

**INTERNATIONAL NICKEL INDONESIA****NEUTRAL**

Kenaikan Produksi Terbatas, Produksi Melebihi Kapasitas Terpasang

Pertambangan Nikel | Reuters: INCO,JK IDX Ticker: INCO

Stock Data

Price (28/1/2010)	:	3,600
Price Target (12 mnth)	:	3,728
Potential Upside (%)	:	4
52-wk range	:	1,950–5,100
Market Cap (Rp bn)	:	7,154
Number of Shares (mn)	:	9,936
Free Float	:	20%

Key Indicators 2009F

ROA (%)	:	10.9
ROE (%)	:	9.5
DER (X)	:	0.13
BV/Share (US\$)	:	0.15
PBV (X)	:	2.5
PER (X)	:	26.5
OPM (%)	:	26.1

Price Chart**Research Team:**

Wahyu Mardi Widarini
wm_widarini@asiasecurities.co.id
 (+62) 21 835 4120 Ext.114

Supriyadi
supriyadi@asiasecurities.co.id
 (+62) 21 835 4120 Ext.114

Arga Paradita Sutiyo
arga_ps@asiasecurities.co.id
 (+62) 21 835 4120 Ext.142

Bodi Gautama
bodi_gautama@asiasecurities.co.id
 (+62) 21 835 4120 Ext.142

Resty Febiyanti
resty_febiyanti@asiasecurities.co.id
 (+62) 21 835 4120 Ext.142

Volume Penjualan dan ASP 2009F Turun, 2010F Naik

PT International Nickel Indonesia Tbk (INCO) pada 2009F kami estimasikan mengalami penurunan volume penjualan menjadi 69,18 ribu MT nikel dalam matte, dibandingkan volume penjualan tahun 2008 sebesar 73,05 ribu MT, atau turun 7,5%. Sampai dengan 3Q2009, INCO telah mencapai volume penjualan sebesar 50,68 ribu MT, sedangkan volume produksi sebesar 50,3 ribu MT. Tidak digunakannya lagi batubara thermal sebagai sumber energi menjadi faktor utama penurunan produksi 2009. *Average Selling Price (ASP)* 2009F kami estimasikan sebesar US\$10,959/MT. Pada 2010F, seiring dengan peningkatan produksi stainless steel dunia, kami estimasikan penjualan INCO naik sebesar 5% menjadi 72,64 ribu MT, sedangkan ASP kami estimasikan sebesar US\$15,600/MT.

US\$300 juta untuk Proyek Karebbe

INCO mendapatkan fasilitas pinjaman sebesar US\$300 juta melalui *Senior Export Facility Agreement* yang ditandatangani pada 30 November 2009 dengan Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd., Mizuho Corporate Bank, Ltd., Vale S.A, dan Union Bank, N.A. Fasilitas ini digunakan untuk membiayai pembangunan proyek Pembangkit Listrik Tenaga Air (PLTA) di sungai Larona di wilayah Karebbe, Sulawesi Selatan dan ditargetkan selesai pada 2011.

Produksi Telah Melebihi Kapasitas Terpasang

Kapasitas produksi terpasang yang dimiliki INCO saat ini adalah 63 ribu MT. Sementara itu, produksi nikel dalam matte saat ini telah melebihi kapasitas tersebut. Melalui program optimisasi, INCO memiliki target produksi hingga 90 ribu MT.

Valuasi

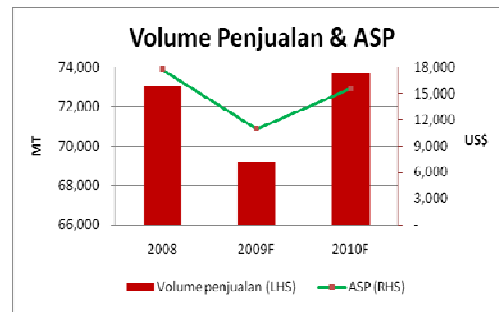
Menggunakan metode *Discounted Cash Flow*, serta asumsi WACC 16,8%, LTG 2%, premium risk 5%, serta beta 1,43, kami dapatkan target harga per lembar saham perseroan sebesar Rp3.728. Dengan demikian, masih terdapat *potential upside* sebesar 4%.

