

PT Vale Indonesia Tbk

New Chapter After Divestment

Reliance
Sekuritas Indonesia

Costs were slightly above our expectations but margins remaind solid

Pada FY23, INCO membukukan pendapatan sebesar USD 1,23 juta (+4,5% YoY), *relative in-line* dengan ekspektasi kami sebesar USD 1,21 juta. Kenaikan penjualan didorong realisasi yang lebih tinggi dimana *sales volume* tumbuh 16,7% YoY menjadi 71,1 ribu ton. Beban produksi naik menjadi USD 855 ribu (+2,4% YoY) didorong peningkatan pada pemakaian HSFO pada 4Q23 akibat perbaikan pada *coal mill*, namun realisasi harga minyak dan batubara yang lebih rendah dibanding 2022 berdampak positif pada GPM INCO yang tumbuh 28,2%. *Bottom line* berhasil tumbuh menjadi USD 274 juta (+36,9% YoY) yang disebabkan adanya keuntungan investasi pada KNI (Kolaka Nickel Indonesia), sementara profit dari core bisnis berhasil tumbuh menjadi USD 250 juta (+24,6% YoY).

Lower profit estimates due to limited sales volume

Kami memperkirakan pendapatan INCO pada FY24F sebesar USD 1,10 juta (-10,6% YoY) didorong oleh ASP nikel yang berpotensi lebih rendah sebesar USD 15.467 per ton, sedangkan INCO menargetkan produksi sebesar 70,8 juta ton pada FY24F, *relative* stagnan dari realisasi produksi pada FY23 dikarenakan akan adanya perbaikan alat produksi. Kami memperkirakan sales volume pada FY24F sebesar 71,2 juta ton atau naik 0,15% YoY didorong permintaan yang lebih rendah akibat pelambatan ekonomi global. Sementara itu, di tengah landainya sales volume kami melihat adanya kenaikan pada working capital seiring imbas potensi timbulnya kenaikan pada biaya pemeliharaan akibat kenaikan inventori.

MIND ID hold 34% of INCO's share

MIND ID telah resmi mengambil alih divestasi INCO sebanyak 14% dengan harga Rp3.050/saham sehingga kepemilikan MIND ID menjadi 34%. Divestasi ini menjadi kepastian perpanjangan izin pertambangan INCO menjadi IUPK dan akan berdampak pada berlanjutnya pembangunan smelter HPAL dan RKEF, selain itu pemerintah mendapat wewenang untuk mengawal jalannya tahap pembangunan sehingga kami melihat jalannya proyek dapat terealisasi sesuai target yang akan berdampak positif bagi nilai tambah INCO ditahun mendatang. Selain itu dengan masuknya pemerintah dalam hal ini MIND ID, INCO berpotensi untuk membagikan dividen secara reguler.

BUY Rating, Target Price Rp4.790

Kami merekomendasi buy pada INCO dengan target harga Rp4.790, potential upside sebesar 16,55% berdasarkan metode *blended valuation* DCF dan EV/EBITDA dengan *equity value* sebesar Rp47,62 triliun. *Target price* tersebut merefleksikan P/E untuk FY23F-FY24F masing-masing sebesar 15,83x-15,47x. Saat ini INCO diperdagangkan di level P/E sebesar 13,58x. Risiko investasi pada rekomendasi kami diantaranya: 1) Penurunan pada harga nikel, 2) Pelemahan pada permintaan nikel, 3) Perkembangan lithium dan *lower cost* yang lebih rendah dari pemakaian nikel untuk baterai EV.

Key Metrics

Key Financial	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue (USD Ribu)	953,174	1,179,452	1,232,263	1,101,446	1,119,689	1,192,825
Gross Profit (USD Ribu)	248,851	313,567	347,023	264,860	278,822	320,446
Net Income (USD Ribu)	165,797	200,401	274,334	193,968	205,074	235,023
EBITDA (USD Ribu)	329,823	422,120	503,714	392,663	412,497	455,902
Gross Margin (%)	26.11%	26.59%	28.16%	24.05%	24.90%	26.86%
Net Margin (%)	17.39%	16.99%	22.26%	17.61%	18.32%	19.70%
EPS (IDR)	238.81	299.93	419.50	302.58	309.58	354.79
EV/EBITDA (x)	9.07	8.59	4.22	6.82	7.19	6.30
P/E (x)	21.08	21.23	10.27	15.83	15.47	13.50
PBV (x)	1.62	1.81	1.10	1.13	1.10	1.03

BUY

Target Price: Rp4.790
Upside : 16,55%

Last Price:	Rp4.110
Ticker Code:	INCO
Sector:	Basic Materials
Sub Sector:	Metal Mining
Shares:	9.936 juta
Market Cap:	Rp39,65 tn
1Y Low - High:	3.610 – 7.350

Major Shareholders:

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

Relative performance vs IHSIG:



