

BUY (Initiation)

Target Price (IDR) 2,000 (Initiation)
Potential Upside (%) 45.5

Price Comparison	
Cons. Target Price (IDR)	n.a
SSI vs. Cons. (%)	n.a

Stock Information	
Last Price (IDR)	1,345
Shares Issued (Mn)	63,099
Market Cap. (IDR Bn)	87,707
52-Weeks High/Low (IDR)	1,410/1,205
3M Avg. Daily Value (IDR Bn)	n.a
Free Float (%)	12.68
Shareholder Structure:	
PT Harita Jayaraya	86.45
Public (%)	12.68
Others (%)	0.87

Stock Performance				
(%)	YTD	1M	3M	12M
Absolute	n.a	n.a	n.a	n.a
JCI Return	(0.7)	1.8	0.5	(6.0)
Relative	n.a	n.a	n.a	n.a

Company Background
Trimegah Bangun Persada Tbk (NCKL) merupakan bagian dari HARITA GROUP yang beroperasi di bidang pertambangan dan pengolahan bijih nikel. Seluruh aktivitas operasional berada di Desa Kawasi, Kecamatan Obi, Kabupaten Halmahera Selatan, Provinsi Maluku Utara

Juan Harahap
+62 21 2854 8321
juan.oktavianus@samuel.co.id

Here Comes the New Metal Star

Kami menginisiasi coverage terhadap NCKL dengan rekomendasi BUY dan TP berbasis SOTP sebesar IDR 2,000 per saham (13.1x P/E 2023F; 4.3% lebih rendah dari rata-rata industri). Kami menggunakan metode DCF untuk mendapatkan valuasi setiap proyek NCKL, dengan asumsi berikut: WACC sebesar 12.4%, tidak ada pertumbuhan terminal. Kami menyukai NCKL karena beberapa faktor, antara lain 1) struktur bisnisnya yang terintegrasi secara vertikal, 2) potensi pertumbuhan yang kuat, didukung oleh peningkatan kapasitas produksi, dan 3) potensinya untuk menjadi salah satu produsen nikel rafinasi terbesar,

Pemain nikel murni yang terintegrasi secara vertikal. PT Trimegah Bangun Persada (NCKL) adalah perusahaan pertambangan nikel terintegrasi vertikal yang beroperasi di Pulau Obi, Maluku Utara. NCKL saat ini mengoperasikan dua tambang bijih nikel, dan sebagian besar produk dari kedua tambang tersebut dipasok ke smelter milik NCKL sendiri. Terkait smelter, NCKL saat ini mengoperasikan dua smelter: smelter rotary-kiln-electric furnace (RKEF) (kapasitas produksi:25ktpa) dan smelter High-Pressure Acid Leaching (HPAL) (37ktpa).

Salah satu pemain nikel rafinasi terbesar. NCKL menargetkan untuk memiliki kapasitas produksi FeNi sebesar 305ktpa pada 2025F, didukung oleh proyek RKEF-nya, masing-masing berkapasitas 95ktpa (prakiraan beroperasi: 2Q23) dan 185ktpa (prakiraan beroperasi: 2Q25). Terkait proyek smelter HPAL NCKL, pembangunannya akan dibagi menjadi tiga tahap: tahap pertama (37 ktpa) telah selesai dan saat ini berjalan dengan kapasitas penuh, tahap kedua (18ktpa, total: 55ktpa) diharapkan dapat memulai aktivitas produksi pada 1Q23. Untuk tahap ketiga, NCKL memperkirakan akan mendapatkan kapasitas produksi tambahan sebesar 65 ktpa dari anak perusahaan Lygend (mitra NCKL), ONC (NCKL memegang 10% saham ONC) mulai 1Q24, yang akan meningkatkan total kapasitas HPAL NCKL menjadi 120ktpa. Dengan asumsi semua proyeknya berjalan lancar, NCKL akan menjadi salah satu produsen nikel rafinasi terbesar di Indonesia.

Pertumbuhan pendapatan yang kuat didukung kenaikan volume produksi. Mengingat rencana ekspansinya yang agresif, kami memproyeksikan NCKL untuk mencatat pertumbuhan pendapatan yang solid di 2023F dan 2024F (proyeksi: +165% YoY dan +39% YoY). Selain itu, kami memproyeksikan kenaikan pendapatan JV NCKL pada 2023F (IDR 4.9tn) dan 2024F (IDR 5.8tn), seiring dengan peningkatan volume produksi MHP. Terkait laba bersih, kami memperkirakan NCKL akan membukukan pertumbuhan laba bersih masing-masing sebesar +98% YoY dan +18% YoY di 2023F dan 2024F.

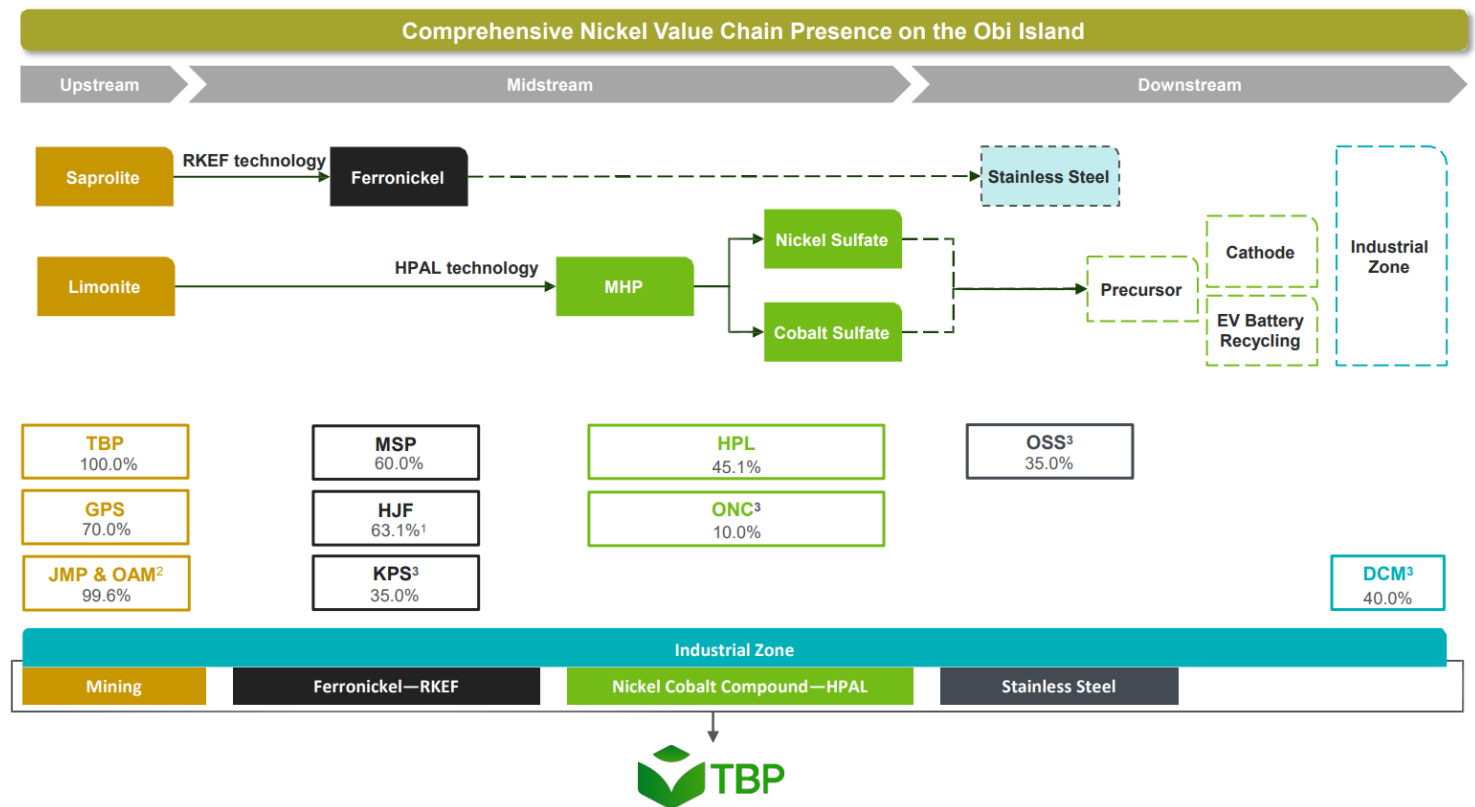
BUY, TP IDR 2,000. Kami menginisiasi coverage terhadap NCKL dengan rekomendasi BUY dan TP berbasis SOTP sebesar IDR 2,000 per saham (13.1x P/E 2023F; 4.3% lebih rendah dari rata-rata industri). Kami menggunakan metode DCF untuk mendapatkan valuasi setiap proyek NCKL, dengan asumsi berikut: WACC sebesar 12.4%, tidak ada pertumbuhan terminal.