YoY Dec	2008	2009F	2010F	2011F
Net Income (US\$ mn)	359	145	419	531
EV (US\$ mn)	19,055	36,270	35,585	35,322
EBIT (US\$ mn)	478	198	599	757
EBITDA (US\$ mn)	564	239	660	828
EV/EBITDA (X)	33.8	151.7	53.9	42.7
EPS (US\$)	0.04	0.01	0.04	0.05
PER (X)	4.9	26.5	8.7	6.6
DPS (US\$)	0.02	0.01	0.01	0.02
BV per share (US\$)	0.19	0.15	0.19	0.23
PBV (X)	1.0	2.5	1.9	1.6
Price to Sales ratio (X)	1.33	5.09	3.22	2.67

Volume Penjualan dan ASP 2009F Turun, 2010F Naik

Setelah mencapai volume penjualan yang tinggi pada 2007 mencapai 76,7 ribu MT, kemudian turun menjadi 73 ribu MT pada 2008, kami estimasikan volume penjualan nikel dalam matte INCO turun sebesar 5,3% pada 2009F menjadi 69,18 ribu MT. Sampai dengan 3Q2009, INCO telah mencapai volume penjualan nikel dalam matte sebesar 50,68 ribu MT. Penurunan tersebut disebabkan oleh penurunan produksi nikel karena sampai dengan Agustus 2009, produksi hanya mengandalkan energi dari PLTA. *Average selling price (ASP)* INCO juga mengalami penurunan, seiring dengan turunnya harga komoditas nikel dunia. ASP INCO pada 2009F kami estimasikan sebesar US\$10,959/MT, turun dibandingkan ASP 2008 sebesar US\$17,724/MT dan ASP 2007 sebesar US\$29,881/MT. Pada 2010, industri pertambangan nikel kami estimasikan akan mengalami kebangkitan kembali seiring peningkatan industri stainless steel yang merupakan konsumen utama nikel. ASP INCO pada 2010F kami estimasikan akan berada pada level US\$15,600/MT.

Gb. 1



Sumber: INCO, Asia Securities Estimates

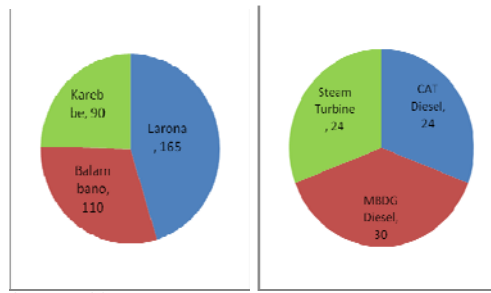
US\$300 juta untuk Proyek Karebbe

Saat ini INCO memiliki cadangan bijih nikel terbukti sebesar 89 juta MT dan cadangan terkira sebesar 64 juta MT. INCO memiliki 3 *hydropower* yang dibangun pada satu sungai, yaitu sungai Larona. *Hydropower* Larona memiliki kapasitas 165 MW, sedangkan *hydropower* Balambano memiliki kapasitas 110 MW. *Hydropower* Karebbe saat ini masih dalam tahap pembangunan dan telah selesai sekitar 35%. *Hydropower* Karebbe akan menambah kapasitas sebesar 90 MW dari kapasitas *hydropower* yang dimiliki INCO saat ini. Proyek ini juga akan mengurangi biaya tunai tahunan sebesar US\$220 hingga US\$331 per MT, serta menurunkan risiko pasokan energi ketika curah hujan berada di bawah rata-rata. Proyek Karebbe ditargetkan selesai pada 2011.