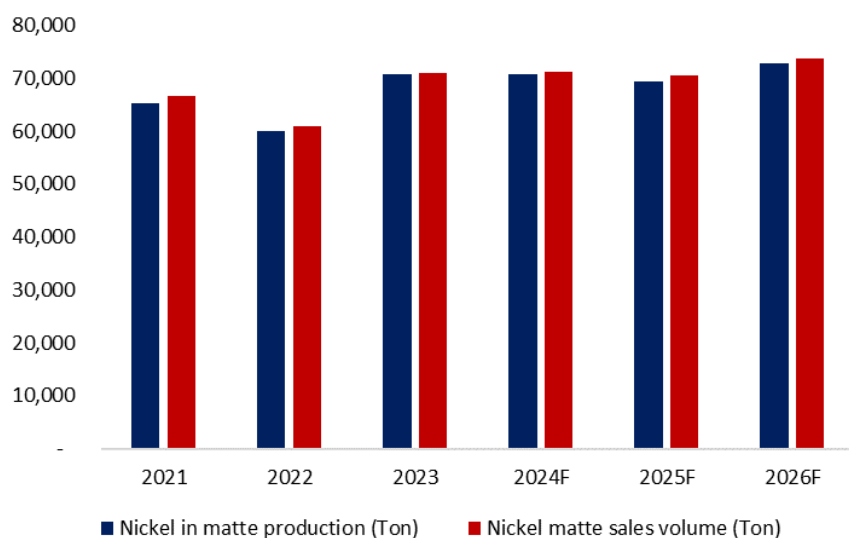
Brief Company Profile:

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. Saat ini, INCO Tengah menggarap proyek smelter HPAL di blok Pomala & Sorowako dan smeltek RKEF Bahadopi yang diestimasi selesai pada 2025-2026.

Ayu Dian

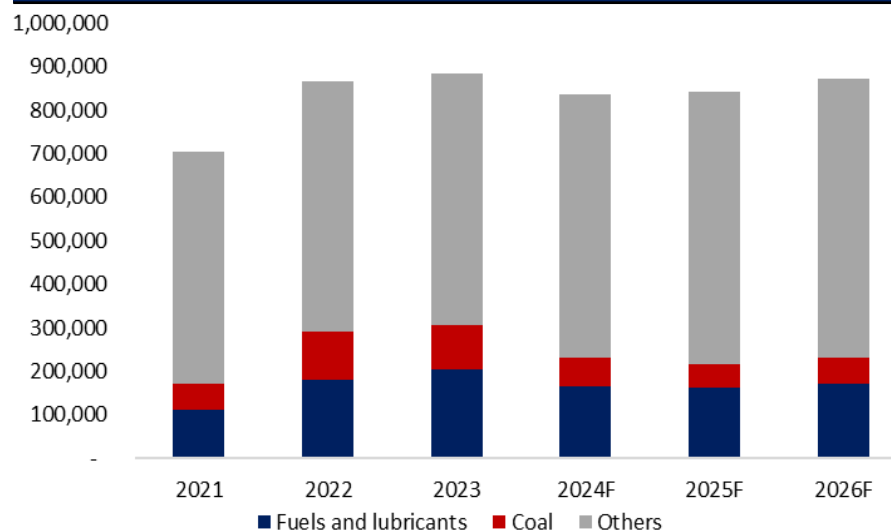
ayu.fauzia@reliancesekuritas.com

Grafik 3: INCO Nickel Production & Sales



Sumber: INCO, Reli Research

Grafik 4: Cost Of Revenue (USD Ribuan)



Sumber: INCO, Reli Research

Grafik 3: INCO EV/EBITDA



Sumber: Reli Research

Grafik 4: INCO P/E



Sumber: Reli Research

Grafik 2: INCO Operational Summary And Assumption

Operational Summary	2022A	2023A	% YoY	2024F	% YoY
Production (Ton)	60,090	70,728	17.7%	70,800	0.10%
Sales Volume (Ton)	60,960	71,108	16.6%	71,213	0.15%
ASP (USD ribu/ton)	19.348	17.329	-10.4%	15.467	-10.74%
HSFO volume (Juta barel)	1.46	1.65	13.4%	1.47	-11.30%
HSD volume (Juta liter)	58.25	68.03	16.8%	68.10	0.10%
Coal volume (Ton)	292,341	385,707	31.9%	373,208	-3.24%
AVG HSFO Price (USD/barel)	85.72	83.01	-3.2%	75.40	-9.17%
AVG HSD Price (USD/liter)	0.88	0.92	5.1%	0.73	-20.74%
AVG Coal Price (USD/ton)	328	264	-19.6%	179	-32.28%

Sumber: INCO, Reli Research

Valuation

Valuation	Base Value (USD ribu)	Target Multiple	Value (IDR Ribuan)	Weight (%)	Equity Value (IDR ribu)
DCF	2,845,760		44,393,860,386	60%	26,636,316,232
EV/EBITDA	392,663	7.1	52,466,113,999	40%	20,986,445,600