Forecasts and Valuations (at IDR 1,375/share)					
Y/E Dec	21A	22F	23F	24F	25F
Revenue (IDR Bn)	8,229	11,518	30,512	42,442	48,777
EBITDA (IDR Bn)	3,967	4,549	9,256	11,016	14,316
EV/EBITDA (x)	22.9	20.6	8.4	6.3	3.8
Net Profit (IDR Bn)	1,968	4,856	9,606	11,352	14,699
Net Profit Growth (%)	592.49	146.68	97.84	18.17	29.48
EPS (IDR)	31	77	152	180	233
P/E Ratio (x)	44.1	17.9	9.0	7.6	5.9
BVPS (IDR)	151	231	562	771	1,063
P/BV Ratio (x)	9.1	6.0	2.4	1.8	1.3
DPS (IDR)	-	-	-	-	-
Dividend Yield (%)	-	-	-	-	-
ROAE (%)	21.8	40.3	38.4	27.0	25.4
ROAA (%)	9.5	19.4	25.8	21.9	21.8
Interest Coverage (x)	11.0	9.3	38.9	52.0	75.4
Net Gearing (x)	0.4	0.5	(0.3)	(0.4)	(0.5)

Investment Thesis

Pemain nikel murni yang terintegrasi secara vertikal. PT Trimegah Bangun Persada (NCKL) adalah perusahaan pertambangan nikel terintegrasi vertikal yang beroperasi di Pulau Obi, Maluku Utara. NCKL mengoperasikan dua tambang bijih nikel, dan sebagian besar produk dari kedua tambang tersebut dipasok ke smelter milik NCKL sendiri. Terkait smelter, NCKL saat ini mengoperasikan dua smelter: smelter rotary-kiln-electric furnace (RKEF) (kapasitas produksi: 25ktpa) dan smelter High-Pressure Acid Leaching (HPAL) (37ktpa).

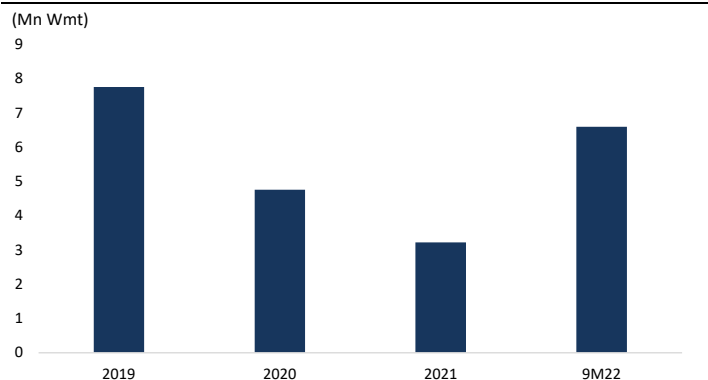
Figure 1. NCKL's value chain flowchart



Source: Company, SSI Research

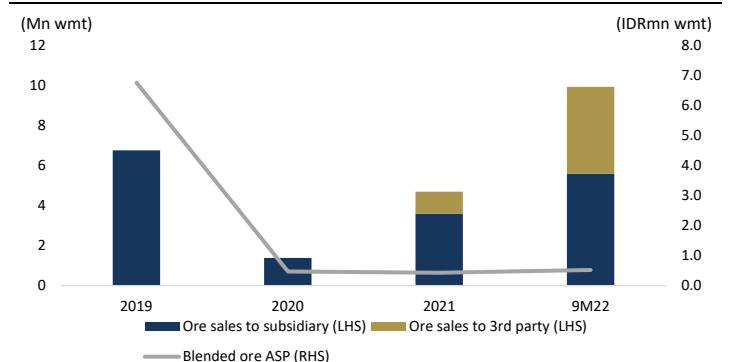
Kami melihat bahwa semua bijih nikel yang dihasilkan tambang NCKL diserap oleh smelter NCKL sendiri (dimiliki oleh MSP dan HJF), sedangkan bijih limonitnya dijual kepada rekanan (HPL, yang mengoperasikan smelter HPAL NCKL). Per 9M22, NCKL berhasil memproduksi 6.6 juta wmt bijih nikel, 5.6 juta di antaranya dikirim ke anak perusahaannya.

Figure 2. Nickel ore production trend



Source: Company, SSI Research

Figure 3. Nickel ore sales volume trend.



Source: Company, SSI Research

17 April 2023

JCI Index: 6,719

Salah satu pemain nikel rafinasi terbesar. NCKL menargetkan untuk memiliki kapasitas produksi FeNi sebesar 305ktpa pada 2025F, didukung oleh proyek RKEF-nya, masing-masing berkapasitas 95ktpa (prakiraan beroperasi: 2Q23) dan 185ktpa (prakiraan beroperasi: 2Q25). Terkait proyek smelter HPAL NCKL, pembangunannya akan dibagi menjadi tiga tahap: tahap pertama (37 ktpa) telah selesai dan saat ini berjalan dengan kapasitas penuh, tahap kedua (18ktpa, total: 55ktpa) diharapkan dapat memulai aktivitas produksi pada 1Q23. Untuk tahap ketiga, NCKL memperkirakan akan mendapatkan kapasitas produksi tambahan sebesar 65 ktpa dari anak perusahaan Lygend (mitra NCKL), ONC (NCKL memegang 10% saham ONC) mulai 1Q24, yang akan meningkatkan total kapasitas HPAL NCKL menjadi 120ktpa.

