

EMAS  
PT Merdeka Gold Resources Tbk

Proyek Emas Pani Membuka Peluang Re-Rating

- Merdeka Gold Resources mengendalikan sumber daya sebesar 7,0 juta ons dan menargetkan produksi puncak sekitar 500 ribu ons per tahun, menempatkan Pani sebagai salah satu tambang emas terbesar di Asia Tenggara.
- Kenaikan emas sebesar 37% sejak awal tahun (YTD) diperkuat oleh pembelian struktural dari bank sentral, yang dipimpin oleh Tiongkok. Cadangan diperkirakan akan bergerak menuju 5.000+ ton, mendukung permintaan jangka panjang.
- Hasil IPO lebih dari US\$260 juta sepenuhnya dialokasikan untuk mendanai penyelesaian *heap leach*, restrukturisasi pinjaman pemegang saham, dan penyertaan ekuitas, sehingga menjamin kebutuhan belanja modal awal sebesar US\$246 juta.
- Dengan valuasi forward P/E sebesar 28,3x dan perkiraan kapitalisasi pasar Rp29-49 triliun, EMAS menawarkan margin ke depan yang lebih kuat (33,8% dibandingkan 19,7% sektor) serta produksi berskala global, sehingga membuka peluang untuk re-rating.

Sumber Daya Kelas Dunia

Merdeka Gold Resources (EMAS) merupakan perusahaan yang mengembangkan Proyek Emas Pani di Pohuwato, Gorontalo. Per Desember 2024, total sumber daya tercatat sebesar 292,4 juta ton dengan kandungan 7,0 juta ons emas pada kadar 0,75 g/t, termasuk cadangan terbukti dan terduga sebesar 77,5 juta ton dengan 1,9 juta ons emas pada kadar 0,78 g/t. Kajian komersial berfokus pada 190 juta ton dengan kandungan 5,3 juta ons emas pada kadar 0,86 g/t. Pengembangan proyek direncanakan secara bertahap, dimulai dengan pembangunan fasilitas *heap leach* berkapasitas 7,0 juta ton per tahun (Mtpa) yang ditargetkan mulai beroperasi (*first stacking*) pada Desember 2025 untuk menghasilkan arus kas awal. Selanjutnya, akan dibangun fasilitas CIL berkapasitas 7,5 Mtpa yang kemudian ditingkatkan (*debottlenecking*) hingga 12,0 Mtpa. Tambang *heap leach* HL01 (~20 juta ton) dan HL02 (~16 juta ton) akan mengolah bijih emas berkadar rendah, sementara fasilitas CIL ditujukan untuk bijih emas berkadar lebih tinggi. Dengan strategi ini, produksi diproyeksikan mencapai puncaknya sekitar 500 ribu ons per tahun, menempatkan Proyek Pani sebagai salah satu operasi emas terbesar di Asia Tenggara.

Prospek Bullish Pasar Emas

Harga emas mencapai rekor tertinggi di kisaran USD 3.680 per ons, meningkat 39,4% sejak awal tahun. Kenaikan ini didorong oleh ekspektasi penurunan suku bunga The Fed, pelemahan dolar AS, serta permintaan berkelanjutan dari bank sentral. Tiongkok menjadi motor utama permintaan tersebut dengan pembelian 225 ton pada 2023, 44 ton pada 2024, dan 21 ton sepanjang 2025, sehingga total cadangan resmi mencapai 2.300,4 ton. Di sisi lain, cadangan emas AS tetap stabil di 8.133,5 ton, sementara Polandia menambah 287 ton sejak 2023. Tren ini menunjukkan bank sentral semakin mempercepat langkah de-dolarisasi, terutama setelah sanksi terhadap Rusia pada 2022 menyebabkan sebagian cadangannya dibekukan. Bagi EMAS, kondisi ini, ditambah dengan tersedianya jaringan transmisi PLN 150 kV serta rencana penetapan Proyek Strategis Nasional (PSN), menciptakan momentum yang lebih mendukung untuk mendorong Proyek Pani masuk ke tahap produksi.

