

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

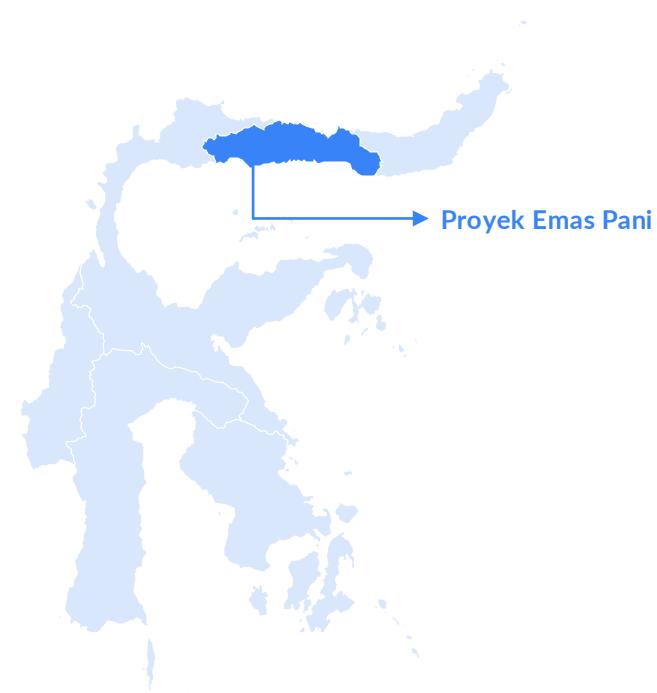
Rizal Rafly
rizal.rafly@ajaib.co.id

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 (heap leach)	2025
Perkiraan produksi emas (carbon-in-leach)	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 2. Lokasi Proyek Emas Pani



