Taufan Fadhillah | Agatbe Thymoty
Rafael Dominico | Annisa Rahayu

The Coal Paradox:

Demand, Supply, and the New Economics of Indonesian Thermal Coal



- Supply-demand listrik batu bara
- Forecast harga batu bara
- Dark spread-spark spread
- Case study: AADI

Not Into Finance

Research Paper

Disclaimer

Laporan ini disusun semata-mata untuk tujuan informasi dan pendidikan, dan tidak dapat ditafsirkan sebagai nasihat investasi, rekomendasi, tawaran, atau ajakan untuk membeli atau menjual efek/aset apa pun. Segala opini, estimasi, asumsi, proyeksi, atau pernyataan berwawasan ke depan yang tercantum di sini mencerminkan penilaian penulis pada tanggal publikasi dan tunduk pada perubahan tanpa pemberitahuan sebelumnya.

Pasar keuangan secara inheren memiliki volatilitas tinggi. Isi laporan ini sangat sensitif terhadap perubahan kondisi pasar yang cepat, variabel makroekonomi, perkembangan regulasi, dan peristiwa global. Kinerja masa lalu, baik yang aktual maupun simulasi, bukanlah indikator hasil di masa depan. Tidak ada jaminan atau representasi bahwa prakiraan, strategi, atau hasil yang dibahas akan tercapai.

Akurasi Informasi Informasi yang terkandung dalam laporan ini diperoleh dari sumber-sumber yang diyakini dapat dipercaya. Namun, tidak ada jaminan atau representasi yang dibuat mengenai keakuratan, kelengkapan, atau ketepatan waktu informasi tersebut. Segala model keuangan, analisis valuasi, atau hasil skenario yang disajikan bersifat ilustratif dan bergantung pada asumsi yang mungkin terbukti tidak tepat. Hasil aktual dapat berbeda secara material. Penulis tidak berkewajiban untuk memperbarui atau merevisi isi laporan ini untuk mencerminkan informasi baru atau perubahan keadaan.

Laporan ini tidak mempertimbangkan tujuan investasi spesifik, situasi keuangan, atau toleransi risiko dari investor individu mana pun. Investasi dalam efek/aset melibatkan risiko, termasuk potensi kehilangan modal pokok, dan mungkin tidak cocok untuk semua investor. Aset yang dirujuk di sini dapat mengalami fluktuasi harga yang signifikan, likuiditas terbatas, atau perubahan penilaian yang mendadak. Pembaca sangat disarankan untuk melakukan riset independen (*Do Your Own Research*) dan berkonsultasi dengan profesional keuangan, hukum, dan pajak berlisensi sebelum membuat keputusan investasi.

Penulis atau pihak terkait mungkin memiliki atau tidak memiliki posisi dalam efek/aset yang dibahas dan dapat bertransaksi kapan saja tanpa pemberitahuan sebelumnya. Laporan ini mungkin merujuk pada data pihak ketiga, di mana penulis tidak bertanggung jawab atas data tersebut. Penulis dan afiliasinya secara tegas menolak segala kewajiban atau tanggung jawab atas kerugian langsung, tidak langsung, insidental, atau konsekuensial yang timbul dari penggunaan atau ketergantungan pada laporan ini atau isinya.

Hak Cipta & Distribusi. Isi laporan ini bersifat rahasia. Dilarang mereproduksi, mendistribusikan ulang, atau mempublikasikan laporan ini, baik secara keseluruhan maupun sebagian, tanpa izin tertulis sebelumnya dari penulis.

Not into Finance



Executive Summary

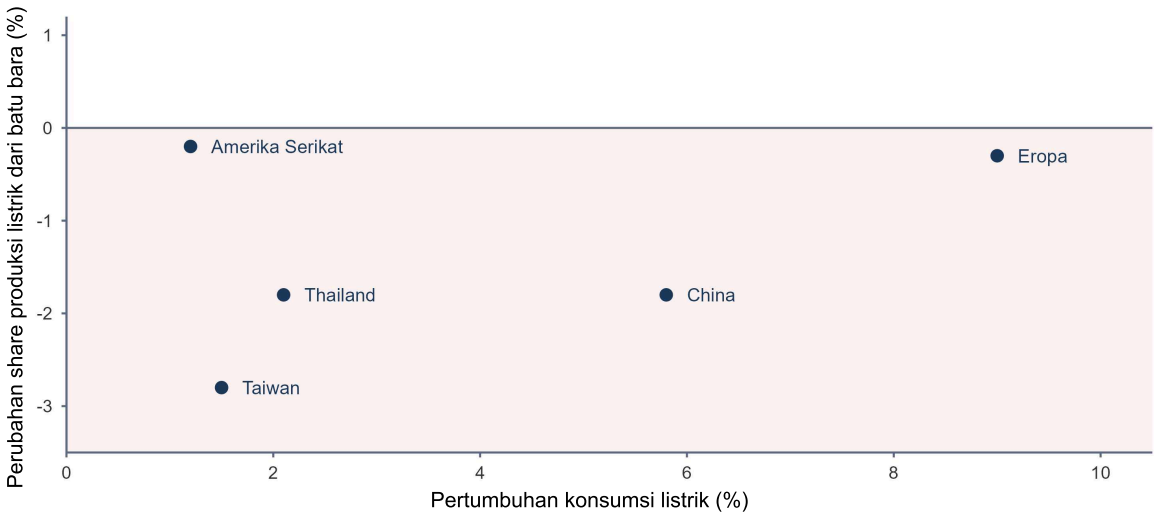
Narasi pasar tahun ini lumayan simple. Cuaca panas bikin konsumsi listrik naik, sementara perang ganggu pasokan LNG dan bikin gas mahal. Ujung-ujungnya semua pihak balik pakai batu bara dan harganya ikut naik. Logikanya sih masuk akal. Kita coba bedah satu per satu pakai data pembangkitan bulanan dari enam kawasan.

Hasilnya: sebagian benar, sebagian tidak.



Share produksi listrik dari batu bara

Exhibit 1: Listrik naik di semua kawasan, pangsa batu bara turun di semuanya juga



Source: Bloomberg, Not Into Finance

Grafik ini merangkum inti laporan kita. Sumbu X menunjukkan pertumbuhan konsumsi listrik semuanya positif. Tapi di sumbu Y, porsi batu bara justru turun di semua kawasan. Kuadran kanan atas yang harusnya terisi kalau narasi bullish itu benar nyatanya malah kosong.

Temuan	Data
Konsumsi listrik memang naik, dan naiknya merata	Eropa +9,0%, China +5,8%, Thailand +2,1%, Taiwan +1,5%, Amerika Serikat +1,2% dalam 12 bulan terakhir
Tapi tambahan permintaan itu sebagian besar diisi renewable, bukan batu bara	Surya China +137 TWh (+35,6%), renewable non-hidro Amerika +81 TWh (+10,5%), angin Eropa +35 TWh (+7,6%). Thermal China cuma +65 TWh (+1,2%), batu bara Amerika +6 TWh (+0,9%)
Batu bara jauh lebih murah dari gas secara hitungan biaya, tapi switching cuma terjadi di satu tempat	Gas 38% lebih mahal di Eropa dan 187% lebih mahal di Asia menurut UBS. Sejak perang pecah Maret 2026, switching yang bersih hanya terlihat di Jepang
Yang naik paling kencang justru batu bara kalori rendah Indonesia, bukan kalori tinggi	ICI 4 (4.200 kkal) naik 51,0% setahun ke USD63,32/ton, mengalahkan ICI 1 (+26,0%) dan Newcastle (+18,4%). Diskon per kalori terhadap Newcastle menyempit dari 45,6% jadi 30,6%

Source: Bloomberg, Not Into Finance

Our view

Prospek batu bara termal masih oke buat beberapa kuartal ke depan, tapi sifatnya lebih ke siklus sementara, bukan perubahan tren struktural. Menariknya, harga naik tahun ini bukan akibat lonjakan permintaan, tapi karena pasokan dipotong pas di segmen kalori rendah, penjualan utama Indonesia.

Itu kabar baik untuk produsen Indonesia. Catatannya satu: **harga yang naik karena kuota bisa turun lagi karena kuota.**





Cara membaca laporan ini

Alurnya sengaja kita susun buat menguji klaim, bukan sekadar membelanya. Tiga bagian awal menguji sisi permintaan sampai narasi bullish-nya kelihatan patah. Tiga bagian selanjutnya merangkai ulang cerita dari sisi harga dan pasokan, terus dibedah lewat satu perusahaan yang angkanya bisa kita cek.

