

**VALUASI SAHAM
PT. PP LONDON SUMATRA INDONESIA TBK. SAAT
DIAKUISISI OLEH PT. INDOFOOD SUKSES MAKMUR TBK.
DENGAN MENGGUNAKAN METODE
*FREE CASH FLOW TO THE FIRM***

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk memperoleh gelar Magister Akuntansi**

**MIRVAN JULIAN MANURUNG
0606148380**



**UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI
JAKARTA
JANUARI 2009**

**VALUASI SAHAM
PT. PP LONDON SUMATRA INDONESIA TBK. SAAT
DIAKUISISI OLEH PT. INDOFOOD SUKSES MAKMUR TBK.
DENGAN MENGGUNAKAN METODE
*FREE CASH FLOW TO THE FIRM***

TESIS

**MIRVAN JULIAN MANURUNG
0606148380**

T
25763



**UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI
JAKARTA
JANUARI 2009**



HALAMAN PENGESAHAN

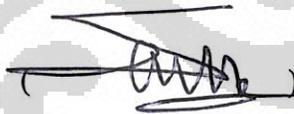
Tesis ini diajukan oleh

Nama : Mirvan Julian Manurung
NPM : 0606148380
Program Studi : Magister Akuntansi
Judul Tesis : Valuasi Saham PT. PP London Sumatra Indonesia Tbk. Saat Diakuisisi Oleh PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. Dengan Menggunakan Metode *Free Cash Flow To The Firm*

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Akuntansi pada Program Studi Magister Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Setiadi Oemar Sambudi, MBA



Penguji : Eka Pria Anas, MBA



Penguji : Tedy Fardiansyah, MM., FRM



Ditetapkan di : Jakarta
Tanggal : 5 Januari 2009

Mengetahui,
Ketua Program



Dr. Lindawati Gani
NIP. 131 653 464



HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Skripsi / Tesis / Disertasi ini adalah hasil karya saya sendiri,
Dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
Telah saya nyatakan dengan benar

Nama : Mirvan Julian manurung

NIM : 0606148380

Tanggal : 22 Desember 2008

Tanda Tangan :



ABSTRACT

Acquisition is one of the topic in Corporate Finance. There are several rationalizations for a firm to do an acquisition such as receiving gains from an undervalued target firm, diversification and spreading risks, achieving financial synergy, combining functional strengths and maintaining firm's high growth. On 28th May 2007, PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. proposed an acquisition of PT. Perusahaan Perkebunan London Sumatra Indonesia Tbk. (Lonsum).

The main part from an acquisition is the valuation of target firm. The valuation tried to find a real value of the firm and the price of its stocks. This thesis' purpose is to find the real value of Lonsum as target firm when acquired by Indofood. The method that is used in this study is discounted cash flow, free cash flow to the firm model (FCFF). The study also used fundamental analysis and analysis of industry environment to gathered information as valuation base.

The value of Lonsum resulted from the study for the three scenarios of firm's growth are as follow : Rp. 6.434,50 per stock for optimistic growth, Rp. 4.309,20 per stock for moderate scenario and Rp. 3.569,32 per stock for pessimistic scenario. The expected value of the stock based on the probability of each scenario is Rp. 4.724,82 per stock. The valuation showed that the offer price of acquisition of Rp. 6.500 per stock is indeed an overvalued price. The reasons of offering an overvalued price may varied from the value of synergy achieved to the anticipation of defense action and elimination of rivals in acquisition. However, these reasons is not studied further in this thesis.

RINGKASAN EKSEKUTIF

Akuisisi merupakan salah satu topik pembahasan dalam disiplin ilmu manajemen keuangan. Terdapat beberapa rasionalisasi dalam melakukan akuisisi seperti peluang mendapatkan *gain* dari pengakuisisian perusahaan yang *undervalued*, diversifikasi resiko bisnis, pencapaian sinergi financial, kombinasi berbagai kekuatan fungsional, dan pertumbuhan yang lebih tinggi. Pada tanggal 28 mei 2007, PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. mengumumkan pengajuan proposal akuisisi PT Perusahaan Perkebunan London Sumatra Indonesia Tbk. (Lonsum) kepada publik.

