

Current Price (07/11) **Rp. 3,210**
12M Target Price **Rp. 3,530**
Potential Upside **10%**

BUY

Stock Information

Ticker Code **INCO**
Market Cap (Rp) **31.90T**
52-Week High (Rp) **4,720**
52-Week Low (Rp) **2,740**
Shares Issued (Bio) **9.94**

Major Shareholders (%)

Vale Canada Limited **58.73%**
Sumitomo Metal Mining Co.,Ltd. **20.09%**
Vale Japan Limited **0.55%**
Sumitomo Corporation **0.14%**
Public (<5%) **20.49%**

Price Performance (2017-2018)



Source : Bloomberg

Ike Widiawati

(ike@oso-securities.com)

Rifqiyati

(rifqiyati@oso-securities.com)

PT OSO Sekuritas Indonesia

Cyber 2 Tower,
Jl. H. R. Rasuna Said Blok X-5 No. 13
Setiabudi
Jakarta 12950
Tel. : 021 2991 5300
Fax : 021 2902 1497

Initiate 1H18 : Vale Indonesia Tbk (INCO IJ), (INCO JK)

Hingga Kuartal III-2018, INCO Membukukan Laba Bersih Senilai USD 55.4 Juta, jika dibandingkan dengan periode yang sama pada tahun sebelumnya INCO masih mencatatkan rugi bersih. Laba bersih INCO didukung oleh penurunan atas biaya bahan bakar HSFO (High Sulphur Fuel Oil) dikarenakan konversi ke bahan bakar batubara yang lebih murah serta peningkatan harga komoditas.

Margin INCO Membaik Seiring Efisiensi Biaya Operasional serta harga jual atas nikel sepanjang tahun 2018 lebih tinggi dibandingkan dengan tahun 2017 seiring tingginya permintaan nikel. Adapun, hingga kuartal III-2018 INCO mencatatkan kinerja cukup baik dengan peningkatan pada Margin EBITDA dan Net Income.

Konsumsi Nikel Diperkirakan Tumbuh 3%-4% Setiap Tahunnya seiring kebutuhan atas nikel untuk pengolahan baja tahan karat, baterai dan industri lainnya. Adapun Indonesia merupakan negara dengan produksi nikel terbesar dunia pada tahun 2017 dengan memproduksi nikel sebanyak 400,000 metrik ton. Indonesia berkontribusi sebanyak 19% dari total Mine Production Dunia yang sebanyak 2,100,000 metrik ton.

Tahun 2018, INCO Diperkirakan Memproduksi Nikel Sebanyak 74,227 Metrik Ton atau dibawah target awal yang sebesar 77,000 metrik ton. Sementara di tahun 2019, produksi INCO diperkirakan tidak akan jauh berbeda dari tahun ini.

Revenue INCO 2018 Diperkirakan Tumbuh 25% Dibandingkan Tahun 2017 atau senilai USD 789.7 juta. Adapun peningkatan tersebut diestimasikan terjadi terdorong tingginya harga jual nikel, dimana Average Realized Price 2018 lebih tinggi dibandingkan tahun 2017 atau sebesar USD 10,349/ ton.

Rekomendasi BUY

Kami memberikan rekomendasi BUY terhadap saham INCO dengan 12M Target Price IDR 3,530,- dan potensial upside sebesar 10%. Kami menggunakan metode valuasi Enterprise Value Per EBITDA dengan asumsi sebesar 10.2x. Adapun Faktor yang harus diperhatikan: 1. peningkatan produksi Nikel, 2. Tingginya permintaan Nikel serta pasokan, 3. Keberhasilan dalam mengatur efisiensi bahan bakar batubara dan logistik.

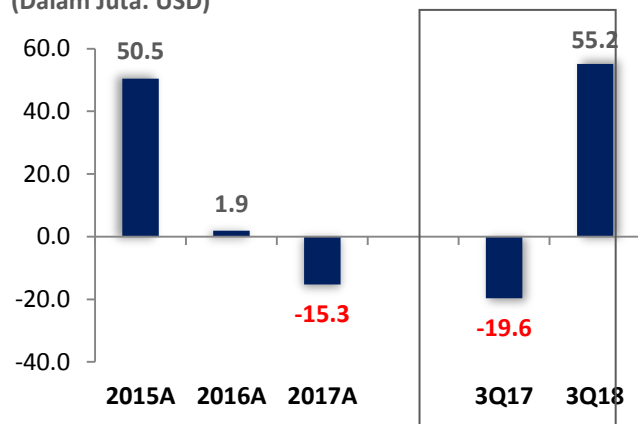
Figure I: Financial Highlight

in Millions of USD	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Revenue	790	584	629	790	818	835
Gross Profit	118	34	7	131	136	139
Net Profit	51	2	(15)	71	76	78
Total Aset	2,241	2,225	2,200	2,200	2,206	2,211
Total Equity	1,785	1,834	1,835	1,906	1,982	2,061
GPM	15%	6%	1%	17%	17%	17%
NPM	6%	0%	-2%	9%	9%	9%

Source: Vale Indonesia, OSO Research

Kuartal III-2018 Overview

Figure II: Laba Bersih INCO Hingga Kuartal III-2018 (Dalam Juta. USD)



Source: Vale Indonesia, OSO Research

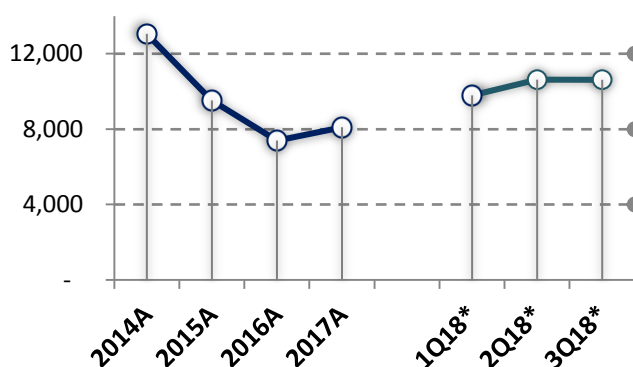
Hingga Kuartal III-2018, INCO Membukukan Laba Bersih Senilai USD 55.4 Juta

INCO membukukan laba bersih pada kuartal III-2018 jika dibandingkan dengan periode yang sama pada tahun sebelumnya INCO mencatatkan rugi bersih.

Laba bersih INCO didukung oleh penurunan atas biaya bahan bakar HSFO (High Sulphur Fuel Oil) dikarenakan konversi ke bahan bakar batubara yang lebih murah serta peningkatan harga komoditas.

Selain itu, INCO juga fokus pada management logistik, dimana logistik tersebut memiliki porsi sebesar 30% dalam biaya batubara yang akan digunakan.

Figure III: Average Realized Price 2014-3Q18 (USD/Ton)



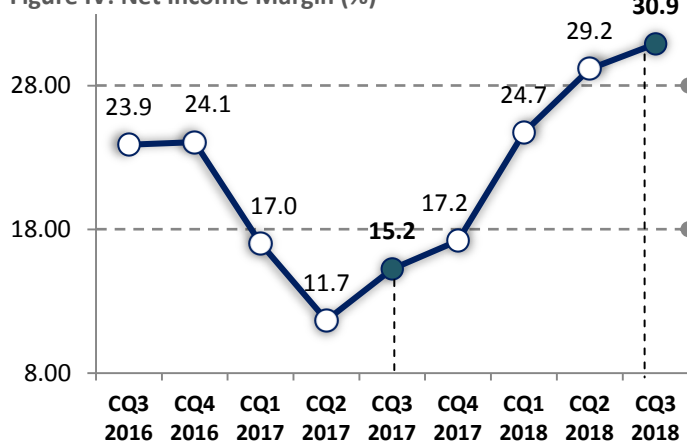
Source: Vale Indonesia, OSO Research

Margin INCO Membaik Seiring Efisiensi Biaya Operasional

Harga jual atas nikel sepanjang tahun 2018 lebih tinggi dibandingkan dengan tahun 2017 seiring tingginya permintaan nikel.