Bagian	Yang diuji	Kesimpulan singkat
Demand side	Benarkah konsumsi listrik naik di mana-mana?	Benar, dan naiknya merata di enam kawasan
Generation economics	Benarkah batu bara lebih murah dari gas?	Benar, tapi keunggulannya baru muncul di 30% hari sejak awal 2025
Reality check	Kalau begitu kenapa pembakarannya tidak ikut naik?	Tambahan permintaan diisi renewable. Switching cuma nyata di Jepang
Price side	Lalu kenapa harga ICI naik 51%?	Pasokan kalori rendah dipangkas, bukan permintaan yang melonjak
Indonesia	Siapa yang diuntungkan pemangkasan kuota?	Bagi produsen di pita 4.000–5.000 kalori dengan porsi ekspor besaran
Case study	Kelihatan seperti apa di laporan keuangan?	AADI ada di pita yang tepat. Kenaikannya belum masuk laporan mana pun

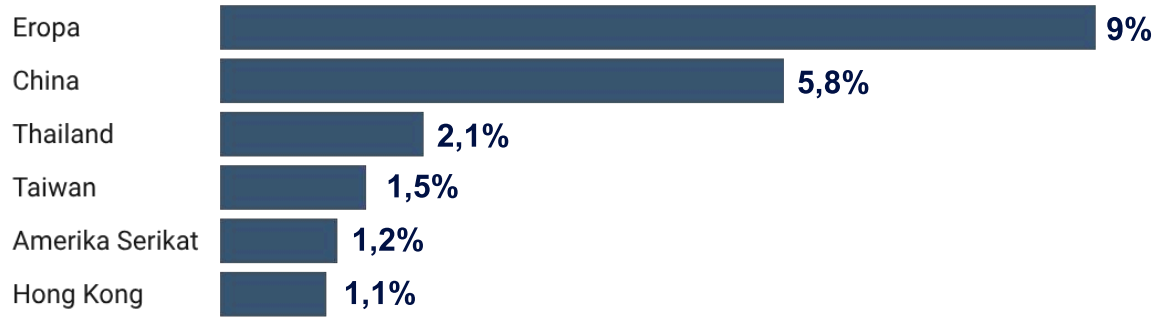


Konsumsi Listrik Memang Naik

Mulai dari bagian yang paling tidak terbantahkan. Konsumsi listrik naik di semua kawasan yang datanya kami punya, dan naiknya bukan cuma di satu-dua pasar.

Kenaikan konsumsi listrik 12 bulan terakhir

Exhibit 2: Pertumbuhan konsumsi listrik, 12 bulan terakhir



Source: Bloomberg, Not Into Finance

Eropa paling menonjol dengan kenaikan 9,0%. Buat kawasan yang bertahun-tahun konsumsi listriknya turun karena deindustrialisasi dan efisiensi, angka sebesar ini lumayan signifikan. China naik 5,8%, didorong oleh sektor industri dan data center. Sisanya ada di kisaran 1 sampai 2%.

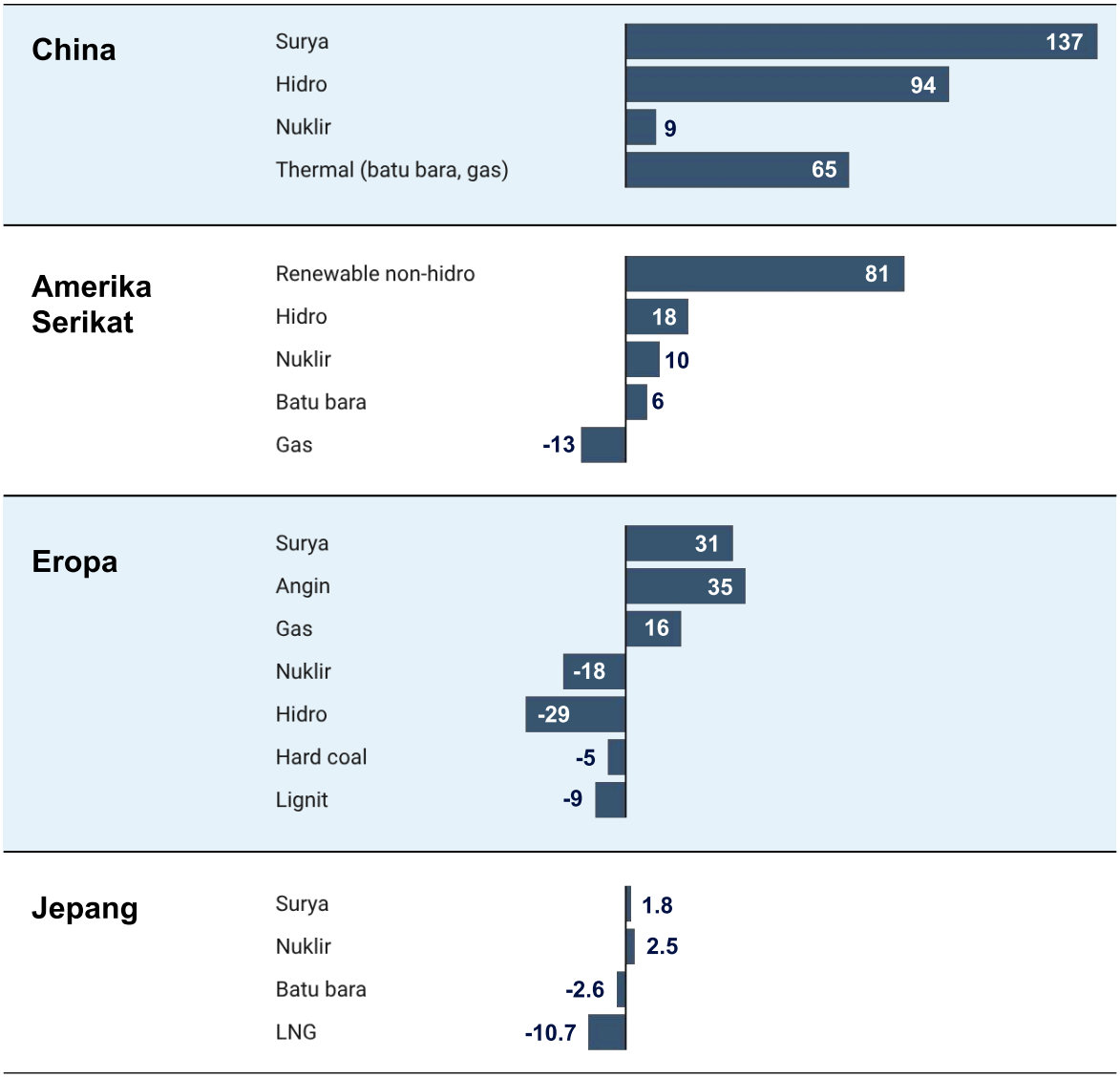
Cerita di baliknya juga cukup in line dengan berita di pasar. Jaringan PJM di Amerika cetak rekor demand 168,2 GW, India tembus 256 GW, dan Southern Grid China mencapai puncak 275 GWh. Hot weather, elektrifikasi, dan data centerkompak mendorong permintaan listrik makin naik.

Jadi, first link dalam tesis ini sudah terkonfirmasi. Pertanyaan berikutnya justru lebih penting: **siapa yang sebenarnya memasok tambahan *demand* tersebut?**

Di sinilah asumsi yang beredar mulai goyah. Banyak yang mengira pembangkit non-fosil nggak bakal bisa keep updengan kenaikan demand, jadi batu bara yang ujung-ujungnya diuntungkan. Tapi begitu kita lihat datanya, ceritanya malah beda.

Perubahan share pembangkit listrik berdasarkan sumber

Exhibit 3: Ke mana pertumbuhan pembangkitan mengalir, per kawasan



Source: Bloomberg, Not Into Finance

Di China, solar nambah 137 TWh (naik 35,6%) dan hidro nambah 94 TWh (naik 8,4%). Sementara itu, thermal yang mencakup batu bara dan gas cuma naik 65 TWh (+1,2%). Ini berarti tambahan dari solar aja udah dua kali lipat melebihi thermal.

Kalau di Amerika, renewable non-hidro nambah 81 TWh (+10,5%), sedangkan batu bara cuma naik 6 TWh (+0,9%) dan gas malah susut 13 TWh (-0,7%).