Table 1. NCKL's project compilation

Subsidiary	NCKL's ownership	Product	Capacity	Start construction	Commissioning
RKEF project					
PT Megah Surya Pertiwi (MSP)	60.0%	FeNi	25,000	1Q15	1Q17
PT Halmahera Jaya Feronikel (HJF)	63.1%	FeNi	95,000	1Q21	2Q23
PT Karunia Permal Sentosa (KPS)	35.0%	FeNi	185,000	2Q23	2Q25
HPAL project I					
PT Halmahera Persada Lygend (HPL)	45.1%	MHP	37,000	1Q19	4Q21
		Convert to sulphate plant			
		Nickel sulphate	37,000		
		Cobalt sulphate	4,500	4Q20	1Q23
HPAL project II					
PT Halmahera Persada Lygend (HPL)	45.1%	MHP	18,000	3Q21	1Q23
		Convert to sulphate plant			
		Nickel sulphate	18,000		
		Cobalt sulphate	2,250	3Q21	4Q23
HPAL project III					
PT Obi Nickel Cobalt (ONC)	10.0%	MHP	65,000	2Q22	1Q24

Source: Company, SSI Research

Dengan asumsi semua proyeknya beroperasi, NCKL akan menjadi produsen nikel rafinasi terbesar dalam coverage kami, dengan total kapasitas produksi sebesar 425ktpa, disusul oleh anak usaha MDKA Merdeka Battery Materials (MBMA) (328ktpa).

Table 2. Refined nickel project comparison in SSI's coverage

	ANTM	INCO	HRUM	MDKA	NCKL
Current capacity					
FeNi (tons)	27,000				25,000
Nickel in matte (tons)		75,000			
NPI (tons)			28,000	38,000	
MHP (tons)					37,000
Future projects					
FeNi (tons)	13,500	73,000			280,000
Nickel in matte (tons)					
NPI (tons)			50,000	50,000	
MHP (tons)		180,000		240,000	83,000
Sub total					
FeNi (tons)	40,500	73,000	0	0	305,000
Nickel in matte (tons)	0	75,000	0	0	0
NPI (tons)	0	0	78,000	88,000	0
MHP (tons)	0	180,000	0	240,000	120,000
Total refined nickel production capacity	40,500	328,000	78,000	328,000	425,000

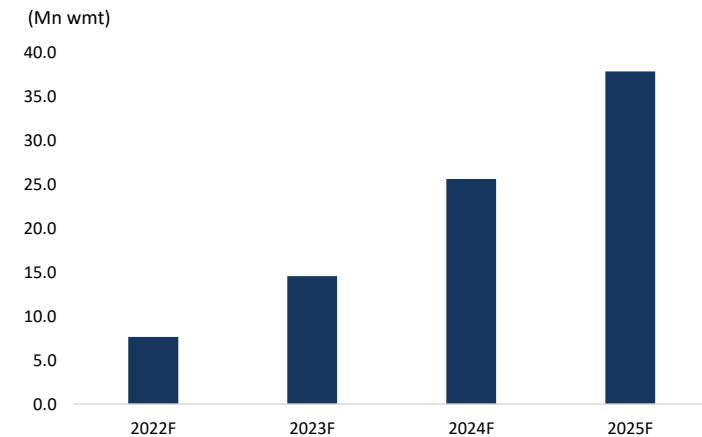
Source: Company, SSI Research

17 April 2023

JCI Index: 6,719

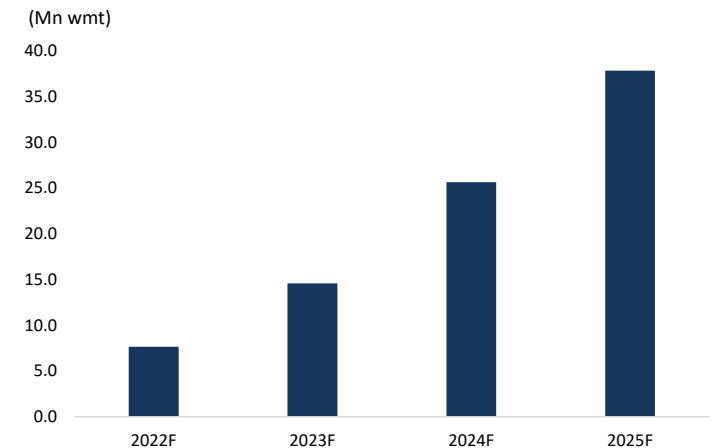
Pertumbuhan pendapatan yang kuat didukung kenaikan volume produksi. Seiring dengan strategi NCKL untuk meningkatkan kapasitas produksi nikel rafinasinya, kami memperkirakan produksi FeNi NCKL meningkat menjadi 85k dan 120k pada 2023F dan 2024F, sementara kapasitas produksi HPAL diproyeksikan meningkat menjadi 50ktpa dan 104ktpa pada 2023F dan 2024F. Kami juga memperkirakan akan melihat peningkatan volume produksi dari tambang nikelnya (2023F: 91%, 2024F: 76%).

Figure 4. Nickel ore production volume trend



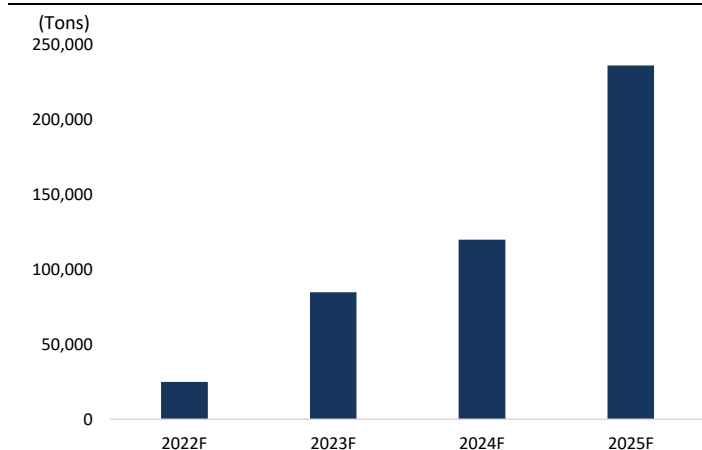
Source: Company, SSI Research

Figure 5. Nickel ore sales volume trend.