Adapun, hingga kuartal III-2018 INCO mencatatkan kinerja cukup baik dengan peningkatan margin EBITDA dan Net Income didukung efisiensi bahan bakar HSFO serta pengendalian logistik batubara yang lebih efisien.

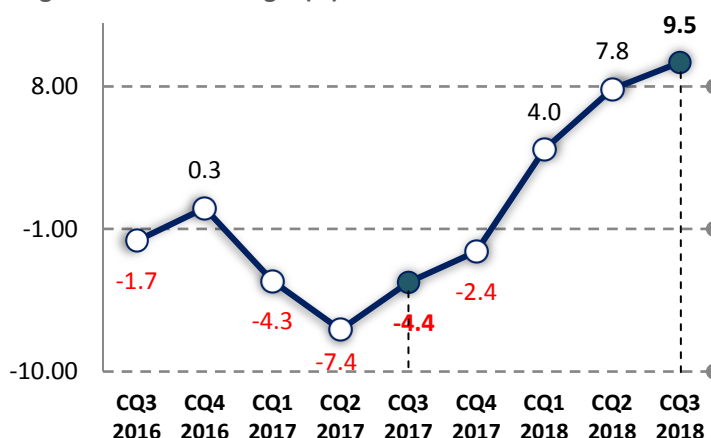
Figure IV: Net Income Margin (%)



Source: Vale Indonesia, OSO Research

Note: CQ (Cumulative Quarters)

Figure V: EBITDA Margin (%)

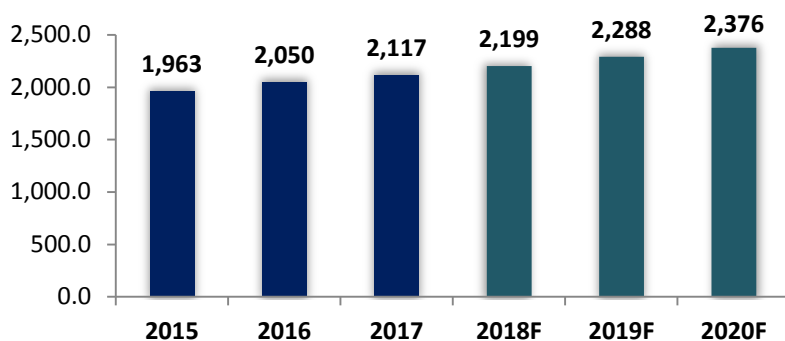


Source: Vale Indonesia, OSO Research

Industry Overview

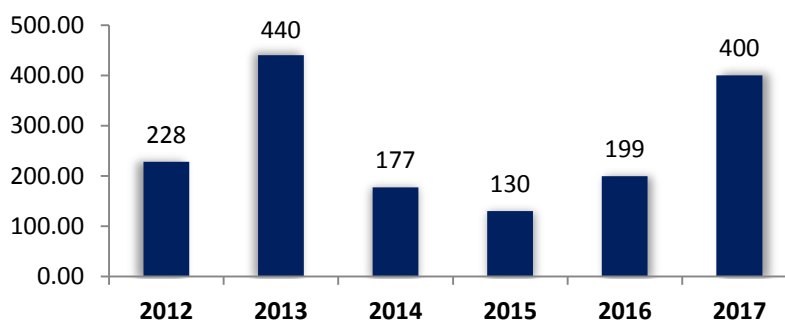
Nikel adalah unsur kimia metalik yang mempunyai sifat tahan karat. Dalam keadaan murni, nikel bersifat lunak, tetapi jika dipadukan dengan besi, krom dan logam lainnya, dapat membentuk baja tahan karat yang keras.

Figure VI: Forecast of global nickel consumption from 2015 to 2020 (in 1000 metric tons)



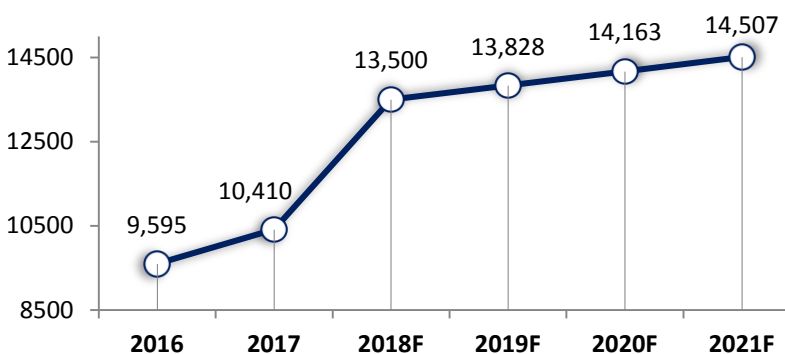
Source: U.S. Geological Survey, Mineral Commodity Summaries, OSO Research

Figure VII: Mine production of nickel in Indonesia from 2012-2017 (in 1000 metric tons)



Source: U.S. Geological Survey, Mineral Commodity Summaries, OSO Research

Figure VIII: Average price for nickel worldwide from 2014 to 2025 (in nominal U.S. dollars per metric ton)



Source: U.S. Geological Survey, Mineral Commodity Summaries, OSO Research

Konsumsi Nikel Diperkirakan Tumbuh 3%-4% Setiap Tahunnya

Penggunaan atas produk Nikel diperkirakan terus mengalami pertumbuhan 3%-4% setiap tahunnya seiring kebutuhan atas nikel untuk pengolahan baja tahan karat, baterai dan industri lainnya.

Indonesia Merupakan Negara Dengan Produksi Nikel Terbesar Dunia Pada Tahun 2017

Pada tahun 2017, Indonesia merupakan negara dengan produksi nikel terbesar di dunia, mengalahkan Filipina dan Canada.

Indonesia berhasil memproduksi nikel sebanyak 400,000 metrik ton. Indonesia berkontribusi sebanyak 19% dari total Mine Production Dunia yang sebanyak 2,100,000 metrik ton.

Perkiraan Pergerakan Harga Komoditas Nikel Diseluruh Dunia Tahun 2014 - 2025

Harga komoditas Nikel berpotensi mengalami kenaikan seiring kuatnya permintaan dan rendahnya pasokan Nikel di pasar global.

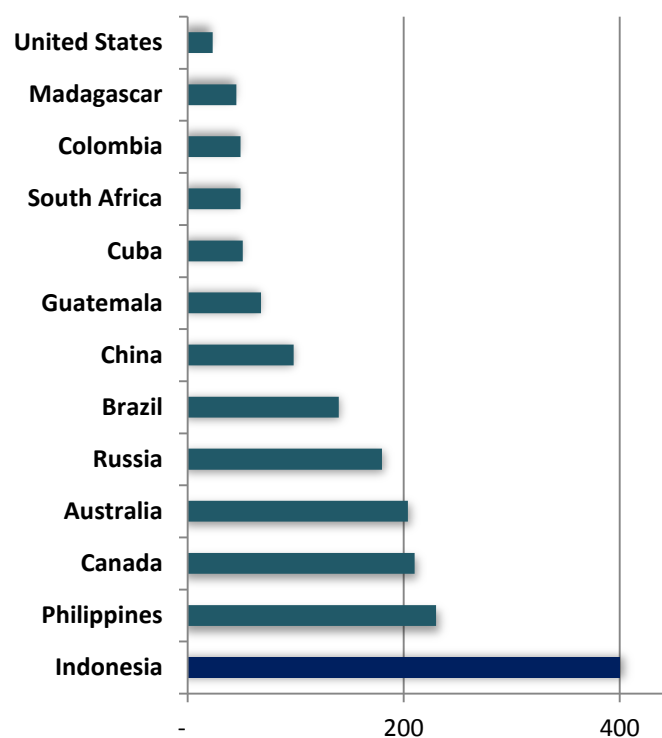
Selain itu tingginya permintaan Nikel untuk baterai, kendaraan listrik serta baja tahan karat dan industri lainnya diperkirakan masih akan tetap baik di tahun-tahun kedepan.

