Vale Indonesia Tbk (INCO IJ)
Ekspansi Menjadi Kunci

Company Report | Jun 25, 2019

Penurunan Performa di Awal Tahun

INCO membukukan rugi bersih sebesar USD20,2 juta sepanjang 1Q19, menurun jika dibandingkan dengan performa 4Q18 yang menghasilkan laba bersih sebesar USD5,3 juta dan 1Q18 sebesar USD6,8 juta. Kinerja laba meleset dari target kami sebelumnya sebesar USD34,3 juta. Penjualan 1Q19 sebesar USD126,4 juta menurun 36% q-q dari penjualan 4Q18 sebesar USD197,3 juta dan lebih rendah 26% q-q dari penjualan 1Q18 sebesar USD170,5 juta. Produksi INCO menurun 36,4% menjadi 13.080 tons dibandingkan pada 4Q18 sebesar 20.579 tons.

Revisi Estimasi Pasca Penurunan Produksi

Lemahnya performa operasional 1Q19 disebabkan kegiatan pemeliharaan Larona Canal dan beberapa masalah tak terduga dari tanur listrik perseroan. Risiko produksi sampai akhir tahun 2019 masih bergantung pada cuaca di semester-II 2019, volatilitas harga nikel dunia, dan perlambatan ekonomi global yang akan berdampak menurunnya permintaan ekspor. Kami menurunkan estimasi produksi FY19F menjadi 70.745 tons dari 75.000 tons dengan estimasi harga Nikel sampai akhir tahun sekitar USD13.500–USD14.000 per ton dan estimasi total penjualan FY19F sebesar USD736 juta.

Ekspansi Bisnis Jangka Panjang

Konstruksi smelter baru di Pomalaa dan Bahodopi menjadi salah satu strategi ekspansi bisnis yang sudah mencapai proses tahap akhir. INCO membentuk *Joint Venture* dengan beberapa perusahaan Tiongkok untuk menjadi partner dalam pengelolaan lokasi tambang. Kami yakin dua blok baru ini akan meningkatkan kapasitas produksi jangka panjang.

Rekomendasi BUY dengan Target Harga Rp3.370

Kami masih optimis dengan bisnis INCO ke depan, karena potensi bisnis yang masih berkembang. Selain itu, pemerintah berencana divestasi kepemilikan INCO sebesar 20% akan diprioritaskan untuk diserap oleh perusahaan negara. Kami tetap mempertahankan rekomendasi BUY. Berdasarkan estimasi forward EV/EBITDA sebesar 10.5x sebagai basis metode valuasi, target harga ini mengimplikasikan EV/EBITDA 2019E sebesar 11.0x. Saat ini, INCO diperdagangkan pada EV/EBITDA 2019E sebesar 10.2x.

Vale Indonesia Tbk | Summary (USD mn)

	2018	2019E	2020E	2021E
Sales	777	736	781	836
Sales growth	23.4%	-5.3%	6.1%	7.0%
EBITDA	204	195	205	261
Net Profit	61	36	69	73
EPS (IDR)	88	61	77	93
EPS growth	N/A	-30.7%	26.2%	20.8%
BVPS (IDR)	2,735	3,187	3,315	3,451
EBITDA margin	26.2%	26.5%	26.2%	31.2%
NPM	7.8%	4.9%	8.8%	8.7%
ROE	3.2%	1.7%	3.2%	3.3%
ROA	2.8%	1.6%	2.9%	2.9%
ROIC	2.8%	1.4%	2.1%	3.0%
P/E	34.1x	49.0x	39.0x	32.3x
P/BV	1.1x	0.9x	0.9x	0.8x
EV/EBITDA	10.8x	10.2x	9.9x	8.0x
DPS (IDR)	N/A	N/A	N/A	N/A
Dividend yield	N/A	N/A	N/A	N/A

Source: Company Data, Bloomberg, NHKS Research

Please consider the rating criteria & important disclaimer

Buy

Dec 2019 TP (IDR)	**3,370**
Consensus Price (IDR)	3,538
TP to Consensus Price	-3.9%
vs. Last Price	+15.4%