IPO untuk Pendanaan Penyelesaian Proyek

Hingga 30 Juni 2025, pembangunan fasilitas *heap leach* telah mencapai 67% (naik dari 49% pada Maret), sementara infrastruktur tambang telah selesai sekitar 50% dan ditargetkan rampung pada Oktober. Penyelesaian mekanis direncanakan pada November, diikuti tahap *commissioning* pada Desember, dan produksi emas pertama (*first gold pour*) ditargetkan pada 1Q26. Dana hasil IPO dialokasikan untuk: penyertaan modal sebesar USD20 juta ke PBT, pinjaman pemegang saham USD20 juta ke PETS (jangka waktu 5 tahun, bunga Term SOFR +6,26%), serta sisanya untuk melunasi pinjaman pemegang saham MCG sebesar USD260 juta. Kebutuhan modal awal sebesar USD246 juta untuk pembangunan tambang dan pengoperasian awal *heap leach* telah sepenuhnya didanai melalui ekuitas, fasilitas perbankan, serta pinjaman pemegang saham. Dengan demikian, EMAS dapat segera bertransisi dari tahap pengembangan menuju fase produksi.

Akselerasi ke Skala Global

Pada periode 2026–2028, fasilitas *heap leach* diproyeksikan menghasilkan sekitar 145 ribu ons per tahun dengan tingkat perolehan emas sekitar 82%. Kontribusi ini akan memberikan arus kas yang moderat, meski masih berada dalam fase dengan kebutuhan belanja modal (*capex*) yang tinggi. Pada awal 2029, fasilitas CIL berkapasitas 7,5 juta ton per tahun (Mtpa) diperkirakan mulai beroperasi dengan tingkat perolehan sekitar 93%, menambah sekitar 200 ribu ons di tahun pertama sehingga total produksi meningkat menjadi sekitar 350 ribu ons. Memasuki 2033, setelah ekspansi CIL menjadi 12,0 Mtpa dan penyelesaian proses *debottlenecking* senilai USD290 juta, Proyek Pani diproyeksikan mencapai produksi puncak sekitar 500 ribu ons per tahun. Secara keseluruhan, belanja modal mencakup USD246 juta untuk tahap awal, USD87 juta untuk ekspansi *heap leach*, USD40 juta untuk pembelajaran dan optimalisasi, USD617 juta untuk pembangunan fasilitas CIL (2027–2029), serta USD290 juta untuk *debottlenecking* (2030–2033). Setelah seluruh tahapan pembangunan selesai, kebutuhan *capex* pemeliharaan (*sustaining capex*) akan menurun dan arus kas bebas (*free cash flow*) diperkirakan berbalik positif. Dengan perkiraan biaya produksi menyeluruh (AISC) di bawah USD990 per ons, Proyek Pani berpotensi masuk dalam kuartil biaya terendah secara global.

Valuation Edge

Berdasarkan asumsi analis, EMAS diperdagangkan pada valuasi forward P/E sebesar 28,3x, sedikit di bawah rata-rata sektor 31,8x, namun mampu memberikan profitabilitas terdepan dengan margin bersih 33,8%, dibandingkan rata-rata sektor 19,7%. Pada harga IPO, kapitalisasi pasar EMAS diperkirakan berada di kisaran Rp29-49 triliun. Secara global, dengan sumber daya emas sebesar 6,9 juta ons, proyeksi produksi puncak sekitar 500 ribu ons per tahun, serta AISC sekitar USD900 per ons, Proyek Pani berada dalam jajaran 20 tambang emas primer terbesar di dunia, meskipun dengan kadar bijih lebih rendah, namun diimbangi oleh skala dan efisiensi operasional. Didukung oleh permintaan emas global yang kokoh seiring pembelian agresif bank sentral, khususnya langkah Tiongkok menuju cadangan di atas 5.000 ton, memperkuat potensi kenaikan valuasi (*re-rating*) seiring *ramp-up* Proyek Pani.