Figure IX: World Mine Production (Metric tons)

Metric ton	Mine Production	
	2016	2017
Indonesia	199,000	400,000
Philippines	347,000	230,000
Canada	236,000	210,000
New Caledonia	207,000	210,000
Australia	204,000	204,000
Russia	222,000	180,000
Brazil	160,000	140,000
China	98,000	98,000
Guatemala	54,000	68,000
Cuba	51,600	51,000
South Africa	49,000	49,000
Colombia	41,600	49,000
Madagascar	49,000	45,000
United States	24,100	23,000
Other countries	150,000	150,000
World total (rounded)	2,090,000	2,100,000

Source: U.S. Geological Survey, Mineral Commodity Summaries, OSO Research

Figure X: World Mine Production (in 1000 metric tons)



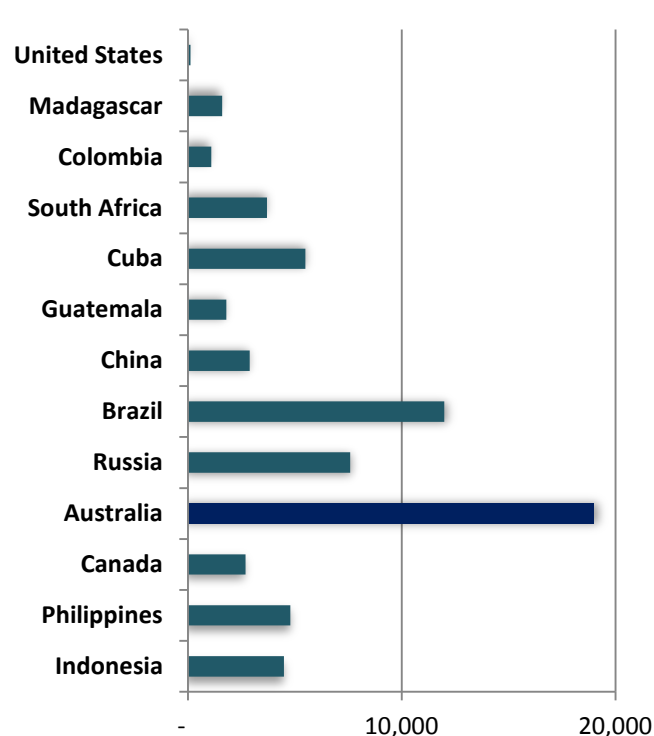
Source: U.S. Geological Survey, Mineral Commodity Summaries, OSO Research

Figure XI: World Mine Reserves (in metric tons)

Metric tons	Reserves
Indonesia	4,500,000
Philippines	4,800,000
Canada	2,700,000
Australia	19,000,000
Russia	7,600,000
Brazil	12,000,000
China	2,900,000
Guatemala	1,800,000
Cuba	5,500,000
South Africa	3,700,000
Colombia	1,100,000
Madagascar	1,600,000
United States	130,000
Other countries	6,500,000
World total (rounded)	73,830,000

Source: U.S. Geological Survey, Mineral Commodity Summaries, OSO Research

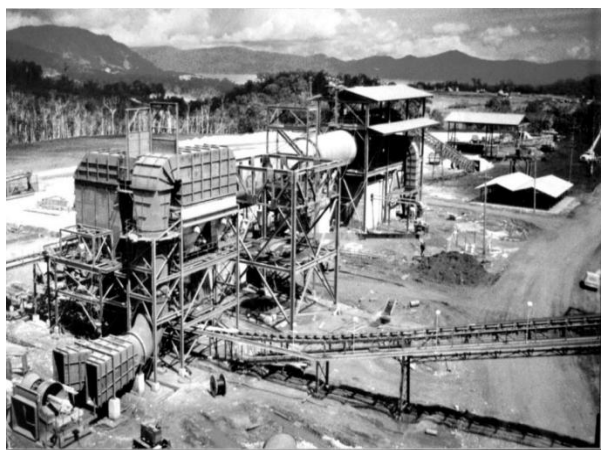
Figure XII: World Mine Reserves (in 1000 metric tons)



Source: U.S. Geological Survey, Mineral Commodity Summaries, OSO Research

Company Overview

Figure XIII: Operation (Mining, Energy, & Logistics)



Source: Vale Indonesia, OSO Research

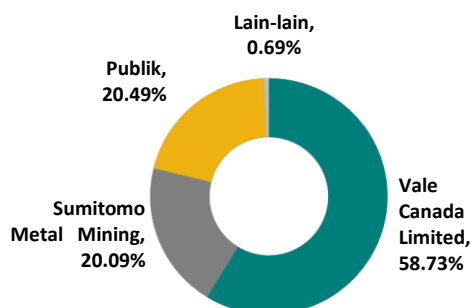
About Vale

PT Vale Indonesia Tbk merupakan anak dari Vale, perusahaan pertambangan global yang berkantor pusat di Brazil. Perusahaan dengan kode saham INCO ini awalnya bernama PT International Nickel Indonesia Tbk (PT Inco), di mana sejak 1968 INCO bekerja dalam pengoperasian tambang nikel open pit dan pabrik pengolahan di Sorowako, Sulawesi.

Saat ini, INCO merupakan produsen nikel yang memiliki kontribusi produksi kurang lebih sekitar 5% dari pasokan nikel dunia.

Lini produksi INCO beroperasi dengan energi terbaru yang dihasilkan oleh tiga pembangkit listrik tenaga air, yang secara keseluruhan menghasilkan 365 mega watt tenaga listrik. Sementara tingkat produksi tahunan INCO saat ini mencapai rata-rata 75,000 metrik ton nikel matte.

Figure XIV: Shareholders Composition



Source: Vale Indonesia, OSO Research

PT Vale merupakan bagian dari Vale Group di mana Vale S.A. (NYSE:VALE) merupakan pemegang saham pengendali utama. PT Vale beroperasi berdasarkan Kontrak Karya (CoW) dengan Pemerintah Indonesia

Bisnis INCO

INCO berdiri dan beroperasi dalam beberapa jenis bisnis yang dijalani. Ada empat bisnis INCO yang saat ini bergerak, yakni: Pertambangan, Logistik, Energi dan Pembuatan Baja.

- Mining**

Pertambangan merupakan bidang usaha utama INCO, dimana usaha ini memiliki peranan penting hingga saat ini. Adapun sektor yang menjadi pendukung bisnis ini yakni sebagai berikut: Bijih Besi dan Pellet, Nikel, Batu Bara, Tembaga, Pupuk serta Mangan dan campuran besi.

Figure XV: Business - Mining



Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XVI: Vale has a logistics network integrating mines, railroads, ports and ships



Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XVII: Larona Hydroelectric Plant



Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XVIII: Balambano Hydroelectric Plant



Source: Vale Indonesia, OSO Research

- **Logistics**

INCO memiliki jejaring logistik yang mengintegrasikan tambang, rel kereta, pelabuhan dan kapal. INCO memiliki infrastruktur sendiri di Argentina, Brazil, Indonesia, Mozambik, Oman dan Filipina.

Struktur logistik INCO yakni mengangkut kargo pihak ketiga. Selain itu, INCO juga mengelola dua jalur kereta penumpang di Brazil: Rel Vitória–Minas dan Carajás.