Di Eropa, angin nambah 35 TWh (+7,6%) dan solar nambah 31 TWh (+13,5%). Sebaliknya, hard coal malah turun 5 TWh dan lignit minus 9 TWh (-7,2%).

Kondisi Jepang paling suram. Batu bara turun 2,6 TWh dan LNG anjlok 10,7 TWh, sejalan dengan total pembangkitan mereka yang memang lagi menyusut.



Power gap itu emang beneran ada, tapi sebagian besar udah ke-cover sama renewable. Jadi pas demand naik, batu bara tuh nggak otomatis jadi pemenang. Nah, di titik ini narasi bullish mulai kelihatan goyah.

Eropa tuh paling nyala dengan kenaikan 9,0%. Buat kawasan yang bertahun-tahun konsumsi listriknya malah nyungsep gara-gara deindustrialisasi dan efisiensi, angka segini tuh significant banget. China juga naik 5,8%, kedorong sama industri dan data center. Sisanya gerak santai aja di kisaran 1 sampai 2%.

Cerita di baliknya juga in line sama berita-berita di market. Jaringan PJM di Amrik nyetak rekor demand 168,2 GW, India tembus 256 GW, dan Southern Grid China ngegas sampai puncak 275 GWh. Intinya, hot weather, elektrifikasi, sama data center bareng-bareng ngedorong demand listrik makin terbang.

Satu bagian argumen bullish yang tetap berdiri

Solar emang nggak banyak bantu pas sore menjelang malam, padahal demand buat cooling lagi tinggi-tingginya di jam segitu. Tenaga angin juga suka drop pas cuaca lagi panas ekstrem gara-gara efek heat dome yang nekan kecepatan angin. Kasus di Vietnam ngeliatin kalau kapasitas yang beneran bisa diandelin pas peak demand kira-kira cuma 57 GW dari total 92 GW yang udah kepasang.

Kebutuhan buat pembangkit yang bisa nyala kapan aja emang makin naik. Tapi celah ini kan juga bisa diisi sama gas, nggak cuma batu bara. Hal ini ngebawa kita ke pertanyaan selanjutnya: kalau secara itung-itungan batu bara emang lebih murah, apa itu otomatis cukup buat menangin urusan baseload?



Di Atas Kertas, Batu Bara Seharusnya Menang Mudah

Kalau cuma ngeliat itung-itungan cost bahan bakar, ini sih bukan tandingan yang seimbang. Harga batu bara sekarang jauh lebih murah dibanding gas, dan gap-nya lumayan besar.

Perbandingan cost batu bara dan gas

Exhibit 4: Selisih biaya bakar gas versus batu bara, setelah karbon dan efisiensi mesin

Kawasan	Batu bara	Gas	Spread
Eropa (per juta Btu)	$36,5 (API2)	$50,2 (TTF)	38%
Asia (USD/tn)	$135 (Newcastle)	$388 (LNG Asia)	187%

Source: UBS Research, Not Into Finance

API2 USD120/ton, TTF €58,4/MWh, harga karbon USD92,5/ton, efisiensi termal gas 50% dan batu bara 40%. LNG Asia USD15/mmbtu, gNEWC USD135/ton

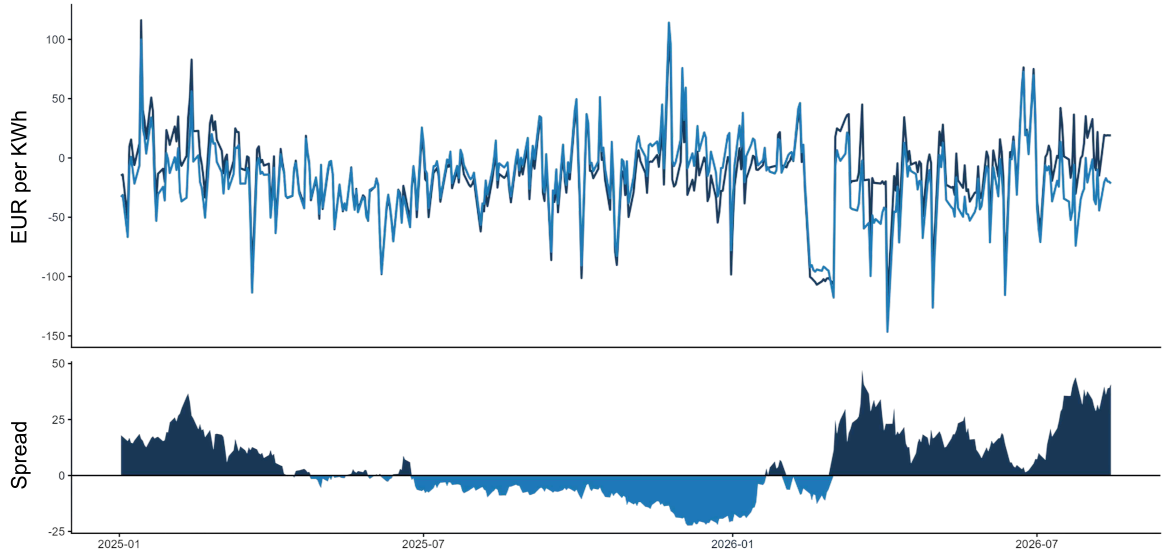
Di Eropa, habis ngitung harga karbon sama efisiensi mesin, cost bakar gas itu nyentuh $50,2 per juta Btu, sedangkan batu bara cuma $36,5. Jadinya gas 38% lebih mahal. Padahal hitungan ini udah masukin beban carbon tax $92,5 per ton yang niatnya emang buat neken harga batu bara biar mahal. Tapi tetep aja batu bara yang menang.

Buat di Asia, gap-nya malah lebih parah. Kalau harga LNG Asia dikonversi biar setara energi batu bara, angkanya bisa tembus $388 per ton, padahal harga asli batu bara cuma $135. Gas bener-bener 187% lebih mahal.

Dengan gap sebesar itu, secara teori tiap pembangkit yang punya option harusnya milih batu bara dong. Tapi itungan dari UBS ini kan cuma potret satu hari aja. Nah, kebetulan kita punya deret data hariannya, jadi bisa kelihatan jelas sejak kapan sih batu bara ini bener-bener lebih unggul.

German Dark spread-spark spread

Exhibit 5: Dark spread vs spark spread Jerman, Daily



Source: Bloomberg, Not Into Finance

Ini ngejelasin banyak hal. Sepanjang 2025 sampai awal 2026, posisi spark spread masih di atas dark spread. Intinya, bakar gas jauh lebih make sense secara ekonomi, dengan rata-rata gap minus €4,67 per MWh di 2025.

Batu bara baru beneran dapet panggung pas perang pecah, kelihatan dari spike tajem di Februari-Maret 2026. Sempet reversal turun lagi sih, sebelum akhirnya pelan-pelan balik positif belakangan ini.

Per 14 Agustus 2026, dark spread Jerman posisinya udah €12,08 per MWh di atas spark spread.

Tapi coba deh cek seberapa barunya fenomena ini. Dari total 423 trading days sejak awal 2025, dark spread Jerman tuh cuma leading di 30% hari doang. Di Prancis malah lebih tipis di 8%, dan Belanda 14%. Jadi intinya, keunggulan ekonomi batu bara ini emang valid, tapi hitungannya masih prematur dan belum bener-bener kebukti bakal sustainable buat jangka panjang.

Selain urusan ekonomi, arah policy juga sejalan. Beberapa negara mulai nge-hold jadwal penutupan pembangkit batu bara mereka, soalnya security of supply listrik sekarang jadi prioritas.

- Jerman mengkaji reaktivasi sejumlah standby coal
- Italia menunda phase-out batu bara sampai 2038.
- Jepang mencabut batas utilisasi 50% untuk pembangkit batu bara yang
- kurang efisien di tahun fiskal 2026.
- Korea Selatan menunda rencana pensiun beberapa unit pembangkit.

Dari sisi supply, Indonesia mangkas kuota produksi lumayan dalam, yang secara teori bikin pasar batu bara kalori rendah makin tight (ini kita bahas detailnya di Part 5).

Jadi, tiga hal gerak searah: demand listrik naik, economics pro batu bara, dan policy nahan penutupan kapasitas. Kalau distop sampai sini, kesimpulannya jelas bullish. Tapi, ceritanya belum kelar.