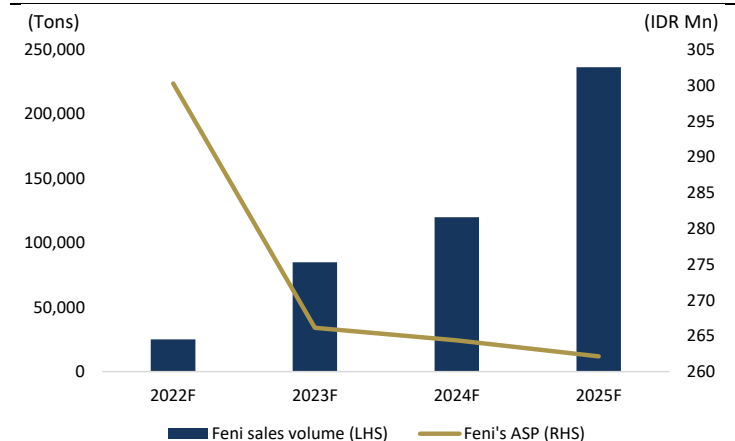
Source: Company, SSI Research

Figure 6. FeNi production volume trend



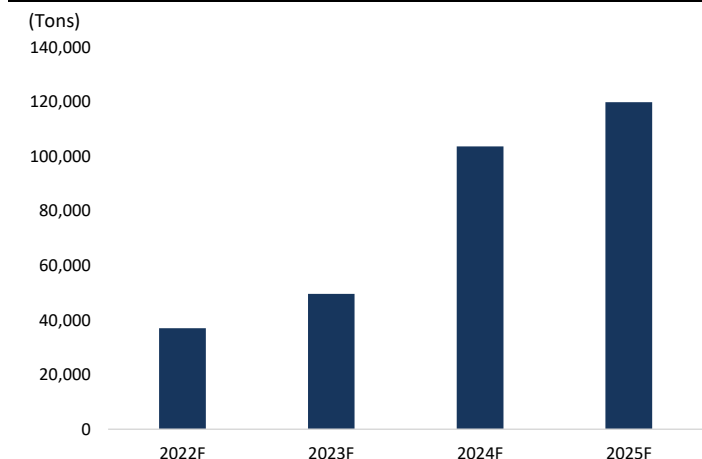
Source: Company, SSI Research

Figure 7. FeNi sales volume trend



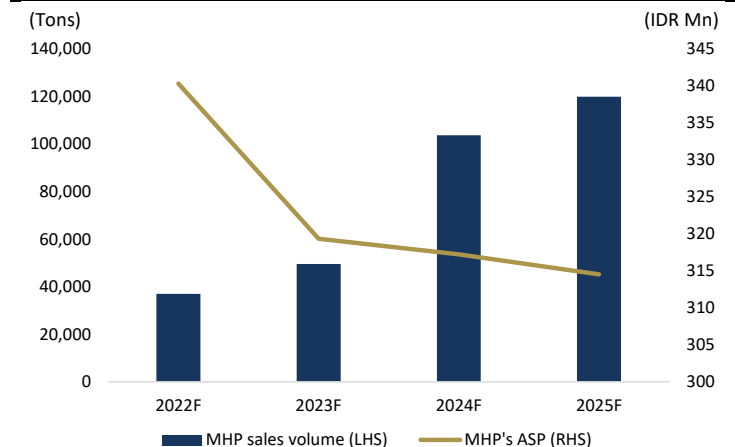
Source: Company, SSI Research

Figure 8. MHP production volume trend



Source: Company, SSI Research

Figure 9. MHP sales volume trend



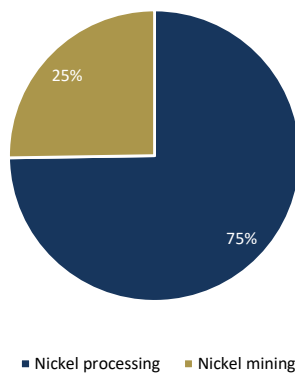
Source: Company, SSI Research

17 April 2023

JCI Index: 6,719

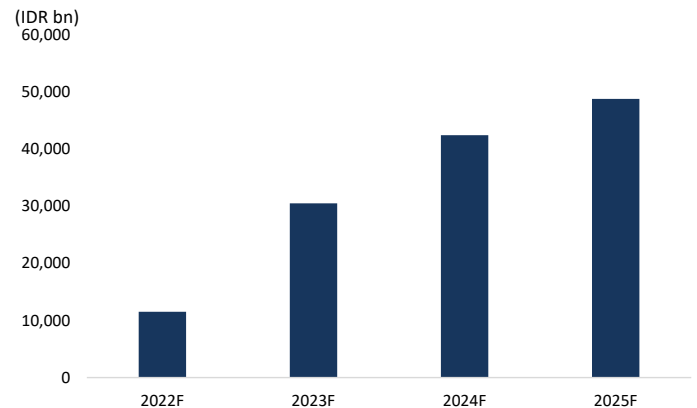
Mengingat rencana ekspansinya yang agresif, kami memproyeksikan NCKL untuk mencatat pertumbuhan pendapatan yang solid di 2023F dan 2024F (proyeksi: +165% YoY dan +39% YoY). Selain itu, kami memproyeksikan kenaikan pendapatan JV NCKL pada 2023F (IDR 4.9tn) dan 2024F (IDR 5.8tn), seiring dengan peningkatan volume produksi MHP. Terkait laba bersih, kami memperkirakan NCKL akan membukukan pertumbuhan laba bersih masing-masing sebesar +98% YoY dan +18% YoY di 2023F dan 2024F.

