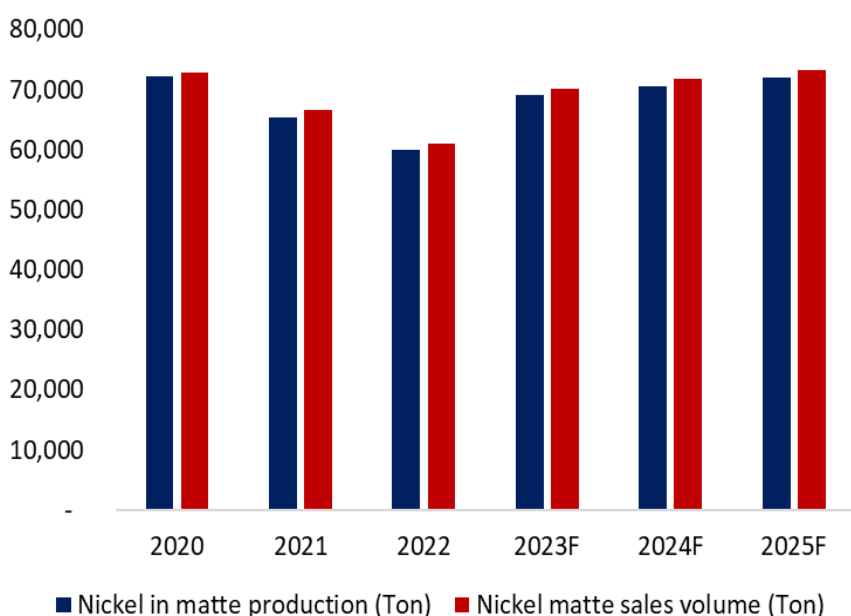
INCO 1H23 Result	1Q23	2Q23	% QoQ	1H22	1H23	% YoY	2023F	Runrate to FY23F
Revenue (USD Ribuan)	363,180	295,787	-18.56%	564,536	658,967	16.73%	1,205,432	54.67%
Gross profit (USD Ribuan)	134,936	85,539	-36.61%	208,223	220,475	5.88%	367,213	60.04%
Net profit (USD Ribuan)	98,153	70,363	-28.31%	150,455	168,516	12.00%	258,729	65.13%
% GPM	37.15%	28.92%		36.88%	33.46%		30.46%	
% NPM	27.03%	23.79%		26.65%	25.57%		21.46%	

**Operasional Result**

Nickel production (Ton)	16,769	16,922	0.91%	26,394	33,691	27.65%	69,109	48.75%
Nickel sales (Ton)	16,758	16,463	-1.76%	27,013	33,221	22.98%	70,247	47.29%
Nickel ASP (USD / Ton)	21,672	17,967	-17.10%	20,899	19,836	-5.09%	17,160	