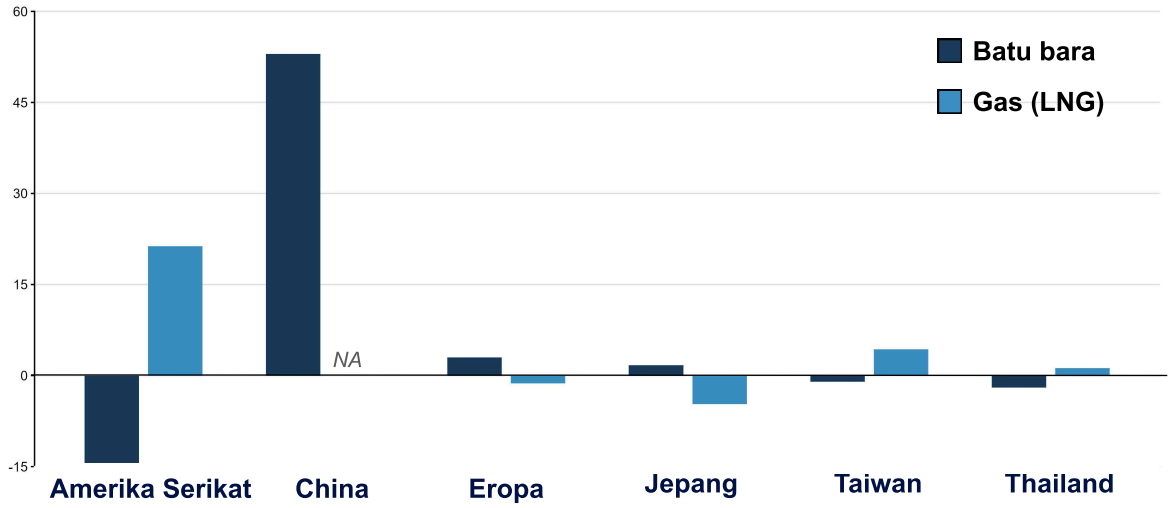


Tapi Data Bicara Hal Lain

Kalau insentif ekonominya segede itu, impact-nya harusnya mulai kelihatan di data pembangkitan. Kita start dari Maret 2026, bulan pertama perang pecah di akhir Februari, terus kita compare sama bulan yang sama di tahun sebelumnya.

Perubahan pembangkit listrik batu bara dengan gas sejak perang

Exhibit 6: Perubahan pembangkitan sejak perang US-Iran (Maret 2026) dibanding bulan dan tahun lalu



Source: Bloomberg, Not Into Finance

Hasilnya jauh lebih terbelah daripada yang kami duga.

Jepang: ini switching gas ke batubara yang sesungguhnya

Batu bara naik 1,7 TWh (+4,7%), sedangkan LNG turun 4,7 TWh (-11,2%). Polanya persis kayak teori. Secara monthly, batu bara naik 2,6% di Maret dan lanjut 7,9% di April, sementara LNG drop 8,3% lalu 14,8%. Alasan Jepang clearbanget: energinya nyaris 100% impor, paling terekspos isu Selat Hormuz, plus pemerintahnya baru aja ngelonggarin aturan utilisasi pembangkit batu bara.

Eropa: batubara naik, tapi gas juga naik

Hard coal nambah 3,0 TWh sejak Maret (+8,8%), nyetak spike tajam 33,8% di Mei dan 34,1% di Juni. Sekilas emang kelihatan kayak switching. Tapi gas juga ikutan naik 12,5% di Mei dan 14,4% di Juni, walaupun total lima bulannya gas masih susut tipis 1,3 TWh (-0,9%).

Jadi, kalau dua-duanya ngegas bareng pas peak months, jatuhnya bukan switching dari gas ke batu bara. Ini emang demand listriknya aja yang naik dan akhirnya di-cover sama dua-duanya.

Perhatiin juga soal scale. Batu bara Eropa tuh gerak di range 13-27 TWh per bulan, sementara gas di 23-58 TWh. Karena base-nya jauh lebih kecil, spike 34% di batu bara secara absolut tetep kalah dari kenaikan gas yang cuma 14%. Intinya, persentase meroket belum tentu absolute movement-nya ikutan gede.

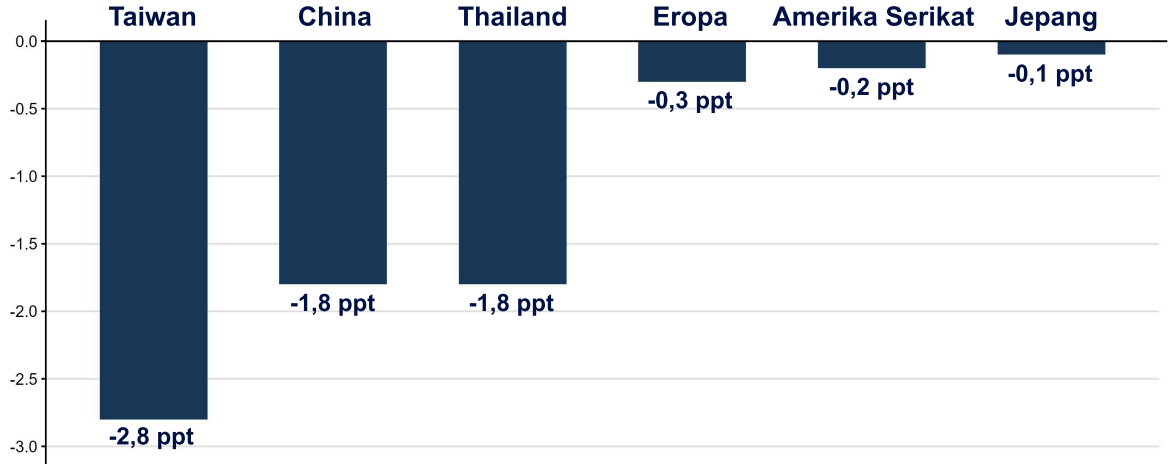
Taiwan, Thailand, Amerika: justru kebalikannya

Di tiga kawasan ini ceritanya malah kebalik: batu bara drop, gas naik. Di Taiwan, batu bara minus 1,0 TWh (-4,1%) pas gas nambah 4,3 TWh (+7,2%). Thailand juga batu baranya anjlok 2,0 TWh (-46,2%) sedangkan gas naik 1,2 TWh (+11,5%). Di Amrik, batu bara susut 14,5 TWh (-10,1%) dan gas naik 21,3 TWh (+5,8%).

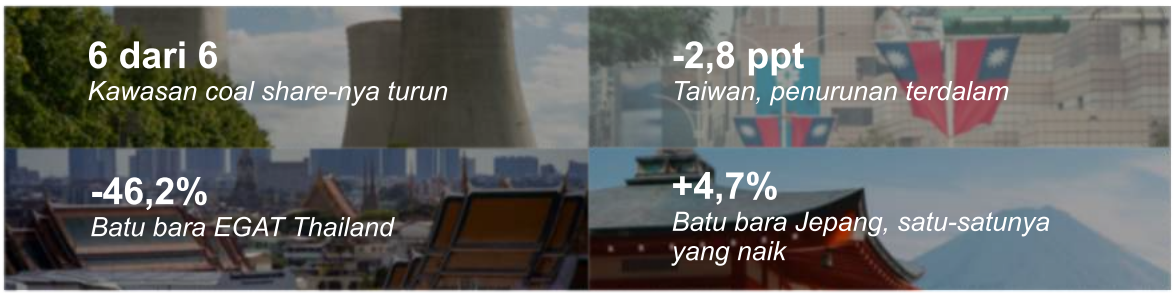
Buat Amerika ini make sense karena harga gas lokalnya nggak ikut market LNG global, jadi minim insentif switching. Kalau Taiwan dan Thailand, alasannya lebih ke energy policy sama kapasitas pembangkit gas yang udah keburu dibangun.

Perubahan pangsa batu bara

Exhibit 7: Perubahan pangsa batu bara, 12 bulan



Source: Bloomberg, Not Into Finance



Perhatiin Jepang: ini satu-satunya kawasan yang bukti switching-nya bener-bener clear. Tapi ujung-ujungnya cuma cukup buat nahan downtrend, bukan bikin batu bara terbang lagi.

Intinya, insentif ekonomi tuh bukan satu-satunya penentu bahan bakar apa yang dibakar. Long-term contract, kapasitas terpasang, aturan emisi, sampai policy nasional juga ngaruh gede. Sejauh ini, emang cuma Jepang yang sukses nge-convert insentif tadi jadi konsumsi batu bara yang lebih tinggi.