Figure 10. NCKL's revenue breakdown



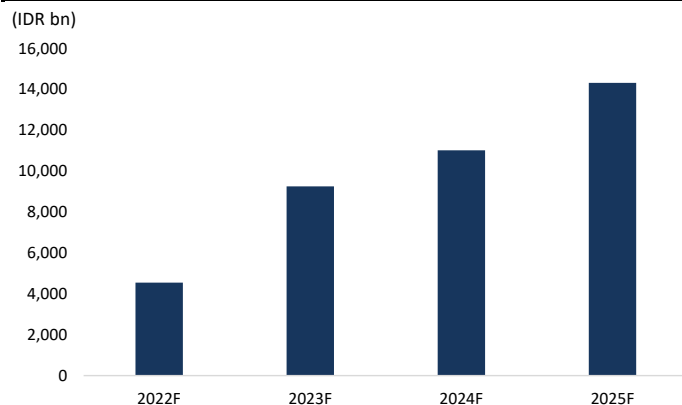
Source: Company, SSI Research

Figure 11. NCKL's revenue trend



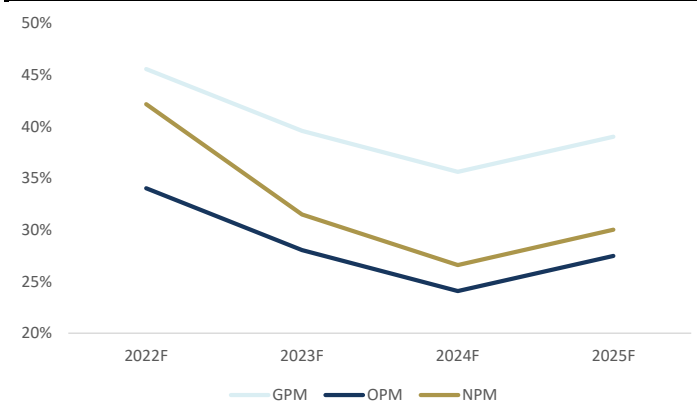
Source: Company, SSI Research

Figure 12. NCKL's EBITDA trend



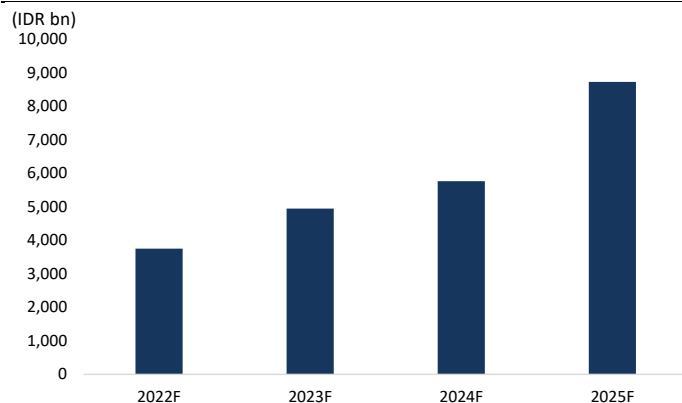
Source: Company, SSI Research

Figure 13. NCKL's margin trend



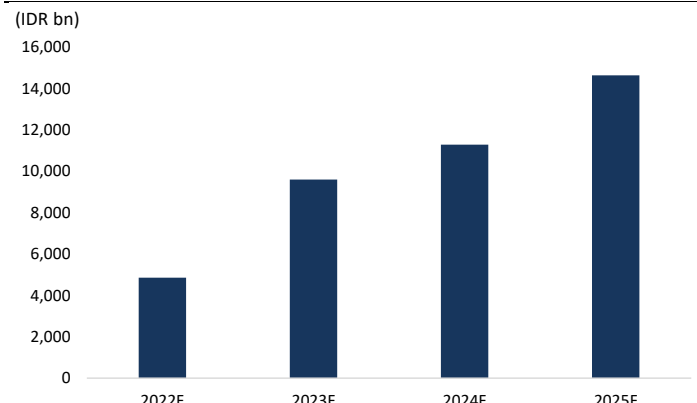
Source: Company, SSI Research

Figure 14. NCKL's JV revenue trend



Source: Company, SSI Research

Figure 15. NCKL's net profit trend

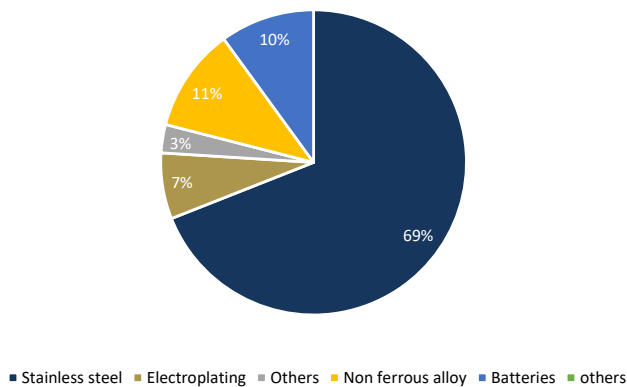


Source: Company, SSI Research

Industry Outlook

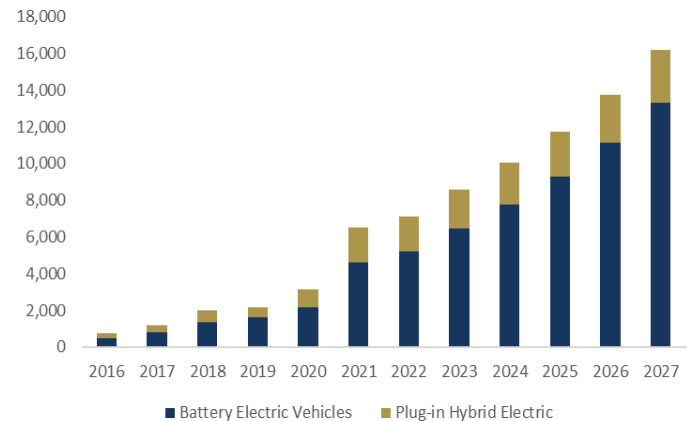
EV sebagai pendorong permintaan jangka panjang. Menurut AME Mineral Economics (AME), industri stainless steel menyumbang sekitar 70% konsumsi nikel global pada tahun 2022, sedangkan sisanya digunakan untuk pembuatan baja dan logam non-besi lainnya, seringkali untuk aplikasi industri, penerbangan, dan militer. Sementara itu, industri baterai kendaraan listrik (EV) hanya menyumbang sekitar 10% dari konsumsi nikel global pada tahun 2022. Meskipun porsinya agak kecil saat ini, kami percaya bahwa industri baterai EV akan menjadi pendorong permintaan nikel dalam jangka panjang, karena dunia mulai beralih dari bahan bakar berbasis fosil ke 'green energy'; sekitar 7.8 juta EV terjual di seluruh dunia pada tahun 2022, jauh lebih banyak dari tahun 2010 (9.8 ribu). Pertumbuhan besar-besaran industri EV didorong salah satunya oleh rencana banyak negara untuk melarang penjualan mobil berbahan bakar fosil dalam waktu dekat. Beberapa negara, seperti Norwegia, berencana memberlakukan peraturan tersebut pada tahun 2025; Irlandia, Denmark, Inggris, Jerman, Israel, dan India pada tahun 2030; Amerika Serikat pada tahun 2035; dan Indonesia pada tahun 2040. Beberapa pabrikan mobil juga telah mengumumkan rencana mereka untuk menghentikan produksi mobil berbahan bakar fosil di masa mendatang. Menurut laporan IEA, penjualan EV global diproyeksikan akan terus meningkat di masa mendatang (proyeksi: 22 juta unit pada tahun 2030; lebih dari delapan kali lipat lebih besar dibandingkan tahun 2020), didukung oleh: 1) komitmen beberapa negara untuk mengurangi emisi karbon, dan 2) ekspektasi bahwa harga EV akan menurun di masa mendatang. Kami yakin pemain nikel akan mendapatkan keuntungan dari tren EV, karena nikel sangat penting dalam produksi baterai EV.

