RECOMPOUND · TESIS INVESTASI · PRIVATE & CONFIDENTIAL

PT Astra International Tbk

IDX: ASII

Update terbaru: September 2026

Disusun oleh **Budi Ryan** · Ditinjau oleh **Hans Toby Limanto**

QUICK STATS

Website	https://www.astra.co.id/
Sektor industri	Konglomerasi terdiversifikasi
Sesuai syariah?	Tidak
Jumlah saham beredar	40.5 bio
Harga saham (Jul 2026)	4890
Market cap	209 triliun IDR
Recompound fair value (link to calculation)	**390 triliun IDR (~9,600 IDR per saham)**
Margin of Safety	~46%
True Earnings	30,000 bio IDR
Proyeksi Dividen per Saham	~420 IDR per saham (payout 60%; manajemen berkomitmen payout minimal 45-50%)

Edisi Bahasa Indonesia. Tesis ini adalah terjemahan dari edisi asli berbahasa Inggris. Sebagian besar grafik dan tangkapan layar ditampilkan dalam bahasa aslinya. Jika ada perbedaan makna, edisi bahasa Inggris yang berlaku.

ASII

Dalam tesis ini

Recompound Investment Framework 3

Grand Thesis 3

Update Bulanan 4

- September 2026 4
- Juli 2026 12
- Juli 2026 16

Pengenalan Perusahaan 20

Arah Baru Astra: Fokus pada Tiga Pilar Utama 20

Struktur Perusahaan & Ultimate Beneficial Owner 21

- Struktur Perusahaan 21
- Ultimate Beneficial Owner 21

Rantai Pasok Industri & Model Bisnis 23

- Integrated Mining (UNTR) 23
- Otomotif (2W & 4W) + Jasa Keuangan 24
- Poin-poin penting: 26

Produk dan Segmen Bisnis 26

Ringkasan Keuangan 27

- Balance Sheet 28
- Laporan Arus Kas & Laba Rugi 28

Prospek Industri 29

Risiko Utama 31

Valuasi 32

- Mengapa Fair Payback Period-nya 13 Tahun 33
- Perhitungan 34

Disclaimer 35

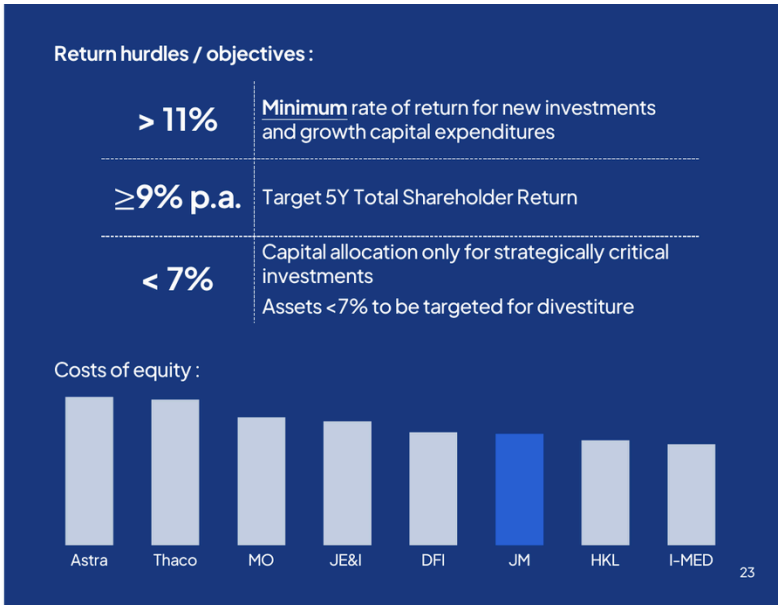
Recompound Investment Framework

Pelajari lebih lanjut cara Recompound berinvestasi dengan menjelajahi framework kami di sini: link

Grand Thesis

- PT Astra International Tbk (ASII) adalah konglomerasi terdiversifikasi dengan bisnis di otomotif (2W + 4W), integrated mining melalui anak usahanya United Tractors (UNTR), agribisnis, infrastruktur, IT, dan properti.
- Dari sekian banyak lini bisnisnya, ASII punya 3 mesin utama yang bersama-sama menyumbang 90% laba grup: Otomotif (35%), Jasa Keuangan (27%), dan Alat Berat & Solusi Pertambangan (28%).
- **Titik balik 2026: dari diversifikasi dan pertumbuhan laba absolut menuju fokus, ROIC, dan TSR.** Selama bertahun-tahun ASII diukur, oleh pasar maupun oleh dirinya sendiri, dari laba bersih absolut: Rp33-34 triliun, tumbuh beberapa persen per tahun. Jardine Matheson, pemilik akhir ASII, kini mengatakan metrik itu keliru. Yang penting adalah return on invested capital (ROIC) dan total shareholder return (TSR). Diversifikasi 7 segmen Astra yang terkenal itu tidak lagi sakral: setiap aset kini harus membuktikan dirinya sebagai grow, hold, atau exit.
- Fokus pada kontributor inti ini terlihat dari ke mana modal mengalir: akuisisi tambang emas DOUP, yang punya cadangan 1,571 koz dan sumber daya 3,107 koz, dan ditargetkan menaikkan kapasitas produksi ke ~150 ribu oz per tahun mulai 2028.
- Tahun lalu, kami exit dari ASII di rentang 6,500-7,000. Sahamnya kini diperdagangkan di ~4,890 (market cap ~Rp196 triliun), turun ~16% dalam sebulan terakhir, salah satu yang berkinerja terburuk di universe monitoring kami. Bisnisnya tidak melemah sejauh itu, dan framework alokasi modal pemiliknya justru membaik secara berarti.
- **Manajemen kini secara eksplisit menargetkan TSR 5 tahun yang berkelanjutan di kuartil teratas sebesar ≥9% p.a.,** didukung hurdle return minimum >11% untuk investasi baru, divestasi aset yang return-nya <7%, payout dividen minimal 45-50%, buyback yang jauh lebih besar dan, yang paling penting, kompensasi direksi dibayar dalam saham ASII yang baru bisa dicairkan kalau target TSR tercapai.

JMH capital allocation principles



- Mengapa ini penting untuk valuasi: ASII memegang ~Rp75 triliun investasi JV dan asosiasi plus ~Rp25 triliun investasi lain (GoTo, Halodoc, Heartology, Bank Saqu). Astra Honda Motor (JV 50%) menghasilkan return tinggi dan tidak butuh modal baru, tapi JV lainnya hanya menghasilkan return ~10% dan asosiasi lainnya cuma ~2-3%. Membenahi atau exit dari ekor ini adalah free option (opsi gratis) di atas laba saat ini.
- Kemauan untuk tumbuh di luar industri intinya, kehati-hatian finansial, pemilik yang kini selaras dengan TSR, dan valuasi yang murah (~6.5x true earnings, margin of safety ~50%) membuat ASII menjadi peluang investasi yang bagus menurut kami.

Update Bulanan

Setiap perkembangan baru yang material akan dilaporkan di bagian ini.

September 2026

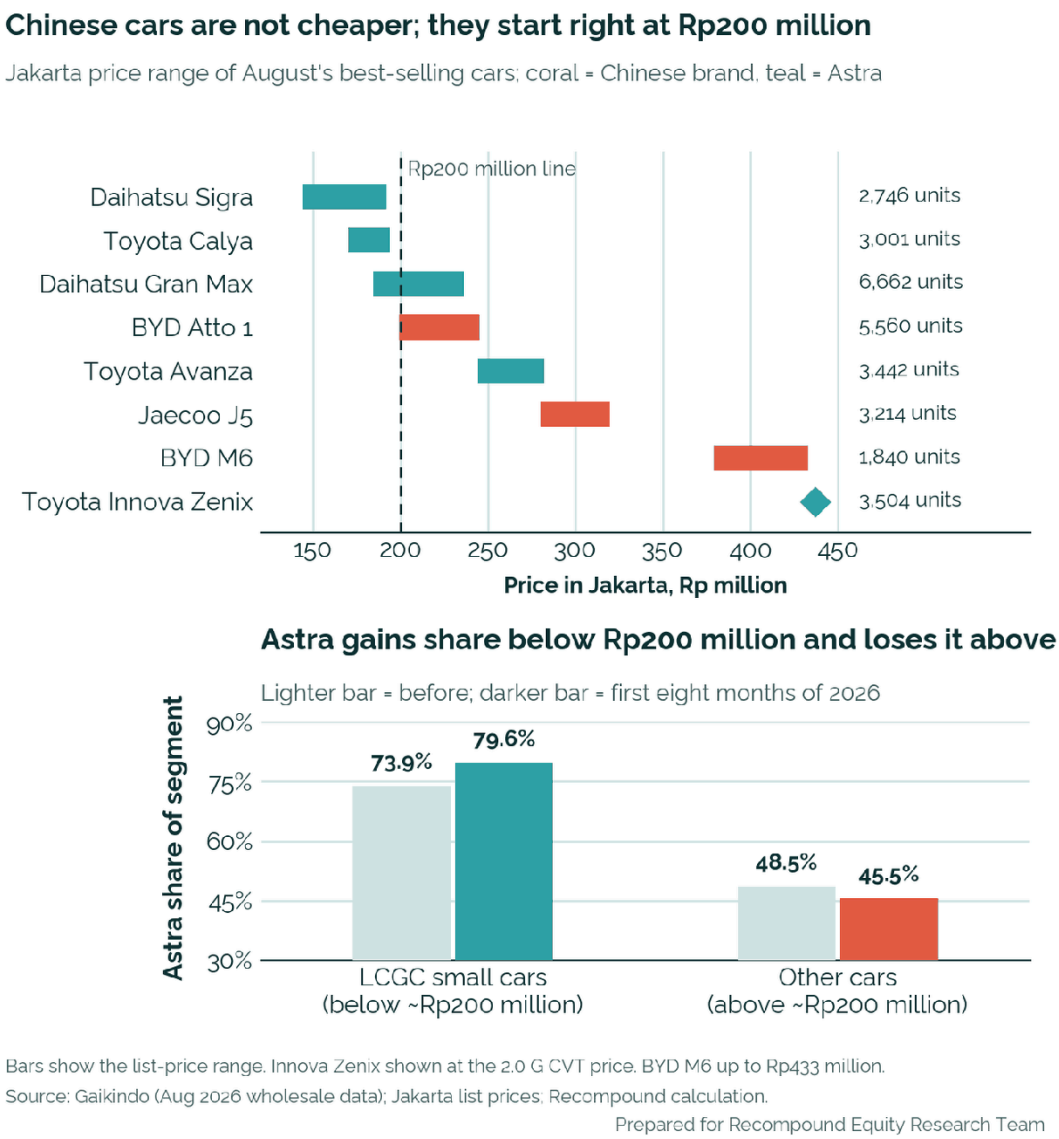
Ini adalah update bisnis, bukan update laba. Isinya membahas di mana mobil Astra menang dan kalah dan kenapa, bagaimana kondisi bisnis sepeda motor, ke mana grup menaruh uangnya, kuota batu bara final untuk 2026, dan apa arti pembelian saham oleh perusahaan dan oleh direksinya sendiri. Tidak ada yang mengubah estimasi true earnings atau fair value kami.

Mengapa Merek Jepang Kalah di Atas Rp200 Juta

Merek China menang di Indonesia karena empat alasan, dan harga bukan salah satunya. Pertama, keunggulan biaya di satu rentang harga: di Rp200-350 juta, produsen Jepang belum bisa membuat mobil listrik dengan layar besar, kamera 360 derajat, dan elektronik

yang bisa dipasok supplier China di harga segitu. Kedua, kecepatan: merek China meluncurkan model baru setiap dua tahun, merek Jepang setiap empat tahun, dan itu penting ketika selera pembeli berubah cepat. Ketiga, insentif EV dari pemerintah, yang membuat mobil listrik jadi pilihan mudah sebagai mobil kedua atau ketiga bagi rumah tangga kaya. Keempat, bensin yang mahal mendorong sebagian pembeli ke EV, meski bagi kebanyakan orang ini alasan paling lemah dari keempatnya.

Soal titik harga, faktanya kebalikan dari anggapan kebanyakan orang. Dari sebelas mobil terlaris Agustus, model China dibanderol Rp199-245 juta (BYD Atto 1), Rp280-320 juta (Jaecoo J5), dan sampai Rp433 juta (BYD M6). Gran Max dibanderol Rp184-236 juta, Avanza Rp244-282 juta, dan Innova Zenix Rp437 juta. Mobil China tidak lebih murah. Di atas Rp200 juta mereka memberi fitur lebih banyak untuk uang yang sama; di bawah Rp200 juta mereka tidak punya apa-apa untuk dijual.



Bars show the list-price range. Innova Zenix shown at the 2.0 G CVT price. BYD M6 up to Rp433 million.
Source: Gaikindo (Aug 2026 wholesale data); Jakarta list prices; Recompound calculation.
Prepared for Recompound Equity Research Team

Mobil terlaris Agustus berdasarkan harga, dan pangsa pasar Astra di tiap sisi garis Rp200 juta. Sumber: Gaikindo; daftar harga Jakarta; perhitungan Recompound.