NOT RATED

Informasi IPO

|                         |                  |
|-------------------------|------------------|
| Harga IPO (Rp)          | 1,800-3,020      |
| Share Out. (bn)         | 16.2             |
| Market Cap (Rp tn)      | 29.1-48.9        |
| Free Float (%)          | 10.0             |
| Periode Bookbuilding    | 8-10 Sept. 2025  |
| Periode Public Offering | 17-19 Sept. 2025 |
| Tanggal Penjatahan      | 19 Sept. 2025    |
| Tanggal Distribusi      | 22 Sept. 2025    |
| Tanggal Listing         | 23 Sept. 2025    |

Shareholders

| Shareholders Sebelum IPO | % Kepemilikan |
|--------------------------|---------------|
| MCG                      | 62.73         |
| Winato Kartono           | 9.29          |
| Garibaldi Thohir         | 6.90          |
| Others (<5%)             | 11.1          |
| Treasury Shares          | 9.95          |

| Shareholders Setelah IPO | % Kepemilikan |
|--------------------------|---------------|
| MCG                      | 56.46         |
| Winato Kartono           | 8.36          |
| Garibaldi Thohir         | 5.59          |
| Treasury Shares          | 9.95          |
| Others (<5%)             | 9.64          |
| Public (IPO)             | 10.00         |

Tentang Perusahaan

Profil EMAS

Merdeka Gold Resources, unit usaha emas dari Merdeka Copper Gold, tengah mengembangkan Proyek Emas Pani di Gorontalo, yang merupakan salah satu aset emas terbesar di Asia Tenggara yang belum dikembangkan, dengan sumber daya 7,0 juta ons dan cadangan 1,9 juta ons.

Analisis

Rizal Rafly  
[rizal.rafly@ajaib.co.id](mailto:rizal.rafly@ajaib.co.id)

Gambar 1. Overview Proyek Emas Pani

| Metrik Utama  | Data   |
|---|--|
| Sumber daya emas terkandung                           | 6.9 juta ons   |
| Sumber daya emas terindikasi                          | 5.5 juta ons   |
| Perkiraan produksi emas pertama ( <i>heap leach</i> ) | 2025   |
| Perkiraan produksi emas ( <i>carbon-in-leach</i> )    | 2028   |
| Puncak produksi emas tahunan                          | 500,000 ons (kapasitas pengolahan sekitar 19,0 Mtpa bijih) |
| Luas konsesi dengan potensi eksplorasi                | ~5,000 ha  |
| Masa operasi tambang                                  | Multi-dekade   |