Bagian terpenting yang menjadi inti dari sebuah akuisisi adalah penilaian atau valuasi perusahaan target. Masing-masing pihak akuisitor dan perusahaan target akan melakukan valuasi untuk menemukan harga wajar saham (nilai intrinsik perusahaan) sebagai dasar negosiasi harga penawaran akuisisi. Penelitian ini bertujuan melakukan penilaian terhadap nilai wajar saham Lonsum saat diakuisisi oleh Indofood. Metode yang digunakan dalam penelitian adalah metode *discounted cash flow* dengan pendekatan *free cash flow to the firm* (FCFF). Analisis fundamental perusahaan dan analisis lingkungan industri digunakan sebagai dasar valuasi perusahaan.

Berdasarkan metode FCFF, diperoleh nilai wajar saham lonsum untuk berbagai skenario pertumbuhan yaitu Rp. 6.434,50 per lembar saham untuk skenario optimistic, Rp 4.309.20 per lembar saham untuk skenario moderate, dan Rp 3.569,32 per lembar saham untuk skenario pesimistic. Dari masing-masing skenario yang ditetapkan dapat diperoleh suatu nilai wajar diekspektasi sebesar Rp. 4.724,82 per lembar saham. Valuasi yang dilakukan dalam penelitian menunjukkan bahwa harga penawaran Indofood untuk akuisisi Lonsum sebesar Rp. 6.500 per lembar saham merupakan harga *overvalued* karena nilai wajar saham Lonsum berada di bawah harga penawaran ini. Terdapat beberapa hal yang mungkin menyebabkan penawaran harga akuisisi yang *overvalued* ini antara lain *value of synergy*, antisipasi *defense action* dari perusahaan target serta eliminasi pesaing dalam akuisisi namun hal-hal ini tidak diteliti lebih lanjut dalam penelitian ini.

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr. Wb.

Puji dan syukur Penulis panjatkan kepada Allah SWT yang atas berkat dan rahmat-Nya yang tidak terhingga akhirnya Penulis dapat menyelesaikan penulisan karya akhir dengan judul **“Valuasi Saham PT. PP London Sumatra Indonesia Tbk. Saat Diakuisisi Oleh PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. Dengan Menggunakan Metode Free Cash Flow To The Firm”** dengan segala keterbatasannya. Adapun penulisan karya akhir ini merupakan salah satu syarat untuk meraih gelar Magister Akuntansi pada Program Studi Magister Akuntansi, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Dalam penulisan karya akhir ini Penulis mendapat banyak bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak. Oleh karena itu pada kesempatan ini, Penulis ingin mengucapkan terima kasih dan penghargaan yang tulus kepada:

1. Ibu Dr. Lindawati Gani, selaku Ketua Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia dan seluruh dosen pengajar MAKSI UI yang telah memberikan ilmu, ide, pemikiran, dan wawasan baru sebagai suatu bekal yang tidak ternilai;
2. Bapak Setiadi Oemar Sambudi, selaku dosen pembimbing karya akhir yang telah banyak meluangkan waktu dan dengan penuh kesabaran memberikan pengarahan, bimbingan, serta petunjuk bagi Penulis dalam penyusunan karya akhir ini;
3. Bapak Tedy Fardiansyah dan Bapak Eka Pria Anas, selaku Tim Penguji yang telah meluangkan waktunya untuk menghadiri sidang tesis;
4. Papa dan Mama, Drs. M. Manurung dan Yusmin Zahriani Siregar yang telah mendidik, memberikan dukungan dan doa yang tiada henti serta tidak pernah putus asa dan senantiasa mamberikan kasih sayang yang berlimpah serta memberikan kesempatan luar biasa bagi Penulis untuk menimba ilmu setinggi-tingginya. Terima kasih juga Penulis ucapkan untuk adik-adikku tersayang, Marina Yulia Herina Manurung, Mirwan Yunus Manurung dan Mirza Yusuf Manurung atas dukungan dan doanya;