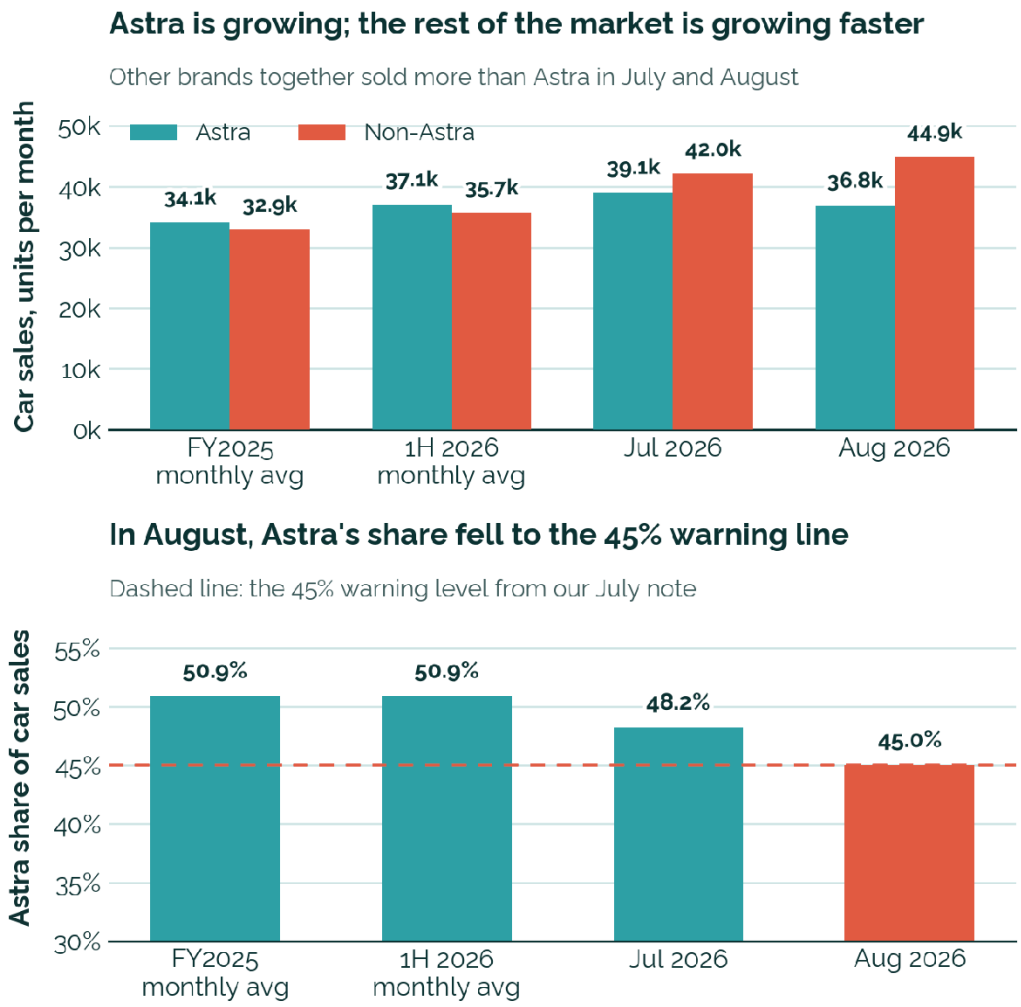
Rentang harga	Pangsa Astra, sebelumnya	Pangsa Astra, 8M 2026	Persaingan dari China
LCGC, mobil kecil di bawah ~Rp200 juta	73.9%	79.6%	Hampir tidak ada
Di atas ~Rp200 juta	48.5%	45.5%	Kuat

Di bawah Rp200 juta, di segmen LCGC (kategori mobil kecil murah versi pemerintah), pangsa Astra justru naik. Di atasnya, Astra kehilangan pangsa di segmen yang ramai. Yang menjaga Astra tetap kuat adalah hal-hal yang tidak bisa cepat ditiru merek baru: jaringan bengkel, nilai jual kembali, dan reputasi mobil yang awet. Ada dua hal yang juga bekerja melawan merek China seiring waktu. Mobil tidak lagi jadi prioritas subsidi pemerintah China, dan insentif EV Indonesia cepat atau lambat akan dikurangi. Ketika itu terjadi, pembeli kaya mobil kedua atau ketiga adalah yang pertama berhenti membeli.

Pangsa Pasar Turun, tapi Volume Penjualan Masih Naik

Penjualan mobil (wholesale)	FY2025	8M 2026	Perubahan
Astra, rata-rata unit per bulan	34,115	37,283	+9.3%
Seluruh pasar, rata-rata unit per bulan	66,974	74,936	+11.9%
Pangsa Astra	50.9%	49.8%	-1.2 pp
Pangsa Astra, Agustus 2026 saja		45.0%	

Astra kini menjual 9.3% lebih banyak mobil per bulan dibanding 2025. Seluruh pasar menjual 11.9% lebih banyak, sehingga pangsa Astra turun ke 49.8%, dan ke 45.0% di Agustus saja. Tambahan demand ini tidak hanya datang dari orang yang punya lebih banyak uang. Sebagian besar datang dari rumah tangga kaya yang menambah EV sebagai mobil kedua atau ketiga di samping mobil bensinnya. Pembeli seperti ini memang sejak awal tidak membeli mobil termurah Astra.



Aug 2026: whole market 81,756 units (+32% YoY). Astra 36,824 (+20.5%), other brands 44,932 (+44%).
Source: Gaikindo wholesale data, Jan 2025 to Aug 2026; Recompound calculation.
Prepared for Recompound Equity Research Team

Penjualan Astra dibandingkan sisa pasar, dan pangsa Astra dibandingkan level waspada 45% dari catatan Juli kami. Sumber: Gaikindo; perhitungan Recompound.

- **Sepeda motor stabil.** 4.36 juta sepeda motor terjual dalam delapan bulan pertama 2026, naik 2.2%, dan pangsa Honda bertahan di 76.5%.
- **Rantai labanya masih bekerja.** Laba otomotif tumbuh 9% menjadi Rp5.91 triliun di semester pertama meski pangsa pasar turun, lebih cepat dari grup secara keseluruhan. Penjualan mobil tetap berubah menjadi laba lewat pembiayaan, suku cadang, dan servis.

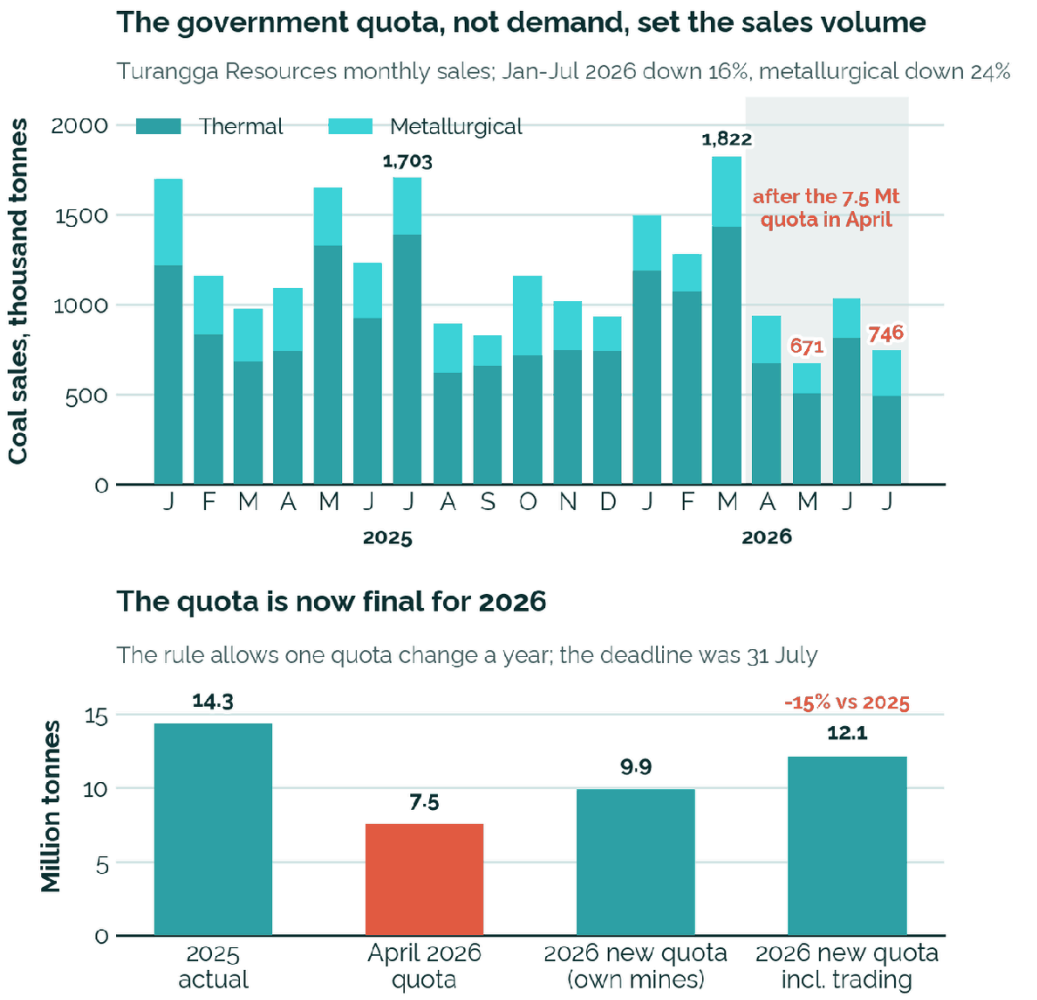
> ***Pandangan kami:*** *di Juli kami menulis tesis ini akan bermasalah kalau pangsa mobil Astra turun di bawah sekitar 45% sementara volume penjualan dan laba berhenti tumbuh. Pangsa Agustus tepat 45.0%, tapi volume tumbuh 21% dan laba otomotif tumbuh 9%, jadi ini belum jadi peringatan. Baru jadi peringatan kalau pangsa bertahan di bawah 45% selama tiga bulan sementara volume stagnan. Angka yang paling kami pantau adalah pangsa Astra di segmen termurah. BYD Atto 1 dibanderol tepat di garis Rp200 juta, dan terjual 5,560 unit di Agustus, hampir sebanyak Calya dan Sigra digabung.*

Uangnya Mengalir ke Tiga Bisnis Inti

Otomotif, jasa keuangan, serta alat berat dan pertambangan menyumbang sekitar 90% laba grup, dan Rp35.6 triliun yang direncanakan Astra untuk investasi di 2026 terutama mengalir ke sana. Rp16.9 triliun sudah dibelanjakan di semester pertama: Rp5.2 triliun belanja rutin untuk menjaga operasi tetap jalan, dan Rp11.7 triliun untuk tambang emas Arafura Surya Alam yang dibeli United Tractors. Tersisa sekitar Rp19 triliun untuk sisa tahun ini. Bisnis kecil di luar inti hanya dipertahankan kalau sesuai strategi, menambah nilai bagi ekosistem Astra, cukup besar untuk berarti, dan berkinerja baik. Kalau tidak, uangnya dipindah ke tempat lain. Urutan penggunaan kas jelas: pertama menjaga operasi yang ada tetap jalan, lalu membayar dividen 45-50% dari laba, baru kemudian investasi baru yang lolos uji.

Batu Bara: Volume Turun 18%, Pendapatan Hanya Turun 4%

Turangga Resources menjual 6.5 juta ton batu bara sampai Juli, turun 18%, termasuk 1.8 juta ton metallurgical coal (jenis yang dipakai untuk membuat baja). Tapi pendapatan batu bara semester pertama Rp12.9 triliun, hanya turun 4%. Bedanya ada di harga: tiap ton terjual lebih mahal, dan kuartal ketiga dimulai dengan harga yang lebih baik lagi. Cerita kuotanya sederhana. United Tractors meminta 15 juta ton ke pemerintah, diizinkan 7.5 juta pada April, dan sudah memakai 75% dari itu per Juni. Kuota lalu dinaikkan menjadi sekitar 9.9 juta ton dari tambang sendiri, atau 12.1 juta termasuk batu bara yang dibeli dari pihak lain dan dijual kembali. Itu 15% di bawah 2025, yang tidaklah buruk. Angka itu juga final untuk tahun ini: aturannya (Permen ESDM 17/2025) hanya mengizinkan satu kali perubahan kuota per tahun, setelah laporan kuartal kedua dan paling lambat 31 Juli. Pengecualiannya hanya perubahan kebijakan kuota nasional, kebutuhan industri dalam negeri, atau force majeure. Untuk sisa tahun ini, yang penting adalah harga batu bara dan dolar AS.