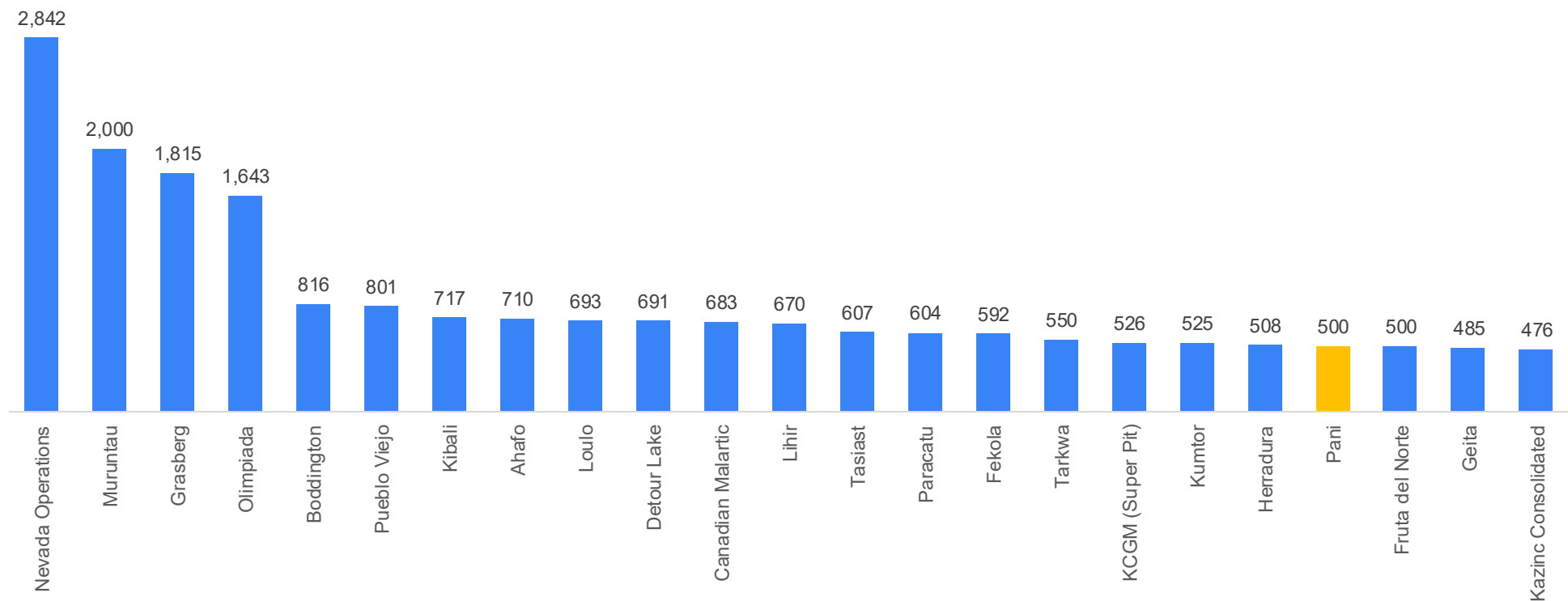
Sumber: MDKA, Ajaib Research

Gambar 3. Metrik Operasional Kunci Pani Emas

| Metrik                      | Nilai             |
|-----------------------------|-------------------|
| Bijih ditambang             | 191 Mt            |
| Puncak kapasitas pengolahan | 19.0 Mtpa         |
| Rata-rata perolehan emas    | ~90%              |
| Puncak produksi emas        | 500,000 ons/tahun |