5. Semua sahabat dan teman yang telah menemani, memberikan warna, mempercayai dan terus mendorong Penulis saat mengalami kesulitan dalam menyelesaikan karya akhir ini : Raditya Damarajni, Medhia Hartanti, Putu Bayu Wisnawa Putra, Diah Armeliza, Sindy Daniaty, Indry Kusuma, Nur Novisurizki, Wulan Sari, Ari Banuagung, Ranto Toma Gultom, Mukie Darjatti, Leo Pratama dan Guntur Purwanto Situmorang, teman di kelas A/MAKSI – 2006, teman IPF dan teman lainnya yang tidak disebutkan satu persatu namun bukan berarti Penulis lupa. Terima kasih sebesar-besarnya atas dukungan dan doa kalian;
6. Seluruh staf bagian administrasi khususnya Mba Era dan Mba Debo, bagian perpustakaan, Mba Ira dan Mas Bambang, bagian keuangan, bagian informasi data, lab.komputer, dan sekuriti MAKSI UI, Teddy untuk bantuan dan kerjasamanya selama Penulis mengikuti pendidikan di MAKSI UI.

Akhirnya terlepas dari segala kekurangan dan ketidaksempurnaannya, Penulis menyajikan karya akhir ini semoga dapat bermanfaat bagi semua pihak yang membacanya dan bagi kemajuan ilmu akuntansi pada umumnya.

Wassalamualaikum, Wr. Wb.

Jakarta, Januari 2009

Mirvan Julian Manurung

0606148380

DAFTAR ISI

Halaman Judul.....	i
Kata Pengantar.....	ii
Daftar Isi.....	iii
Daftar Tabel.....	vii
Daftar Gambar.....	viii
BAB I PENDAHULUAN.....	
1.1. Latar Belakang Permasalahan.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	4
1.3. Tujuan Penelitian.....	6
1.4. Metode Penelitian.....	6
1.5. Sistematika Pembahasan.....	8
BAB II LANDASAN TEORI.....	
2.1. Akuisisi di Indonesia.....	10
2.2. Pengertian dan Bentuk Akuisisi.....	11
2.3. Tujuan dan Motivasi Akuisisi.....	14
2.4. Cara dan Prosedur Akuisisi.....	18
2.4.1. Cara Akuisisi.....	18
2.4.2. Prosedur Akuisisi.....	
2.4.2.1. Tahap Perencanaan.....	19
2.4.2.2. Tahap Penyeleksian.....	20
2.4.2.3. Valuasi Perusahaan Target.....	21
2.4.2.4. Tahap Negosiasi.....	21
2.4.2.5. Integrasi Pasca Akuisisi.....	21
2.5. Performa Perusahaan Pasca Deal Akuisisi.....	22

2.6. Analisis Kualitatif dan Kuantitatif.....	23
2.6.1. Analisis Fundamental.....	25
2.7. Pendekatan Valuasi.....	31
2.8. Valuasi dengan Metode Discounted Cash Flow.....	37
2.8.1. Proyeksi Periode dan Pertumbuhan Pendapatan.....	39
2.8.2. Proyeksi Arus Kas Bebas.....	41
2.7.3. Kalkulasi Discount Rate.....	44
2.7.3.1. Cost of Equity.....	44
2.7.3.2. Beta.....	45
2.7.3.3. Cost of Debt.....	48
2.7.3.4. Weighted Average Cost of Capital.....	48
2.7.4. Valuasi Perusahaan.....	49

BAB III GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN

3.1. PT PP London Sumatra Tbk.....	52
3.1.1. Sejarah Perusahaan.....	52
3.1.2. Visi dan Misi.....	53
3.1.3. Informasi Pemegang Saham.....	54
3.1.4. Kegiatan Usaha.....	54
3.2. PT Indofood Sukses Makmur Tbk.....	64
3.2.1. Sejarah Perusahaan.....	64
3.2.2. Visi dan Misi	65
3.2.3. Informasi Pemegang Saham.....	66
3.2.4. Akuisisi Lonsum oleh Indofood.....	67
3.2.4.1. Deskripsi Transaksi dan Kondisi Post-Event.....	69