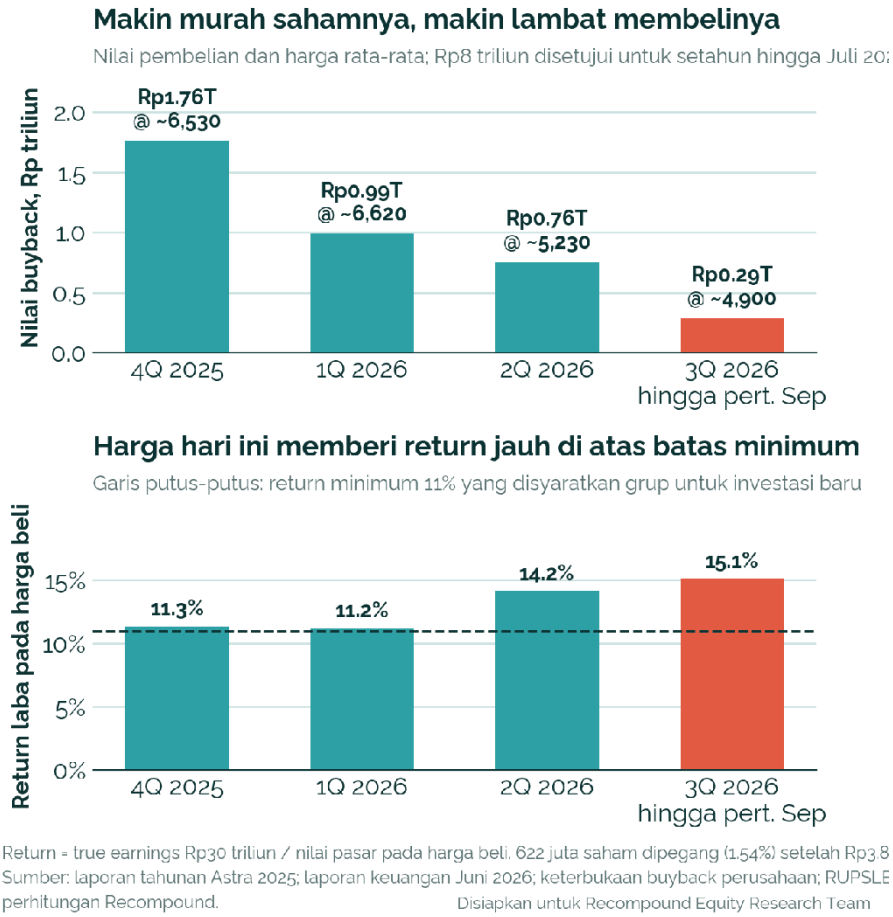


Asked for 15 Mt, allowed 7.5 Mt in April, raised to ~9.9 Mt from own mines plus ~2.2 Mt of traded coal.
Source: United Tractors monthly operational data and public expose (Sep 2026); Recompound.
Prepared for Recompound Equity Research Team

Penjualan batu bara bulanan Turangga Resources, dan bagaimana kuota 2026 berubah.
Sumber: data operasional United Tractors; Recompound.

Buyback Perusahaan Melambat, tapi Para Direkturnya Membeli

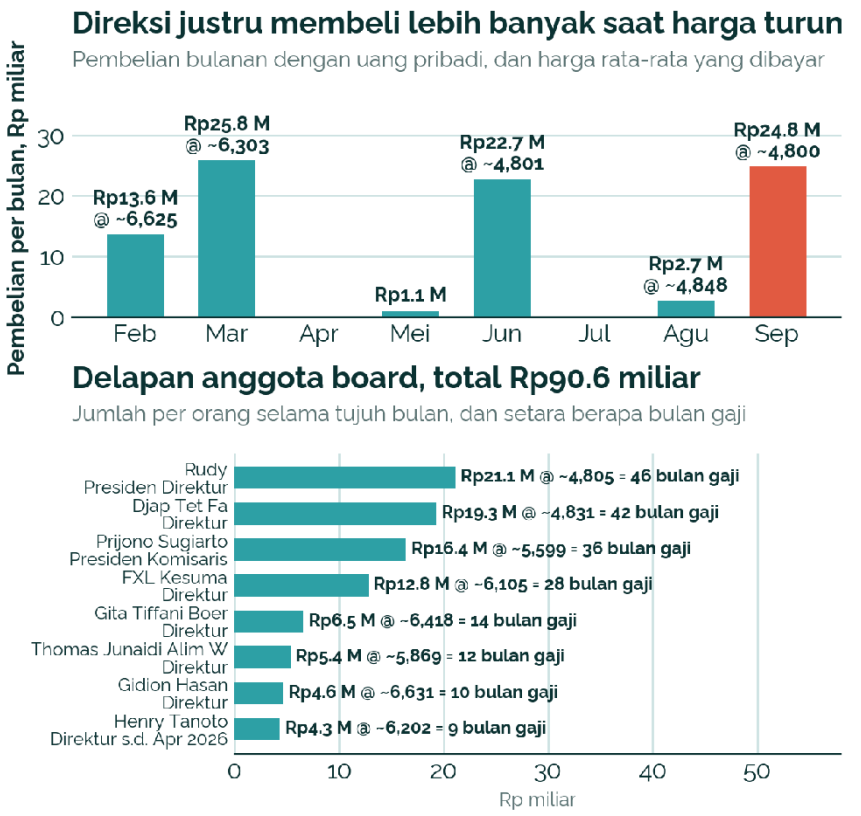
Astra melakukan buyback Rp1.76 triliun atas sahamnya sendiri di kuartal terakhir 2025, 270 juta saham di harga sekitar Rp6,530 per saham. Program Rp2 triliun pertama berakhir 13 Januari 2026, tambahan Rp685 miliar selesai 25 Februari, dan ronde ketiga berjalan dari 16 Maret sampai 15 Juni: Rp0.99 triliun di sekitar Rp6,620 pada kuartal pertama dan Rp0.76 triliun di Rp5,230 pada kuartal kedua. Sejak program baru Rp8 triliun dimulai 20 Juli, perusahaan baru membeli sekitar Rp0.3 triliun, di harga sekitar Rp4,900. Astra kini memegang 622 juta sahamnya sendiri, 1.54% dari perusahaan, yang dibeli seharga Rp3.8 triliun. Pemangkasan anggaran kecil kemungkinannya: Rp8 triliun sudah disetujui dan baru sekitar 4% yang terpakai. Dan manajemen sudah menghitung untung-ruginya saat membeli di Rp6,500. Harga itu menilai perusahaan di Rp260 triliun, sekitar 9 kali laba, return 11% atas uang yang dikeluarkan, tepat di batas return minimum grup untuk investasi baru. Di Rp4,900 perhitungan yang sama memberi return 15%.



Return = true earnings Rp30 triliun / nilai pasar pada harga beli. 622 juta saham dipegang (1.54%) setelah Rp3.8
Sumber: laporan tahunan Astra 2025; laporan keuangan Juni 2026; keterbukaan buyback perusahaan; RUPSLE
perhitungan Recompound. Disiapkan untuk Recompound Equity Research Team

Belanja buyback dan harga rata-rata yang dibayar di tiap periode, serta return atas uang itu dibandingkan batas minimum 11% milik grup sendiri. Sumber: laporan tahunan Astra 2025; laporan keuangan Juni 2026; keterbukaan informasi perusahaan; perhitungan Recompound.

Ada buyback kedua yang kurang mendapat perhatian. Sejak 27 Februari, delapan direktur dan komisaris membeli saham Astra dengan uang mereka sendiri: 36 pembelian dilaporkan ke bursa, total 16.8 juta saham, senilai **Rp90.6 miliar** di harga rata-rata Rp5,400. Tidak ada penjualan yang dilaporkan. Rudy, Presiden Direktur sejak April, membeli 4.4 juta saham senilai Rp21.1 miliar hanya pada 21 dan 22 September. Djap Tet Fa, direktur sejak April, mulai dari nol dan kini memegang 4.0 juta saham, dibeli seharga Rp19.3 miliar. Prijono Sugiarto, Presiden Komisaris, melakukan 16 pembelian terpisah senilai Rp16.4 miliar dan sudah lebih dari menggandakan kepemilikannya sejak Desember. Dan berbeda dengan perusahaannya, para direktur justru membeli lebih banyak saat harga turun: Rp40 miliar dari Februari sampai Mei di rata-rata Rp6,400, lalu Rp50 miliar dari Juni sampai September di rata-rata Rp4,800.



Bulan gaji = jumlah dibeli / Rp460 juta, rata-rata gaji bulanan 270 komisaris dan direktur di seluruh grup Astra pada 2025 (laporan tahunan). Ke-36 transaksi dilaporkan sebagai pembelian di harga pas.
Sumber: keterbukaan transaksi orang dalam di BEI, 27 Feb s.d. 24 Sep 2026; perhitungan Recompound.
Disiapkan untuk Recompound Equity Research Team

Pembelian saham Astra oleh direksi dan komisarisnya dengan uang sendiri sejak Februari, per bulan dan per orang. Sumber: keterbukaan informasi transaksi insider di IDX sampai 24 September 2026; laporan tahunan Astra 2025; perhitungan Recompound.

Apakah Rp90.6 miliar itu uang yang besar bagi orang-orang ini? Astra tidak mempublikasikan gaji per orang, jadi kami memakai laporan tahunan 2025. Seluruh dewan komisaris dibayar paling banyak Rp2.16 miliar per bulan, jadi Rp16.4 miliar milik Prijono setara lebih dari tujuh bulan honor seluruh dewan. Untuk direksi hanya ada angka total: Rp1.5 triliun per tahun untuk 270 komisaris dan direktur di Astra dan 227 anak usahanya, sekitar Rp460 juta per bulan per orang. Dengan dasar itu, Rp21.1 miliar milik Rudy hampir setara empat tahun gaji, dan delapan pembeli ini bersama-sama mengeluarkan lebih dari 16 tahun gaji rata-rata anggota dewan. Direktur perusahaan induk tentu digaji lebih tinggi dari rata-rata grup, tapi bahkan dengan gaji tiga kali lipatnya, Rudy dan Djap Tet Fa masing-masing menghabiskan lebih dari setahun penghasilan dalam beberapa hari. Pembelian ini juga terpisah dari program saham yang disetujui Juli, di mana direksi mendapat saham yang hanya boleh dijual kalau target return tercapai: semua 36 transaksi dilaporkan sebagai pembelian di harga pasar, dan Rp63 miliar dibeli sebelum program itu ada.

> ***Pandangan kami:*** *perusahaan yang membeli lebih lambat saat harga turun tetap bertentangan dengan catatan Juli kami, di mana kami bilang buyback yang macet akan jadi tanda peringatan pertama. Untuk menghabiskan sisa Rp7.7 triliun sampai Juli 2027, Astra perlu membeli sekitar Rp770 miliar per bulan; sejak Juli perusahaan baru membeli sekitar Rp150 miliar per bulan. Tapi orang-orang yang memutuskan buyback itu justru melakukan sebaliknya dengan uang mereka sendiri. Manajer jarang menghabiskan gaji bertahun-tahun untuk saham perusahaannya sendiri kecuali mereka yakin harganya salah. Pembelian para direktur ini memberi tahu kita bahwa lambatnya buyback lebih mungkin soal tidak mau mendorong harga naik, bukan soal berubah pikiran.*

Kesimpulan

- **BUY, tidak berubah.** True earnings Rp30 triliun, fair payback period 13 tahun, fair value Rp390 triliun, sekitar Rp9,600 per saham. Di harga Rp4,800 pada 22 September, nilai pasarnya Rp194 triliun dan margin of safety-nya sekitar 50%.

Tanda peringatan (dari Juli 2026)	Posisinya sekarang
Program shareholder return ternyata hanya omongan; buyback macet	Buyback perusahaan melambat saat harga turun, tapi delapan anggota dewan membeli Rp90.6 miliar saham dengan uang sendiri, Rp50 miliar di antaranya sejak Juni. Pantau kecepatan buyback di kuartal keempat.
Harga batu bara bertahan di bawah biaya produksi mayoritas penambang untuk waktu lama	Tidak. Pendapatan turun 4% meski volume turun 18%; harga kuartal ketiga lebih tinggi; kuota sudah fix di 12.1 juta ton.
Pangsa pasar mobil di bawah sekitar 45% sementara volume dan laba berhenti tumbuh	Pangsa menyentuh 45.0% di Agustus, tapi volume tumbuh 21% dan laba otomotif 9%. Belum jadi peringatan. Pantau pangsa Astra di segmen termurah.

Juli 2026

Preview Laba Q2 2026 ASII

Astra memiliki 59.50% United Tractors. Di tahun normal itu sekitar 30% laba grup. Di tahun buruk itu menjelaskan seluruh pergerakannya. Q2 2026 adalah versi ekstremnya.

1. Angka headline UNTR jelek. Kuartalnya UNTR tidak.

UNTR tidak mempublikasikan angka kuartalan tersendiri, jadi kami menurunkan angka Q2 dengan mengurangkan laporan Q1 dari laporan semesterannya.