Pada 30 November 2009, INCO telah menandatangani *Senior Export Facility Agreement* untuk suatu fasilitas pinjaman senilai hingga US\$300 juta ("fasilitas ekspor") dengan Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. sebagai lender dan mandated lead arranger; Mizuho Corporate Bank, Ltd., sebagai lender, mandated lead arranger, dan facility agent; Vale S.A., sebagai guarantor; dan Union Bank, N.A., sebagai collateral agent. Fasilitas ekspor ini dikenakan bunga per tahun sebesar Libor 6 bulan ditambah 1,5%. Sedangkan pelunasan pokoknya adalah selama 7 tahun, dimulai bulan Februari 2012. Vale S.A., merupakan satu-satunya pihak yang mempunyai hubungan istimewa dengan INCO, dimana Vale S.A., merupakan pemegang saham tidak langsung dari pihak pengendali pemegang saham utama INCO, Vale Inco Limited. Vale S.A., akan menjamin kewajiban pembayaran INCO berdasarkan *Senior Export Facility Agreement*. Atas fasilitas penjaminan tersebut, INCO membayar *fee* kepada Vale S.A., sebesar 1,5%/tahun atas setiap pinjaman.

Penggunaan *hydropower* sebagai pembangkit energi memang akan menambah efisiensi bagi INCO. Sebagai perbandingan, untuk memproduksi 1 pon nikel dalam matte jika menggunakan batubara thermal membutuhkan biaya US\$1, sedangkan jika menggunakan energi *hydropower* hanya membutuhkan biaya 1 sen. Namun penggunaan *hydropower* juga memiliki risiko jika ketinggian air tidak mencukupi. Jika hanya mengandalkan energi *hydropower* yang dimiliki, produksi nikel akan lebih rendah 20% dibandingkan jika menggunakan *hydropower* dan batubara thermal. Kini INCO sepenuhnya menggunakan *hydropower* sebagai sumber energi, dengan kekuatan diesel dan turbin yang hanya berfungsi sebagai pelengkap (*auxiliaries backup*).

Gb. 2 Kapasitas Hydropower dan *Auxiliaries Backup* (MW)



Sumber: INCO

Produksi Telah Melebihi Kapasitas Terpasang

Saat ini INCO memiliki kapasitas terpasang sebesar 63 ribu MT. Sementara itu, produksi nikel dalam matte telah melebihi kapasitas terpasangnya. Selama kurun waktu 2004-2008, produksi nikel dalam matte INCO bervariasi antara 71,62 ribu MT hingga 76,75 ribu MT. Melalui program optimisasi, INCO mempunyai target meningkatkan kapasitas produksi nikel dalam matte menjadi 200 juta pon (90.718 MT), dengan proyek Karebbe sebagai pondasinya. Kapasitas produksi dinaikkan melalui upaya *debottlenecking*.

Income Statement

US\$ Mn	2008	2009F	2010F	2011F
Sales	1,312	758	1,133	1,309
COGS	(808)	(549)	(510)	(523)
Gross Profit	504	209	623	785
Operating Expense	(25)	(11)	(25)	(29)
EBIT	478	198	599	757
EBITDA	564	239	660	828
Interest Income	5	0	11	13
Interest Expense	(1)	(0)	(6)	(6)
Forex Gain (Loss)	(2)	0	(1)	(1)
Other Inc (Exp)	(18)	9	(5)	(5)
Profit Before Tax	463	208	598	758
Tax Expense	(104)	(62)	(179)	(227)
Net Income	359	145	419	531

Sumber: INCO, Asia Securities Estimates

Balance Sheet

Rp Bn	2008	2009F	2010F	2011F
Cash & Cash Eq.	166	196	539	808
Receivables	71	86	128	148
Inventory	147	69	103	120
Other Current Asset	114	24	58	72
PP&E	1,336	1,444	1,527	1,588
Other Noncurrent Asset	9	9	9	9
Total Asset	1,843	1,828	2,364	2,744
Short Term Loan	-	-	-	-
Payables	55	48	45	46
Current Maturities	6	5	4	3
Other Current Liab.	41	48	72	81
Long Term Maturities	38	193	349	356
Other Liab	182	2	2	2
Equity	1,521	1,522	1,883	2,246
Total Liab & Equity	1,843	1,819	2,355	2,735