BAB IV PEMBAHASAN

4.1. Analisis Fundamental.....	71
---------------------------------------	-----------

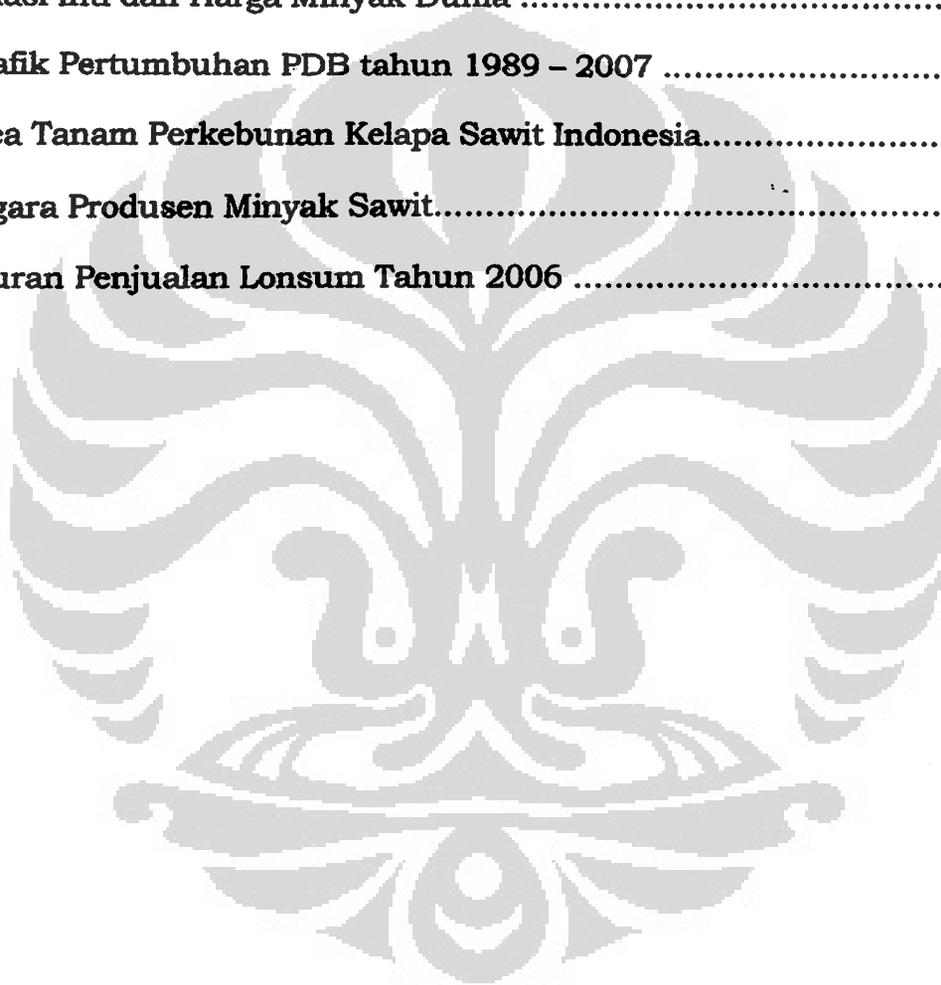
4.2. Ekonomi Makro Global.....	71
4.3. Ekonomi Makro Indonesia.....	76
4.4. Analisis Industri.....	80
4.5. Analisis Internal Lonsum.....	87
4.5.1. Ringkasan Kinerja Finansial Perusahaan.....	87
4.5.2. Analisis SWOT dan Strategi Perusahaan.....	93
4.6. Valuasi Harga Wajar Saham Lonsum.....	99
4.7. Valuasi Oleh Indofood.....	109
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1. Kesimpulan.....	111
5.2. Saran.....	112
DAFTAR PUSTAKA.....	116
LAMPIRAN.....	118

DAFTAR TABEL

Tabel 1.	Ciri-ciri Pertumbuhan Perusahaan.....	41
Tabel 2.	Informasi Pemegang Saham Lonsum.....	54
Tabel 3.	Ringkasan Operasional Lonsum	56
Tabel 4.	Karakteristik Kelapa Sawit Lonsum	60
Tabel 5.	Karakteristik Produksi Karet Lonsum	62
Tabel 6.	Informasi Pemegang Saham Indofood	66
Tabel 7.	Penambahan Luas Lahan Plantasi Indofood.....	68
Tabel 8.	Inflasi Negara Berkembang.....	73
Tabel 9.	Angka Real Interest Rate di Sejumlah Negara Berkembang.....	75
Tabel 10.	Ringkasan Lingkungan Ekonomi Dunia.....	75
Tabel 11.	Proyeksi Indikator Ekonomi Makro Indonesia 2007-2012.....	78
Tabel 12.	Pendapatan dan Volume Penjualan Lonsum 2005-2006.....	88
Tabel 13.	Komponen Harga Pokok Penjualan Lonsum 2005-2006.....	89
Tabel 14.	Rasio Keuangan Kunci Lonsum 2005-2007.....	93