Rp miliar	Q1 26	Q2 26	QoQ	1H 26	1H 25
Pendapatan	28,554	29,735	**+4%**	58,289	68,525
Gross margin	16.9%	**19.1%**	+220bp	18.0%	21.9%
Laba untuk pemilik, sesuai laporan	643	**313**	**-51%**	956	8,130
Beban one-off	(1,151)	(2,155)		(3,306)	(65)
Laba untuk pemilik, tanpa one-off	1,793	**2,469**	**+38%**	4,262	8,195

Kuartal ke kuartal, ini kuartal terbaik UNTR dalam setahun, dan angka underlying Rp2,469 miliar mengalahkan ekspektasi pasar (Indo Premier memodelkan sekitar Rp2 triliun). Tapi semester pertama secara underlying masih turun 48% dibanding tahun lalu, dan bagian itu nyata, bukan efek akuntansi. Keduanya penting.

Kejatuhan di angka laporan adalah one-off. Di Q2, UNTR menghapusbukukan PT Supreme Energy Rantau Dedap, joint venture panas bumi yang 40.4% sahamnya dipegang UNTR, menjadi nol: Rp1,476 miliar atas kepemilikan sahamnya dan Rp1,281 miliar atas uang yang dipinjamkan ke proyek itu, total Rp2,757 miliar. Termasuk Rp866 miliar yang dibebankan di 2025, kerugian kumulatif dari satu proyek ini sekitar Rp3.6 triliun. Dua hal membuatnya tampak lebih buruk dari kondisi ekonominya yang sebenarnya. Pajak tidak ikut turun (write-off seperti ini tidak bisa jadi pengurang pajak, jadi pajak memakan 92% laba sebelum pajak Q2), dan mitra minoritas menyerap sekitar seperlimanya, itulah kenapa laba untuk pemilik turun 51% sementara laba total turun 92%.

Yang sebenarnya membaik. Laba segmen sebelum pajak, Q1 ke Q2 (Rp miliar):

Segmen	Q1 26	Q2 26	Perubahan
Emas dan mineral lain	(1,456)	**419**	**+1,876**
Kontraktor tambang (PAMA)	1,355	**2,009**	**+654**
Alat berat	619	373	(247)
Tambang batu bara	1,007	437	**(570)**
Lainnya (energi, konstruksi)	(145)	**(2,713)**	**(2,568)**
Total grup	**1,315**	**687**	(628)

Martabe secara fisik beroperasi lagi pertengahan Mei dan memproduksi 8koz di Mei dan 10koz di Juni, dibanding bulan normal sekitar 19koz. Estimasi 70koz kami untuk 2026 masih berlaku. Tapi estimasi Rp2 triliun kami untuk laba emas dan nikel 2026 terlalu tinggi,

dan kami memangkasnya menjadi kira-kira impas: segmen ini rugi Rp1,037 miliar di semester pertama, volume bijih nikel terpangkas setengah, dan emas turun sekitar 7% tahun ini, dengan Agincourt masih membawa hedge.

Batu bara adalah satu-satunya pemburukan yang nyata. Volume turun 42% kuartal ke kuartal karena kuota produksi, meski harga jual per ton naik 16% dibanding tahun lalu. Detail baru yang penting: pemerintah mengecualikan pemegang kontrak Generasi-1 lama dan penambang milik negara (Arutmin, Kaltim Prima Coal, Adaro Indonesia, Kideco, Bukit Asam) dari kuota. Izin milik Astra tidak dikecualikan. Ini seharusnya masuk Risiko Utama, yang saat ini membingkai batu bara murni soal harga.

2. Mengapa write-off ini cocok dengan reset TSR

Framework Jardine punya tiga angka terpisah: **9% atau lebih** adalah target shareholder return, di atas 11% adalah hurdle untuk investasi baru, dan di bawah 7% adalah pemicu untuk menjual. Panas bumi gagal total di uji di-bawah-7%, karena tidak menghasilkan apa-apa. Singkatnya, panas bumi berada jauh di dalam zona di-bawah-7%, dan framework baru memaksa Astra menghadapinya.

Pandangan kami: ini bukti keras pertama bahwa disiplin itu menjangkau ke bawah holding Astra. Catatan Juli kami khawatir framework TSR "has not yet cascaded down to smaller listed subsidiaries" (belum turun ke anak usaha tercatat yang lebih kecil). Write-down Rp2.76 triliun di UNTR, di periode pelaporan pertama setelah framework dipublikasikan, adalah persis penurunan berjenjang itu. Begitu juga UNTR yang buyback Rp7.1 triliun sahamnya sendiri di 0.8 kali nilai buku. Yang belum tersentuh: AUTO.

Catatannya. Menghapusbukukan aset menjadi nol tidak sama dengan menjualnya. Framework ini ingin aset dijual demi kas, dan nilai nol berarti tidak ada lagi yang tersisa untuk dijual. Jadi ini membuktikan disiplin dalam mengakui kesalahan, bukan dalam memulihkan nilai, dan belum membuktikan apa pun soal investasi baru. UNTR menaruh kira-kira Rp8.4 triliun ke emas dalam enam bulan yang sama, di harga emas yang sudah turun dari puncaknya. Apakah hurdle di-atas-11% diterapkan saat masuk, itu lebih penting daripada write-off ini.

3. Dampaknya ke Astra

Rp miliar	1H 25	1H 26	Perubahan
Laba UNTR untuk pemilik	8,130	956	(7,174)
Porsi Astra di 59.5%	4,837	569	(4,269)
di antaranya write-off Supreme Energy		*(1,967)*	

Dibandingkan laba 1H 2025 Astra yang dilaporkan Rp15.51 triliun dan konsensus laba inti 1H 2026 sebesar Rp13.5 triliun, kami memperkirakan laba 1H 2026 yang dilaporkan sekitar Rp11.5 triliun, turun 26% dibanding tahun lalu, dan laba Q2 yang dilaporkan sekitar Rp5.7 triliun dibandingkan Rp8.55 triliun.

Laba semester pertama Astra turun sekitar Rp4.0 triliun. UNTR sendirian menyumbang sekitar Rp4.3 triliun dari penurunan itu. Seluruh bagian Astra yang lain, dijumlahkan, justru naik sekitar Rp0.3 triliun. Dan kira-kira setengah dari seluruh penurunan grup, Rp1.97 triliun, adalah satu entri akuntansi non-kas di joint venture panas bumi.

Bersiaplah untuk hasil yang lemah dan headline negatif, dengan pola yang sama seperti Q1 tapi lebih buruk.

4. Sementara itu bisnis otomotif mulai berbalik naik

Dua perusahaan terkait Astra sudah melaporkan hasilnya, dan keduanya terlihat lebih baik dari cerita grup.

	1H 2026	Q2 2026 dibanding tahun lalu
Pendapatan AUTO (Astra memiliki 80%)	Rp10,853 miliar, +13.2%	+19.4%
Laba AUTO untuk pemilik	Rp1,151 miliar, +22.6%	+36.5%
Laba joint venture AUTO (Denso, Aisin, Kayaba, GS Battery)	Rp619 miliar, +32.2%	+53.9%
Pendapatan MPMX	Rp7,716 miliar, -1.0%	
Laba MPMX untuk pemilik	Rp336 miliar, +23.4%	+45.5%
Wholesale 4W	222,371 unit, +10%	+19% dibanding Q1

MPMX adalah yang paling layak dibaca dua kali, justru karena ia bukan perusahaan Astra. MPMX mendistribusikan sepeda motor Honda di Jawa Timur dan Nusa Tenggara Timur, jadi ia melihat kolam demand yang sama dengan Astra Honda Motor. Pendapatannya flat, laba naik 23%, dan laba Q2 naik 45%. Penjualan sepeda motor nasional juga flat. Jadi kolam laba sepeda motor tumbuh dari harga, mix, dan after-sales, bukan dari volume unit, mekanisme yang sama di balik laba Astra Honda Motor yang naik dari Rp3.5 triliun sebelum Covid menjadi Rp5.4 triliun di 2025.

Komponen mendahului perakitan, dan perakitan mendahului distribusi. Ketiga bagian rantai ini berbalik naik di kuartal yang sama. Kami menaikkan keyakinan kami pada lini otomotif.

Juli 2026

Mengapa kami melirik ASII lagi

Tahun lalu, kami exit dari ASII di rentang 6,500-7,000. Sahamnya kini diperdagangkan di ~4,890 (market cap ~Rp196 triliun), turun ~16% dalam sebulan terakhir, salah satu yang berkinerja terburuk di universe monitoring kami. Bisnisnya tidak melemah sejauh itu, dan framework alokasi modal pemiliknya justru membaik secara berarti. Kami kembali menginisiasi rekomendasi BUY.

Jardine Matheson Investor Day: program TSR (perubahan paling utama)

JMH menggelar investor day khusus pertamanya (Juni 2026) dan me-reset cara seluruh grup, termasuk Astra, akan dijalankan dan diukur:

- **Framework return grup yang baru:** tingkat return minimum >11% untuk investasi baru dan capex pertumbuhan; target TSR 5 tahun ≥9% p.a.; dan aset dengan return <7% ditargetkan untuk divestasi. Komite alokasi modal sudah dibentuk di Jardine Matheson, Hongkong Land, Astra, dan United Tractors untuk meninjau M&A dan transaksi lain sejak tahap awal.
- **Metriknya berubah:** JMH secara eksplisit menyatakan bahwa mengukur Astra dari laba bersih absolut itu keliru; ROIC dan TSR yang dihitung. Seluruh 7 segmen Astra sedang ditinjau sebagai grow, hold, atau exit.
- **Insentif manajemen akhirnya selaras:** KPI sudah diubah. Direksi Astra kini menerima saham ASII yang hanya bisa dijual di periode tertentu, dan hanya kalau target TSR dan klausul keselarasan terpenuhi.
- **Pengembalian modal ke pemegang saham dinaikkan:** payout dividen minimal 45-50%, dan buyback yang jauh lebih besar: Rp2.75 triliun dihabiskan untuk 419 juta saham di Q4 2025-Q1 2026 (rata-rata ~6,700), dan ~Rp1 triliun lagi sejak 1 April 2026 (rata-rata ~5,300). Manajemen membeli di bawah estimasi fair value kami.
- **Strategi per segmen:** mempertahankan pangsa pasar otomotif dan berekspansi melampaui penjualan kendaraan baru (layanan aftersales, mobil bekas, asuransi, pembiayaan, dan ekosistem EV untuk charging dan leasing); membangun mesin pertumbuhan baru di HEMCE (nikel DOUP, Nickel Industries); memperkuat integrated mining, dari tambang sendiri → alat berat → kontraktor → produk olahan (RKEF/HPAL); dan menjadikan Astra "first choice after banks" (pilihan pertama setelah bank) di jasa keuangan dengan memanfaatkan data pembayaran puluhan tahun.
- **Governance & IR:** komposisi dewan ditingkatkan dengan direktur independen yang lebih berkualitas; investor relations dirombak (sebelumnya bahkan tidak ada investor day khusus sama sekali). Catat bahwa dewan direksi yang baru tetap diisi orang-orang Astra: kontinuitas, bukan guncangan.

- **Satu catatan:** disiplin TSR belum turun ke anak usaha tercatat yang lebih kecil; contohnya, Astra Otoparts (AUTO) belum memulai buyback-nya sendiri. Kami akan memantau apakah program ini sampai ke sub-holding.

Pandangan kami: ini perubahan paling penting pada tesis ASII sejak kami memulai coverage. Alasan kami (dan pasar) memberi ASII payback multiple di bawah benchmark adalah justru disiplin reinvestasinya yang longgar: return terus menurun karena modal mengalir ke aset yang menghasilkan di bawah hurdle. Itu persis yang diserang program TSR.

Laba Q1 2026

- Laba bersih turun 15% YoY; di luar pos non-recurring, penurunannya 7%.
- Beban penurunannya terkonsentrasi di United Tractors: emas (tambang Martabe sempat dihentikan sementara), volume alat berat yang lebih rendah, dan jasa pertambangan yang melemah. Kondisi industri tambang batu bara masih lemah sepanjang Q1 2026.
- Semua segmen lain berkinerja baik, tumbuh kurang lebih sejalan dengan PDB, termasuk jasa keuangan.
- Pangsa pasar 4W sempat turun (kelemahannya terkonsentrasi di segmen LCGC yang didominasi Astra), tapi volume mengompensasi; lihat data penjualan di bawah.

Penjualan Otomotif 1H 2026 (Gaikindo + AISI)

Wholesale 4W benar-benar dalam pemulihan, dan Juni adalah bulan terkuat sejauh ini:

Wholesale 4W (unit)	*Jun-26*	*YoY*	*1H25*	*1H26*	*YoY*
Astra	**40,235**	**+37%**	**201,633**	**222,371**	**+10%**
Toyota + Lexus	22,960	+27%	124,843	134,520	+8%
Daihatsu	14,125	+51%	64,405	73,545	+14%
Isuzu	3,070	+68%	11,275	13,890	+23%
Non-Astra	**37,320**	**+29%**	**175,070**	**214,196**	**+22%**
BYD + Denza	5,728	+49%	19,825	26,080	+32%
Honda	2,402	-43%	32,681	20,673	-37%
Total Domestik	**77,555**	**+33%**	**376,703**	**436,567**	**+16%**

- Pasar 4W nasional tumbuh +16% YoY di 1H26 (436,567 unit) dan +33% YoY di Juni saja, tanda daya beli sedang pulih. Astra tumbuh +10% YoY, dipimpin Daihatsu (+14%) dan Isuzu (+23%).