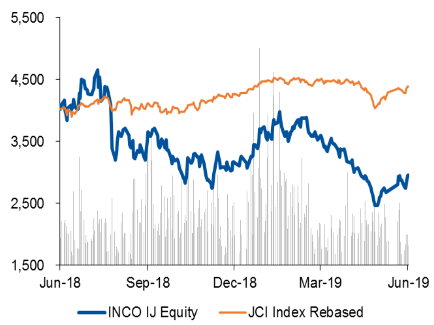
Shares data

Last Price (IDR)	2,920
Price date as of	Jun 24, 2019
52 wk range (Hi/Lo)	4,720 / 2,410
Free float (%)	20.5
Outstanding sh.(mn)	9,936
Market Cap (IDR bn)	30,604
Market Cap (USD mn)	2,164
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	8.29
Avg. Trd Val - 3M (bn)	24.87
Foreign Ownership (%)	80.1

Mining
Metal & Mineral

Bloomberg	**INCO IJ**
Reuters	**INCO.JK**

Share Price Performance

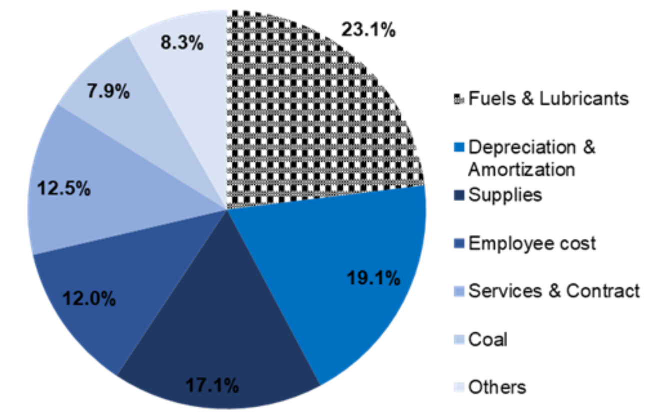


	YTD	1M	3M	12M
Abs. Ret.	-9.2%	16.5%	-17.9%	-26.6%
Rel. Ret.	-11.6%	9.9%	-15.3%	-35.5%

Meilki Darmawan
(021)797-6202, ext:170
meilki.darmawan@nhsec.co.id

Performance Highlights

3M19 Fuel become biggest COGS composition (%)