- **Energy**

Dalam bisnis energy, operasi INCO meliputi pengubahan sumber daya alam menjadi sumber energy yakni adalah mengoperasikan pembangkit listrik tenaga air (PLTA).

Setelah lebih dari empat dasawarsa beroperasi, kini INCO memiliki tiga PLTA yakni, Larona, Balambano dan Karebbe yang berfungsi sebagai pemasok tenaga listrik untuk mengoperasikan furnace (tanur peleburan dan pengolahan bijih nikel) di pusat pengolahan (*process plant*) di Sorowako.

Di sisi lain, ketiga PLTA juga berfungsi sebagai bangunan pengendali banjir melalui sistem kontrol di pintu-pintu air tersebut.

Figure XIX: Karebbe Hydroelectric Plant



Source: Vale Indonesia, OSO Research

Financial Overview

Figure XX: Finished production by source (Nickel) - Vale

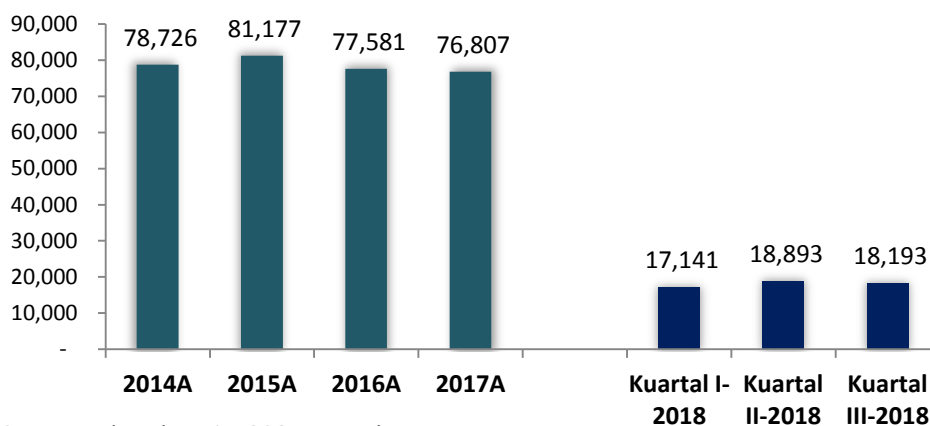
000' metric tons	3Q18	2Q18	3Q17	9M18	9M17	% change		
						3Q18/2Q18	3Q18/3Q17	9M18/9M17
Canada	19.5	28.7	35.6	77	98.8	-32.1%	-45.2%	-22.1%
Sudbury	9.2	13.3	18.5	36.5	44.2	-30.8%	-50.3%	-17.4%
Thompson	1.9	5.8	6.7	12.9	16	-67.2%	-71.6%	-19.4%
Voisey's Bay	8.4	9.5	10.4	27.5	38.6	-11.6%	-19.2%	-28.8%
Indonesia	20.6	17.8	18.2	52.2	54.1	15.7%	13.2%	-3.5%
New Caledonia ¹	7.5	9.4	10.1	24.2	29.3	-20.2%	-25.7%	-17.4%
Brazil	6.1	5.6	7.1	17.4	18.7	8.9%	-14.1%	-7.0%
Feed from third parties ²	2.1	4.8	1.7	9.9	8.9	-56.3%	23.5%	11.2%
NICKEL PRODUCTION	55.7	66.2	72.7	180.6	210.1	-15.9%	-23.4%	-14.0%
NICKEL SALES	57.3	61.6	71.3	176.8	214.8	-7.0%	-19.6%	-17.7%

Source: Vale Indonesia, OSO Research

¹ Production at VNC reached 6,900 t in 3Q18, while production of finished nickel from VNC totaled 7,500 t in 3Q18; the differences are due to the required time for processing into finished nickel.

² External feed purchased from third parties and processed into finished nickel in the Canadian and Asian operations.

Figure XXI: Produksi Nikel Dalam Matte Tahunan (Metric Ton) - INCO

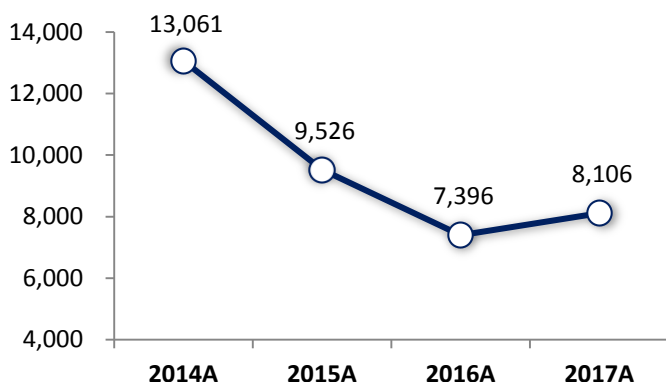


Volume produksi hingga kuartal III-2018 mencapai total **54,227 metrik ton nikel dalam matte**.

Adapun produksi ini berada dibawah target sebelumnya dikarenakan aktivitas pemeliharaan yang tidak direncanakan.

Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XXII: Average Realized Price (US\$/Ton)



Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XXIII: LME - Nickel (USD/mtrc ton)



Source: Vale Indonesia, OSO Research

Lokasi dan Cadangan Bijih

Figure: Lokasi Pertambangan



Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XXIV: Area kontrak karya

Provinsi	Blok	Luas (Ha)
Sulawesi Selatan	Sorowako - Towuti	70,566
Sulawesi Tengah	Bahodopi	22,699
Sulawesi Tenggara	Pomalaa	20,286
	Suasua	4,466
Total		118,017

Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XXV: Cadangan Bijih (Juta Metrik ton) - Per 31 Desember 2017

Cadangan Bijih (Mt)	Mt	(%) Kadar
Terbukti	82.7	1.8
Terkira	12.4	1.73
Total cadangan	95.1	1.79

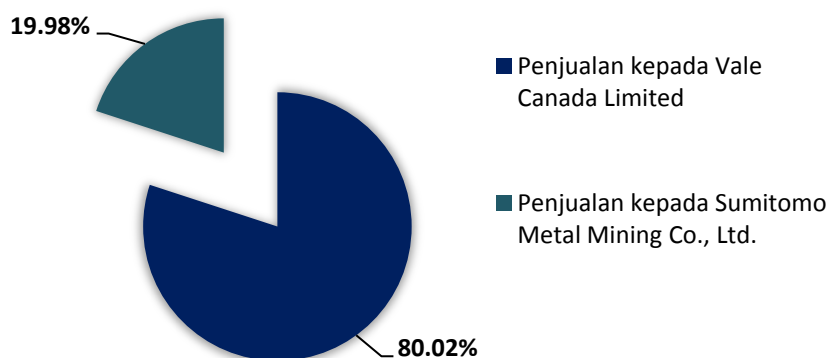
Source: Vale Indonesia, OSO Research

INCO memproduksi Nikel dengan kandungan:

- 78% Nikel dalam Matte
- 1% - 2% Cobalt
- 20%-21% Sulfur

INCO menggunakan harga penjualan 78% dari rata-rata harga tunai di LME (London Metal Exchange) satu bulan sebelum pengiriman.