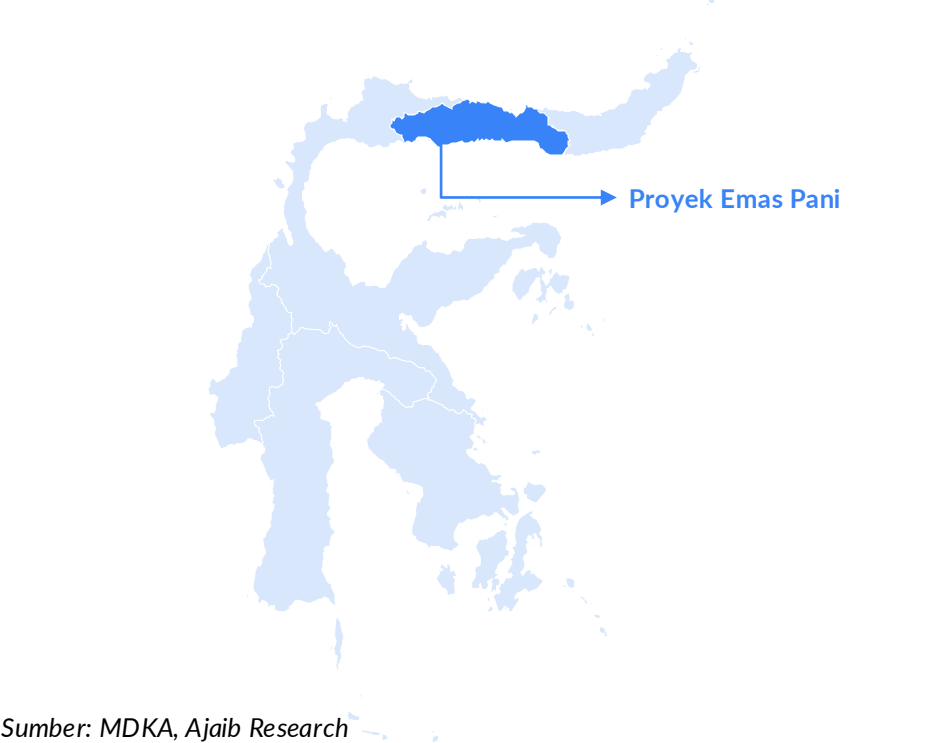
Sumber: MDKA, Ajaib Research

Gambar 5. Tambang emas primer global terbesar (produksi, ribu ons per tahun)



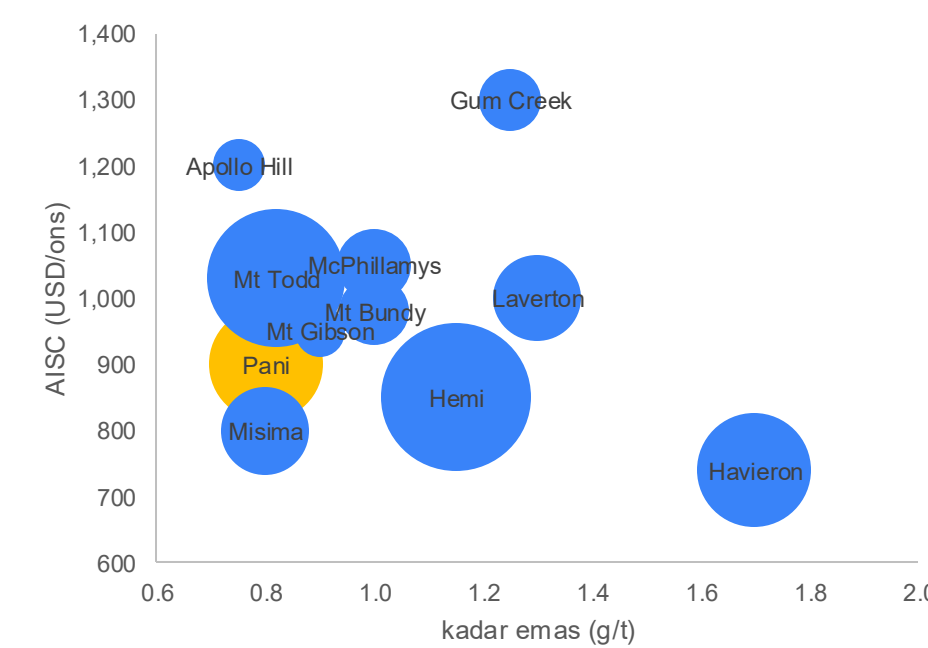
Sumber: MDKA, Ajaib Research

Gambar 2. Lokasi Proyek Emas Pani



Sumber: MDKA, Ajaib Research

Gambar 4. Perbandingan Kadar Emas Global vs AISC



Sumber: MDKA, Ajaib Research  
\*Ukuran lingkaran melambangkan kuantitas sumber daya terkandung