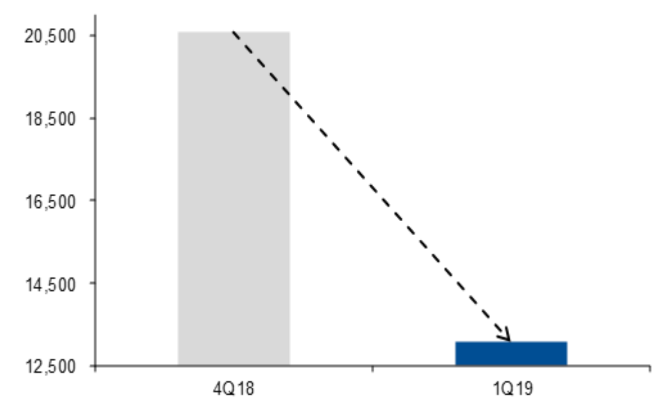


Source: Company Data, NHKS Research

World nickel price (USD/mt) in strengthening trends

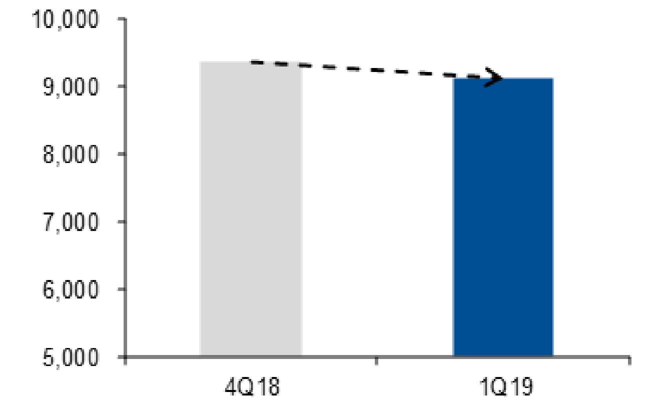
Source: Company Data, NHKS Research

1Q19 nickel production (mt) decrease of 36,4% q-q



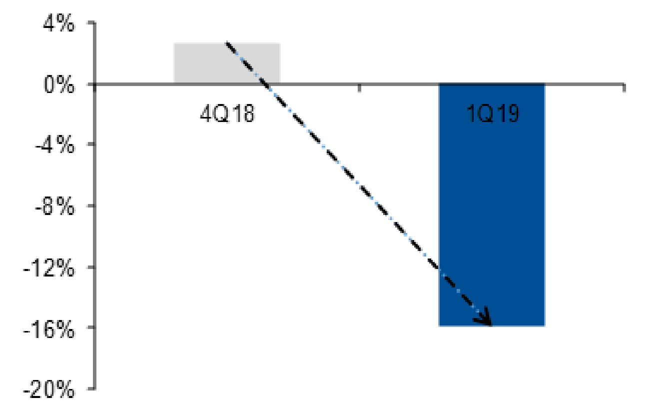
Source: Company Data, NHKS Research

1Q19 ASP (USD/mt) of nickel to increase 2,7% q-q



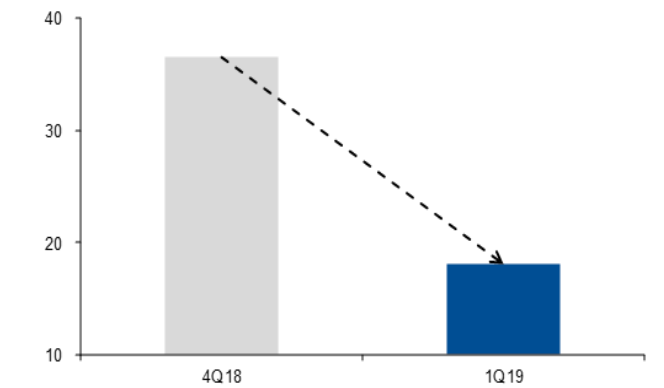
Source: Company Data, NHKS Research

1Q19 net profit margin decrease to 693,46% q-q



Source: Bloomberg, NHKS Research

1Q19 total debt (USD mn) decrease to 50,4% q-q



Source: Company Data, NHKS Research

1Q1 review (USD mn)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19					2Q19E
					Actual	Estimate	y-y	q-q	surprise	
Sales	170	204	205	197	126	225	*-25.8%*	*-35.9%*	*-43.7%*	191
Gross Profit	16	37	43	8	(23)	56	*-243.1%*	*-408.4%*	*-141.4%*	59
Gross Margin	*9.5%*	*18.3%*	*20.9%*	*3.8%*	*-18%*	*25.0%*	*-28.0%*	*-22.2%*	*-43.4%*	*31.0%*
EBIT	10	35	38	(2)	(29)	48	*-385.9%*	*1210.6%*	*-161.4%*	51
EBIT Margin	*6.0%*	*16.9%*	*18.4%*	*-1.1%*	*-23%*	*21.1%*	*-29.1%*	*-22.0%*	*-44.2%*	*26.6%*
EBITDA	42	67	70	30	2	80	*-94.9%*	*-92.8%*	*-97.3%*	85
EBITDA Margin	*24.7%*	*32.9%*	*34.1%*	*15.3%*	*2%*	*35.4%*	*-23.0%*	-13.6%	*-33.7%*	*44.2%*
Net Profit	7	23	26	5	(20)	34	*-394.9%*	*-480.3%*	*-158.9%*	39
Net Margin	*4.0%*	*11.0%*	*12.6%*	*2.7%*	*-16%*	*15.2%*	*-20.0%*	-18.6%	*-31.2%*	*20.3%*

Source: Bloomberg, NHKS research

Earnings revision (USD mn)