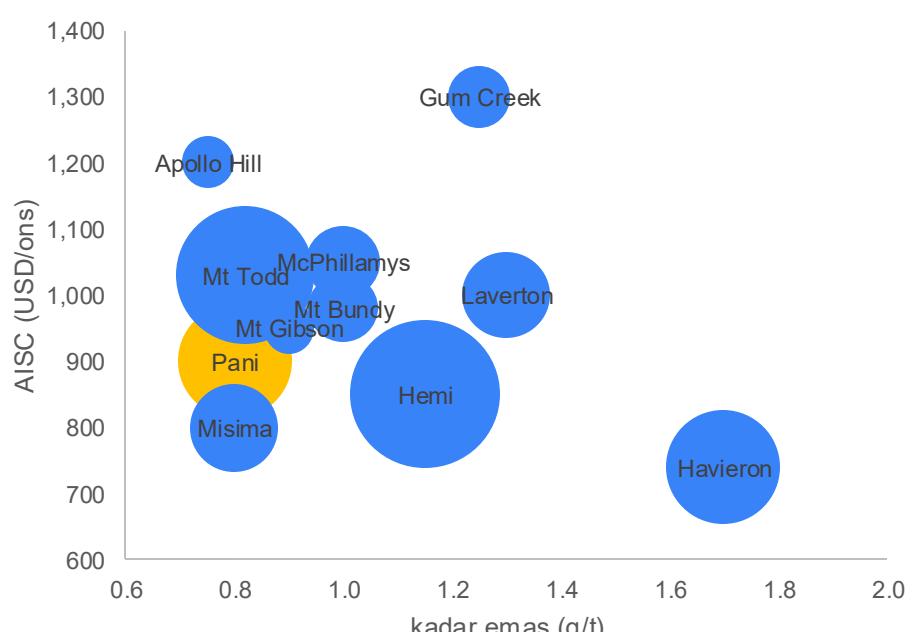
Sumber: MDKA, Ajaib Research

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

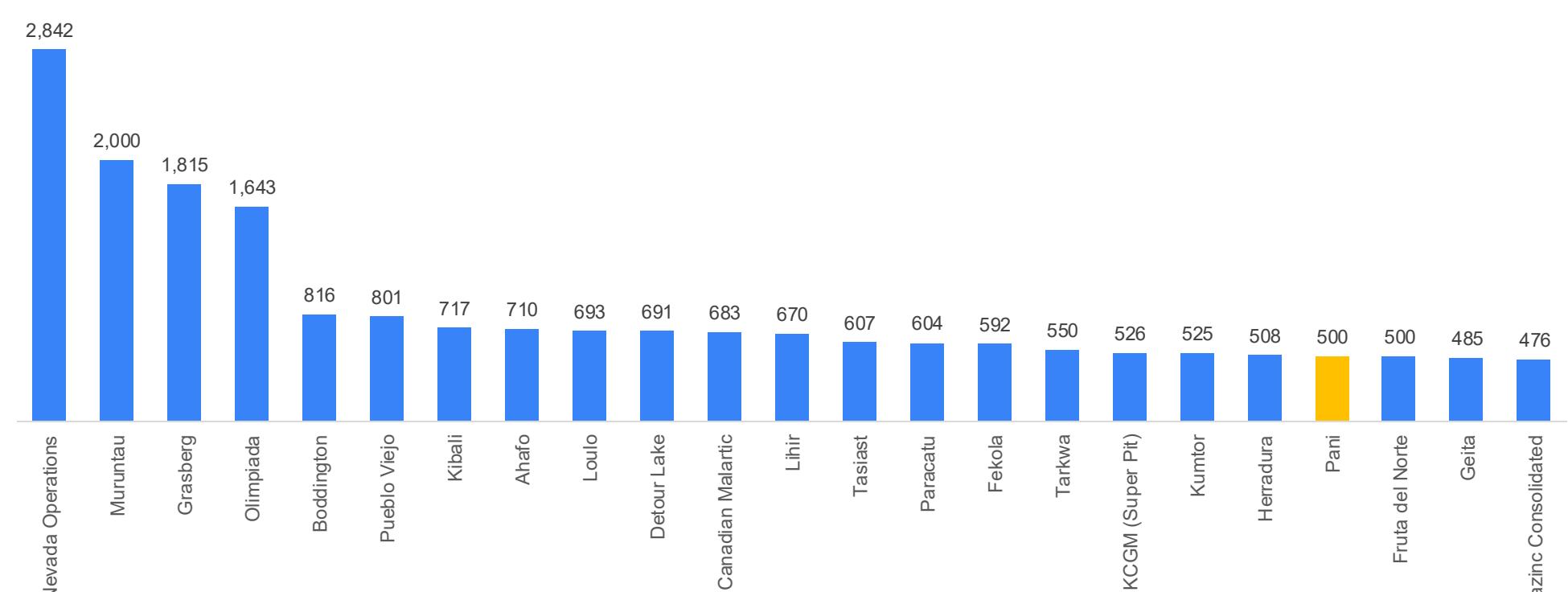
Gambar 4. Perbandingan Kadar Emas Global vs AISC



Sumber: MDKA, Ajaib Research

*Ukuran lingkaran melambangkan kuantitas sumber daya terkandung

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



Sumber: MDKA, Ajaib Research

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	Neraca	2023	2024	3M25
Pendapatan	1,394	1,750	0	Kas dan Setaranya	12,351	67,334	19,660
Beban Pokok Pendapatan	-936	-1,180	0	Piutang	430	0	0
Laba Kotor	459	570	0	Persediaan	610	573	509
Beban Operasinal	-2,170	-1,019	-2,553	Lainnya	6,293	3,537	5,223
Laba Operasi	-1,711	-450	-2,553	Jumlah Aset Lancar	19,684	71,445	25,392
EBITDA	-1,111	2,879	-938	Aset Tetap	69,194	148,724	194,574
Pendapatan (Beban) Lain-Lain	387	5,271	-256	Aset Tidak Lancar Lainnya	239,773	309,553	323,344
Beban Bunga Bersih	-8,806	-19,756	-4,680	Jumlah Aset Tidak Lancar	308,967	458,277	517,918
Laba Sebelum Pajak	-10,131	-14,934	-7,489	Jumlah Aset	328,650	529,721	543,309
Pajak Pendapatan	3,294	2,234	-1,326	Utang Jangka Pendek	3,356	6,751	12,172
Laba Bersih Setelah Pajak	-6,837	-12,700	-8,815	Utang	5,241	10,473	7,655
Kepentingan Nonpengendali	-1	0	-1	Liabilitas Jangka Pendek Lainnya	20,346	38,816	58,089
Laba Bersih	-6,836	-12,700	-8,814	Jumlah Liabilitas Jangka Pendek	28,943	56,041	77,916
Laporan Arus Kas				Utang Jangka Panjang	144,415	193,595	190,491
Laba Bersih	-6,836	-12,700	-8,814	Liabilitas Jangka Panjang Lainnya	98	7,049	11,601
D&A	600	3,329	1,614	Jumlah Liabilitas Tidak Lancar	144,512	200,644	202,092
Perubahan Modal Kerja	1,243	5,699	-2,754	Jumlah Liabilitas	173,455	256,685	280,008
Arus Kas Operasional	-4,993	-3,672	-9,955	Laba Ditahan	-21,307	-34,007	-43,219
Belanja Modal	-49,464	-82,859	-47,464	Lainnya	176,502	307,044	306,520
Perubahan Aset Lainnya	-48,744	-41,602	8,348	Jumlah Ekuitas	155,195	273,037	263,301
Arus Kas dari Aktivitas Investasi	-98,208	-124,462	-39,116	Jumlah Liabilitas & Ekuitas	328,650	529,721	543,309
Pinjaman Bersih	114,271	52,575	2,317	Rasio Utama (%)			
Dividen	0	0	0	Margin Laba Kotor	32.9	32.6	N.A
Pendanaan Lainnya	-4,301	130,541	-921	Margin Operasional	-122.7	-25.7	N.A
Arus Kas dari Aktivitas Pendanaan	109,970	183,117	1,396	Margin Laba Bersih	-490.3	-725.9	N.A
Arus Kas Bersih	6,770	54,983	-47,675	Return on Equity	-4.4	-4.7	-3.3
Kas Awal Periode	5,582	12,351	67,334	Debt to Equity	95.2	73.4	77.0
Kas Akhir Periode	12,351	67,334	19,660	Net Gearing	87.3	48.7	69.5

Sumber: Company, Ajaib Research

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:

Analis 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, analis 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.