Gambar 6. Skenario Proyeksi Finansial EMAS

| Tahun | Skenario | Volume Penjualan (ribu ons) | ASP (USD/ons) | Pendapatan (USDm) | Biaya Tunai (USD/ons) | Total Biaya Tunai (USDm) | Laba Bersih (USDm) | P/E  |
|-------|----------|-----------------------------|---------------|-------------------|-----------------------|--------------------------|--------------------|------|
| 2026  | bear     | 90                          | 3,000         | 270               | 850                   | 76.5                     | 135                | 22.5 |
|       | base     | 100                         | 3,200         | 320               | 800                   | 80.0                     | 168                | 18.2 |
|       | bull     | 100                         | 3,300         | 330               | 800                   | 80.0                     | 175                | 17.5 |
| 2027  | bear     | 110                         | 3,000         | 330               | 850                   | 93.5                     | 166                | 18.4 |
|       | base     | 130                         | 3,200         | 416               | 800                   | 104                      | 218                | 14.0 |
|       | bull     | 130                         | 3,300         | 429               | 850                   | 110.5                    | 223                | 13.7 |
| 2028  | bear     | 120                         | 3,000         | 360               | 850                   | 102.0                    | 181                | 16.9 |
|       | base     | 145                         | 3,200         | 464               | 800                   | 116                      | 244                | 12.5 |
|       | bull     | 145                         | 3,300         | 478.5             | 850                   | 123.3                    | 249                | 12.3 |
| 2029  | bear     | 300                         | 3,000         | 900               | 850                   | 255.0                    | 452                | 6.8  |
|       | Base     | 350                         | 3,200         | 1,120             | 750                   | 263                      | 588                | 5.2  |
|       | bull     | 350                         | 3,300         | 1155              | 750                   | 262.5                    | 625                | 4.9  |

Sumber: Ajaib Research

Gambar 7. Perbandingan EMAS dengan Perusahaan Sejenis FY26F

| Kode Saham    | Market Cap (Rp tn) | P/E (x) | PEG (%) | NPM (%) | EPS Growth (%) |
|---------------|--------------------|---------|---------|---------|----------------|
| BRMS          | 70.0               | 37.7    | 2.0     | 22.6    | 10.6           |
| PSAB*         | 14.9               | 50.5    | 111.5   | 11.2    | 101.8          |
| ARCI*         | 21.1               | 27.9    | 44.7    | 24.2    | 1,026.0        |
| ANTM          | 81.5               | 14.6    | 8.5     | 7.0     | -2.6           |
| EMAS          | 29.1-48.8          | 28.3    | N.A     | 33.8    | N.A            |
| Rerata Sektor |                    | 31.8    | 41.7    | 19.7    | 284.0          |

Sumber: Bloomberg, Ajaib Research

\*TTM

Laporan Keuangan (USD .000)

| Laporan Laba Rugi                | 2023           | 2024           | 3M25          |
|----------------------------------|----------------|----------------|---------------|
| Pendapatan                       | 1,394          | 1,750          | 0             |
| Beban Pokok Pendapatan           | -936           | -1,180         | 0             |
| <b>Laba Kotor</b>                | <b>459</b>     | <b>570</b>     | <b>0</b>      |
| Beban Operasional                | -2,170         | -1,019         | -2,553        |
| <b>Laba Operasi</b>              | <b>-1,711</b>  | <b>-450</b>    | <b>-2,553</b> |
| EBITDA                           | -1,111         | 2,879          | -938          |
| Pendapatan (Beban) Lain-Lain     | 387            | 5,271          | -256          |
| Beban Bunga Bersih               | -8,806         | -19,756        | -4,680        |
| <b>Laba Sebelum Pajak</b>        | <b>-10,131</b> | <b>-14,934</b> | <b>-7,489</b> |
| Pajak Pendapatan                 | 3,294          | 2,234          | -1,326        |
| <b>Laba Bersih Setelah Pajak</b> | <b>-6,837</b>  | <b>-12,700</b> | <b>-8,815</b> |
| Kepentingan Nonpengendali        | -1             | 0              | -1            |
| <b>Laba Bersih</b>               | <b>-6,836</b>  | <b>-12,700</b> | <b>-8,814</b> |