- Pangsa pasar Astra berada di 50.9% di 1H26 (vs 53.5% di 1H25; 51.9% di Juni). Pangsa terkikis menuju ~51% (dari ~55% di 2024) seiring merek China yang terus membesar; BYD+Denza saja mengambil ~6% pangsa (+32% YoY). Inilah persisnya kenapa "defend market share" jadi pilar yang disebut eksplisit di program TSR. Sejauh ini, pertumbuhan volume lebih dari cukup mengompensasi hilangnya pangsa.
- Korban di merek Jepang non-Astra terus berjatuhan: Honda -37% YoY di 1H26, Chery -39%. Pergeseran ini memukul kompetitor lebih keras daripada Astra.
- 2W (AISI): penjualan domestik 1H26 sebesar 3.13 juta unit vs 3.10 juta di 1H25, flat (+0.8%) tapi stabil. Moat pangsa ~77% milik Astra Honda Motor tetap utuh (irit BBM, nilai jual kembali, jaringan suku cadang dan dealer).

United Tractors: sang swing factor

- Tesis diulang: semua di luar UT tumbuh mengikuti ekonomi; UT yang menentukan true earnings dan proyeksi laba ASII. Astra memiliki 59.5% UT, dan di tahun normal UT menyumbang ~30% laba grup.
- **Emas Martabe beroperasi lagi Mei 2026** setelah lobi aktif oleh manajemen (JMH menyebutnya sebagai kemenangan di investor day). Bulan pertama setelah restart sudah memproduksi ~8k oz sambil masih ramp-up; ~70k oz tercapai untuk 2026. Dengan ASP emas ~$4,000/oz dan biaya yang naik (~$2,676/oz berdasarkan CAGR historis), emas + nikel (via NIC) semestinya menyumbang ~Rp2 triliun PBT di 2026.
- Kontraktor tambang (PAMA): biaya per bcm terus naik (dexlite/B40, tenaga kerja, suku cadang berdenominasi USD), tapi marjin rupiah per bcm berhasil dijaga. ~1,100 juta bcm x marjin ~Rp7,400 → EBT ~Rp8 triliun (~Rp4.8 triliun menjadi hak Astra).
- Mesin konstruksi (Komatsu): erosi bertahap dari pendatang China; keunggulan UT ada di jaringan aftersales plus strategi dua lini (premium + value). Kami asumsikan volume turun sedikit, diimbangi pelemahan IDR serta pendapatan suku cadang dan perawatan yang tumbuh: pendapatan ~Rp51 triliun dengan marjin hanya 8.5% → EBT ~Rp4.3 triliun (~Rp2.6 triliun untuk Astra).
- Tambang batu bara: campuran 65% thermal coal high-CV dan 35% met coal memberi harga premium. Dengan ASP $115/t dan marjin $15/t atas ~14Mt → ~Rp3.6 triliun.
- **Jumlahnya: EBT UT ~Rp18 triliun → bersih ~Rp12.5 triliun (estimasi kami; base case sell-side Rp18.5-22.5 triliun. Kami sengaja konservatif di ASP batu bara dan marjin emas, dan kami mengecualikan ekspansi DOUP sepenuhnya).**

Update True Earnings, Fair Payback Period & Fair Value

Segmen	*True earnings (bio IDR)*	*Dasar*
Otomotif (2W + 4W + dealer + suku cadang)	11,500	Rata-rata aktual 2023-2025 Rp11.4T; data penjualan 2026 solid
Integrated mining (59.5% dari UNTR ~12.5T)	7,500	ASP batu bara konservatif, marjin emas rendah, DOUP dikecualikan
Jasa keuangan	9,000	Tumbuh sejalan dengan PDB
Lainnya (CPO, infra, IT, properti)	2,000	Run-rate 9M25 ~2.8T disetahunkan
Total	**30,000**	

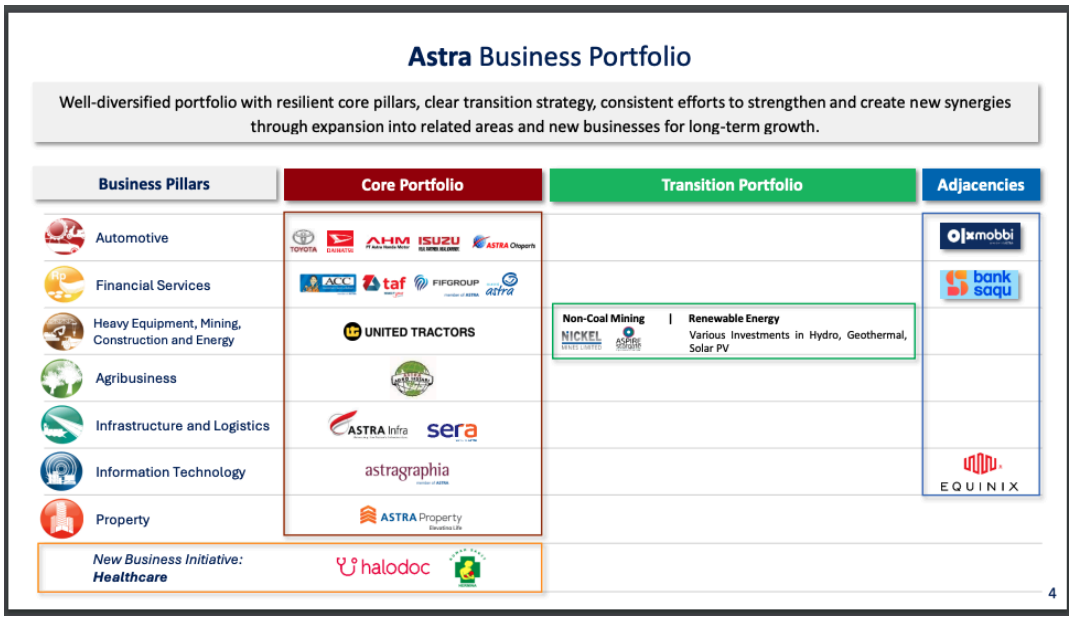
- Laba 2026 yang dilaporkan kemungkinan mendarat di sekitar Rp28 triliun (P/E 7x di harga saat ini); selisihnya terhadap true earnings terutama karena batu bara yang tertekan di titik buruk siklusnya.
- **Fair Payback Period dinaikkan menjadi 13 tahun** (dari 12 di tesis awal kami; masih di bawah BMRI yang 15). Kenapa tidak lebih tinggi: track record reinvestasi ASII buruk; return terus menurun karena modal mengalir ke aset yang menghasilkan di bawah hurdle, ROE jangka panjang ~13% mengimplikasikan P/B wajar hanya ~1.6x, dan true earnings hanya tumbuh ~7% CAGR (2008-2024). Kenapa tidak lebih rendah: program TSR menyerang persis kelemahan ini, dan manajemen sekarang dibayar untuk memperbaikinya. Laba bersih yang dilaporkan bertahan di atas Rp30 triliun akan jadi titik validasinya.
- **Fair value = 13 x 30,000 = ~Rp390 triliun (~9,600/saham). Di market cap hari ini ~Rp196 triliun: margin of safety ~50%.**
- Imbal hasil tunai sambil menunggu: di payout minimal 45-50% yang sudah dijanjikan, DPS ≈ Rp311-346 (yield 6.4-7.1%); di payout ~70% seperti tahun-tahun terakhir, DPS ≈ Rp480 (yield ~10%), plus buyback yang masih berjalan.
- **Rekomendasi: BUY (inisiasi ulang).** Kami jual di 6,500-7,000; di ~4,890, dengan pemilik yang selaras TSR, margin of safety ~50%, dan cash yield sampai ~10%, risk-reward kembali berpihak pada kami. Pematah tesis yang harus dipantau: (1) program TSR ternyata hanya kosmetik, modal masih mengalir ke aset di bawah hurdle atau buyback macet; (2) harga batu bara jatuh di bawah lantai kurva biaya untuk periode yang panjang; (3) erosi pangsa pasar 4W berakselerasi sampai di bawah ~45% tanpa kompensasi volume atau marjin.

Pengenalan Perusahaan

PT Astra International Tbk (ASII) adalah konglomerasi dengan bisnis di otomotif (2W + 4W), integrated mining melalui anak usahanya United Tractors (UNTR), agribisnis, infrastruktur, IT, dan properti.

Kontributor pendapatan terbesar ASII adalah integrated mining (41% pendapatan), otomotif (41% pendapatan), dan jasa keuangan (9%).

Arah Baru Astra: Fokus pada Tiga Pilar Utama



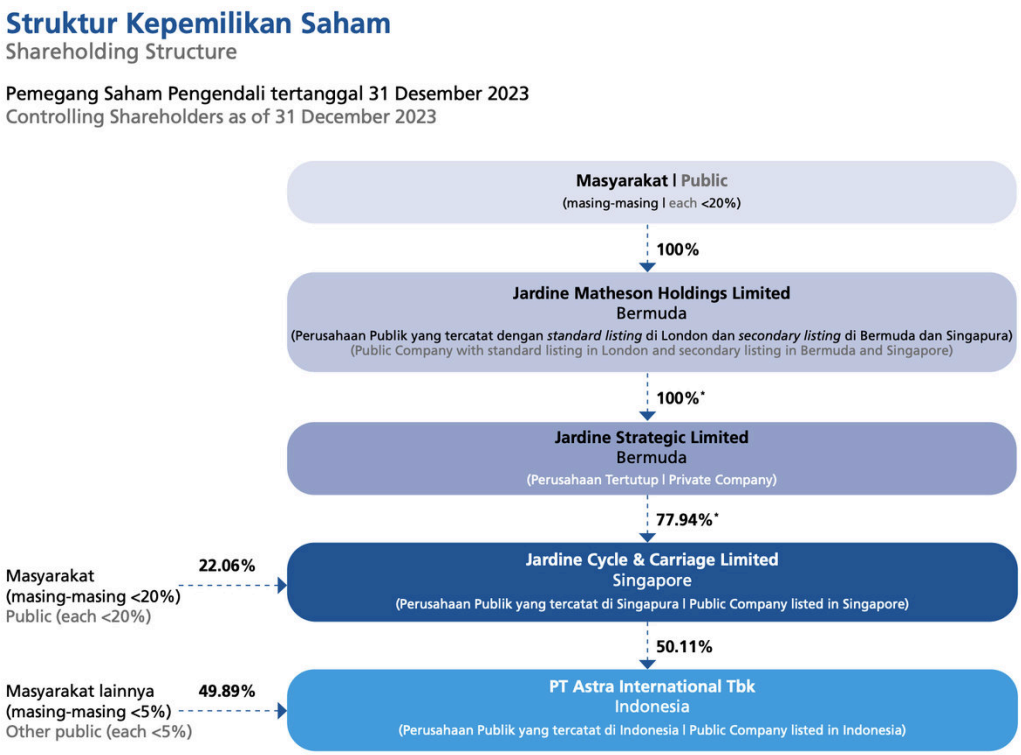
Secara historis, kekuatan perusahaan ada pada portofolio yang terdiversifikasi luas, merambah ke properti, IT, infrastruktur, bahkan kesehatan, area yang terasa kurang relevan dengan kompetensi intinya. Astra kini melakukan *pergeseran strategis*, berfokus pada tiga mesin inti.



Secara operasional, strateginya bertujuan mempertahankan pangsa pasar di segmen otomotif sambil mengoptimalkan laba ekosistem di seluruh siklus hidup kendaraan, didukung segmen Jasa Keuangan yang aktif menggali potensi penuh ekosistem tersebut. Di segmen Alat Berat dan Pertambangan, Astra menjalankan strategi ganda: memperkuat rantai nilai integrated mining demi efisiensi, dan menciptakan mesin pertumbuhan baru.

Struktur Perusahaan & Ultimate Beneficial Owner

Struktur Perusahaan



Ultimate Beneficial Owner

Keluarga Keswick memiliki konglomerasi Jardine Matheson, yang menjadikan mereka Ultimate Beneficial Owner ASII.