		2019E	2020E	2021E
Sales	Revised	736	781	836
	Previous	899	982	-
	Change	*-18.2%*	*-20.5%*	-
Gross Profit	Revised	96	109	161
	Previous	225	256	-
	Change	*-57.3%*	*-57.3%*	-
Gross Margin	Revised	*13.1%*	*29.0%*	*30.3%*
	Previous	*25.0%*	*26.0%*	-
EBIT	Revised	63	77	125
	Previous	191	223	-
	Change	*-67.3%*	*-65.5%*	-
EBIT Margin	Revised	*8.5%*	*9.8%*	*14.9%*
	Previous	*21.3%*	*22.7%*	-
EBITDA	Revised	195	205	261
	Previous	318	334	-
	Change	*-38.7%*	*-38.6%*	-
EBITDA Margin	Revised	*26.5%*	*26.2%*	*31.2%*
	Previous	*35.4%*	*34.0%*	-
Net Profit	Revised	36	69	73
	Previous	137	157	-
	Change	*-73.7%*	*-56.1%*	-
Net Margin	Revised	*4.9%*	*8.8.4%*	*8.7%*
	Previous	*15.2%*	*16.0%*	

Source: NHKS research

Sekilas tentang INCO

PT Vale Indonesia Tbk (INCO) merupakan salah satu produsen nikel terbesar di Indonesia. INCO memiliki pabrik pengolahan di Sorowako, Sulawesi yang dilengkapi 3 tanur pengering berbahan bakar minyak, 5 tanur pereduksi berbahan bakar minyak, 4 tanur listrik, dan 3 Pierce-Smith *converters*. Perusahaan juga memiliki dan mengoperasikan 3 fasilitas pembangkit listrik tenaga air dengan total kapasitas rata-rata 365 megawatt (MW). Salah satu keungulan bisnis INCO adalah penyedia pasokan jangka panjang yang handal ke konsumen nikel hilir, khususnya di Jepang, negara tujuan pengapalan. Semua produksi nikel dalam matte dijual kepada Vale Canada Limited (VCL) dan Sumitomo Metal Mining Co, Ltd (SMM). Penjualan dilakukan berdasarkan perjanjian penjualan yang mengatur bahwa 80% dari produksi tahunan perusahaan dibeli oleh VCL dan 20% dibeli oleh SMM berdasarkan formula harga LME.

Daya Saing dan Prospek Bisnis

Indonesia untuk saat ini menjadi negara penghasil nikel terbesar di kawasan Asia Pasifik dengan jumlah produksi nikel mencapai 400,000 MT pada 2017. INCO terus berkomitmen untuk menerapkan strategi efisiensi jangka panjang dengan penggunaan teknologi terbaru di *existing smelter*. Pada 2019, INCO berencana membangun smelter baru di Pomalaa dan Bahodapi, Sulawesi. Smelter tersebut nantinya akan meningkatkan produksi nikel dan berujung pada peningkatan pendapatan dalam jangka panjang.

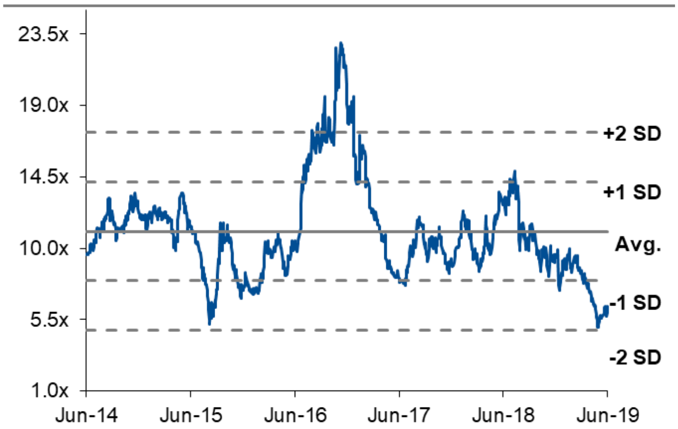
Asia Pacific Nickel Companies

Company	Market Cap (USD mn)	Asset (USD mn)	Sales LTM (USD mn)	Net Profit LTM (USD mn)	Net Profit Growth LTM	Net Profit Margin	ROE LTM	EV/ EBITDA LTM	P/BV
Indonesia									
INCO	2,035	2,202	733	34	467.7%	4.6%	1.8%	10.1x	1.1x
ANTM	1,358	2,309	1,790	56	113.1%	3.1%	4.1%	10.3x	0.9x
China									
ZHONGJIN GOLD CORP	4,759	5,532	5,231	25	-34.6%	0.5%	0.5%	N/A	2.4x
YINTAI RESOURCES	3,997	1,553	747	1-7	61.4%	14.3%	8.5%	N/A	3.2x
INNER MONGOLIA	2,495	2,836	2,852	130	-24.9%	4.5%	8.4%	N/A	1.6x
Taiwan									
KING SLIDE WORKS	924	366	145	62	69.6%	43.0%	19.3%	13.7x	2.7x
Philippine									
NICKEL ASIA CORP	580	879	349	51	-8.6%	14.7%	9.0%	4.2x	1.0x