Quality Curve, dan Kenapa Batu Bara Bukan Satu-satunya

Pola ketiganya lumayan mirip: sempet spike tajem dari Februari ke Maret karena konflik Iran ganggu flow LNG, habis itu harganya mulai stabil. Newcastle buka tahun di $107,50, tembus $142,45 di akhir Maret, dan sekarang main di kisaran $130. Naiknya sekitar 21% sejak Januari, in line sama dua benchmark lainnya.

Perbandingan harga beberapa jenis batu bara

Exhibit 8: Jalur harga acuan sepanjang 2026

Acuan	Januari	Puncak	Agustus	Perubahan
Newcastle 6.000 kal ($/tn)	107,50	142,45 (Maret)	130,15	+21,1%
Eropa API2 6.000 kal ($/tn)	100,35	130,60 (Maret)	122,00	+21,6%
China QHD 5.500 kal (¥/tn)	675	841 (Juni)	822	+21,8%

Source: The Coal Hub, Not Into Finance

Sampai sini, narasi bullish emang kelihatan make sense. Tapi inget, harga acuan tuh baru setengah cerita. Buat Indonesia, yang jauh lebih penting justru quality curve tempat kita beneran jualan.

Quality curve: batu bara murah mengalahkan batu bara mahal

Batu bara kita tuh punya index harganya sendiri, namanya Indonesian **Coal Index (ICI)**. Ada lima level kalori, mulai dari ICI 1 (6.500 kalori) sampai ICI 5 (3.400 kalori). Nah, ICI 4 di 4.200 kalori ini yang paling nge-wakilin ekspor kita.

Kebetulan kita punya data weekly-nya ditarik dari 2017, jadi kita bisa ngeliat trend panjangnya secara utuh, bukan cuma potret sesaat doang.

Indonesian Coal Index (ICI) – Specification
Source: coalindoenergy

ICI 1
6500 GAR (6200NAR)
Sulfur Up to 1%
Ash Up to 12%
TM Up to 12%
Size Panamax

ICI 2
5800 GAR (5500NAR)
Sulfur Up to 1%
Ash Up to 10%
TM Up to 18%
Size Panamax

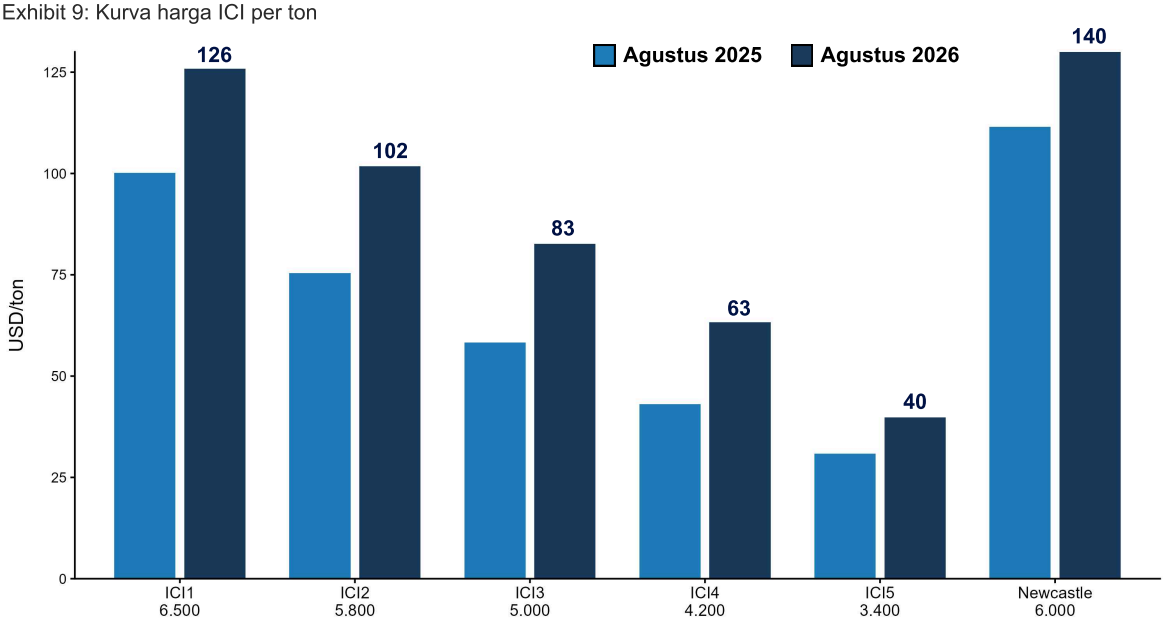
ICI 3
5000 GAR (4600NAR)
Sulfur Up to 1 %
Ash Up to 8 %
TM Up to 30 %
Size Panamax

ICI 4
4200 GAR (3800NAR)
Sulfur Up to 0.4%
Ash Up to 6%
TM Up to 40%
Size Geared Supramax

ICI 5
3400 GAR (3000NAR)
Sulfur Up to 0.4%
Ash Up to 4%
TM Up to 50%
Size Geared Supramax

Perbandingan harga batu bara ICI 2025-2026

Exhibit 9: Kurva harga ICI per ton

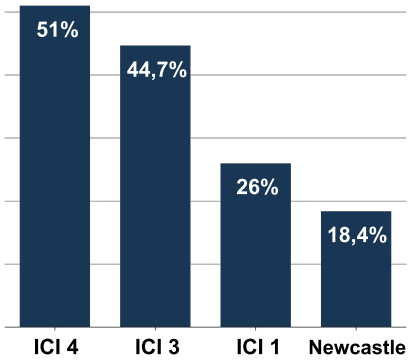


Source: Argus, Coalindo, Not Into Finance

Batu bara kan dibeli buat dibakar, jadi buyer sebenernya ngebayar heat-nya, bukan beratnya. Kalau diitung per 1.000 kalori, posisi Newcastle ada di $21,71, sementara ICI 4 di $15,08. Discount-nya emang masih ada, dan itu wajar aja.

Tapi yang aneh tuh arah geraknya. Kalau kita compare kurva 2026 sama 2025, kelihatan banget kurvanya makin flat. Diskon buat batu bara low-calorie ini malah makin nyempit, bukannya ngelebar.

Kalau dicek perubahan YoY-nya, urutannya malah kebalikan dari ekspektasi market: ICI 4 terbang 51,0% ke $63,32 per ton, disusul ICI 3 (44,7%), ICI 2 (36,3%), dan ICI 1 (26,0%). Newcastle malah paling buncit di angka 18,4%. Kesimpulannya lumayan unik: makin rendah kalorinya, gain-nya justru makin gede.



Penyempitan ini lumayan besar. Setahun lalu, harga ICI 4 per satuan energi masih 45,6% di bawah Newcastle. Sekarang tinggal 30,6%. Pola serupa juga kelihatan di semua tingkatan.

Diskon harga ICI dengan Newcastle

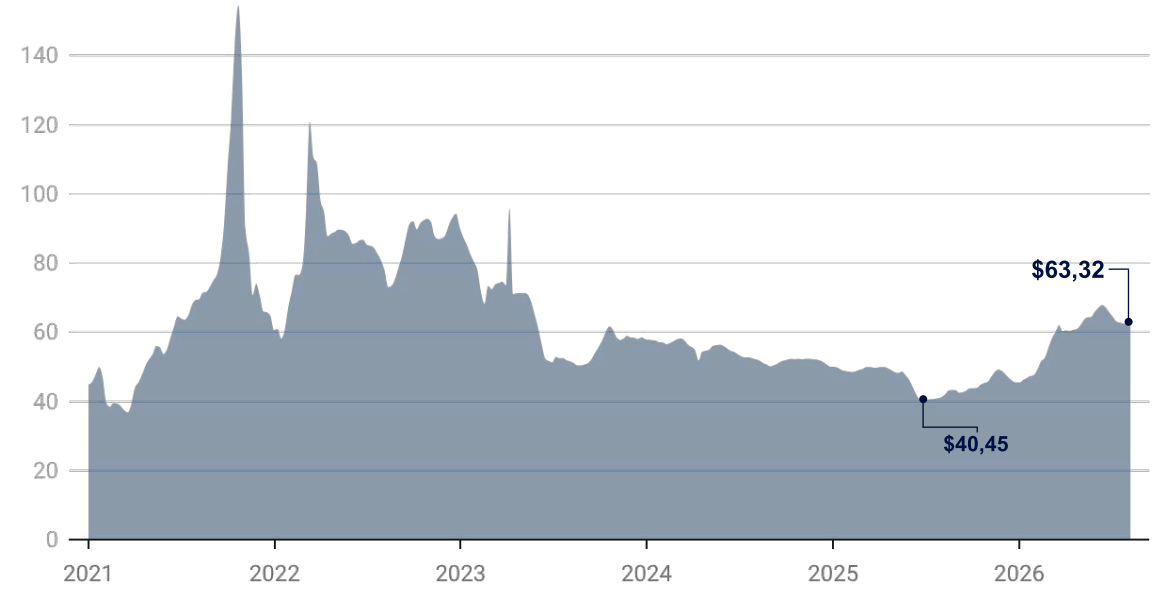
Exhibit 10: Diskon terhadap Newcastle atas dasar harga per kalori