Total Value (IDR ribu)	47,622,761,831
Share (Ribuan)	9,936,339
Target Price (IDR)	4,793
Current Price (IDR)	4,110
Potential Upside (%)	16.55%



Financial summary

Balance Sheet (USD Ribu)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Cash and cash equivalents	508,327	634,042	698,795	575,638	527,068	453,545
Trade receivables	101,987	141,377	101,813	165,110	153,696	144,973
Inventories	162,023	155,753	155,946	173,099	170,929	178,888
Fixed assets	1,518,963	1,549,857	1,695,531	1,875,308	2,096,477	2,366,010
Others	181,528	177,087	273,914	278,400	282,697	294,795
Total Assets	2,472,828	2,658,116	2,925,999	3,067,555	3,230,867	3,438,212
Trade payables	122,244	115,594	140,827	119,171	122,471	132,273
ST debt	1,441	1,816	5,543	1,997	2,169	2,682
LT debt	3,310	3,918	3,078	2,909	2,721	3,387
Others	191,372	182,008	212,014	223,767	219,736	228,081
Total Liabilities	318,367	303,336	361,462	347,844	347,096	366,423
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	1,740,278	1,940,597	2,150,364	2,305,538	2,469,597	2,657,616
Non-controlling interest	10	10	-	-	-	-
Total Equity	2,154,461	2,354,780	2,564,537	2,719,711	2,883,770	3,071,789

Income Statement (USD Ribu)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	953,174	1,179,452	1,232,263	1,101,446	1,119,689	1,192,825
Cost of revenue	(704,323)	(865,885)	(885,240)	(836,586)	(840,867)	(872,379)
Gross Profit	248,851	313,567	347,023	264,860	278,822	320,446
Operating expenses	(25,827)	(41,538)	(44,865)	(35,679)	(36,054)	(37,397)
Operating Profit	223,024	272,029	302,158	229,181	242,769	283,049
Finance income	2,714	10,691	35,753	11,299	12,620	13,136
Finance cost	(5,093)	(6,901)	(10,099)	(6,567)	(6,667)	(7,532)
Profit Before Income Tax	220,645	275,819	352,523	258,623	273,432	313,364
Income tax benefit/(expence)	(54,848)	(75,418)	(78,189)	(64,656)	(68,358)	(78,341)
Profit For The Year	165,797	200,401	274,334	193,968	205,074	235,023

Cashflow (USD Ribu)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Net Income	165,797	200,401	274,334	193,968	205,074	235,023
DnA	30	30,954	(16,974)	3,770	3,805	3,821
Change in Working Capital	(50,334)	(39,770)	64,604	(102,106)	16,884	10,566
Change in Others	38,524	5,609	(17,935)	(27,655)	(1,726)	781
Total CFO	154,017	197,194	304,029	67,978	224,037	250,191
Capex	(39,847)	(61,848)	(128,700)	(183,547)	(224,974)	(273,354)
Change in Others	22,251	(1,168)	(78,892)	23,169	(2,571)	(12,879)
Total CFI	(17,596)	(63,016)	(207,592)	(160,379)	(227,545)	(286,234)
Short-term Debt	1,375	375	3,727	(3,546)	172	513
Long-term Debt	3,310	608	(840)	(169)	(188)	667
Equity Financing	-	-	-	-	-	-
Dividend	(33,128)	-	(60,120)	(38,794)	(41,015)	(47,005)
Others	10,263	(9,364)	29,996	11,753	(4,031)	8,345
Total CFF	(18,180)	(8,381)	(27,237)	(30,756)	(45,062)	(37,480)
Net cashflow	118,241	125,797	69,200	(123,157)	(48,571)	(73,522)
Cash beginning	388,682	508,327	634,042	698,795	575,638	527,068
Adjustment	1,404	(82)	(4,447)	-	-	-
Cash ending	508,327	634,042	698,795	575,638	527,068	453,545

Key Ratio	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue growth	24.64%	23.74%	4.48%	-10.62%	1.66%	6.53%
Net profit growth	100.19%	20.87%	36.89%	-29.30%	5.73%	14.60%
EPS growth	100.19%	20.87%	36.85%	-29.27%	5.73%	14.60%
GPM	26.11%	26.59%	28.16%	24.05%	24.90%	26.86%
NPM	17.39%	16.99%	22.26%	17.61%	18.32%	19.70%
ROA (x)	0.39	0.44	0.42	0.36	0.35	0.35
ROE (x)	0.44	0.50	0.48	0.40	0.39	0.39
DER (x)	0.15	0.13	0.14	0.13	0.12	0.12
DAR (x)	0.13	0.11	0.12	0.11	0.11	0.11

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

Ayu Dian, Research Analyst
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

Universitas Siliwangi Tasikmalaya

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

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

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.