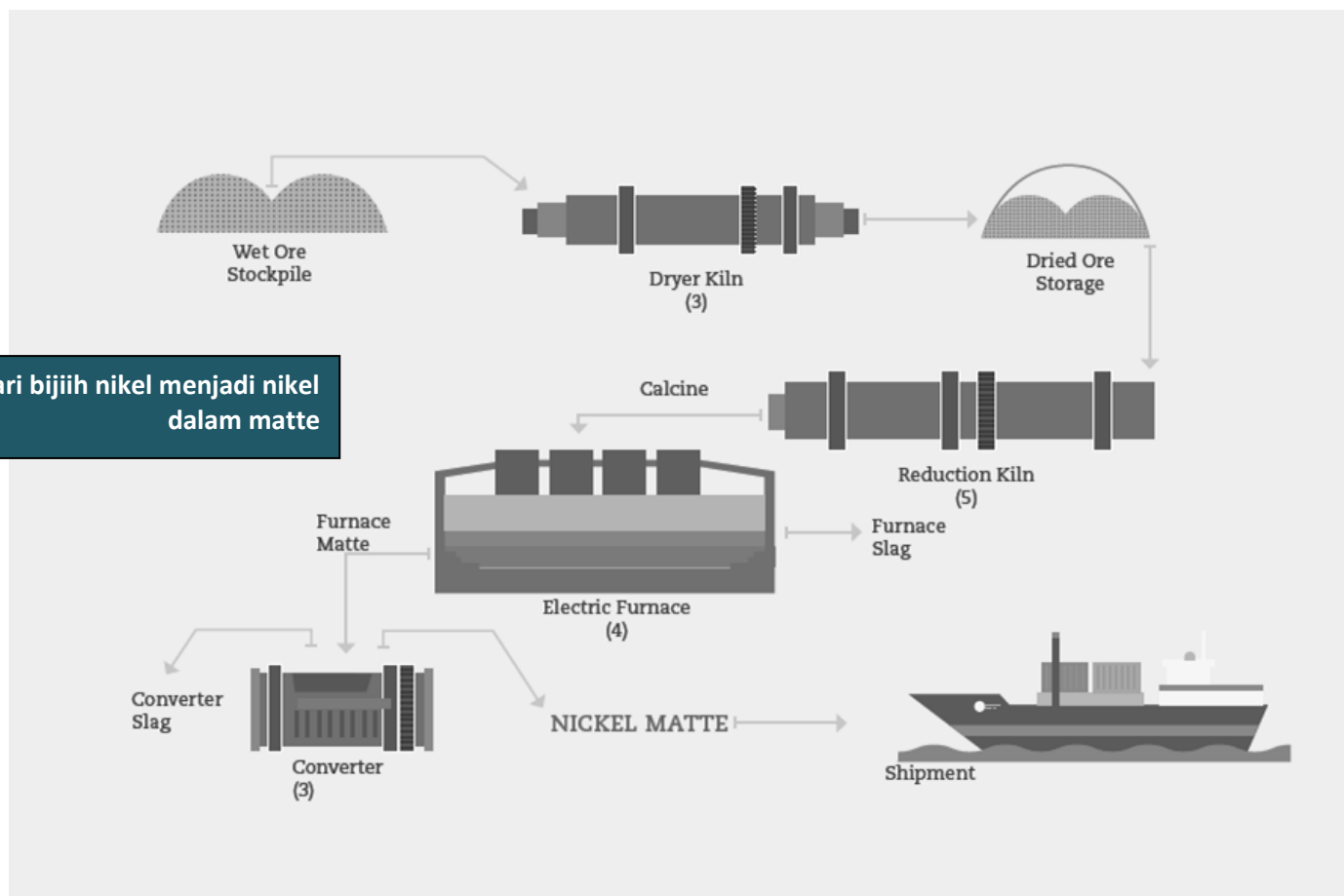
Figure XXVI: Persentase Penjualan Kepada Beberapa Pihak



Source: Vale Indonesia, OSO Research

Seluruh penjualan Perseroan dilakukan berdasarkan kontrak-kontrak penjualan “harus ambil” jangka panjang dalam mata uang Dolar AS. Adapun harga ditentukan dengan formula yang didasarkan atas harga tunai nikel di LME dan harga realisasi rata-rata nikel Vale Canada Limited. Semua penjualan merupakan transaksi dengan pihak-pihak berelasi. Dengan demikian, pergerakan harga Nikel global akan sangat mempengaruhi penjualan INCO.

Figure XXVII: Peningkatan Nilai Tambah Nikel



Source: Vale Indonesia, OSO Research

INCO Mengurangi Ketergantungan Biaya Bahan Bakar Melalui Konversi Ke Batubara

Biaya produksi utama INCO merupakan bahan bakar minyak (BBM) dan pelumas. Adapun untuk mengurangi ketergantungan bahan bakar tersebut, INCO mengganti bahan bakar di tanur pengering (dryer) dan tanur pereduksi (kiln) dari HSFO menjadi batubara.

Semester 1-2018, INCO Telah Konversi Di 2 Tanur Pereduksi (Klin) Dan 3 Tanur Pengering (Dryer)

Sampai 30 Juni 2018, INCO telah merealisasikan *saving* total sebesar \$16.7 juta dari Proyek Konversi Batubara. Adapun angka tersebut berasal dari konversi penggunaan bahan bakar di 2 tanur pereduksi (kiln) dan 3 tanur pengering (dryer). Adapun sisa 3 Klin yang belum dikonversi, dimana kami perkirakan jika semua bahan bakar telah dikonversi maka beban akan biaya produksi INCO berpotensi turun dan mampu mendukung kenaikan pada kinerja yang cenderung lebih baik.

Batubara Yang Spesifik Menjadi Salah Satu Tantangan Karena Tidak Banyak Produsen Yang Dapat Menyediakannya

Selain itu, resiko yang mungkin dapat diperhatikan yakni distribusi logistik serta jenis batubara yang digunakan cukup spesifik sehingga tidak banyak produsen yang dapat menyediakan kebutuhan INCO. Hal ini menjadi tantangan jika harga batubara mengalami kenaikan.

Figure XXVIII: Utang Usaha Dalam Mata Uang Lainnya (Dalam Juta. USD)

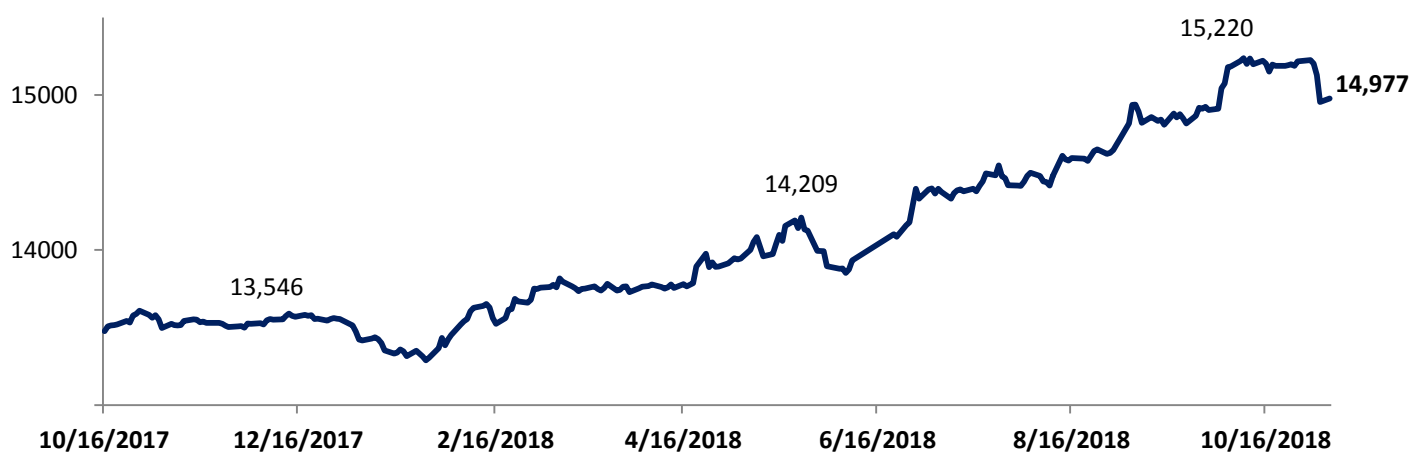
Utang Usaha (000 USD)	2017	Sep-18
Pihak-pihak berelasi		
Dalam mata uang Dolar AS	2913	2077
Pihak ketiga		
Dalam mata uang Rupiah Indonesia	23,940	30,695
Dalam mata uang Dolar AS	30,512	18,481
Dalam mata uang Euro	2,319	7,476
Dalam mata uang lainnya (di bawah AS\$1 juta)	1,256	1,477
Total Utang Usaha	60,940	60,206
Total Utang Keseluruhan INCO	365,192	311,716
Nilai Utang Dalam Mata Uang selain Rupiah	37,000	29,511
<hr/>		
Nilai Utang Dalam Mata Uang selain Rupiah Per Utang Usaha	61%	49%
<hr/>		
Nilai Utang Dalam Mata Uang selain Rupiah per Total Utang Keseluruhan INCO	10%	9%