Figure 16. Nickel consumption 2022F



Source: AME, SSI Research

Figure 17. Global EV sales trend (in 000's)



Source: IEA, SSI Research

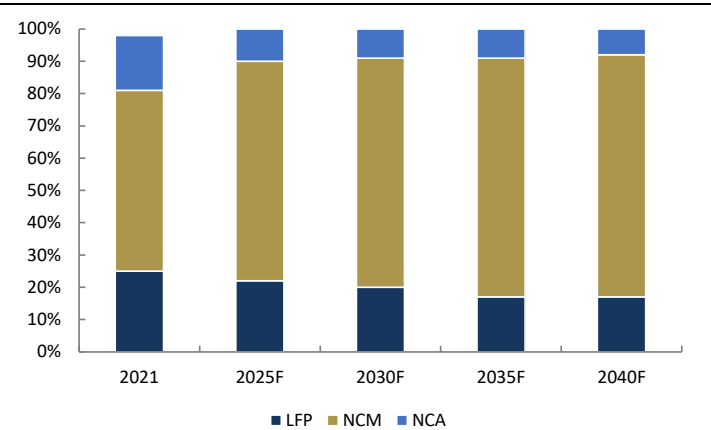
Table 3. Major automakers with electrification plan (2021-2022)

Automaker	Announcement Date	Ambition
Toyota	2021	3.5 million annual electric car sales by 2030 and the rollout of 30 BEV models
Volkswagen	2021	All-electric vehicles to exceed 70% of European and 50% of Chinese and US sales by 2030, and by 2040 nearly 100% to be ZEVs
Ford	2022	One-third of sales to be fully electric by 2026 and 50% by 2030, with all-electric sales in Europe by 2030
BMW	2021	50% of vehicles sold to be fully electric by 2030 or earlier
Volvo	2021	Become a fully electric car company by 2030
Geely	2021	20% of car sales to be electric by 2025
Mercedes	2021	All newly launched vehicles will be fully electric from 2025
General Motors	2022	30 EV models and BEV production capacity of 1 million units in North America by 2025, plus carbon neutrality in 2040

Source: IEA, SSI Research

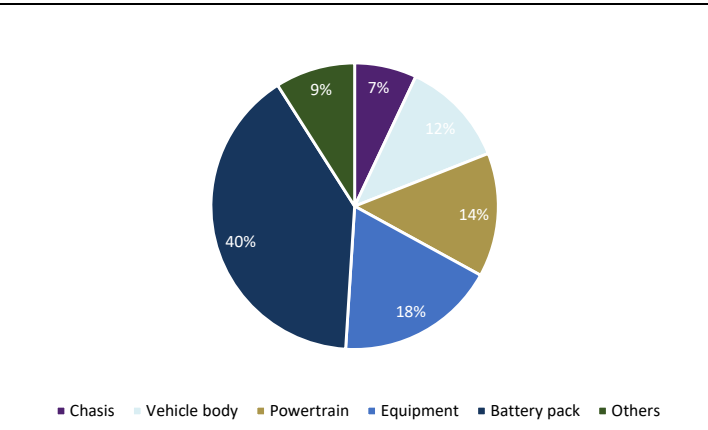
Baterai berbasis akan tetap memimpin pasar. Kami mencatat bahwa sekitar 40% dari harga kendaraan listrik adalah harga baterainya. Baterai diklasifikasikan menurut formulasi logamnya; bahan kimia dan logam yang paling umum digunakan dalam produksi baterai adalah lithium, timah, dan nikel. Untuk diketahui, baterai lithium-ion menguasai sebagian besar pangsa pasar baterai untuk perangkat portabel dan powertrain listrik. Secara umum, ada lima komposisi logam yang umum digunakan dalam baterai lithium-ion: Lithium Cobalt Oxide (LCO); 2) Nickel Cobalt Manganese (NCM); 3) Nickel Cobalt Aluminum (NCA); 4) Lithium Manganese Oxide (LMO); dan 5) Lithium Iron Phosphate (LFP); NMC, NCA, dan LFP merupakan yang paling populer di sektor otomotif. Baterai berbasis nikel memegang posisi dominan di pasar baterai kendaraan listrik (2021: 75%) karena baterai nikel menawarkan kepadatan energi yang lebih tinggi daripada yang lain. Namun, LFP perlahan mulai populer, terutama berkat meningkatnya penggunaan kendaraan listrik di China. LFP menawarkan harga yang lebih rendah di tengah lonjakan harga komoditas, dan teknologi cell-to-pack (CTP) membantu meningkatkan kepadatan energi baterai LFP. Saat ini, produksi LFP masih terbatas di China karena masalah paten; konsorsium penelitian pemilik paten tersebut telah menandatangani perjanjian dengan pembuat baterai di China yang membebaskan mereka dari biaya royalti untuk penggunaan domestik. Namun, paten tersebut berakhir pada tahun 2022, yang dapat menarik pabrik asing untuk ambil bagian dalam produksi LFP. Meski demikian, AME menyatakan bahwa jenis baterai yang dipilih produsen akan sangat bergantung pada pasar; Cina diperkirakan akan lebih menyukai LFP, karena pengguna EV di kota-kota besar di China tidak akan kesulitan menemukan stasiun pengisian daya hampir di mana-mana, membuat kepadatan energi kurang menjadi prioritas. Di sisi lain, pasar AS dan Eropa akan lebih memilih baterai berbasis nikel, karena mereka membutuhkan jarak tempuh yang lebih jauh. Selain itu, performa baterai berbasis nikel di suhu yang lebih rendah akan memberikan nilai tambah di pasar Eropa. Oleh karena itu, kami percaya bahwa baterai berbasis nikel akan tetap menjadi pemimpin pasar di masa mendatang, mengingat kepadatan energinya yang lebih tinggi. Selain itu, biaya produksi diperkirakan akan menurun di masa depan berkat penelitian dan pengembangan lebih lanjut.

Figure 18. Market share of nickel-based batteries



Source: Bloomberg, SSI Research

Figure 19. Component costs (BEV)



Source: Battery University, SSI Research

Table 4. Major battery technologies comparison

Type	Price	Energy density	Safety
NiCd	Low	Low	Moderate
NiMH	Low	Moderate	High
NCM	High	High	Moderate
NCA	High	High	Moderate
LFP	Moderate	Moderate	High

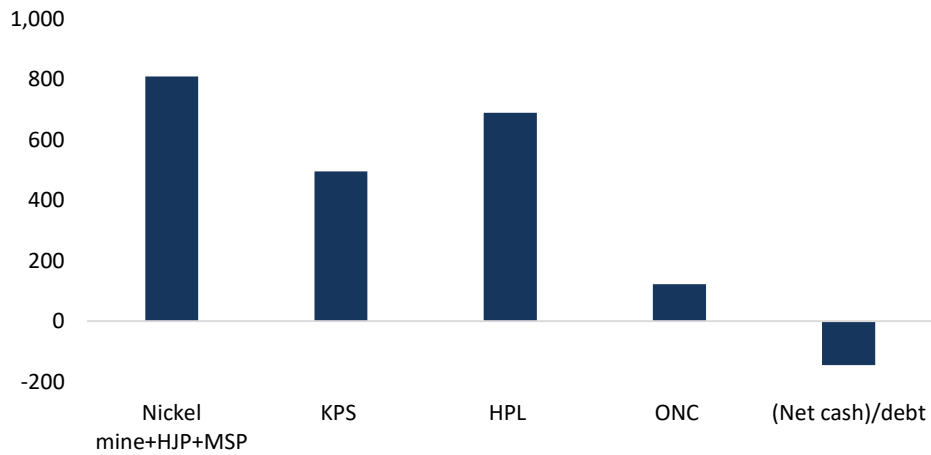
Source: AME, SSI Research

Valuation

Kami menginisiasi coverage terhadap NCKL dengan rekomendasi BUY dan TP berbasis SOTP sebesar IDR 2,000 per saham (13.1x P/E 2023F; 4.3% lebih rendah dari rata-rata industri). Kami menggunakan metode DCF untuk mendapatkan valuasi setiap proyek NCKL, dengan asumsi berikut: WACC sebesar 12.4%, tidak ada pertumbuhan terminal. Selain valuasinya yang menarik, sejumlah faktor lain yang mendorong kami menyukai NCKL antara lain 1) struktur bisnisnya yang terintegrasi secara vertikal, 2) potensi pertumbuhan yang kuat, didukung oleh peningkatan kapasitas produksi, 3) potensinya untuk menjadi salah satu produsen nikel rafinasi terbesar, dan 4) potensi keuntungan dari inisiatif 'green energy'.