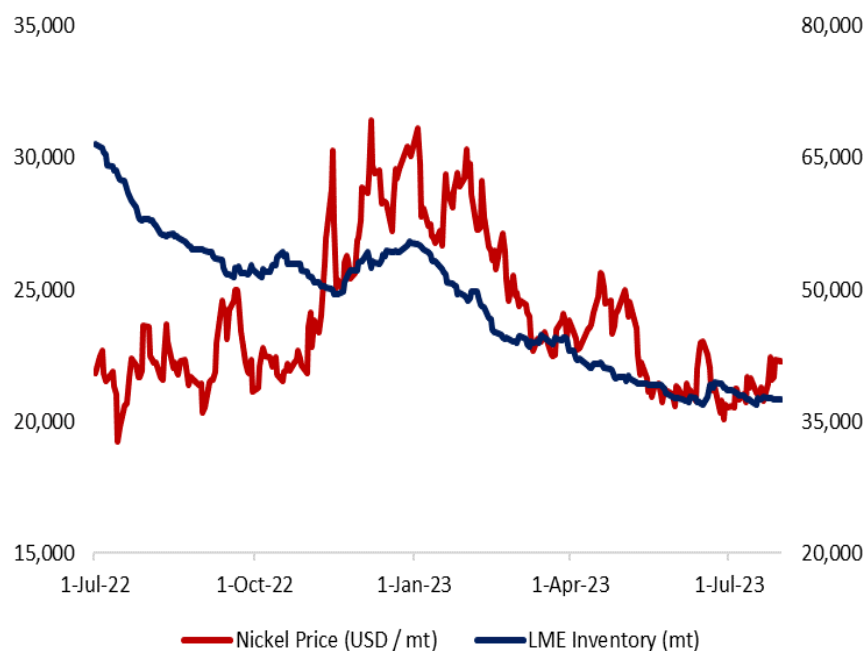
Sumber: INCO, Reli Research

**Grafik 3: INCO Nickel Production & Sales**



Sumber: INCO, Reli Research

**Grafik 4: Nickel Price & LME Nickel Stock**



Sumber: LME, Investing

**Grafik 3: INCO EV/EBITDA**



Sumber: Reli Research

**Grafik 4: INCO P/E**



Sumber: Reli Research



## Valuation

Valuation	Base Value (USD ribu)	Target Multiple	Value (IDR Ribu)	Weight (%)	Equity Value (IDR ribu)
DCF	5,047,412		75,812,133,324	60%	45,487,279,995
EV/EBITDA	341,531	8.2	53,387,089,206	40%	21,354,835,682
<b>Total Value (IDR ribu)</b>					<b>66,842,115,677</b>
Share (Ribu)					9,936,339
<b>Target Price (IDR)</b>					<b>6,727</b>
Current Price (IDR)					5,925
<b>Potential Upside (%)</b>					<b>13.50%</b>

## Financial summary

Balance Sheet (USD Ribu)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Cash and cash equivalents	388,682	508,327	634,042	747,041	966,460	1,156,445
Trade receivables	60,040	101,987	141,377	192,283	164,059	149,877
Inventories	144,487	162,023	155,753	177,119	168,631	171,276
Fixed assets	1,479,146	1,518,963	1,549,857	1,592,493	1,630,620	1,688,308
Others	242,303	181,528	177,087	194,970	174,862	183,523
<b>Total Assets</b>	<b>2,314,658</b>	<b>2,472,828</b>	<b>2,658,116</b>	<b>2,903,906</b>	<b>3,104,632</b>	<b>3,349,430</b>
Trade payables	113,095	122,244	115,594	117,412	116,374	121,989
ST debt	66	1,441	1,816	1,758	1,702	1,707
LT debt	-	3,310	3,918	3,793	3,672	3,682
Others	181,109	191,372	182,008	227,554	215,079	216,219
<b>Total Liabilities</b>	<b>294,270</b>	<b>318,367</b>	<b>303,336</b>	<b>350,517</b>	<b>336,827</b>	<b>343,598</b>
Share capital	136,413	136,413	136,413	136,413	136,413	136,413
Additional paid-in capital	277,760	277,760	277,760	277,760	277,760	277,760
Retained earning	1,606,205	1,740,278	1,940,597	2,139,206	2,353,622	2,591,649
Non-controlling interest	10	10	10	10	10	10
<b>Total Equity</b>	<b>2,020,388</b>	<b>2,154,461</b>	<b>2,354,780</b>	<b>2,553,389</b>	<b>2,767,805</b>	<b>3,005,832</b>