Source: Vale Indonesia, OSO Research

INCO memiliki kewajiban dalam bentuk mata uang selain rupiah senilai USD 29.5 juta atau memiliki porsi sebesar 9% dari total utang keseluruhan yang dimiliki INCO pada kuartal III-2018 yang senilai USD 311.71 juta. Adapun nilai ini mengalami penurunan jika dibandingkan tahun 2017 yang sebesar 10%.

Adanya pelemahan nilai tukar Rupiah yang menyentuh level Rp 15,000,- akan tetap berpengaruh terhadap kinerja INCO meskipun tidak terlalu signifikan.

Figure XXIX: Pergerakan Nilai Tukar Rupiah



Source: Bloomberg LP, OSO Research

Valuation & Financial Projection

Relative Valuation - (Komparasi sektor)

Figure XXX: Relative Valuation (Sektor Metal & Mineral Mining) - Kuartal III-2018

Ticker	Name	Mkt Cap (IDR)	P/E	P/S	P/EBITDA	EV/EBITDA T12M	BEst EV/BEst EBITDA
Average - Sektor Metal & Mineral Mining		9,987,102	38	3	9	19	7
INCO IJ Equity	VALE INDONESIA TBK	31,398,830	33	3	10	10	7
ANTM IJ Equity	ANEKA TAMBANG TBK	16,581,228	17	1	6	10	9
MDKA IJ Equity	MERDEKA COPPER GOLD TBK	11,993,813	10	3	4	7	N/A
SMRU IJ Equity	SMR UTAMA TBK	6,312,190	N/A	9	19	20	N/A
TINS IJ Equity	TIMAH TBK	4,841,040	9	1	4	8	6
PSAB IJ Equity	J RESOURCES ASIA PASIFIK TBK	4,551,120	25	1	3	8	N/A
CITA IJ Equity	CITA MINERAL INVESTINDO TBK	5,039,249	7	3	16	18	N/A

Source: Vale Indonesia, Bloomberg LP, OSO Research

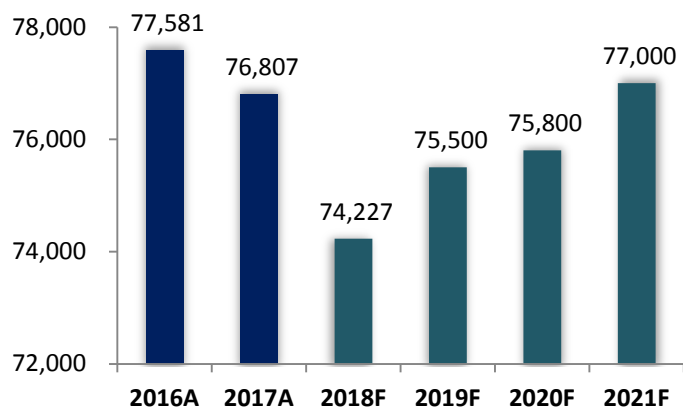
Figure XXXI: Relative Valuation (Sektor Metal & Mineral Mining) - Kuartal III-2018

Ticker	Name	Profit Margin (%)	Gross Profit Margin (%)	Return on Assets (%)	Debt/Assets (%)
Average	Average	8.42	27.52	1.41	28.24
INCO IJ Equity	VALE INDONESIA TBK	12.60	20.94	2.74	1.66
ANTM IJ Equity	ANEKA TAMBANG TBK	1.62	14.38	3.17	33.03
MDKA IJ Equity	MERDEKA COPPER GOLD TBK	20.79	55.07	15.23	41.58
SMRU IJ Equity	SMR UTAMA TBK	(12.36)	16.94	0.69	34.90
TINS IJ Equity	TIMAH TBK	4.94	16.69	4.62	33.69
PSAB IJ Equity	J RESOURCES ASIA PASIFIK TBK	0.94	43.81	1.33	34.80
CITA IJ Equity	CITA MINERAL INVESTINDO TBK	45.64	45.10	15.75	52.69
DKFT IJ Equity	CENTRAL OMEGA RESOURCES TBK	(8.76)	7.22	(2.24)	32.96

Source: Vale Indonesia, Bloomberg LP, OSO Research

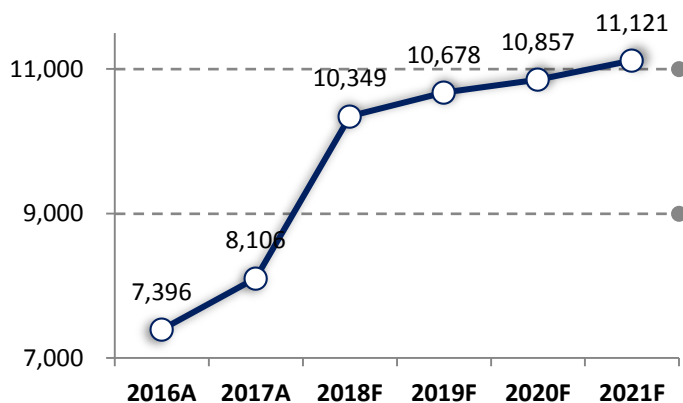
INCO memiliki rasio solvabilitas sebesar 1.66% yang berarti risikonya lebih rendah jika dibandingkan dengan rata-rata industri yang total debt per total assetsnya sebesar 28.24%.

Figure XXXII: Produksi Nikel dalam Matte Tahunan (Mt)



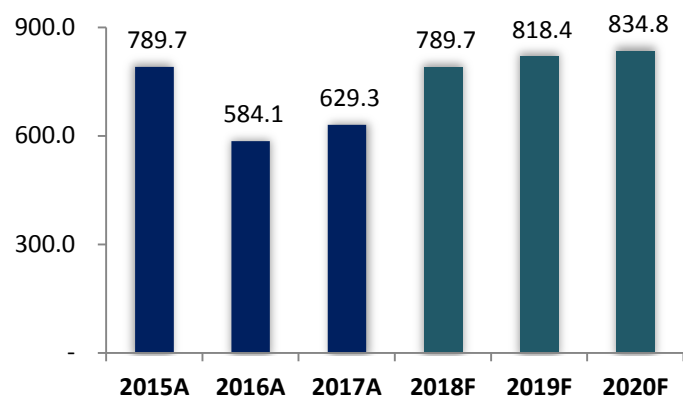
Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XXXIII: Est. Average Realized Price (US\$/Ton)



Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XXXIV: Revenue - INCO (Dalam Juta. USD)



Source: Vale Indonesia, OSO Research

Tahun 2018, INCO diperkirakan memproduksi nikel sebanyak 74,227 metrik ton atau dibawah target awal yang sebesar 77,000 metrik ton dikarenakan adanya kendala produksi yakni pemeliharaan mesin yang diluar rencana.