Table 20. NCKL’s SOTP breakdown

(IDR/share)



Source: Company, SSI Research

Table 5. Indonesia nickel companies' relative peers performance

Company Name	Company Ticker	Market Cap (IDR Tn)	PER (x)		EV/EBITDA (x)		PBV (x)		ROE (%)		ROA (%)	
			2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
IGO LTD	IGO AU	100.3	6.0	6.3	5.8	5.4	2.0	1.7	36.5	30.5	24.5	23.2
BHP GROUP LTD	BHP AU	2306.7	10.1	10.4	5.3	5.3	3.3	3.1	33.7	31.7	16.4	17.4
NICKEL INDUSTRIE	NIC AU	29.5	5.6	6.6	3.8	3.4	1.0	0.9	20.9	18.0	14.8	11.9
LUNDIN MINING CO	LUN CN	89.0	12.9	10.6	5.2	4.8	1.0	0.9	8.0	8.7	3.5	4.9
NORILSK NICKEL	GMKN RM	431.9	5.5	6.4	4.2	N/A	5.6	4.5	112.3	74.3	45.8	34.5
GLENCORE PLC	GLEN LN	1128.7	6.9	7.9	3.7	4.0	1.5	1.5	20.7	19.0	7.4	7.1
MERDEKA COPPER GOLD*	MDKA IJ	104.2	57.9	45.7	17.2	15.5	3.5	3.3	6.1	7.2	3.3	4.2
ANEKA TAMBANG TBK*	ANTM IJ	50.7	12.3	12.5	9.6	8.9	2.2	2.0	18.1	16.0	12.9	11.5
VALE INDONESIA TBK*	INCO IJ	65.3	12.9	14.2	5.5	5.4	1.5	1.3	11.4	9.4	10.2	8.5
HARUM ENERGY*	HRUM IJ	20.9	11.4	12.9	4.6	6.6	2.3	2.1	19.9	16.1	18.8	15.3
TRIMEGAH BANGUN PERSADA*	NCKL IJ	86.8	9.0	7.6	8.4	6.3	2.4	1.8	38.4	27.0	25.8	21.9
Global peers average			7.8	8.0	4.7	4.6	2.4	2.1	38.7	30.4	18.7	16.5
Local peers average			20.7	18.6	9.0	8.5	2.4	2.1	18.8	15.1	14.2	12.3
Industry average			13.7	12.8	6.7	6.6	2.4	2.1	29.6	23.4	16.7	14.6

Source: Bloomberg, SSI Research

*SSI estimates

Trimegah Bangun Persada

Bloomberg: NCKL.IJ | Reuters: NCKL.JK

Metal Mining Sector



17 April 2023

JCI Index: 6,719

Key Financial Figures

Profit and Loss					
Y/E Dec (IDR Bn)	21A	22F	23F	24F	25F
Revenue	8,229	11,518	30,512	42,442	48,777
Cost of Goods Sold	(3,715)	(6,270)	(18,433)	(27,329)	(29,751)
Gross Profit	4,514	5,248	12,079	15,112	19,026
Operating Expenses	(948)	(1,328)	(3,517)	(4,892)	(5,622)
Operating Profit	3,565	3,920	8,562	10,220	13,404
EBITDA	3,967	4,549	9,256	11,016	14,316
Other income/expenses - net	13	-	-	-	-
Finance Income	17	21	22	115	176
Finance Charges	(323)	(422)	(220)	(197)	(178)
Share in profit of associates	715	3,752	4,948	5,765	8,735
Pretax Profit	3,975	7,272	13,313	15,904	22,137
Income Tax Expense	(605)	(1,106)	(2,396)	(2,704)	(3,763)
Merging Entities Adjustments	(1,294)	(1,248)	-	-	-
Minority Interests	108	62	1,310	1,848	3,675
Net Profit	1,968	4,856	9,606	11,352	14,699

Balance Sheet					
Y/E Dec (IDR Bn)	21A	22F	23F	24F	25F
Cash and cash equivalent	2,578	2,690	13,841	21,234	35,449
Trade receivables	149	104	276	384	441
Inventories	1,300	1,999	5,877	8,713	9,485
Others	746	900	500	500	500
Total current assets	4,772	5,693	20,493	30,830	45,875
Fixed assets	10,972	18,174	19,617	22,217	25,207
Mining properties	55	56	59	63	68
Others	5,203	5,203	5,203	5,203	5,203
Total assets	21,002	29,126	45,372	58,313	76,352
Short-term bank loans	-	-	-	-	-
Trade payables	125	170	499	740	805
Long-term bank loans	4,335	117	3,045	2,720	2,460
Others	4,244	4,244	4,244	4,244	4,244
Total current liabilities	8,704	4,531	7,788	7,704	7,509
Long-term debt portion	2,292	9,568	1,640	1,465	1,325
Others	464	464	464	464	464
Total liabilities	11,460	14,562	9,891	9,632	9,298
Share capital	10	10	10	10	10
Additional paid-in capital	352	1,471	11,471	11,471	11,471
Retained earnings	4,265	9,120	18,726	30,079	44,778
Merging entities equity	983	-	-	-	-
Others	31	-	-	-	-
Minority interest	3,901	3,963	5,273	7,121	10,795
Total equity	9,542	14,564	35,480	48,681	67,054

Cash Flow					
Y/E Dec (IDR Bn)	21A	22F	23F	24F	25F
Net income	1,968	4,856	9,606	11,352	14,699
Depreciation and amortization	402	629	693	795	912
change in working capital	(330)	(610)	(3,720)	(2,703)	(764)
others	1,443	(154)	400	-	-
Operating Cash Flow	3,483	4,721	6,980	9,444	14,847
Capex	(395)	(7,833)	(2,139)	(3,399)	(3,907)
Investing Cash Flow	(395)	(7,833)	(2,139)	(3,399)	(3,907)
change in debt	(1,597)	3,058	(5,000)	(500)	(400)
change in equity	(954)	198	11,310	1,848	3,675
change in other equity	48	(31)	-	-	-
Financing Cash Flow	(2,503)	3,225	6,310	1,348	3,275
Net cash flow	585	112	11,151	7,393	14,215
Beginning cash	1,993	2,578	2,690	13,841	21,234
Ending cash	2,578	2,690	13,841	21,234	35,449