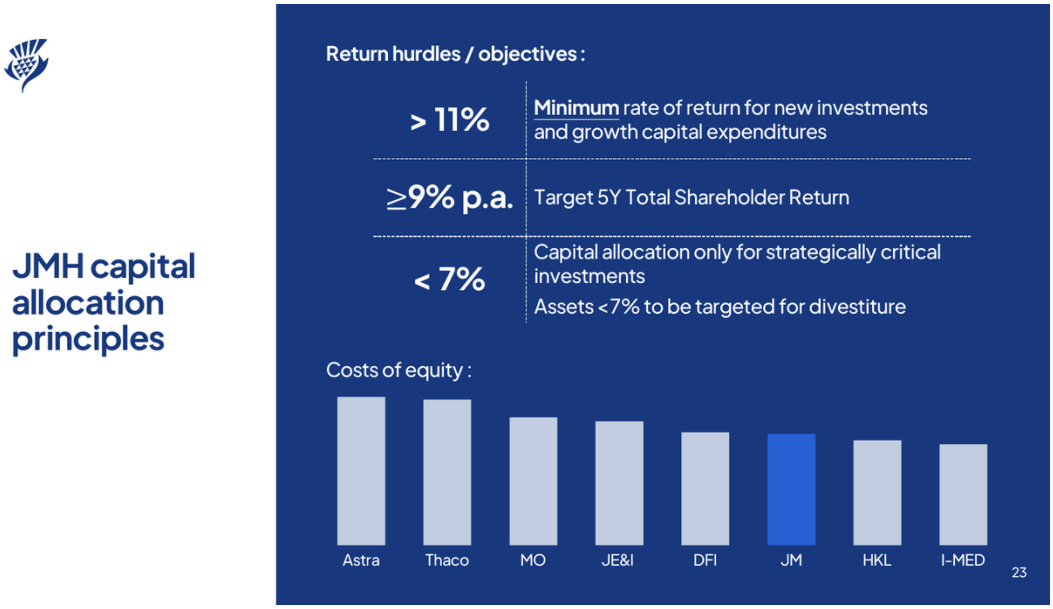
Update 2026: Reset TSR Jardine Matheson

Di investor day khusus pertamanya (Juni 2026), Jardine Matheson mendefinisikan ulang cara mengelola portofolionya, termasuk Astra. Pemilik yang dulu mengukur Astra dari laba bersih absolut kini mengatur setiap keputusan modal lewat ROIC dan Total Shareholder Return:

- **Komitmen TSR yang jelas:** menargetkan TSR 5 tahun yang berkelanjutan di kuartil teratas sebesar ≥9% p.a., dengan komitmen menumbuhkan dividen setiap tahun.
- **Hurdle return yang keras:** tingkat return minimum >11% untuk investasi baru dan capex pertumbuhan; aset dengan return <7% ditargetkan untuk divestasi.
- **Keselarasan pemilik-operator:** insentif manajemen diikat ke TSR 5 tahun, dengan direksi Astra menerima saham ASII yang baru bisa dicairkan kalau target TSR tercapai; komite investasi diluncurkan di Jardine Matheson, Hongkong Land, Astra, dan United Tractors; dewan independen ditingkatkan kualitasnya.
- **Artinya untuk ASII:** payout dividen minimal 45-50%, buyback yang jauh lebih besar (Rp2.75 triliun di rata-rata ~6,700 pada Q4 2025-Q1 2026; ~Rp1 triliun lagi di rata-rata ~5,300 sejak April 2026), dan review grow, hold, atau exit atas seluruh 7 segmen. Lihat Update Bulanan Juli 2026 untuk implikasi valuasinya.



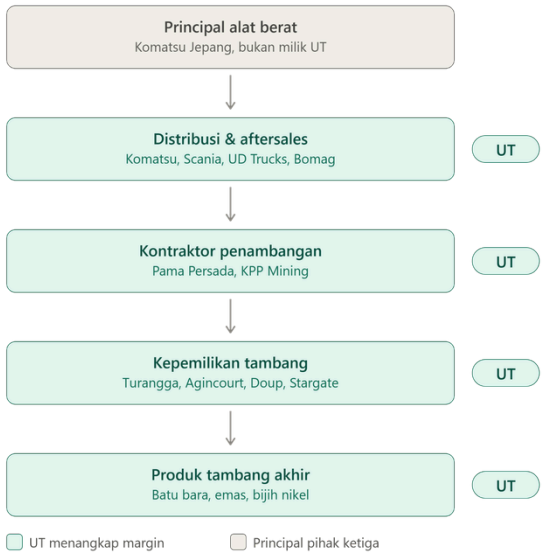
JMH Investor Day (Juni 2026): cara JMH menghasilkan Total Shareholder Returns. Perhatikan "Incentives tied to 5Y TSR" dan "Clear TSR commitment".



Prinsip alokasi modal JMH: hurdle >11% untuk investasi baru, target TSR 5 tahun ≥9% p.a., aset <7% ditargetkan untuk divestasi.

Rantai Pasok Industri & Model Bisnis

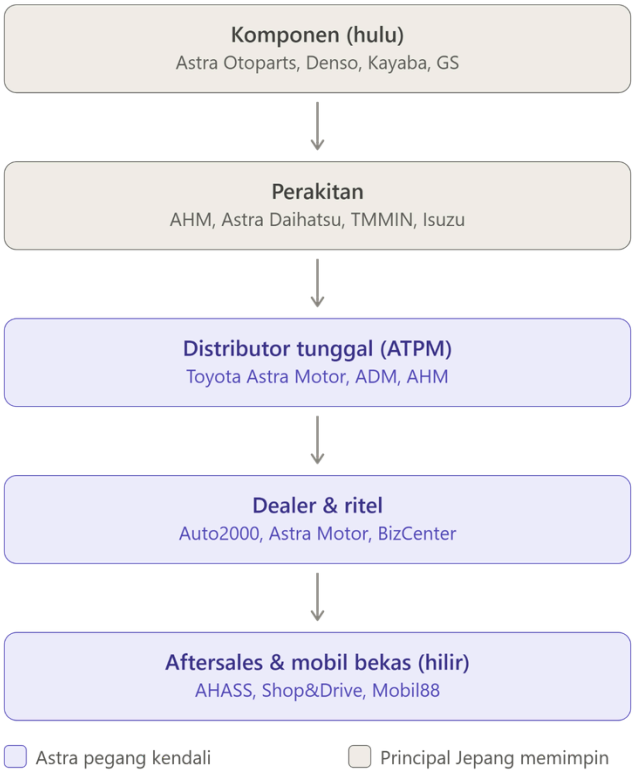
Integrated Mining (UNTR)



Struktur terintegrasi ini menciptakan *captive market internal yang besar.* PAMA memakai alat berat Komatsu yang didistribusikan UNTR untuk menambang komoditas dari konsesi tambang milik UNTR sendiri. Model bisnis ujung-ke-ujung ini berfungsi sebagai *moat strategis*: ia menghasilkan efisiensi biaya operasi yang tinggi, yang membantu UNTR menjaga posisi pasar yang dominan baik di alat berat maupun kontraktor batu bara.

- UNTR adalah ujung tombak bisnis integrated mining ASII. Skala UNTR yang besar membuatnya menjadi konglomerasi tersendiri.
- United Tractors memegang ~25% pasar alat berat di Indonesia lewat merek Komatsu dan sekitar 17% pasar kontraktor batu bara lewat PT PAMA Persada.
- Bisnis tambang emas dijalankan PT Agincourt Resources (PTAR), yang 95% sahamnya dipegang United Tractors. PTAR mengoperasikan tambang emas Martabe di daerah Tapanuli Selatan, provinsi Sumatera Utara, dengan area operasi 479 hektare. Konstruksi tambang emas Martabe dimulai 2008 dan produksinya dimulai 2012.
- Pada 2023, United Tractors menambah lini nikel baru lewat akuisisi Stargate dan investasi di Nickel Industries Limited.
- UNTR juga masuk ke bisnis panas bumi lewat akuisisi Supreme Energy Rantau Dedap di awal 2024. Proyek SERD sendiri baru diperkirakan mulai untung dan mulai membayar kembali IBD-nya di 2025. Pembangkit listrik panas bumi bukan bisnis dengan return tinggi, tapi kinerjanya yang stabil membuatnya mudah diprediksi.

Otomotif (2W & 4W) + Jasa Keuangan



1. **Hulu (Komponen):** Astra Otoparts (AUTO) dan jaringan joint venture globalnya mengamankan pasokan komponen, yang meminimalkan fluktuasi rantai pasok dan

biaya bahan baku. Porsi penjualan yang tinggi ke pasar suku cadang pengganti memberi bantalan marjin yang kuat saat penjualan otomotif melambat.

2. **Manufaktur-Perakitan:** Tahap ini dijalankan AHM dan ADM, dengan Astra sebagai mitra atau kolaborator. Lapisan ini rentan ditiru pendatang baru seperti BYD.
3. **Distribusi:** Astra memegang hak distribusi utama, meski tidak absolut, di seluruh Indonesia. Contohnya, prinsipal Honda juga berbagi distribusi dengan pihak ketiga seperti MPMX, yang mencakup Jawa Timur dan Nusa Tenggara Timur.
4. **Dealer dan After Sales:** Lapisan hilir ini mempertahankan jaringan otomotif dengan mengunci pelanggan di dalam ekosistem Astra. Profitabilitas jangka panjang Astra juga ditentukan oleh marjin servis dan penjualan suku cadang yang berulang. Ketersediaan suku cadang sendiri adalah faktor penentu dalam pembelian sepeda motor dan mobil.
5. **Jasa Keuangan:** Lini ini bekerja sebagai rantai monetisasi, menangkap pembiayaan dari volume penjualan besar unit-unit di atasnya. Integrasi ini pada akhirnya mengamankan bottom line perusahaan dan menjaga modal tetap berputar di dalam ekosistem Astra. Astra mengubah setiap pembelian kendaraan menjadi kontrak kredit jangka panjang, menghasilkan pendapatan bunga yang stabil dan menekan biaya akuisisi pelanggan ke level yang sulit ditandingi perusahaan multifinance independen.

Astra Honda Motor konsisten mempertahankan pangsa pasar yang dominan dari tahun ke tahun:

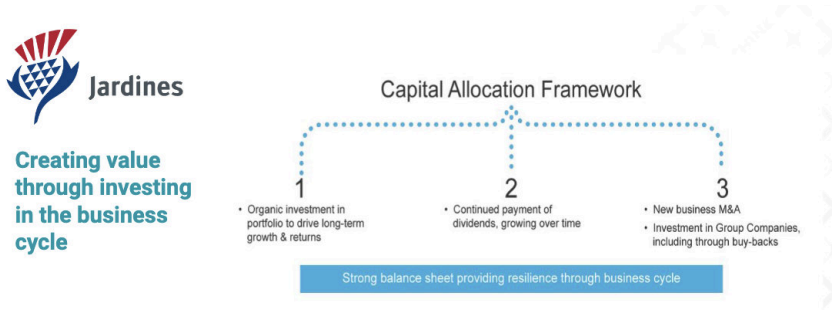
Tahun	Pangsa Pasar Astra Honda Motor (%)
2020	76
2021	76
2022	76
2023	D78
2024 (Oktober)	77.5

- Mobil dan truk dirakit melalui PT Astra Daihatsu Motor, PT Isuzu Astra Motor Indonesia, dan PT Gaya Motor.
- ASII juga memegang 50% saham di bisnis distribusi mobil PT Toyota Astra Motor. Perusahaan juga punya unit bisnis pendukung di pembiayaan (asuransi dan leasing), suku cadang, dan penanganan kendaraan bekas.

Tahun	Pangsa Pasar 4W Astra (%)
2020	51
2021	55
2022	54.8
2023	56
2024	55.9

Poin-poin penting:

- ASII terlibat di hampir semua aspek rantai pasok industrinya.
- Ini sejalan dengan cara Jardine Matheson menjalankan framework alokasi modalnya.



- Dengan memiliki rantai pasok lengkap di sebuah industri, ASII bisa:
  - Mencapai skala ekonomis (economies of scale)
  - Mencapai efisiensi & efektivitas biaya
  - Punya pricing power yang lebih baik
- Ini menjadi moat bisnis yang kuat bagi ASII terhadap persaingan eksternal
  - Misalnya terhadap mobil listrik China

Produk dan Segmen Bisnis

1. Otomotif

Lini 2W, melalui Astra Honda Motor, adalah mesin utamanya, dengan pangsa pasar nasional ~77%. Portofolionya yang kuat merentang dari pasar massal (Beat, Vario, Scoopy, Supra, Revo), premium (PCX, ADV), sampai segmen sport. Di segmen 4W, Astra menjalankan strategi multi-merek yang mencakup beberapa titik harga (Toyota, Lexus, Daihatsu, Isuzu, dll.) dengan pangsa pasar ~50%.

Produk 2W dan 4W Astra dibangun di atas merek yang mengakar kuat, dikenal irit BBM, suku cadangnya mudah dicari, dan nilai jual kembalinya tangguh, menciptakan benteng yang sulit ditiru pemain lain.

2. Jasa Keuangan

Lini bisnis ini menyalurkan pembiayaan di seluruh ekosistem produk fisik Astra melalui FIF Group, ACC, dan Toyota Astra Financial, dan diperkuat proteksi asuransi Astra serta penetrasi digital lewat Astrapay dan Bank Saqu.

Segmen ini menghasilkan laba tinggi dan marjin tinggi sebagai alternatif pembiayaan utama selain bank, dengan biaya akuisisi pelanggan yang sangat rendah. Dengan balance sheet Grup Astra yang kuat dan reputasi yang sangat baik, lini multifinance menikmati cost of funds yang jauh lebih rendah dari pesaingnya, yang menghasilkan spread marjin yang lebar.