| Laporan Arus Kas                         | 2023           | 2024            | 3M25           |
|--|----------------|-----------------|----------------|
| Laba Bersih                              | -6,836         | -12,700         | -8,814         |
| D&A                                      | 600            | 3,329           | 1,614          |
| Perubahan Modal Kerja                    | 1,243          | 5,699           | -2,754         |
| <b>Arus Kas Operasional</b>              | <b>-4,993</b>  | <b>-3,672</b>   | <b>-9,955</b>  |
| Belanja Modal                            | -49,464        | -82,859         | -47,464        |
| Perubahan Aset Lainnya                   | -48,744        | -41,602         | 8,348          |
| <b>Arus Kas dari Aktivitas Investasi</b> | <b>-98,208</b> | <b>-124,462</b> | <b>-39,116</b> |
| Pinjaman Bersih                          | 114,271        | 52,575          | 2,317          |
| Dividen                                  | 0              | 0               | 0              |
| Pendanaan Lainnya                        | -4,301         | 130,541         | -921           |
| <b>Arus Kas dari Aktivitas Pendanaan</b> | <b>109,970</b> | <b>183,117</b>  | <b>1,396</b>   |
| Arus Kas Bersih                          | 6,770          | 54,983          | -47,675        |
| Kas Awal Periode                         | 5,582          | 12,351          | 67,334         |
| <b>Kas Akhir Periode</b>                 | <b>12,351</b>  | <b>67,334</b>   | <b>19,660</b>  |

Sumber: Company, Ajaib Research

| Neraca                                 | 2023           | 2024           | 3M25           |
|--|----------------|----------------|----------------|
| Kas dan Setaranya                      | 12,351         | 67,334         | 19,660         |
| Piutang                                | 430            | 0              | 0              |
| Persediaan                             | 610            | 573            | 509            |
| Lainnya                                | 6,293          | 3,537          | 5,223          |
| <b>Jumlah Aset Lancar</b>              | <b>19,684</b>  | <b>71,445</b>  | <b>25,392</b>  |
| Aset Tetap                             | 69,194         | 148,724        | 194,574        |
| Aset Tidak Lancar Lainnya              | 239,773        | 309,553        | 323,344        |
| <b>Jumlah Aset Tidak Lancar</b>        | <b>308,967</b> | <b>458,277</b> | <b>517,918</b> |
| <b>Jumlah Aset</b>                     | <b>328,650</b> | <b>529,721</b> | <b>543,309</b> |
| Utang Jangka Pendek                    | 3,356          | 6,751          | 12,172         |
| Utang                                  | 5,241          | 10,473         | 7,655          |
| Liabilitas Jangka Pendek Lainnya       | 20,346         | 38,816         | 58,089         |
| <b>Jumlah Liabilitas Jangka Pendek</b> | <b>28,943</b>  | <b>56,041</b>  | <b>77,916</b>  |
| Utang Jangka Panjang                   | 144,415        | 193,595        | 190,491        |
| Liabilitas Jangka Panjang Lainnya      | 98             | 7,049          | 11,601         |
| <b>Jumlah Liabilitas Tidak Lancar</b>  | <b>144,512</b> | <b>200,644</b> | <b>202,092</b> |
| <b>Jumlah Liabilitas</b>               | <b>173,455</b> | <b>256,685</b> | <b>280,008</b> |
| Laba Ditahan                           | -21,307        | -34,007        | -43,219        |
| Lainnya                                | 176,502        | 307,044        | 306,520        |
| <b>Jumlah Ekuitas</b>                  | <b>155,195</b> | <b>273,037</b> | <b>263,301</b> |
| <b>Jumlah Liabilitas &amp; Ekuitas</b> | <b>328,650</b> | <b>529,721</b> | <b>543,309</b> |

| Rasio Utama (%)    | 2023   | 2024   | 3M25 |
|--------------------|--------|--------|------|
| Margin Laba Kotor  | 32.9   | 32.6   | N.A  |
| Margin Operasional | -122.7 | -25.7  | N.A  |
| Margin Laba Bersih | -490.3 | -725.9 | N.A  |
| Return on Equity   | -4.4   | -4.7   | -3.3 |
| Debt to Equity     | 95.2   | 73.4   | 77.0 |
| Net Gearing        | 87.3   | 48.7   | 69.5 |