Indeks	Diskon Aug 2025	Diskon Aug 2026	Perubahan
ICI 1 (6.500kkal)	16,2%	10,8%	-5,4 ppt
ICI 2 (5.800 kkal)	29,8%	19,1%	-10,6 ppt
ICI 3 (5.000 kkal)	37,7%	23,9%	-13,8 ppt
ICI 4 (4.200 kkal)	45,6%	30,6%	-15,0 ppt
ICI 5 (3.400 kkal)	—	—	-5,3 ppt

Source: Argus, Coalindo, Not Into Finance

Harga historis batu bara ICI 4

Exhibit 11: Harga ICI 4, Weekly, 2021-sekarang



Source: Argus, Coalindo, Not Into Finance

Dari 501 data weekly sejak 2017, posisi ICI 4 sekarang lagi nangkring di percentile 79, yang berarti harganya udah lebih tinggi dari 79% riwayat historical-nya sendiri. Bottom-nya sempet nyentuh $40,45 di awal Juli 2025, dan dari titik itu harganya udah rally sampai 57%.Rata-rata di 2026 so far ada di $59,14, lumayan ngegas kalau di-compare sama average sepanjang 2025 kemarin yang cuma di angka $46,07.

Kenapa yang murah menang: ini cerita supply

Jawaban paling logisnya justru ada di supply side, bukan demand. Indonesia tuh ibaratnya price setter buat segmen kalori rendah.

Jadi, kalau pemerintah nge-cut kuota produksi sampai 26,6%, otomatis supply kalori rendah ini yang paling anjlok gara-gara kita dominan banget di situ. Australia sama Rusia juga nggak bakal bisa nutup gap ini, soalnya mereka emang nggak main di kelas kalori segitu.

Kesimpulannya, rally harga ICI tahun ini lebih disetir sama isu supply, bukan demand. Data di Bagian 3 ngasih liat kalau porsi batu bara malah turun di semua kawasan, jadi nggak ada demand spike yang bisa menjustifikasi lompatan 51% ini. Skenario paling make sense: kuota produksi kita di-cut pas di segmen di mana Indonesia emang bertindak sebagai price setter. Buat produsen, ini jelas good news. Tapi keep in mind, harga yang terbang gara-gara policy bisa gampang anjlok lagi gara-gara policy, cukup modal satu surat keputusan aja.

Apa kata prakiraan harga

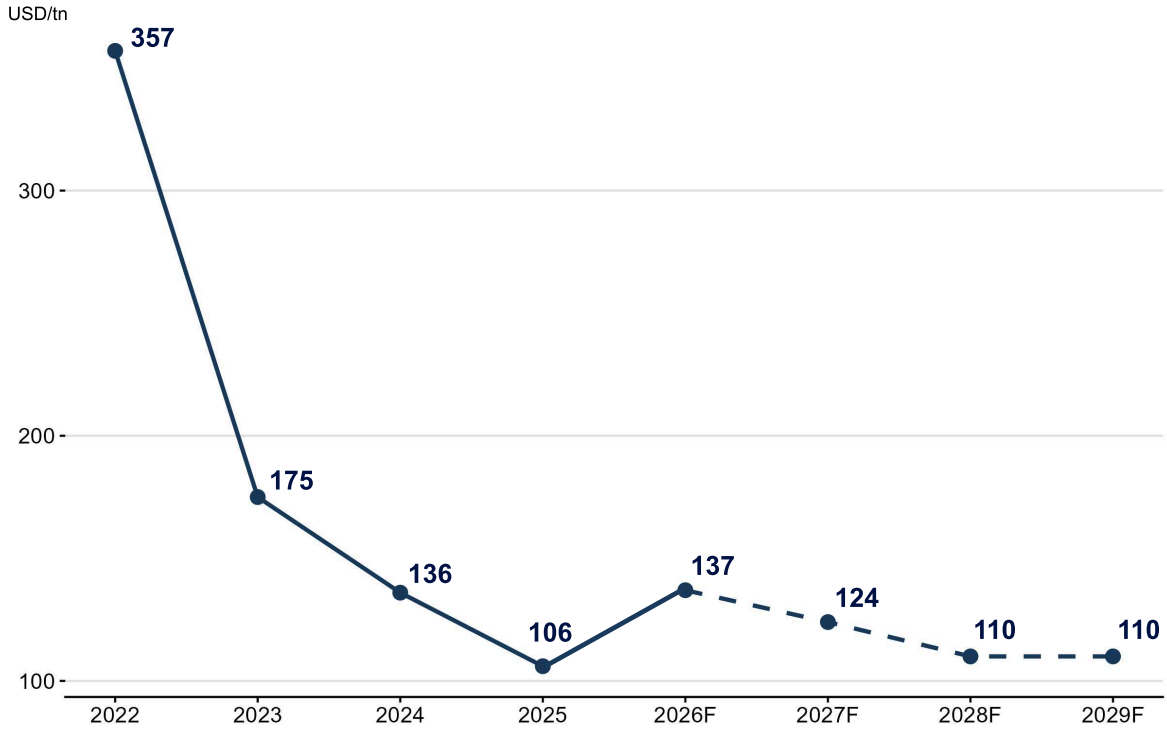
Proyeksi UBS nunjukin spike Newcastle ke $137 di 2026 ini cuma temporary, karena bakal melandai perlahan ke $110 di 2028-2029. Pola yang sama juga kejadian di gas.

Harga gas JKM Asia dan TTF Eropa diprediksi memuncak tahun ini sebelum akhirnya downtrend lagi di tahun-tahun berikutnya. Kalau gas balik murah, otomatis price advantage batu bara bakal hilang, in line sama temuan data kita.

Tapi, matinya batu bara nggak bakal mulus-mulus amat. Booming demand listrik buat data center dan AI bakal ngasih safety net baru. Batu bara diprediksi masih nge-cover 40% lonjakan konsumsi listrik tersebut sampai 2030, biarpun renewable energy makin dominan.

Forecast harga Newcastle

Exhibit 12: Forecast harga Newcastle, UBS



Source: UBS Research, Not Into Finance

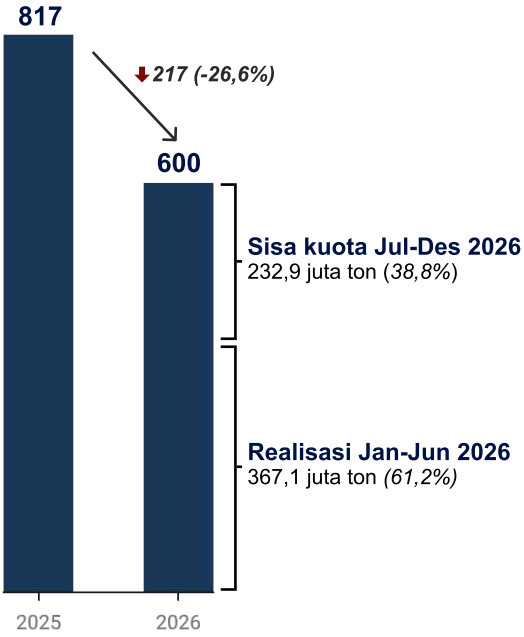


Indonesia

Indonesia emang eksportir batu bara termal terbesar di dunia, makanya semua bahasan tadi ujung-ujungnya pasti ngarah ke sini. Dan pas kita bongkar data ICI, story-nya ternyata jauh lebih menarik dari ekspektasi awal.