3. HEMCE

Komatsu lebih mahal dari merek China. Namun kekuatannya ada di nilai jual kembali, jaringan suku cadang, dan daya tahannya. Segmen suku cadang dan jasa perawatan yang marjinnya tinggi ditopang oleh basis mesin Komatsu terpasang, yang dibangun selama lima puluh tahun, dengan 40 titik dukungan site. Di segmen kontraktor, PAMA punya skala ekonomis besar, yang memberinya daya tawar kuat, didukung captive market dan kredibilitas melayani klien tier-1 seperti KPC, Adaro, dan Bukit Asam. Di tambang batu bara UT, batu bara kalori tinggi dijual lebih mahal dari batu bara kalori rendah.

Ringkasan Keuangan

Balance Sheet	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Total Aset	507,366	471,449	445,405	413,297	367,311	338,203	351,958	344,711	295,830	261,855	245,435
Cash	52,621	48,439	41,136	61,295	63,947	47,553	24,330	25,193	31,574	29,357	27,102
	10.4%	*10.3%*	*9.2%*	*14.8%*	*17.4%*	*14.1%*	*6.9%*	*7.3%*	*10.7%*	*11.2%*	*11.0%*
Receivable	27,822	26,918	27,938	29,425	21,830	17,031	29,367	31,220	25,351	18,946	17,776
Piutang Pembiayaan	96,698	87,522	78,498	72,077	65,700	62,546	68,534	65,907	63,252	64,639	60,105
	19.1%	*18.6%*	*17.6%*	*17.4%*	*17.9%*	*18.5%*	*19.5%*	*19.1%*	*21.4%*	*24.7%*	*24.5%*
Inventory	36,215	37,771	39,138	32,323	21,815	17,929	24,287	26,505	19,504	17,771	18,337
Investasi ASO + JV	73,441	66,130	61,348	46,725	37,794	33,483	45,683	40,358	39,260	33,987	29,640
	14.5%	*14.0%*	*13.8%*	*11.3%*	*10.3%*	*9.9%*	*13.0%*	*11.7%*	*13.3%*	*13.0%*	*12.1%*
Fixed Aset	83,766	78,734	72,887	59,536	55,349	59,230	62,337	57,733	48,402	43,237	41,702
Properti Pertambangan	24,300	25,000	25,547	20,705	20,425	21,360	22,231	23,289	12,877	10,613	10,200
Tanaman Perkebunan	7385	7,465	7,410	7,310	7,114	7,006	6,991	7,049	6,747	6,675	6,686
Properti Investasi	14,680	7,420	7,137	7,172	7,550	7,507	7,552	8,504	8,381	6,183	3,493
Other Investment	24700	21200	19500	19100	16400	14300	12700	10800	8600	6400	5300
Other	65,738	64,850	64,866	57,629	49,387	50,258	47,946	48,153	31,882	24,047	25,094
	13.0%	*13.8%*	*14.6%*	*13.9%*	*13.4%*	*14.9%*	*13.6%*	*14.0%*	*10.8%*	*9.2%*	*10.2%*
Total Liabilities	216,554	199,445	194,981	169,577	151,696	142,749	165,195	170,348	139,325	121,949	118,902
Business Payable	106,253	98,772	101,671	98,856	79,210	63,268	72,894	84,434	64,347	51,039	48,253
IBD	110,301	100,673	93,310	70,721	72,486	79,481	92,301	85,914	74,978	70,910	70,649
Owner Equity	228,906	213,676	198,640	192,142	172,053	155,662	147,847	136,947	123,780	111,951	102,043

Balance Sheet

- **Akumulasi kas yang kuat untuk menopang ekosistem:** ASII memegang posisi kas yang sangat besar, 50 triliun+, atau 10% dari total aset. Ini hasil profitabilitas yang nyata, dan memberi likuiditas untuk menopang ekspansi jasa keuangan, yang tumbuh dari 62 triliun sebelum Covid menjadi 96 triliun di 2025.
- **Efisiensi modal kerja yang terkontrol:** piutang sangat stabil di sekitar 27 triliun dan persediaan dijaga ketat di sekitar 36 triliun, mencerminkan manajemen rantai pasok yang disiplin dan rapi.
- **Ekspansi Hulu Lewat Aset Tambang:** Properti pertambangan menunjukkan tren naik jangka panjang, didorong akuisisi strategis anak usaha untuk menangkap pertumbuhan baru.
- **Alokasi Aset Ber-yield Rendah:** Properti investasi dan investasi lain, yang jumlahnya besar, adalah aset non-inti dan bisa jadi target utama restrukturisasi kalau tidak bisa dibuat menghasilkan lebih.

Cash Flow	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
CFO	44,694	45,029	33,746	37,342	38,252	37,683	19,175	27,692	23,285	19,407	26,290
CFI	-21,257	-13,045	-35,989	-15,967	-3,905	13,133	-14,186	-29,731	-14,941	-10,798	-7,541
CFF	-19,721	-24,966	-17,379	-25,528	-18,200	-27,955	-5,414	-4,873	-6,184	-5,888	-13,407
Dividend	-16,426	-20,998	-26,297	-11,409	-5,340	-7,445	-8,542	-7,687	-6,798	-6,797	-8,739
%DPR	-48.5%	-62.1%	-90.9%	-56.5%	-33.0%	-34.3%	-39.4%	-40.8%	-44.9%	-47.0%	#DIV/0!

Income Statement	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Revenue	323,392	328,480	316,565	301,379	233,485	175,046	237,166	239,205	206,057	181,084	184,196
Cogs	-251,948	-255,421	-243,255	-231,291	-182,452	-136,488	-186,927	-188,436	-163,689	-144,652	-147,486
Gross Profit	71,444	73,059	73,310	70,088	51,033	38,558	50,239	50,769	42,368	36,432	36,710
Opex	-32,779	-30,659	-29,042	-27,887	-25,500	-25,688	-24,055	-23,901	-22,042	-18,898	-19,498
Result JV ASO	9,618	10,291	9,499	8,231	6,464	3,083	7,087	7,036	6,694	3,349	4,467
Finance Income	3,655	3,289	3,053	2,535	2,553	2,342	1,953	1,859	1,982	1,699	1,515
Finance Cost	-3,734	-3,808	-3,112	-2,107	-2,288	-3,408	-4,382	-3,105	-2,042	-1,745	-1,370
Other	1,084	829	1,021	-470	88	6,854	3,212	2,337	2,177	1,416	-2,194
Profit Before Tax	49,288	53,001	54,729	50,390	32,350	21,741	34,054	34,995	29,137	22,253	19,630
Net Profit	40,205	43,273	44,501	40,420	25,586	18,571	26,621	27,372	23,121	18,302	15,613
Owner Income	32,769	33,901	33,839	28,944	20,196	16,164	21,707	21,673	18,847	15,156	14,464

Laporan Arus Kas & Laba Rugi

- **Kualitas Laba yang Sehat (CFO>Laba Pemilik):** arus kas operasi konsisten lebih tinggi dari laba bersih, yang menunjukkan laba bukan sekadar angka akuntansi.
- **Kenaikan ASP dan Marjin AHM sebagai Motor Utama:** Laba dari JV dan asosiasi adalah kontributor bagi grup, khususnya di segmen otomotif. Porsi laba Astra Honda Motor (AHM) melonjak dari 3.5 triliun rupiah sebelum COVID menjadi 5.4 triliun rupiah di 2025.
- **Disiplin Opex dan Cost of Funds yang Unggul:** Manajemen efektif mengendalikan pertumbuhan biaya operasi. Biaya keuangan 3.7 triliun, dibandingkan pendapatan

bersih 110 triliun. Ini jelas menunjukkan cost of funds Astra yang rendah, berkat reputasi kreditnya yang kuat.

- **Track Record Permata Bank:** Pada 2020, pendapatan lain-lain mencakup 6.8 triliun dari penjualan Permata Bank, yang merupakan keuntungan sekali waktu dari hasil divestasi.

Prospek Industri

1. Otomotif: Tekanan Kelas Menengah dan Peluang After-Sales

Di atas kertas, indikator makro menunjukkan pertumbuhan positif, dengan PDB per kapita Indonesia terus naik ke USD 5,083 di 2025. Namun pertumbuhan ini menyesatkan untuk industri otomotif, yang bergantung pada kelas menengah, dan kelas menengah sudah menyusut dari 57.3 juta menjadi 47.8 juta orang. Erosi ini memukul daya beli, yang secara logis menjelaskan stagnasi dan pelemahan penjualan 4W. Mobil baru adalah barang diskresioner bernilai besar; ketika jurang keterjangkauan melebar, demand turun. Pasar roda dua, sebaliknya, cenderung stagnan tapi tetap tangguh di 6.4 juta unit, karena sepeda motor adalah moda mobilitas yang esensial, mendasar, dan lebih terjangkau. Data kelas menengah ini akan jadi indikator kunci untuk menilai pertumbuhan industri dan posisi sepeda motor serta mobil sebagai pilihan transportasi utama di Indonesia.

Tahun	2W (AISI)	4W (Gaikindo WS)	GDP/kapita (BPS, US$)	Kelas menengah (BPS)
2015	6.480.155	1.013.518	3.377	n/a
2017	5.886.103	1.077.364	3.877	n/a
2019	6.487.460	1.030.126	4.175	57,33 jt
2022	5.221.470	1.048.040	4.784	49,51 jt
2024	6.333.310	865.723	4.961	47,85 jt
2025	6.412.769	803.687	5.083	belum rilis

Bagi Astra, penjualan unit baru yang stagnan tidak serta-merta menutup peluang pertumbuhan. Jutaan sepeda motor dan mobil baru yang terjual otomatis menciptakan pasar potensial bagi segmen after-sales Astra, mencakup suku cadang, perawatan, dan pembiayaan di seluruh siklus hidup kendaraan yang panjang.

2. Jasa Keuangan: Leverage Ekosistem

Tahun	Astra Piutang Pembiayaan	piutang pembiayaan Indonesia (OJK)	% Market Share ASII
2015	60	363	16.5%
2017	63	415	15.2%
2019	68	452	15.0%
2022	72	416	17.3%
2024	87	503	17.3%
2025	97	507	19.1%

Meski tren penjualan kendaraan baru menurun (terutama 4W), jasa keuangan justru mencatat pertumbuhan solid, naik dari 60 triliun rupiah di 2015 menjadi 97 triliun rupiah di 2025, laju pertumbuhan di atas rata-rata industri yang juga mengangkat pangsa pasar. Di luar kenaikan pangsa pasar, kenaikan piutang bisa dijelaskan oleh dua faktor utama. Pertama, terjadi pergeseran struktural, dengan porsi pembiayaan yang lebih besar mengalir ke segmen kendaraan bekas; kedua, inflasi harga kendaraan, atau kenaikan harga jual rata-rata, membuat nilai pinjaman nominal per unit yang dibiayai lebih tinggi.

Kekuatan yang mendorong pertumbuhan pangsa pasar Astra adalah captive market otomotifnya yang terintegrasi, reputasi grup yang kuat, dan akses ke cost of funds yang kompetitif. Ke depan, kami memperkirakan prospek pembiayaan Astra tetap positif selama pembiayaan kendaraan masih jadi kebutuhan utama masyarakat, didorong kombinasi pembelian baru, pasar kendaraan bekas, dan ASP yang naik, sementara struktur biayanya relatif stabil.

3. HEMCE: Mempertahankan Pangsa Pasar Lewat Integrasi

Tahun	OB PAMA (jt bcm)	Batubara nasional (jt ton)	UNTR Sales Volume	Net Impor Batubara China (GACC)	Konsumsi China (jt ton)	%Produksi / Konsumsi China
2015	766	461	4.6	204	3951	5%
2017	801	461	6.3	271	3794	7%
2019	989	610	8.5	300	4146	7%
2022	954	687	9.9	293	4789	6%
2024	1200	836	13.1	543	5303	10%
2025	1100	790	14.3	470	5240	9%

Di segmen Heavy Equipment, Mining, Construction and Energy (HEMCE), volume pengupasan overburden PAMA melonjak dari 766 juta bcm (2015) menjadi 1,100 juta bcm (2025). Meski volumenya lebih tinggi, marjin laba PAMA tertekan.