Source: Bloomberg

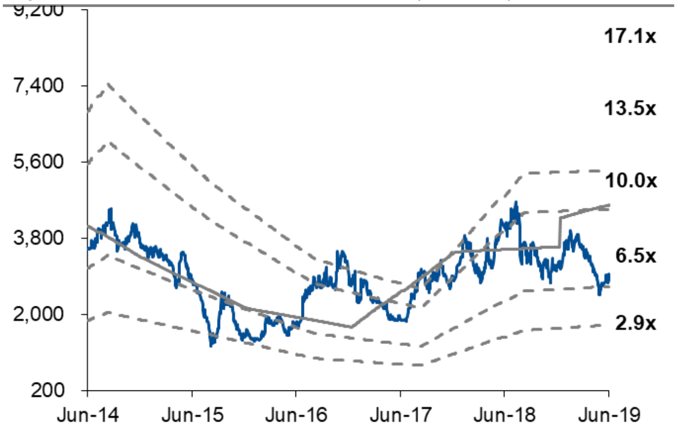
Multiple Valuation

Forward EV/EBITDA band | Last 5 years



Source: NHKS research

Dynamic Forward EV/EBITDA band | Last 5 years



Source: NHKS research

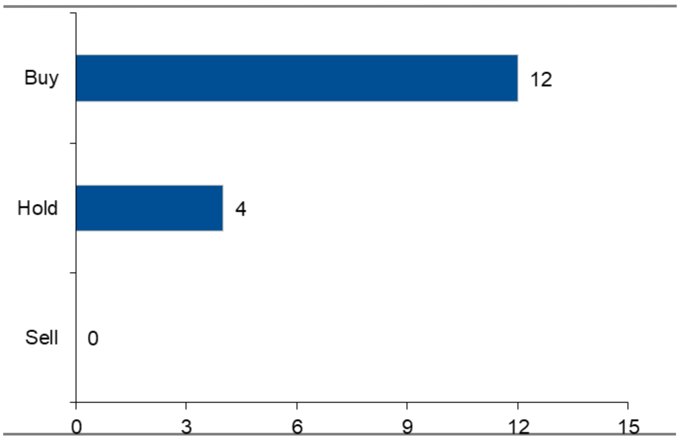
Rating and Target Price Update

Target Price Revision

Date	Rating	Target Price	Last Price	Consensus	vs Last Price	vs Consensus
10/29/2018	Buy	3,760 (Dec 2019)	3,030	5,004	+24.1%	-24.9%
6/25/2019	Buy	3,370 (Dec 2019)	2,920	3,538	+15.4%	-3.9%

Source: Bloomberg, NHKS research

Analyst Coverage Rating



Source: Bloomberg

Closing and Target Price

Source: NHKS research

NH Korindo Sekuritas Indonesia (NHKS) stock ratings

1. Period: End of year target price
2. Rating system based on a stock's absolute return from the date of publication
   - Buy : Greater than +15%
   - Hold : -15% to +15%
   - Sell : Less than -15%

Summary of Financials

INCOME STATEMENT

(USD mn)	2018/12A	2019/12E	2020/12E	2021/12E
Sales	**777**	**736**	**781**	**836**
Growth	*23.4%*	*-5.2%*	*6.1%*	*7.1%*
COGS	(673)	(640)	(671)	(675)
Gross Profit	**104**	**96**	**109**	**161**
Gross Margin	*13.4%*	*13.1%*	*14.0%*	*19.3%*
Operating Expenses	(29)	(34)	(33)	(36)
EBIT	**75**	**63**	**77**	**125**
EBIT Margin	*9.6%*	*8.5%*	*9.8%*	*14.9%*
Depreciation	129	133	128	136
EBITDA	**204**	**195**	**205**	**261**
EBITDA Margin	26.2%	26.5%	26.2%	31.2%
Interest Expenses	-	(1)	(1)	(1)
EBT	**77**	**75**	**84**	**136**
Income Tax	(22)	(39)	(34)	(63)
Minority Interest	-	-	-	-
Net Profit	**61**	**36**	**69**	**73**
Growth	*-431.8%*	*-40.9%*	*91.4%*	*6.0%*
Net Profit Margin	*7.9%*	*4.9%*	*8.8%*	*8.7%*

