

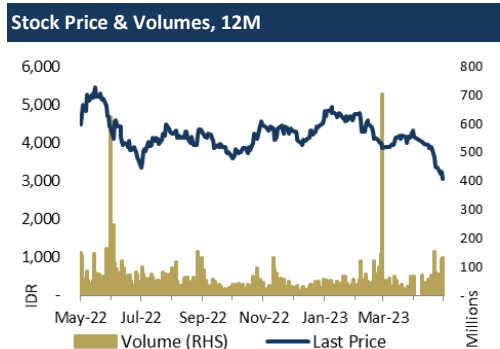
## HOLD (Maintain)

Target Price (IDR) **3,300 (from 4,400)**  
 Potential Upside (%) **8.2**

Price Comparison	
Cons. Target Price (IDR)	5,195
SSI vs. Cons. (%)	63.5

Stock Information	
Last Price (IDR)	3,050
Shares Issued (Mn)	24,111
Market Cap. (IDR Bn)	76,914
52-Weeks High/Low (IDR)	5,450/3,010
3M Avg. Daily Value (IDR Bn)	279.3
Free Float (%)	51.7
Shareholder Structure:	
Vale Canada Limited (%)	43.8
Others (%)	35.0
Public (%)	21.2

Stock Performance				
(%)	YTD	1M	3M	12M
Absolute	(22.6)	(23.5)	(32.8)	(28.8)
JCI Return	(2.7)	(1.8)	(3.4)	0.3
Relative	(19.8)	(21.7)	(29.5)	(29.1)



**Company Background**  
 PT Merdeka Copper Gold Tbk adalah perusahaan holding yang berbasis di Indonesia. Perseroan, melalui anak perusahaannya, bergerak dalam bidang usaha pertambangan, meliputi eksplorasi dan produksi emas, perak, tembaga dan mineral terkait lainnya, serta jasa pertambangan.

Juan Harahap  
 +62 21 28548846  
 Juan.oktavianus@samuel.co.id

## Unleashing the Metal Giant

MDKA baru-baru ini mengumumkan selesainya pra-studi kelayakan (PFS) TB Porphyry, dengan sub-level caving (SLC) diperkirakan akan mulai berproduksi pada 2026 dan fase pertama dan kedua dari block-caving (BC) masing-masing pada 2031 dan 2034. MDKA memproyeksikan NPV sebesar USD 2.1 miliar (20% IRR; berdasarkan estimasi arus kas dari cadangan saat ini) dan USD 3 miliar (~20% IRR, cadangan saat ini + sumber daya tereka). Mempertimbangkan angka-angka ini, kami mengubah metode penilaian kami untuk TB Porphyry menjadi DCF dan menggunakan EV/Resource untuk sumber daya yang tersisa. Kami mempertahankan peringkat HOLD kami dengan TP lebih rendah di IDR 3,300 per saham.

**Salah satu tambang tembaga terbesar.** Berdasarkan PFS TB Porphyry, proyek TB Copper memiliki sumber daya mineral sebesar 1.7 miliar ton bijih dengan kandungan 0.47% tembaga dan 0.5% g/t emas. Proyek tersebut juga memiliki 289 juta ton cadangan bijih dengan kandungan 0.56% tembaga dan 0.65 g/t emas, memberikan cadangan tembaga sebesar 1.6 juta ton.

**Rencana penambangan tiga fase.** MDKA akan mulai dengan menggarap tambang sub-level cave (SLC) sebelum pindah ke block cave (BC), yang akan memberikan cash flow dan mengurangi pendanaan yang diperlukan untuk pengembangan tambang BC. Perusahaan memproyeksikan pengembangan tambang SLC dan produksi konsentrat pertama akan dimulai pada tahun 2026 (Fase 1), sedangkan tambang BC akan mulai beroperasi pada tahun 2031, memberi MDKA tambahan kapasitas produksi sebesar 10 juta ton. Terakhir, MDKA berencana untuk meningkatkan produksi dari tambang BC menjadi 24 juta ton (fase 3) pada tahun 2034 (tambang SLC dan BC MDKA memiliki cadangan masing-masing sebesar 35.2 juta ton bijih dan 254.1 juta ton bijih).

**Pendanaan tambahan dari tambang SLC.** PFS mempertimbangkan investasi modal pra-produksi sebesar USD 757 juta (tambang SLC) dan USD 2 miliar (tambang BC). Namun demikian, arus kas yang dihasilkan oleh tambang SLC akan mengurangi dana yang dibutuhkan untuk pengembangan tambang BC menjadi sekitar USD 335 juta. Proyeksi maksimum pendanaan yang dibutuhkan oleh MDKA adalah USD 1.1 miliar.

**Estimasi NPV sebesar USD 2.1-USD 3 miliar.** MDKA memperkirakan all-in sustaining cost (AISC) untuk tambang SLC dan BC akan mencapai USD 1.0/lb tembaga (net of gold credit), sementara proyeksi biaya operasi untuk kedua tambang masing-masing adalah USD 24.8/ton dan USD 13.8/ton. Selain itu, MDKA memproyeksikan NPV sebesar USD 2.1 miliar (20% IRR; berdasarkan perkiraan arus kas dari cadangan saat ini) dan USD 3 miliar (~20% IRR, cadangan saat ini + sumber daya tereka).