Income Statement (USD Ribu)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Revenue</b>	<b>764,744</b>	<b>953,174</b>	<b>1,179,452</b>	<b>1,205,432</b>	<b>1,120,277</b>	<b>1,154,850</b>
Cost of revenue	(640,365)	(704,323)	(865,885)	(838,219)	(811,590)	(813,832)
<b>Gross Profit</b>	<b>124,379</b>	<b>248,851</b>	<b>313,567</b>	<b>367,213</b>	<b>308,686</b>	<b>341,017</b>
Operating expenses	(20,525)	(25,827)	(41,538)	(36,163)	(35,016)	(34,822)
<b>Operating Profit</b>	<b>103,854</b>	<b>223,024</b>	<b>272,029</b>	<b>331,050</b>	<b>273,671</b>	<b>306,195</b>
Finance income	4,472	2,714	10,691	20,394	18,918	18,381
Finance cost	(3,681)	(5,093)	(6,901)	(6,473)	(6,700)	(7,207)
<b>Profit Before Income Tax</b>	<b>104,645</b>	<b>220,645</b>	<b>275,819</b>	<b>344,971</b>	<b>285,889</b>	<b>317,369</b>
Income tax benefit/(expense)	(21,826)	(54,848)	(75,418)	(86,243)	(71,472)	(79,342)
<b>Profit For The Year</b>	<b>82,819</b>	<b>165,797</b>	<b>200,401</b>	<b>258,729</b>	<b>214,417</b>	<b>238,027</b>

Cashflow (USD Ribu)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Net Income	82,819	165,797	200,401	258,729	214,417	238,027
DnA	19,184	30	30,954	10,481	30,730	10,059
Change in Working Capital	66,416	(50,334)	(39,770)	(70,455)	35,674	17,153
Change in Others	(18,741)	38,524	5,609	(1,642)	4,258	(1,729)
<b>Total CFO</b>	<b>149,678</b>	<b>154,017</b>	<b>197,194</b>	<b>197,113</b>	<b>285,078</b>	<b>263,510</b>
Capex	(30,868)	(39,847)	(61,848)	(53,116)	(68,857)	(67,747)
Change in Others	27,373	22,251	(1,168)	(16,241)	15,850	(6,933)
<b>Total CFI</b>	<b>(3,495)</b>	<b>(17,596)</b>	<b>(63,016)</b>	<b>(69,357)</b>	<b>(53,007)</b>	<b>(74,680)</b>
Short-term Debt	(881)	1,375	375	(58)	(56)	5
Long-term Debt	(173)	3,310	608	(125)	(120)	10
Equity Financing	-	-	-	-	-	-
Dividend	-	(33,128)	-	(60,120)	-	-
Others	(1,348)	10,263	(9,364)	45,546	(12,475)	1,140
<b>Total CFF</b>	<b>(2,402)</b>	<b>(18,180)</b>	<b>(8,381)</b>	<b>(14,757)</b>	<b>(12,652)</b>	<b>1,155</b>
<b>Net cashflow</b>	<b>143,781</b>	<b>118,241</b>	<b>125,797</b>	<b>112,999</b>	<b>219,420</b>	<b>189,985</b>
Cash beginning	249,035	388,682	508,327	634,042	747,041	966,460
Adjustment	(4,134)	1,404	(82)	-	-	-
<b>Cash ending</b>	<b>388,682</b>	<b>508,327</b>	<b>634,042</b>	<b>747,041</b>	<b>966,460</b>	<b>1,156,445</b>

Sumber: INCO, Reli Research

## Head Office

**Reliance Building**  
Soho Westpoint, Kota Kedoya  
Jl. Macan Kav 4-5, Kedoya Utara  
Kebon Jeruk  
T. +62 21 2952 0558  
F. +62 21 2911 9951

## Research Team

**Lukman Hakim**, Sr. Research Analyst  
[lukman@reliancesekuritas.com](mailto:lukman@reliancesekuritas.com)

**Ayu Dian**, Research Analyst  
[ayu.fauzia@reliancesekuritas.com](mailto:ayu.fauzia@reliancesekuritas.com)

## Branch Office

**Jakarta**  
Soho Westpoint, Kota Kedoya  
Jl. Macan Kav 4-5 Kedoya Utara Kebon Jeruk  
T. +62 21 2952 0558  
F. +62 21 2911 9951