#### Rating untuk Sektor:

Overweight : Kami memperkirakan industri akan berkinerja lebih baik dibandingkan dengan indeks pasar utama (IHSG) dalam 12 bulan ke depan.  
Netral : Kami memperkirakan industri akan berkinerja sejalan dengan indeks pasar utama (IHSG) dalam 12 bulan ke depan.  
Underweight : Kami memperkirakan industri akan berkinerja lebih rendah dibandingkan dengan indeks pasar utama (IHSG) dalam 12 bulan ke depan.

#### Rating untuk Saham:

Buy : Saham diperkirakan memberikan total imbal hasil (kenaikan harga + dividen) lebih dari +10% dalam 12 bulan ke depan.  
Hold : Saham diperkirakan memberikan total imbal hasil lebih dari 0% hingga  $\leq +10\%$  dalam 12 bulan ke depan.  
Sell : Saham diperkirakan memberikan total imbal hasil kurang dari 0% dalam 12 bulan ke depan.  
Outperform : Saham diperkirakan akan sedikit lebih baik dibandingkan dengan imbal hasil pasar. Setara dengan "moderate buy".  
Underperform : Saham diperkirakan akan sedikit lebih buruk dibandingkan dengan imbal hasil pasar. Setara dengan "moderate sell".

#### Sertifikasi Analis:

Analisis utama yang menyusun laporan riset ekuitas ini menegaskan bahwa seluruh opini yang disampaikan benar-benar mencerminkan pandangan pribadi mereka mengenai sekuritas atau emiten yang dibahas. Selain itu, analisis juga memastikan bahwa kompensasi yang diterima tidak, belum pernah, dan tidak akan terkait, baik secara langsung maupun tidak langsung, dengan rekomendasi atau pandangan tertentu yang disampaikan dalam laporan ini.

DISUSUN OLEH AJAIB RESEARCH TEAM



#### DISCLAIMER

Laporan riset ini diterbitkan oleh **PT Ajaib Sekuritas Asia** dan disusun berdasarkan informasi yang kami yakini dapat dipercaya, namun belum diverifikasi secara independen. Kami telah mengambil langkah-langkah yang wajar untuk memastikan bahwa informasi yang disajikan tidak keliru atau menyesatkan pada saat diterbitkan. Namun demikian, PT Ajaib Sekuritas Asia tidak memberikan jaminan atas keakuratan maupun kelengkapan informasi tersebut dan laporan ini tidak seharusnya dijadikan satu-satunya acuan.

Laporan riset ini disediakan khusus bagi investor PT Ajaib Sekuritas Asia. Laporan riset yang memuat opini dapat berubah sewaktu-waktu tanpa kewajiban PT Ajaib Sekuritas Asia untuk memberitahukan kepada pihak manapun. Laporan riset ini tidak ditujukan untuk publikasi media. Media tidak diperkenankan mengutip laporan riset ini, baik sebagian maupun seluruhnya, tanpa izin dari PT Ajaib Sekuritas Asia. Untuk keperluan publikasi atau referensi, media dapat menghubungi PT Ajaib Sekuritas Asia.

Laporan riset ini disusun, disetujui, diterbitkan, dan didistribusikan oleh **PT Ajaib Sekuritas Asia**. Laporan riset ini bukan merupakan rekomendasi, ajakan, ataupun instruksi untuk melakukan keputusan investasi, termasuk namun tidak terbatas pada membeli atau menjual produk investasi tertentu. Segala keputusan investasi sepenuhnya menjadi tanggung jawab investor. PT Ajaib Sekuritas Asia beserta pejabat maupun karyawannya tidak bertanggung jawab atas kerugian yang mungkin timbul akibat keputusan investasi yang diambil oleh investor.