Sumber: INCO, Asia Securities Estimates

CashFlow

Rp Bn	2008	2009F	2010F	2011F
Net Income	359	145	419	531
Dep. & Amort.	65	51	67	49
Chg In Working Cap.	80	56	(79)	(35)
Other Current Asset	(215)	96	(10)	(4)
Total CFO	290	349	396	540
Capex	(157)	(150)	(150)	(110)
Chg. In Other Asset	(28)	-	-	-
Total CFI	(185)	(150)	(150)	(110)
Change in Capital	-	-	-	-
Dividend & Other	(225)	(144)	(58)	(168)
Net Change In Debt	5	154	155	6
Change in Other Liab.	(12)	(180)	-	-
Total CFF	(233)	(169)	97	(162)
Change in Cash	(128)	30	343	269
Beginning Cash	294	166	196	539
Ending Cash	166	196	539	808

Sumber: INCO, Asia Securities Estimates

Ratios

	2008	2009F	2010F	2011F
ROE (%)	24%	10%	22%	24%
ROCE (%)	31%	12%	27%	29%
ROIC (%)	24%	9%	22%	24%
ROA (%)	26%	11%	25%	28%
Margins				
Gross Profit (%)	38%	28%	55%	60%
EBIT (%)	36%	26%	53%	58%
EBITDA (%)	43%	32%	58%	63%
Net Profit (%)	27%	19%	37%	41%
Operating Efficiency				
Inventory Days	60	43	66	73
Receivables Days	18	38	38	38
Creditors Days	22	27	29	29
Cash Conv. Cycle	55	54	75	82
Financial Structure				
Current Ratio	4.9	3.7	6.8	8.8
Quick Ratio	3.4	3.0	6.0	7.8
Net Gearing	-8%	0%	-10%	-20%
EBIT/Int Exp	790.5	852.6	105.0	132.8
Debt/EBITDA	0.1	0.8	0.5	0.4

Sumber: INCO, Asia Securities Estimates

Key Assumption	2,008	2009F	2010F	2011F
Sales Volume (ribu ton)	73.0	69.2	72.6	76.3
Average Selling price (US\$/ton)	17,724	10,959	15,600	17,160
Exchange Rate *	10,950	9,400	9,800	10,250

* Angka aktual untuk 2008 dan 2009

Sumber: INCO, Bank Indonesia, Asia Securities Estimates

PT ASIA KAPITALINDO SECURITIES Tbk.

(Member of The Indonesia Stock Exchange)

**Menara Imperium, 12X Fl., Suite C,
Jl. H.R. Rasuna Said, Kav. 1A,
Jakarta 12980
Indonesia****Phone : 62-21-835 4120****Fax : 62-21-835 4130****<http://www.asiasecurities.co.id>****DISCLAIMER**

The information contained in this report has been taken from sources which we deem reliable. However, none of PT Asia Kapitalindo Securities Tbk and/or its affiliated companies and/or their respective employees and/or agents makes any representation or warranty (express or implied) or accepts any responsibility or liability as to, or in relation to, the accuracy or completeness of the information and opinions contained in this report or as to any information contained in this report or any other such information or opinions remaining unchanged after the issue thereof. We expressly disclaim any responsibility or liability (express or implied) of PT Asia Kapitalindo Securities Tbk, 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 Asia Kapitalindo Securities Tbk, its affiliated companies or their respective employees or agents accepts liability for any errors, omissions or misstatements, 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 Asia Kapitalindo Securities Tbk 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 regards 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.

©2009 PT Asia Kapitalindo Securities Tbk. All right reserved. This report may not be reproduced or redistributed, in whole or in part, without the written permission of Asia Securities and the firm accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.