Key Ratios					
Y/E Dec (IDR Bn)	21A	22F	23F	24F	25F
Gross Profit Margin (%)	54.9	45.6	39.6	35.6	39.0
Operating Profit Margin (%)	43.3	34.0	28.1	24.1	27.5
EBITDA Margin (%)	48.2	39.5	30.3	26.0	29.3
Pre-Tax Margin (%)	48.3	63.1	43.6	37.5	45.4
Net Profit Margin (%)	23.9	42.2	31.5	26.7	30.1
Revenue Growth (%)	102.1	40.0	164.9	39.1	14.9
Net Gearing (x)	0.4	0.5	(0.3)	(0.4)	(0.5)

Major Assumptions					
Y/E Dec (USD Mn)	21A	22F	23F	24F	25F
USD/IDR	14,307	15,400	15,100	15,000	15,000
LME Nickel price (USD per tons)	19,185	26,000	23,500	23,500	23,300
Nickel ore production (mn wmt)	3	8	15	26	38
Feni production (tons)	26,047	25,000	85,000	120,000	236,550
Nickel ore sales volume (mn wmt)	5	8	15	26	38
Feni sales volume	26,812	25,000	85,000	120,000	236,550
Feni ASP (IDR mn per tons)	230	300.3	266.1375	264.375	262.125

Research Team			
Prasetya Gunadi	Head of Equity Research, Strategy, Banking, Digital Banks	prasetya.gunadi@samuel.co.id	+6221 2854 8320
Lionel Priyadi	Macro Equity Strategist	lionel.priyadi@samuel.co.id	+6221 2854 8854
Muhamad Alfatih, CSA, CTA, CFTe	Senior Technical Analyst	m.alfatih@samuel.co.id	+6221 2854 8129
William Mamudi, CFTe, CMT, CCT	Senior Technical Analyst	william.mamudi@samuel.co.id	+6221 2854 8382
Yosua Zisokhi	Cement , Cigarette, Paper, Plantation,Telco Infra, Chemicals	yosua.zisokhi@samuel.co.id	+6221 2854 8387
M. Farras Farhan	Media, Poultry, Oil & Gas, Technology	farras.farhan@samuel.co.id	+6221 2854 8346
Pebe Peresia	Automotive, Consumer Staples, Retail	pebe.peresia@samuel.co.id	+6221 2854 8339
Juan Oktavianus Harahap	Coal, Metal Mining	juan.oktavianus@samuel.co.id	+6221 2854 8846
Jonathan Guyadi	Banking, Healthcare, Telco	jonathan.guyadi@samuel.co.id	+6221 2854 8321
Adolf Richardo	Editor	adolf.richardo@samuel.co.id	+6221 2864 8397
Ashalia Fitri Yuliana	Research Associate	ashalia.fitri@samuel.co.id	+6221 2854 8389
Daniel Aditya Widjaja	Research Associate	daniel.aditya@samuel.co.id	+6221 2854 8322
Laurencia Hiemas	Research Associate	laurencia.hiemas@samuel.co.id	+6221 2854 8392
Brandon Boedhiman	Research Associate	brandon.boedhiman@samuel.co.id	+6221 2854 8392

Equity Institutional Team			
Benny Bambang Soebagjo	Head of Institutional Equity Sales	benny.soebagjo@samuel.co.id	+6221 2854 8312
Ronny Ardianto	Institutional Equity Sales	ronny.ardianto@samuel.co.id	+6221 2854 8399
Anthony Yunus	Institutional Equity Sales	anthony.yunus@samuel.co.id	+6221 2854 8314
Widya Meidrianto	Institutional Equity Sales	widya.meidrianto@samuel.co.id	+6221 2854 8317
Fachruly Fiater	Institutional Sales Trader	fachruly.fiater@samuel.co.id	+6221 2854 8325
Lucia Irawati	Institutional Sales Trader	lucia.irawati@samuel.co.id	+6221 2854 8173
Alexander Tayus	Institutional Equity Dealer	alexander.tayus@samuel.co.id	+6221 2854 8319
Leonardo Christian	Institutional Equity Dealer	leonardo.christian@samuel.co.id	+6221 2854 8147

Equity Retail Team			
Joseph Soegandhi	Head of Equity	joseph.soegandhi@samuel.co.id	+6221 2854 8872
Damargumilang	Head of Equity Retail	damargumilang@samuel.co.id	+6221 2854 8309
Denzel Obaja	Head of Community & Partnership	denzel.obaja@samuel.co.id	+6221 2854 8342
Clarice Wijana	Head of Equity Sales Support	clarice.wijana@samuel.co.id	+6221 2854 8395
Gitta Wahyu Retnani	Equity Sales & Trainer	gitta.wahyu@samuel.co.id	+6221 2854 8365
Vincentius Darren	Equity Sales	darren@samuel.co.id	+6221 2854 8348
Michael Alexander	Equity Sales	michael.alexander@samuel.co.id	+6221 2854 8369
Sylviawati	Equity Sales	sylviawati@samuel.co.id	+6221 2854 8112
Wandha Ahmad	Equity Sales	wandha.ahmad@samuel.co.id	+6221 2854 8316
Handa Sandiawan	Equity Sales	handa.sandiawan@samuel.co.id	+6221 2854 8302
Wahyudi Budiyo	Dealer	wahyudi.budiyo@samuel.co.id	+6221 2854 8152

Fixed Income Sales Team			
R. Virine Tresna Sundari	Head of Fixed Income	virine.sundari@samuel.co.id	+6221 2854 8170
Rudianto Nugroho	Fixed Income Sales	rudianto.nugroho@samuel.co.id	+6221 2854 8306
Sany Rizal Keliobas	Fixed Income Sales	sany.rizal@samuel.co.id	+6221 2854 8337
Safitri	Fixed Income Sales	safitri@samuel.co.id	+6221 2854 8376
Khairanni	Fixed Income Sales	khairanni@samuel.co.id	+6221 28548104
Nadya Attahira	Fixed Income Sales	nadya.attahira@samuel.co.id	+6221 2854 8305

DISCLAIMER: Analyst Certification: The views expressed in this research accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject securities or issuers and no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be directly or indirectly related to the inclusion of specific recommendations or views in this research. The analyst(s) principally responsible for the preparation of this research has taken reasonable care to achieve and maintain independence and objectivity in making any recommendations. This document is for information only and for the use of the recipient. It is not to be reproduced or copied or made available to others. Under no circumstances is it to be considered as an offer to sell or solicitation to buy any security. Any recommendation contained in this report may not be suitable for all investors. Moreover, although the information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable, its accuracy, completeness and reliability cannot be guaranteed. All rights reserved by PT Samuel Sekuritas Indonesia.