PROFITABILITY & STABILITY

	2018/12A	2019/12E	2020/12E	2021/12E
ROE	3.2%	1.7%	3.2%	3.3%
ROA	2.8%	1.6%	2.9%	2.9%
ROIC	2.8%	1.4%	2.1%	3.0%
Cash Dividend (IDR bn)	-	-	-	-
Dividend Yield	-	-	-	-
Payout Ratio	-	-	-	-
DER	1.9%	2.2%	2.0%	2.1%
Net Gearing	13.1%	16.0%	15.7%	16.7%
LT Debt to Equity	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Capitalization Ratio	1.9%	2.1%	2.0%	2.1%
Equity Ratio	119.9%	132.8%	134.9%	136.6%
Debt Ratio	2.3%	2.9%	2.8%	2.9%
Financial Leverage	231.9%	212.8%	222.3%	220.1%
Current Ratio	359.9%	497.7%	773.7%	688.7%
Par Value (IDR)	25	25	25	26
Total Shares (mn)	9,936	9,936	9,936	9,936
Share Price (IDR)	3,000	3,000	3,000	3,000
Market Cap (IDR tn)	29.8	29.8	29.8	29.8

BALANCE SHEET

(USD mn)	2018/12A	2019/12E	2020/12E	2021/12E
Cash	301	494	578	633
Receivables	124	154	59	124
Inventories	132	102	143	101
Total Current Assets	**631**	**818**	**848**	**925**
Net Fixed Assets	1,435	1,469	1,493	1,529
Other Non Current Asset	137	90	93	91
Total Assets	**1,571**	**1,559**	**1,586**	**1,620**
Payables	91	39	98	40
ST Bank Loan	37	45	44	46
LT Debt	-	-	-	-
Total Liabilities	**319**	**307**	**300**	**324**
Capital Stock & APIC	414	414	414	414
Retained Earnings	1,470	1,656	1,725	1,798
Shareholders' Equity	**1,884**	**2,070**	**2,139**	**2,212**

VALUATION INDEX

	2018/12A	2019/12E	2020/12E	2021/12E
Price /Earnings	34.1x	50.7x	39.4x	31.9x
Price /Book Value	1.1x	1.0x	0.9x	0.9x
Price/Sales	2.7x	2.7x	2.5x	2.3x
PE/EPS Growth	-0.1x	-1.2x	0.4x	5.3x
EV/EBITDA	10.8x	10.2x	9.9x	8.0x
EV/EBIT	29.5x	31.9x	27.5x	16.7x
EV (IDR bn)	3,817	6,658	8,140	9,196
Sales CAGR (3-Yr)	-0.5%	8.0%	7.4%	2.5%
EPS CAGR (3-Yr)	7.5%	191.0%	-255.4%	6.2%
Basic EPS (IDR)	88	59	76	94
Diluted EPS (IDR)	88	59	76	94
BVPS (IDR)	2,735	3,083	3,277	3,490
Sales PS (IDR)	1,128	1,096	1,196	1,319
DPS (IDR)	N/A	N/A	N/A	N/A

CASH FLOW STATEMENT

(USD mn)	2018/12E	2019/12E	2020/12E	2021/12E
Operating Cash Flow	201	159	197	209
Investing Cash Flow	(93)	(34)	(112)	(157)
Financing Cash Flow	(13)	8	(1)	3
Net Changes in Cash	**95**	**133**	**84**	**55**

TOP OWNERSHIP

By Geography	%	Shareholders	%
Canada	70.1	Vale SA	58.7
Japan	24.8	Sumitomo Metal	20.1
United States	2.2	Norges Bank	1.26
Norway	1.5	Dimensional Fund	0.95