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.	Chart Industri Kelapa Sawit Lonsum.....	59
Gambar 2.	Proses Pengolahan Sawit	61
Gambar 3.	Chart Industri Karet Lonsum	63
Gambar 4.	Perbandingan Area Tanam Perusahaan dalam Peer.....	68
Gambar 5.	Inflasi Inti dan Harga Minyak Dunia	74
Gambar 6.	Grafik Pertumbuhan PDB tahun 1989 – 2007	77
Gambar 7.	Area Tanam Perkebunan Kelapa Sawit Indonesia.....	81
Gambar 8.	Negara Produsen Minyak Sawit.....	82
Gambar 9.	Bauran Penjualan Lonsum Tahun 2006	88



BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Permasalahan

Terdapat berbagai macam tantangan dan ancaman yang dihadapi perusahaan seperti; masa sulit perekonomian dunia, kenaikan harga minyak bumi, meningkatnya kompetisi, menurunnya daya saing perusahaan, masa-masa ketidakpastian (*turbulence time*) dalam dunia bisnis sampai permasalahan internal perusahaan. Hal-hal ini mendorong perusahaan harus selalu melakukan adaptasi dan penyesuaian tujuan strategisnya. Diversifikasi usaha merupakan salah satu penyesuaian tujuan strategis dan merupakan langkah *survival*. Merger dan akuisisi merupakan strategi diversifikasi yang dianggap lebih efektif dibandingkan membangun bisnis baru.

Akuisisi merupakan salah satu topik pembahasan dalam disiplin ilmu manajemen keuangan. Dalam akuisisi terdapat dua pihak yang berkepentingan yaitu perusahaan pengakuisisi dan perusahaan yang diakuisisi (*target*). Akuisisi bisa dilakukan dalam berbagai bentuk. Merger adalah bentuk yang mana kedua perusahaan terkait sepakat untuk bergabung dan *target* melebur ke pengakuisisi. Konsolidasi merupakan bentuk yang mana kedua perusahaan sepakat membentuk perusahaan baru. Sementara *tender offer* merupakan penawaran pembelian saham

outstanding target, pembelian asset target, atau pembelian yang dibiayai hutang (*leverage buyout*) oleh pengakuisisi.

Damodaran (1991) menyatakan ada beberapa rasionalisasi yang dijadikan dasar pengakuisisi untuk melakukan akuisisi target.¹ Rasionalisasi pertama adalah peluang mendapatkan *gain* dari pengakuisisian perusahaan yang *undervalued*. Rasionalisasi lainnya adalah diversifikasi resiko bisnis. Efek diversifikasi diperoleh melalui penyebaran volatilitas pendapatan, dan penyebaran resiko siklus bisnis perusahaan. Rasionalisasi lainnya adalah pencapaian sinergi finansial yang muncul sebagai akibat terbentuknya skala ekonomis, perolehan *pricing power*, kombinasi berbagai kekuatan fungsional, dan pertumbuhan yang lebih tinggi.

Pada tanggal 28 mei 2007, PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. (selanjutnya disebut Indofood) mengumumkan pengajuan proposal akuisisi kepada publik bahwa perusahaan melalui anak perusahaannya yaitu Indofood Agri Resources Ltd. (selanjutnya disebut Indoagri) akan mengakuisisi sebagian besar kepemilikan PT Perusahaan Perkebunan London Sumatra Indonesia Tbk. (selanjutnya disebut Lonsum). Rasionalisasi yang digunakan Indofood sebagai dasar akuisisi adalah Lonsum akan memperkuat model bisnis plantasi terintegrasi Indoagri. Akuisisi juga menjadi ekspansi bisnis utama perkebunan sehingga menambah luas lahan kosong dan lahan tertanami kelapa sawit. Lahan grup Indofood setelah akuisisi diperkirakan menjadi 387.000 ha dengan luas lahan tertanam 160.000 ha. Rasionalisasi lainnya adalah produktifitas

Lonsum yang tinggi dengan kualitas tandan kelapa sawit yang baik akan sejalan dengan keinginan Indofood untuk swasembada kebutuhan *crude palm oil* (CPO) sebagai bahan baku produksi.