**HOLD, TP IDR 3,300.** Kami mengubah metode valuasi kami untuk TB Porphyry menjadi DCF (sebelumnya: EV/Resources), menggunakan proyeksi pengeluaran dan volume produksi perusahaan. Perhitungan kami menghasilkan NPV TB Porphyry sebesar USD 2.0 miliar (sebelumnya: USD 4.76 miliar). Kami menggunakan EV/Resources untuk memvaluasi sumber daya yang tersisa. Kami mempertahankan peringkat HOLD kami dengan TP lebih rendah di IDR 3,300 per saham (sebelumnya: IDR 4,400). Risiko downside: 1) produksi yang lebih rendah dari perkiraan; 2) penurunan harga nikel yang lebih cepat dari perkiraan; 3) perubahan regulasi.

Valuations (at closing price IDR 3,050 per share)					
Y/E Dec	20A	21A	22A	23F	24F
Revenue (IDR Bn)	322	381	870	1,693	2,307
EBITDA (IDR Bn)	151	197	453	457	510
EV/EBITDA (x)	31.4	24.7	13.3	12.8	11.1
Net Profit (IDR Bn)	36	36	58	125	157
EPS (IDR)	(48.9)	(0.2)	61.7	113.4	26.2
EPS Growth (%)	24	24	36	76	96
P/E Ratio (x)	125.0	129.7	85.3	40.0	31.7
BVPS (IDR)	380	507	1,239	1,443	1,637
P/BV Ratio (x)	8.0	6.0	2.5	2.1	1.9
DPS (IDR)	-	-	-	-	-
Dividend Yield (%)	-	-	-	-	-
ROAE (%)	6.7	5.4	4.2	5.7	6.2
ROAA (%)	3.8	3.3	2.3	3.1	3.8
Interest Coverage (x)	5.1	7.0	2.6	4.7	6.9
Net Gearing (x)	0.5	0.4	0.2	0.5	0.4

Figure 1. TB Copper Mineral Resources

Resource Classification	Tons (mn)	Cu (%)	Au (g/t)	Cont. Cu (Mn tons)	Cont. Au (Moz)
Indicated	443	0.6	0.7	2.7	9.4
Inferred	1,263	0.4	0.4	5.4	18.0
<b>Total</b>	<b>1,706</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>8.1</b>	<b>27.4</b>

Source: Company, SSI Research

Figure 2. TB Copper Ore Reserves

Reserve Classification	Tons (mn)	Cu (%)	Au (g/t)	Cont. Cu (Mn tons)	Cont. Au (Moz)
SLC	35	1.0	1.1	0.3	1.4
BC	254	0.5	1	1	5
<b>Total</b>	<b>289</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>7</b>

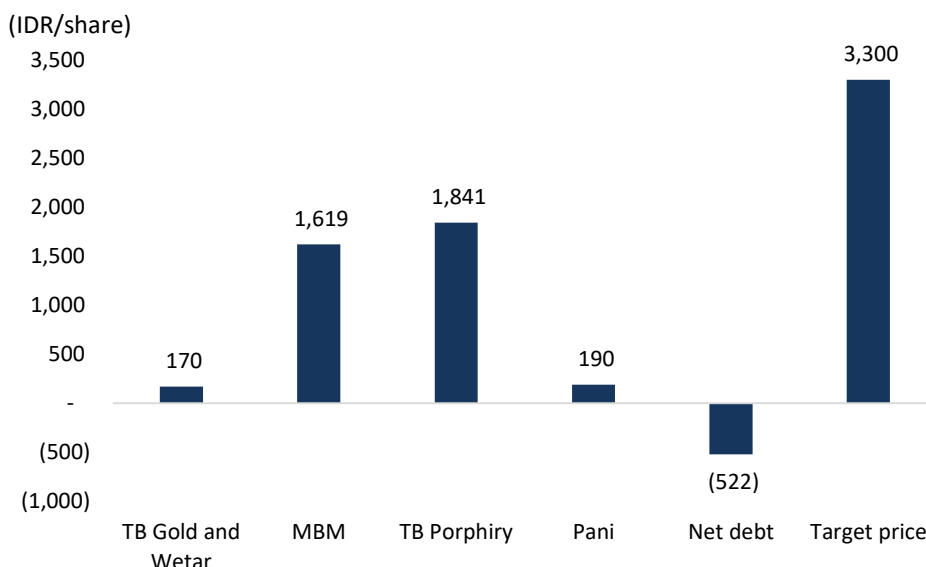
Source: Company, SSI Research

Figure 3. Concentrator Expansion Phases

Description	PHASE 1	PHASE 2	PHASE 3
Processing Capacity	4.0Mtpa	14.0Mtpa (Phase 1 +10Mtpa)	24.0Mtpa (Phase 2 + 10Mtpa)
Processing Period	2026-2031	2031-2034	2034-LOM
Production	Copper concentrate averaging 31kt of contained copper and 87koz of contained gold.	Copper concentrate averaging 85kt of contained copper and 265koz of contained gold.	Copper concentrate peaking at 112kt of contained copper and 267koz of contained gold. Additional pyrite concentrate averaging 2.2Mt containing 74koz of contained gold