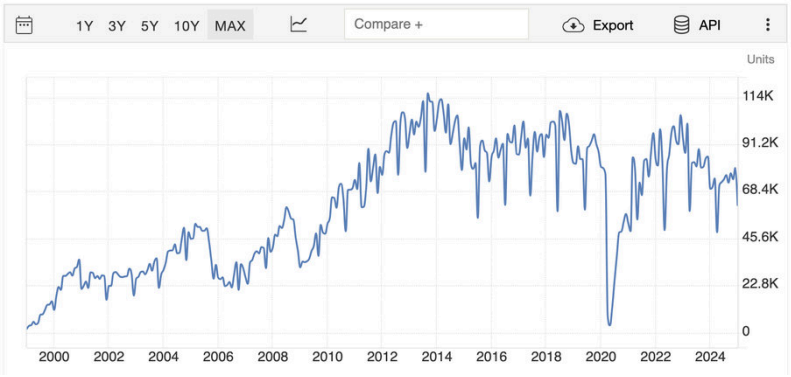
Ini menunjukkan persaingan ketat yang dipicu kontraktor rival yang agresif, salah satunya PT Putra Perkasa Abadi (PPA). Volume kontraktor PPA di 2015 adalah 27.5 juta bcm, di 2017 menjadi 89 juta bcm, dan di 2024 mencapai 330 juta bcm, yang menjadikannya ancaman serius. Sejauh ini, PPA memenangkan kontrak lewat penawaran agresif yang menekan tarif dan marjin industri serta memaksa PAMA menurunkan harga demi menjaga volumenya.

Di sisi makro, prospek industrinya bergantung pada konsumsi batu bara China dan volume impor bersihnya. Risiko volatilitas global dikurangi oleh pertumbuhan penjualan dan produksi dari tambang milik United Tractors sendiri, yang terbukti menguntungkan di periode harga komoditas tinggi dan berperan sebagai penggerak biaya yang terintegrasi.

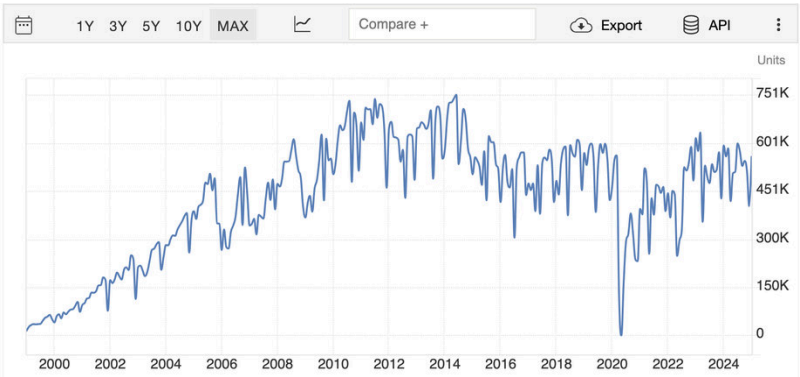
Risiko Utama

Segmen otomotif: Pertumbuhan industri yang stagnan + persaingan yang meningkat:

- Penjualan 4W di Indonesia (semua merek, bukan hanya ASII) sudah stagnan selama 10 tahun terakhir:



- Hal yang sama berlaku untuk 2W:



- Stagnasi di sektor ini disebabkan beberapa faktor makroekonomi, seperti daya beli konsumen akar rumput.
  - Agar segmen ini tumbuh lagi seperti di 2004 - 2012, ekonomi Indonesia perlu tumbuh lebih cepat, terutama segmen berpendapatan rendah sampai menengah.
- Ditambah, persaingan yang meningkat dari pemain lain, seperti EV China semacam BYD.
- Namun, yang patut diapresiasi dari divisi otomotif ASII:

  - Pangsa pasar konsisten terjaga dalam beberapa tahun terakhir di 55% (untuk 4W) dan 75% (untuk 2W).
  - Laba bersih masih bisa tumbuh mid single digit berkat kenaikan harga.
  - Moat rantai pasok terintegrasi ASII tidak mudah diganggu persaingan eksternal, terbukti dari dominasi pangsa pasarnya selama bertahun-tahun.
  - Selama daya beli pulih dan ekonomi Indonesia bisa tumbuh lebih cepat, kami yakin segmen ini juga akan tumbuh.

Ketergantungan pada harga komoditas (terutama batu bara):

- 64% laba bersih United Tractors (bisnis integrated mining ASII) datang dari divisi batu bara:
  - 42% dari tambang batu bara, 32% dari kontraktor tambang
- Karena itu, UNTR rentan terhadap fluktuasi harga batu bara.
- Namun, ini hanya sebagian benar, karena bisnis kontraktor tambangnya lebih bergantung pada volume penambangan batu bara daripada harganya.
  - Selama harga batu bara bertahan di level di mana mayoritas tambang batu bara Indonesia masih untung (benchmark ICI 1 > 100 USD), volume penambangan masih bisa naik.
- Lagi pula, United Tractors terus memperluas unit bisnis non-batu baranya dengan cepat:
  - Menambah bisnis tambang emas melalui PT Agincourt Resources (PTAR)
  - Menambah lini nikel baru lewat akuisisi Stargate dan investasi di Nickel Industries Limited (belum menghasilkan pendapatan)
  - Masuk ke bisnis panas bumi lewat akuisisi Supreme Energy Rantau Dedap (belum menghasilkan pendapatan)

Valuasi

Fair value = Nilai likuidasi + (Fair Payback Period x True Earnings)

Apa yang kami maksud dengan "True Earnings". True Earnings adalah estimasi kami atas laba bisnis di tahun normal: bukan tahun terbaik, bukan tahun terburuk, dan sudah dibersihkan dari untung-rugi one-off seperti penjualan aset, pergerakan kurs, dan write-down. Kami memakainya alih-alih laba terakhir yang dilaporkan karena satu tahun saja

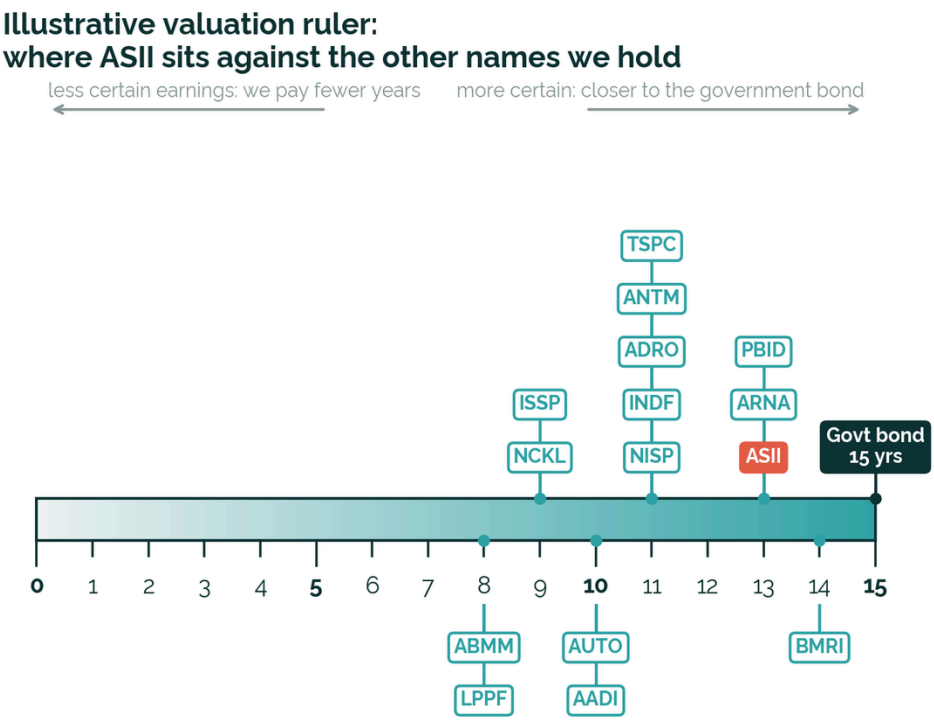
bisa membuat perusahaan tampak lebih bagus atau lebih buruk karena alasan yang tidak akan terulang. Angka ini sengaja konservatif, dan inilah angka yang kami kalikan dengan Fair Payback Period untuk sampai ke fair value.

Mengapa Fair Payback Period-nya 13 Tahun

Untuk ASII, alasan untuk payback yang panjang memang kuat: grup ini sudah bertahun-tahun mencetak laba Rp33-34 triliun per tahun, arus kas operasi konsisten di atas laba bersih, dan ia memegang kas 50 triliun+, atau 10% total aset, dibandingkan biaya keuangan yang hanya 3.7 triliun. Posisi pasarnya mengakar: Astra Honda Motor memegang ~77% pasar 2W, merek-merek 4W ~50%, dan United Tractors ~25% alat berat serta ~17% kontraktor batu bara. Dividen berjalan di payout ~70% dalam beberapa tahun terakhir, kini didukung payout minimal 45-50%, dan pemiliknya, Jardine Matheson, sudah mengikat gaji direksi ke target TSR ≥9% p.a.

Yang menahannya dari 14-15 tahun yang kami berikan ke nama-nama paling aman: disiplin reinvestasinya buruk, dengan true earnings yang hanya tumbuh ~7% per tahun selama 2008-2024, ROE jangka panjang ~13%, JV lain yang return-nya ~10%, dan asosiasi lain ~2-3%. Sekitar 30% laba datang dari United Tractors, di mana 64% laba bersihnya bergantung pada batu bara, dan izin Astra tidak dikecualikan dari kuota produksi 2026. Pangsa 4W terkikis dari ~55% menuju ~51% seiring merek China membesar, kelas menengah menyusut dari 57.3 juta ke 47.8 juta orang, dan program TSR masih baru: belum sampai ke AUTO, dan masih harus membuktikan hurdle >11% benar-benar mengikat di investasi baru.

Di dalam coverage kami sendiri, nama paling aman, BMRI, ada di 14 tahun; ARNA dan PBID di 13; NISP, INDF, ADRO, ANTM, dan TSPC di 11; AUTO dan AADI di 10; NCKL dan ISSP di 9; ABMM dan LPPF di 8. Digabungkan, poin-poin di atas menempatkan ASII di **13 tahun**, satu kelompok dengan ARNA dan PBID. Penggaris di bawah menunjukkan posisinya dibandingkan nama-nama lain yang kami pegang.



Fair Payback Period: years of normal earnings we are willing to pay for the whole business

Source: Recompound coverage sheet, September 2026. Fair Payback Periods are rounded to whole years. Prepared for Recompound Equity Research Team

Penggaris valuasi ilustratif: Fair Payback Period dalam tahun untuk nama-nama yang kami pegang, dengan obligasi pemerintah Indonesia 10 tahun (~15 tahun) sebagai jangkar. Sumber: coverage sheet Recompound, September 2026.

Perhitungan

Nilai likuidasi = 0 (konservatif)

Segmen	*True earnings (bio IDR)*	*Dasar*
Otomotif (2W + 4W + dealer + suku cadang)	11,500	Rata-rata aktual 2023-2025 Rp11.4T; data penjualan 2026 solid
Integrated mining (59.5% dari UNTR ~12.5T)	7,500	ASP batu bara konservatif, marjin emas rendah, DOUP dikecualikan
Jasa keuangan	9,000	Tumbuh sejalan dengan PDB
Lainnya (CPO, infra, IT, properti)	2,000	Run-rate 9M25 ~2.8T disetahunkan
Total	**30,000**	

Fair Payback Period untuk ASII: ~13 tahun (vs BMRI di 15). Kenapa 13 dan bukan 15: reinvestasinya secara historis tidak disiplin; ROE jangka panjang ~13% mengimplikasikan P/B wajar ~1.6x, dan true earnings hanya tumbuh ~7% CAGR (2008-2024). Kenapa tidak

lebih rendah: program TSR langsung menyerang kelemahan ini; laba yang dilaporkan bertahan di atas Rp30 triliun adalah titik validasinya.

Benchmark: obligasi pemerintah Indonesia 10 tahun memberi yield 6.5%. Payback period → ~15 tahun

Fair value: 13 (fair payback period) x 30,000 (true earnings tahunan) = 390,000 bio IDR (~9,600 IDR per saham). Di market cap saat ini ~196,000 bio IDR (4,890/saham), margin of safety-nya ~50%.

Laba tahunan 30,000 bio IDR mengasumsikan ASII sekadar mempertahankan true earnings saat ini, tanpa pertumbuhan apa pun; marjin emas diasumsikan rendah dan ekspansi tambang emas DOUP dikecualikan.

Disclaimer

Budi Ryan adalah Penasihat Investasi perorangan yang berizin dan diawasi oleh Otoritas Jasa Keuangan (Keputusan Dewan Komisioner OJK Nomor Kep-1/PM.021/PI/2025). Recompound adalah platform; nasihat investasi diberikan oleh Budi Ryan selaku Penasihat Investasi berizin OJK. Recompound tidak mengelola, menyimpan, atau menerima dana klien. Dana tetap berada di rekening sekuritas atas nama klien sendiri.

Saham adalah produk berisiko tinggi. Nilai investasi dapat turun dan modal dapat berkurang (capital loss). Lakukan analisis pribadi sebelum mengambil keputusan. Layanan ini tidak sesuai untuk seluruh kalangan investor. Bukan ajakan membeli atau menjual efek tertentu. Kinerja masa lalu tidak mengindikasikan kinerja di masa depan. Hasil yang dicapai klien lain tidak menjamin hasil yang sama bagi Anda. Proyeksi atau target ini tidak dijamin akan tercapai.

Ide dan analisis oleh tim Recompound. Edit dan tata letak dibantu AI.