RKAB batu bara Indonesia 2026

Exhibit 13: Kuota produksi Indonesia (juta ton) dan aritmetika semester kedua



Source: Kementrian ESDM, Petromindo, ANTARA, Not Into Finance

Pemerintah nge-cut kuota produksi 2026 dari 817 juta jadi sekitar 600 juta ton, alias turun 26,6%.
Tujuannya clear, nahan supply biar harga global lebih stabil. Secara logika, langkah ini emang make sense.

Hasilnya juga terbukti sukses. ICI 4 terbang 51,0% semenjak pemotongan kuota, ngalahin
semua benchmark harga internasional. Buat pemerintah, ini jelas sebuah win. Tapi buat kita para analis, ini ngasih sinyal kuat: harga batu bara Indonesia sekarang lebih disetir sama policy Jakarta ketimbang Beijing atau Tokyo.

Hitungan semester dua juga makin mepet. Sampai Juni, produksi udah tembus 367,1 juta ton (61,2% dari annual quota), nyisain 232,9 juta ton doang buat enam bulan terakhir. Kalau kuotanya nggak di-relax, otomatis produksi semester dua harus drop sekitar 36% dibanding semester pertama. Kabarnya sih wacana pelonggaran ini lagi digodok, dengan syarat separuh dari additional volume-nya wajib disetor ke PLN.

Domestic Market Obligation, dan kenapa logikanya berbalik

Produsen wajib nyisihin minimal 25% produksinya buat pasar domestik (DMO). Harga buat listrik umum di-cap di $70 per ton untuk spek 6.322 kalori, dan otomatis di-adjust turun buat kalori yang lebih rendah. Buat kargo 4.200 kalori, harganya nangkring di kisaran $46,5 per ton. Aturan ini emang biasanya dianggep penalty yang ngerugiin emiten. Tapi coba deh kita kalkulasi ulang pakai posisi harga sekarang.

Waktu harga ekspor kalori rendah masih nangkring di $100/ton, jualan ke domestik di $46,5 tuh sama aja ngerelain lebih dari separuh value-nya. Tapi pas harganya nyungsep ke bottom $40,45 di Juli 2025 kemarin, jual ke domestik jatuhnya nyaris setara, jadi beban DMO ini seolah nggak berasa. Sekarang posisinya udah rebound ke $63,32, otomatis spread-nya ngelebar lagi jadi sekitar $17 per ton.

Intinya, DMO (Domestic Market Obligation) ini jatuhnya semacam buffer pas harga lagi drop, tapi balik jadi beban pas harganya lagi rebound. Emiten yang porsi ekspornya gede jelas jadi pihak yang paling nikmatin rally ini.

Siapa yang paling diuntungkan?

- **Eksposur ke kalori rendah**
  Justru pita 4.000–5.000 kalori yang naik paling kencang, karena di situ pemangkasan kuota paling terasa.

  Our view: Kebalikan dari anggapan umum, dan ini faktor pembeda paling menentukan.

- **Posisi biaya**
  Ketika harga jual tertahan, yang menentukan laba adalah cash cost per ton dan strip ratio.

  Our view: Penting, tapi efisiensi biasanya cuma menutup sebagian penurunan harga.

- **Ruang volume**
  Dengan sisa jatah nasional 232,9 juta ton, produsen yang sudah mentok kuota tidak bisa menambah volume.

  Our view: Bergantung pada keputusan relaksasi, bukan kemampuan perusahaan.

- **Porsi penjualan ekspor**
  Harga domestik dipatok, jadi cuma volume ekspor yang benar-benar menangkap kenaikan 51 persen itu.

  Our view: Porsi ekspor besar berarti daya ungkit lebih besar.



AADI sebagai Studi Kasus

Case study

Teori-teori tadi bakal lebih gampang dicerna kalau kita langsung breakdown satu emiten. Kita ambil case study PT Adaro Andalan Indonesia, produsen batu bara termal paling gede di skala nasional. Sepanjang 2024 kemarin, volume produksinya sukses tembus 65,82 juta ton dengan angka sales nyentuh 68,06 juta ton.

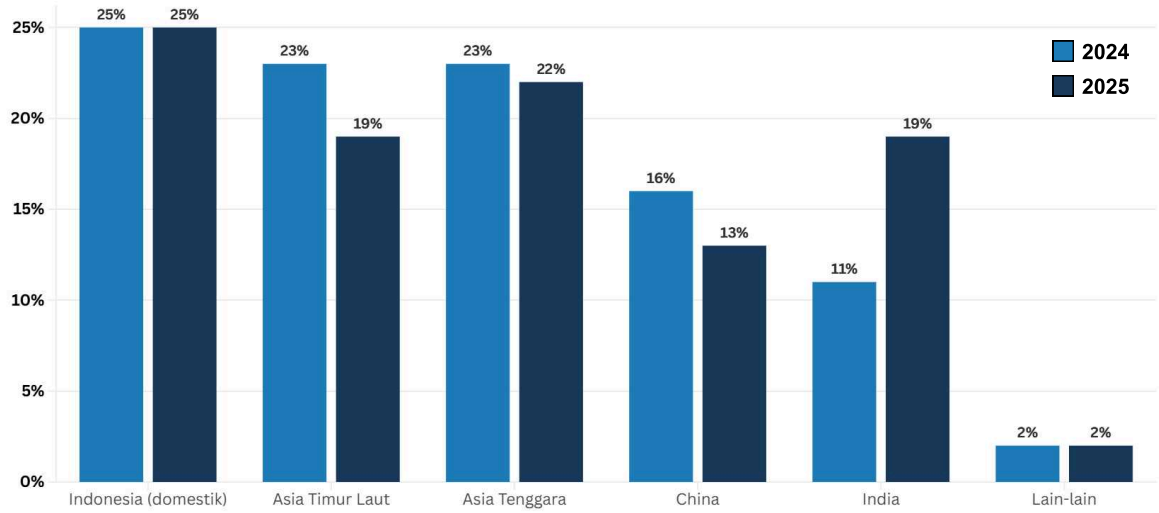
Produknya ada tepat di pita kalori yang paling kencang naik

Produk jagoan AADI, Envirocoal, punya kadar ash (2,5%) dan sulfur (0,2%) super rendah. Pembangkit jadi gampang comply standar emisi tanpa perlu invest alat mahal, jelas jadi competitive advantage yang solid.

Kalorinya di range 4.000-5.000 kkal/kg, pas masuk bracket ICI 3 dan ICI 4 yang harganya rally paling kenceng tahun ini. Dengan ASP $67/ton di Q2 2025, emiten ini bener-bener ada di sweet spot yang paling nikmatin efek cut kuota pemerintah.

Share tujuan penjualan AADI, 2024-2025

Exhibit 14: Bauran penjualan AADI per tujuan, 2024-2025



Source: Adaro Andalan Indonesia, Not Into Finance

Ini kebalikan dari konsensus umum. Bertahun-tahun, kalori rendah dilabeli sebagai structural weakness, tapi sekarang berbalik jadi advantage. Bukan karena manuver AADI, tapi murni gara-gara kuota nasional di-cut pas di segmen mereka.

Untuk market allocation: domestik 25%, ASEAN 22%, India 19%, Asia Timur Laut 19%, dan China 13%, dengan 84% sales lari ke pembangkit listrik. AADI juga lincah nge-shift volume; dalam setahun, porsi India loncat dari 11% ke 19%, sementara China ditekan ke 13%.

Tapi risk-nya tetep ada: impor batu bara termal India ternyata anjlok 27,4% di FY 2026 karena produksi lokal mereka makin mumpuni.



AADI baru saja menambah ketergantungan pada pasar yang secara struktural sedang mengurangi impor.

Metriks penjualan AADI

Exhibit 15: Pembongkaran harga jual jadi biaya, royalti, dan margin

Komponen	FY23	FY24
ASP	$90,41/tn	$75,07/tn
Cash cost w/ royalti	$45,41/tn	$41,64/tn
Royalti pemerintah	$20,63/tn	$14,99/tn
Margin kotor	$24,37/tn	$18,44/tn

Source: Adaro Andalan Indonesia, Not Into Finance

Tiap ton yang kejual di 2024 ngehasilin $75,07. Dari situ, $41,64 lari ke cash cost (di luar royalti), $14,99 buat royalti, dan sisa $18,44 jadi gross margin. Angka margin ini drop 24,3% YoY dari posisi $24,37 di FY23.