**Bandung**  
Jl. PH.H. Mustofa No. 33,  
Bandung, Jawa Barat 40115  
T. +62 22 721 8200  
F. +62 22 721 9603

**Surabaya**  
Jl. Bangka No. 22  
Surabaya 60281  
T. +62 31 501 1128  
F. +62 31 503 3196

**Pontianak**  
Komp. Perkantoran Central  
Perdana Blok A2-A3  
Jl. Perdana – Kota Pontianak,  
Kalimantan Barat 78124

**Tasikmalaya**  
Ruko Tasik Indah Plaza No.21  
Jl. KHZ Mustofa No. 345  
Tasikmalaya 46121  
T. +62 265 345001  
F. +62 265 345003

**Denpasar**  
Dewata Square Blok A3  
Jl. Letda Tantular Renon  
Denpasar 802361  
T. +62 361 225099  
F. +62 361 245099

**Malang**  
Jl. Guntur No. 19  
Malang 65112  
T. +62 341 347 611  
F. +62 341 347 615

**Balikpapan**  
Ruko Puri Blok B No.9  
Balikpapan baru  
Kalimantan Timur  
T. +62 542 8708347

**Medan**  
Jl. Teuku Amir Hamzah  
No.48-O  
Medan 20117  
T. +62 61 6638023

## IDX Corner & Investment Gallery

**Universitas Muhammadiyah Malang**  
Jl. Raya Tlogomas 246  
Malang 65144  
T. +62 341 464318-9  
F. +62 341 460435

**Universitas Pesantren Tinggi Darul Ulum**  
Komplek PP Darul Ulum  
Peterongan, Jombang 61481  
T. +62 321 873655  
F. +62 321 876771

**Universitas Galuh**  
Jl. RE Martadinata No. 150  
Ciamis 46274  
T. +62 265 776787

**Universitas Surabaya**  
Jl. Ngagel Jaya Selatan No. 169  
Surabaya 60294  
T. +62 31 2981130  
F. +62 31 2981131

**STIESIA Surabaya**  
Jl. Menur Pumpungan 30  
Surabaya  
T. +62 31 5947505  
F. +62 31 5932218

**STIKOM BALI**  
Jl. Raya Puputan No. 86, Renon,  
Denpasar Timur, kota Denpasar  
Bali-80234  
T. +62 361 244445

**Universitas 17 Agustus 1945 Banyuwangi**  
Jl. Adi Sucipto 26 Banyuwangi  
JawaTimur  
T. +62 333 411248  
F. +62 333 419163

**Universitas Muhammadiyah Sidoarjo**  
Fakultas Ekonomi  
Jl. Majapahit 666 B  
Sidoarjo, JawaTimur  
T. +62 31 8945444  
F. +62 31 8949333

**Universitas Siliwangi Tasikmalaya**  
Jl. Siliwangi No. 24  
Tasikmalaya 46151  
T. +62 265 330634

### Analyst Rating

**BUY** : Expected return of 2x Risk Free or more within a 12-month period  
**NEUTRAL** : Expected return between -1.9x and 1.9x Risk Free  
**SELL** : Expected return of -2x Risk Free or more within a 12-month period  
**NON-RATED** : Analysts do not express any trading recommendation

### Disclaimer:

Information, opinions and recommendations contained in this document are presented by PT Reliance Sekuritas Indonesia Tbk. from sources that are deemed reliable and dependable. This document is not an offer, invitation or any kind of representations to decide to buy or sell any securities, and should not be considered as an offer or invitation to sell. Investment decisions taken based on this document is not the responsibility of PT Reliance Sekuritas Indonesia Tbk. The recipient of this report must make their own independent judgement regarding any securities mentioned herein. PT Reliance Sekuritas Indonesia Tbk. reserves the right to change the contents of this document at any time without prior notice. Where the publication does not contain ratings, the material should not be construed as research but is offered as factual commentary. It is not intended to, nor should it be used to form an investment opinion about the non-rated companies.