Sementara di tahun 2019, produksi INCO diperkirakan tidak akan jauh berbeda dari tahun ini.

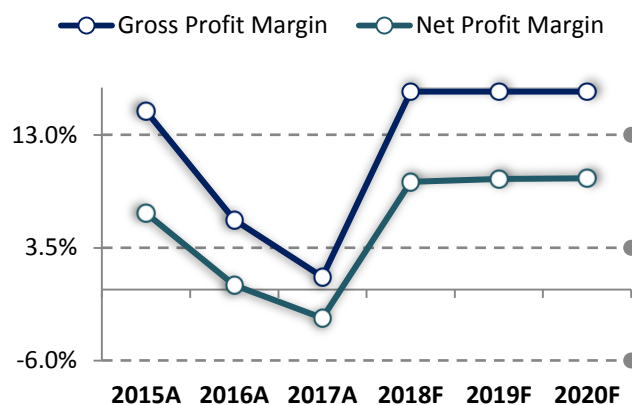
Perkiraan Pergerakan Harga Komoditas Nikel Diseluruh Dunia Tahun 2018F-2021F. Harga komoditas Nikel berpotensi mengalami kenaikan seiring kuatnya permintaan dan rendahnya pasokan Nikel di pasar global.

INCO menggunakan harga penjualan 78% dari rata-rata harga tunai di LME (London Metal Exchange) satu bulan sebelum pengiriman.

Revenue INCO 2018 diperkirakan tumbuh 25% dibandingkan tahun 2017 atau senilai USD 789.7 juta. Adapun peningkatan tersebut diestimasikan terjadi terdorong tingginya harga jual nikel, dimana Average Realized Price 2018 lebih tinggi dibandingkan tahun 2017.

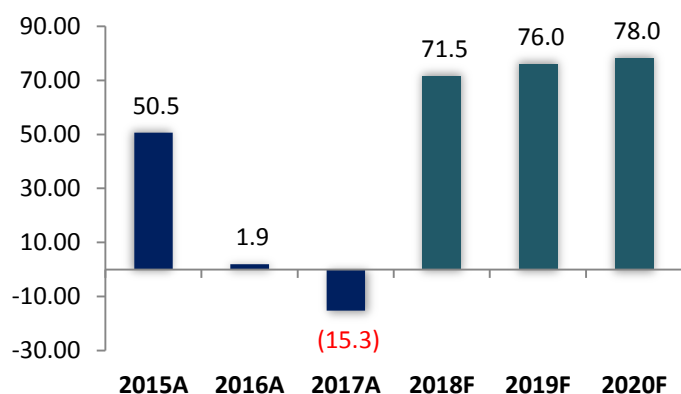
Margin INCO tumbuh positif salah satunya dikarenakan efisiensi atas konversi bahan bakar INCO menjadi Batubara yang diperkirakan mampu menekan biaya bahan bakar yang memang cukup besar pada porsi beban INCO.

Figure XXXV: Margin - INCO



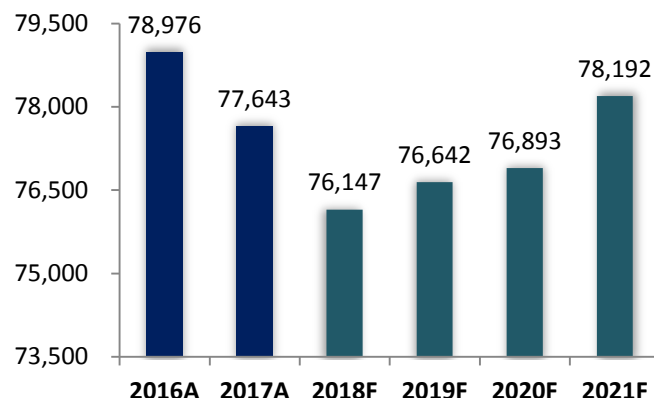
Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XXXVI: Earning After Tax - INCO (Dalam Juta. USD)



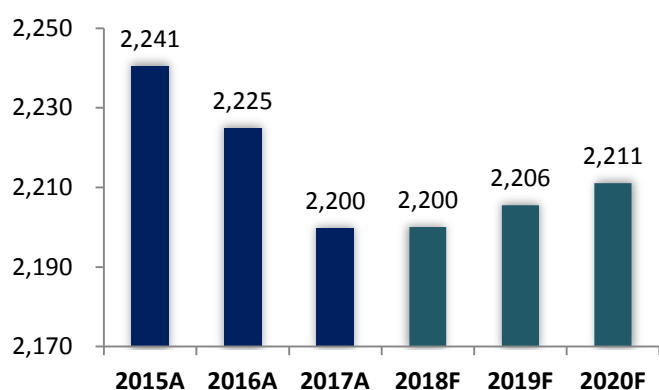
Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XXXVII: Volume Penjualan (Mt)



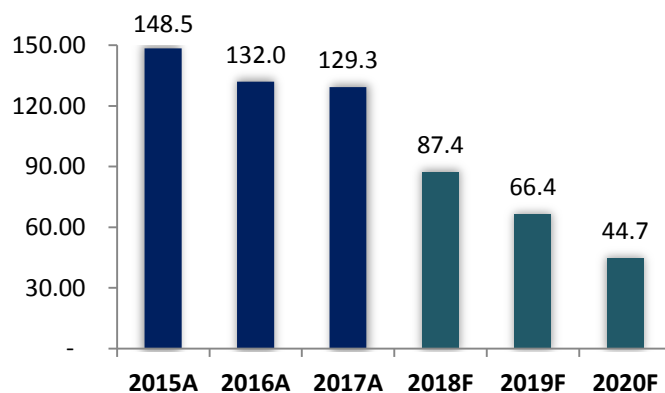
Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure: Total Assets (Dalam Juta. USD)



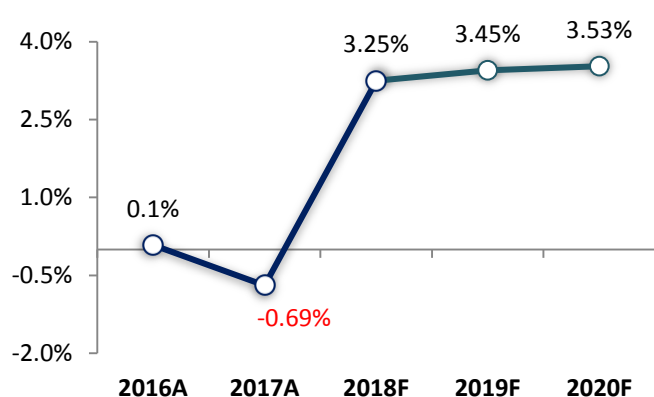
Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure: Volume Penjualan (Mt)



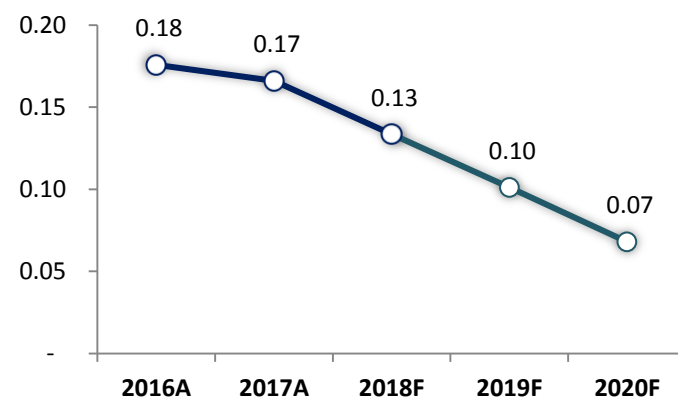
Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XXXVIII: Return on Assets (%)



Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XXXIX: Debt to Assets (x)



Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XXXX: Income Statement (Dalam Juta. USD)

in Millions of USD	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Revenue	789.7	584.1	629.3	789.7	818.4	834.8
Cost of Revenue	(671.4)	(550.0)	(622.8)	(658.2)	(682.1)	(695.9)
D&A	119.4	121.5	125.5	109.5	121.4	137.1
Gross Profit	118.4	34.1	6.6	131.5	136.3	139.0
Others Operating Income	1.4	1.9	3.1	3.2	3.8	4.7
Operating Expense	26.4	18.9	28.0	29.0	31.0	33.2
Operating Income (Loss)	93.3	17.1	(18.3)	105.6	109.1	110.5
Non-Operating Loss	(23.5)	(11.9)	(4.7)	(15.2)	(12.8)	(11.8)
Pre-tax profit	69.8	5.2	(23.0)	90.5	96.2	98.7
Tax	(19.33)	(3.26)	7.75	(19.0)	(20.2)	(20.7)
Net Income	50.5	1.9	(15.3)	71.5	76.0	78.0

Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XXXXI: Financial Position (Dalam Juta. USD)

in Millions of USD	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Cash, Cash Equivalents & STI	194.75	185.6	221.70	221.72	222.28	222.83
Accounts & Notes Receiv	78.20	146.62	165.58	165.59	166.01	166.42
Inventories	104.07	129.80	117.73	117.74	118.03	118.33
Other ST Assets	169.28	136.55	107.28	107.29	107.55	107.82
Total Current Assets	546.30	598.52	612.28	612.34	613.87	615.40
Property, Plant & Equip, Net	1,603.30	1,532.65	1,493.79	1,460.93	1,424.50	1,372.41
Other LT Assets	90.96	93.69	93.71	126.73	167.13	223.20
Total Noncurrent Assets	1,694.26	1,626.34	1,587.50	1,587.66	1,591.63	1,595.61
Total Assets	2,240.56	2,224.86	2,199.78	2,200.00	2,205.50	2,211.01
Payables & Accruals	85.64	64.27	77.20	43.70	33.18	22.37
St Debt	36.22	36.46	36.74	33.21	25.22	17.00
Other ST Liabilities	26.64	31.25	15.36	10.38	7.88	5.31
Total Current Liabilities	148.50	131.99	129.30	87.40	66.36	44.74
Lt Debt	109.86	73.10	36.30	-	-	-
Other LT Liabilities	196.85	185.82	199.60	206.38	156.70	105.66
Total Noncurrent Liabilities	306.71	258.91	235.89	206.38	156.70	105.66
Total Liabilities	455.20	390.90	365.19	293.78	223.06	150.40
Share Capital & APIC	414.17	414.17	414.17	414.17	414.17	414.17
Retained Earnings	1,371.18	1,419.78	1,420.42	1,492.05	1,568.27	1,646.44
Total Equity	1,785.35	1,833.96	1,834.6	1,906.22	1,982.44	2,060.61
Total Kewajiban dan Ekuitas	2,240.56	2,224.86	2,199.8	2,200.00	2,205.50	2,211.01

Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XXXXII: Cashflow Statement (Dalam Juta. USD)

in Millions of USD	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Net Income	50.5	1.9	(15.3)	71.5	76.0	78.0
Depreciation & Amortization	119.4	121.5	125.5	109.5	121.4	137.1
Change in working capital	(36.0)	(115.3)	42.3	42.0	22.6	23.1
Cash from Operating	133.9	8.1	152.6	222.9	220.0	238.2
CAPEX	(114.1)	(50.8)	(86.6)	(76.7)	(85.0)	(85.0)
Net Change in LT Investment	(95.7)	73.5	12.0	32.9	36.4	52.1
Other Investing Activities	13.3	(2.7)	(0.0)	(33.0)	(40.4)	(56.1)
Cash from Investing	(196.5)	19.9	(74.6)	(76.8)	(89.0)	(89.0)
Dividend paid	(0.04)	(0.01)	-	(0.18)	(0.19)	(0.19)
Cash From (Repayment) Debt	(37.5)	(37.5)	(37.5)	(36.3)	-	-
Other Financing Activities	(7.4)	0.3	(4.3)	(109.6)	(130.3)	(148.5)
Cash From Financing	(44.9)	(37.2)	(41.8)	(146.1)	(130.5)	(148.7)
Net increase/(decrease) in cash and cash	(107.5)	(9.2)	36.1	0.0	0.6	0.6
Beginning Cash	302.3	194.7	185.6	221.7	221.7	222.3
Ending Cash	194.7	185.6	221.7	221.7	222.3	222.8

Source: Vale Indonesia, OSO Research

Figure XXXXIII: Enterprise Value/EBITDA Exit Multiple

EV/EBITDA (Exit Multiple)	12M Target Price	Historic - EV/EBITDA	
Number of shares	9,936	2011	5.8
Market cap	2,251	2012	12.0
Net debt	25	2013	9.1
EV	2,226	2014	7.5
EBITDA	218	2015	4.8
Target EV/EBITDA	10.2	2016	14.2
Equity / Share (IDR)	3530	2017	18.2
		Avg	10.2

Source: Vale Indonesia, OSO Research

Research Team

Ike Widiawati (ike@oso-securities.com)	Head of Research	+62 21 2991 5300
Rifqiyati (Rifqiyati @oso-securities.com)	Research Analyst	+62 21 2991 5300
Sukarno Alatas (sukarno@oso-securities.com)	Research Analyst	+62 21 2991 5300
Mochammad Cahyo (cahyo@oso-securities.com)	Research Associate	+62 21 2991 5300
Istavani Kayesha (istavani@oso-securities.com)	Research Associate	+62 21 2991 5300

Disclosure Of Interests

As of the date of this report,

- The research analysts primarily responsible for the preparation of all or part of this report hereby certify that:
 - the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and
 - no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.
- The research analysts primarily responsible for the preparation of all or part of this report, or his/her associate(s), do not have any interest (including any direct or indirect ownership of securities, arrangement for financial accommodation or serving as an officer) in any company mentioned in this report
- PT OSO Securities Indonesia on a business in Indonesia in investment banking, proprietary trading or agency broking in relation to securities

Disclaimer

This report has been prepared by PT OSO Sekuritas Indonesia on behalf of itself and its affiliated companies and is provided for information purposes only. Under no circumstance is it to be used or considered as an offer to sell, or a solicitation of any offer to buy. This report has been produced independently and the forecasts, opinions and expectations contained herein are entirely those of PT. OSO Sekuritas Indonesia. We expressly disclaim any responsibility or liability (express or implied) of PT. OSO Sekuritas Indonesia, its affiliated companies and their respective employees and agents whatsoever and howsoever arising (including, without limitation for any claims, proceedings, action, suits, losses, expenses, damages or costs) which may be brought against or suffered by any person as a result of acting in reliance upon the whole or any part of the contents of this report and neither PT. OSO Sekuritas Indonesia, its affiliated companies or their respective employees or agents accepts liability for any errors, omissions or mis-statements, negligent or otherwise, in the report and any liability in respect of the report or any inaccuracy therein or omission there from which might otherwise arise is hereby expressly disclaimed. The information contained in this report is not to be taken as any recommendation made by PT. OSO Sekuritas Indonesia or any other person to enter into any agreement with regard to any investment mentioned in this document. This report is prepared for general circulation. It does not have regard to the specific person who may receive this report. In considering any investments you should make your own independent assessment and seek your own professional financial and legal advice.

PT OSO Sekuritas Indonesia - Research

Cyber 2 Tower, 22nd Floor
Jl. HR. Rasuna Said Blok X-5 No. 13
Jakarta Selatan, 12950
Telp: +62-21-299-15-300
Fax : +62-21-290-21-497