Porsi royalti (sekitar 20% dari revenue) jadi beban terbesar kedua dengan efek dua arah: pas harga nyungsep dia jadi cushion buat laba, tapi pas rally, seperlima upside-nya langsung ditarik negara. Di sisi lain, keberhasilan manajemen nekan cash cost sampai 8,3% jelas jadi achievement operasional yang solid.

Sayangnya, cost saving $3,77 per ton ini nggak cukup ngimbangin harga jual yang anjlok $15,34 di periode yang sama. Efisiensi ibaratnya cuma nutup seperempat celah, bikin gross margin per ton ujung-ujungnya tetap tergerus lumayan dalem.

Nah, ini part yang paling bikin kaget. Empat kali ngelewatin siklus El Niño, empat kali juga revenue selalu drop. Nggak ada satupun yang naik.

Di 2015 pas El Niño super memuncak di November, revenue anjlok 19% dan laba minus 17%, ngikutin ASP yang turun 14%. Di 2019 (El Niño lemah), revenue drop 4,4%. Lanjut di 2024, efek El Niño kuat 2023 bikin revenue minus 10% barengan sama ASP yang anjlok 17%. Terakhir, di Q1 2026 pas El Niño menguat lagi, revenue drop 10,3% dan bottom line jeblok 27%.

Kenapa hipotesis awalnya bisa miss? Karena di Indonesia, El Niño itu game of supply, bukan cuma demand. Cuaca kering bikin disrupsi hujan minim, pengerukan tanah (overburden removal) lebih gampang, dan akses operasional tambang makin mulus. Hasilnya? Produksi nasional membludak. Oversupply inilah yang akhirnya nekan harga ke bawah, justru di saat demand sebenarnya lagi naik.

Historis pengaruh El Niño terhadap kinerja AADI

Exhibit 16: Perubahan kinerja Adaro di empat episode El Niño

Episode	Pendapatan	Laba
Super El Niño (2015)	-19,0%	-17%
El Niño lemah (2019)	-4,4%	*na*
pasca El Niño kuat 2023 (2024)	-10,0%	-21%
El Niño berkembang (1Q26)	-10,3%	-27%

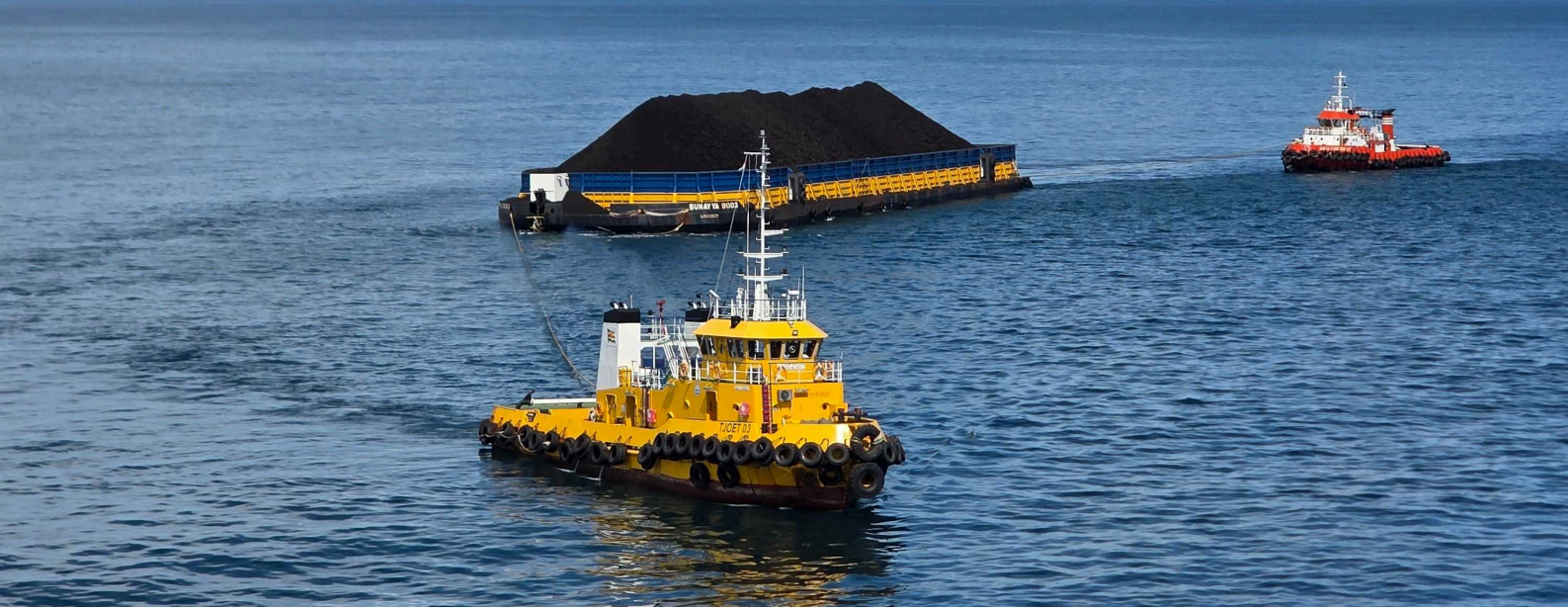
Source: Adaro Andalan Indonesia, Not Into Finance

Hal ini terbukti valid di data AADI. Sepanjang 2024 pasca El Niño kuat, produksi mereka pecah rekor di 65,82 juta ton (naik 8%) dengan penjualan 68,06 juta ton (naik 7%). Cuaca kering emang ngebantu operasional ngebut. Tapi ironisnya, harga jual justru anjlok 17%. Volume tertinggi dan worst pricing kejadian barengan di tahun itu.

Memasuki 2025, harga ICI 4 terus downtrend YoY: minus 13,9% di Q1 sampai minus 18,5% di Q3. Titik baliknya baru kejadian di Q1 2026 pas harganya rebound tipis plus 6,6%. Setelah itu, harganya ngebut: melesat 37,3% di Q2 dan sekarang nembus plus 50,0% di kuartal tiga ini.

Kenapa ini penting untuk AADI:

Laba kuartal pertama 2026 turun 27%, bikin banyak orang mengira perusahaannya bermasalah. Padahal, harganya baru mantul dari titik terendah dan masih pakai harga kontrak lama. Kenaikan 37% sampai 50% di kuartal dua dan tiga belum masuk ke laporan keuangan mana pun. Kalau harganya stabil, hasil kuartal selanjutnya pasti beda jauh. Ini bukan rekomendasi, tapi justru bagian ini yang paling pengin kita pantau.



Where We Land

Penutup

Intinya sederhana: **dunia memang sedang butuh lebih banyak energi panas, tapi belum tentu harus memborong batu bara.**

Konsumsi listrik memang naik di semua kawasan pantauan kita. Secara hitungan, ekonomi pembangkitan sangat mendukung batu bara dengan selisih 38% di Eropa dan 187% di Asia. Fakta ini valid. Tapi dorongan sebesar itu baru benar-benar bikin pembakaran batu bara melonjak di Jepang. Di kawasan lain insentifnya ada tapi belum kejadian, sehingga porsi batu bara justru turun di enam kawasan tadi.

Buat Indonesia, ceritanya meleset dari tebakan awal. Harganya naik kencang, ICI 4 tembus plus 51% setahun, diskon kalorinya terhadap Newcastle menyempit 15 poin persentase, dan posisinya masuk persentil 79 secara historis. Tapi pemicunya bukan permintaan, karena data pembangkitan bilang sebaliknya. Pemicu aslinya adalah pemotongan kuota produksi 26,6% tepat di segmen saat Indonesia jadi penentu harga global.

Beda pemicu ini penting banget buat baca tren ke depan. Kenaikan yang didorong permintaan bisa bertahan secara alami, sedangkan kenaikan karena aturan kuota umurnya cuma sepanjang kebijakan itu berlaku.

Cerita batu bara termal belum tamat, dan prospeknya masih oke buat beberapa kuartal ke depan. Produsen kita yang main di kalori 4.000 sampai 5.000 lagi sangat diuntungkan kebijakan ini. Apalagi, lonjakan harganya mayoritas belum masuk ke laporan keuangan mana pun.

Tapi jangan sampai salah tangkap, ini murni rezeki kebijakan, bukan perubahan tren struktural. Makanya, hal yang paling kita pantau ketat sekarang adalah isu soal pelonggaran kuota.