Source: Company, SSI Research

Figure 4. SOTP breakdown



Source: Company, SSI Research

# Merdeka Copper Gold

Bloomberg: MDKA.IJ | Reuters: MDKA.JK

Metal Mining Sector

17 May 2023



JCI Index: 6,663

## Key Financial Figures

Profit and Loss					
Y/E Dec (USD Mn)	20A	21A	22A	23F	24F
Revenue	322	381	870	1,693	2,307
COGS	(208)	(261)	(705)	(1,328)	(1,867)
Gross Profit	114	120	165	365	439
Operating Expenses	(20)	(29)	(53)	(102)	(138)
Operating Profit	94	91	112	263	301
EBITDA	151	197	453	457	510
Interest Income	0	2	2	1	4
Interest Expenses	(18)	(13)	(43)	(56)	(44)
Other Income/Expenses	(20)	(23)	20	(9)	(9)
Pre-tax Income	56	57	90	200	252
Income Taxes	(27)	(23)	(25)	(44)	(55)
Net Profit	29	33	65	156	197
Minority Interest	7	3	(6)	(31)	(39)
Net Profit Attributable to Parent	36	36	58	125	157

Balance Sheet					
Y/E Dec (USD Mn)	20A	21A	22A	23F	24F
Cash and Cash Equivalent	51	185	444	553	447
Account Receivable	6	6	76	80	108
Inventories	101	131	251	360	506
Others	41	89	125	56	57
Total Current Assets	199	411	896	1,048	1,118
Net Fixed Assets	297	298	1,206	1,193	1,165
Net Mine Properties	119	79	600	588	575
Exploration and Evaluation Assets	224	253	460	522	583
Other Assets	91	236	716	706	709
Total Assets	930	1,279	3,877	4,057	4,151
Account Payables	20	30	110	131	184
ST Debt	145	230	334	241	357
Other ST Liabilities	27	38	161	102	102
Total Current Liabilities	192	297	605	474	643
LT Debt	126	149	1,171	1,169	774
Other LT Liabilities	48	53	76	55	57
Total Liabilities	366	499	1,852	1,698	1,474
Minority Interest	29	24	1,022	1,190	1,351
Total Equity	564	779	2,025	2,359	2,677

Cash Flow					
Y/E Dec (USD Mn)	20A	21A	22A	23F	24F
Net Profit	36	36	58	125	157
D&A	53	106	341	193	209
Changes in Working Capital	1	(38)	(108)	(91)	(122)
Others	(35)	(86)	(472)	17	(4)
Operating Cash Flow	56	18	(181)	244	241
Capital Expenditure	(46)	(98)	(1,799)	(231)	(230)
Change in Other Assets	(4)	(78)	78	4	-
Investing Cash Flow	(49)	(176)	(1,721)	(227)	(230)
Change in Debt	(16)	108	1,127	(96)	(279)
Other Financing	11	185	1,210	189	162
Financing Cash Flow	(5)	293	2,337	93	(117)
Net - Cash Flow	1	134	435	109	(106)
Cash at beginning	50	51	185	444	553
Cash at ending	51	185	621	553	447

Key Ratios					
Y/E Dec (USD Mn)	20A	21A	22A	23F	24F
Gross Profit Margin (%)	35.5%	31.5%	18.9%	21.6%	19.0%
Operating Profit Margin (%)	29.2%	23.8%	12.8%	15.6%	13.0%
EBITDA Margin (%)	47.0%	51.8%	52.1%	27.0%	22.1%
Pre-Tax Margin (%)	17.5%	14.9%	10.3%	11.8%	10.9%
Net Profit Margin (%)	11.2%	9.5%	6.7%	7.4%	6.8%
Revenue Growth (%)	-19.9%	18.4%	128.3%	94.7%	36.2%
EBITDA Growth	-33.7%	30.4%	129.7%	0.8%	11.8%
Net Gearing (x)	0.4	0.2	0.5	0.4	0.3

Major Assumptions					
Y/E Dec (USD Mn)	20A	21A	22A	23F	24F
Gold sales volume (toz)	176,011	110,010	134,410	120,000	120,000
Copper sales volume (ton)	5,225	17,148	20,337	15,200	15,200
NPI sales volume (ton)	0	0	23,750	58,000	83,000
Global nickel price assumption (USD/ton)	14,298	19,185	26,000	23,500	22,000
Global copper price assumption (USD/ton)	6,197	9,294	8,797	8,600	8,500

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
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
Denzel Obaja	Equity Sales	denzel.obaja@samuel.co.id	+6221 2854 8342
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
Saldy Achmad Yanuar	Fixed Income Sales	saldy.achmad@samuel.co.id	+6221 28548384
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.