Proses akuisisi berlangsung ketika Indoagri dan anak¹ usahanya, PT Salim Ivomas Pratama menandatangani perjanjian jual beli bersyarat dengan pemegang saham mayoritas Lonsum, yakni First Durango Pte Ltd, Ashmore Investment Management Limited selaku manajer investasi, serta keluarga Sariaatmadja pada 25 Mei 2007. Dengan perjanjian ini grup Indofood menguasai 500.095.000 lembar saham Lonsum atau sekitar 36,7% kepemilikan dan surat hutang wajib konversi (*mandatory convertible notes*) senilai US\$ 47.000.000 yang jatuh tempo pada 2009. Surat hutang ini wajib dikonversikan menjadi 269.343.500 lembar saham baru Lonsum setara dengan 19,7 % kepemilikan. Perusahaan juga melakukan *swap* saham kepemilikan Eddy K. Sariaatmadja di Lonsum sebanyak 109.521.000 lembar atau setara dengan 8% kepemilikan dengan 98.100.000 lembar saham baru Indoagri. Setelah akuisisi maka grup Indofood melalui Indoagri memiliki sekitar 64,4% kepemilikan di Lonsum. Total Transaksi mencapai Rp 5.7 Triliun dengan harga saham per lembar sebesar Rp. 6.500. Indofood dalam akuisisi ini memiliki kontrol kepada Lonsum namun dari sisi operasional tetap dikelola Lonsum. Untuk menyelesaikan proses akuisisi maka Indofood juga melakukan *tender offer* atas saham yang tersisa di public yaitu sekitar 35,6% dengan harga penawaran Rp. 6.900 per lembar saham. Penetapan

harga ini didasarkan pada peraturan BAPEPAM-LK yaitu harga tertinggi selama 90 hari sejak proposal akuisisi diterbitkan.

1.2. Perumusan Masalah

Bagian terpenting yang menjadi inti dari akuisisi adalah penilaian atau valuasi perusahaan target. Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai dari suatu perusahaan berbeda sehingga membuat hasil valuasi tiap perusahaan tidak sama. Pendekatan yang bisa digunakan dalam menilai perusahaan target secara umum dapat dibagi 4 (Partner, 1991) yaitu pendekatan nilai likuidasi, pendekatan nilai transaksi yang dapat diperbandingkan (*comparable transactions value approach*), pendekatan nilai pasar (*market value approach*) dan pendekatan nilai arus kas yang didiskontokan (*free cash flow theory*). Sementara Damodaran (2001) menyatakan prinsip dan praktik valuasi yang umum digunakan adalah arus kas yang didiskontokan dan valuasi relatif.

Valuasi perusahaan target dalam akuisisi bertujuan untuk menentukan harga wajar penawaran akuisisi tersebut. Kedua pihak baik pengakuisisi maupun target akan melakukan valuasi terhadap nilai target. Teori equilibrium menyatakan harga keseimbangan terjadi saat penjual memiliki kesepakatan dengan pembeli. Proses akuisisi berlangsung sukses jika terjadi kesepakatan harga antara pengakuisisi dan target. Umumnya target sebagai pihak penjual akan menerima harga transaksi yang lebih tinggi dari harga yang didapatkan melalui valuasinya (*harga overvalued*).

Sementara pengakuisisi sebagai pihak pembeli akan menerima harga transaksi yang lebih rendah dari harga yang didapatkan melalui valuasinya (harga *undervalued*). Kedua belah pihak menginginkan selisih margin sebagai keuntungan yang akan diperoleh dari akuisisi.

Dalam akuisisi juga dikenal adanya harga atap (*ceiling price*) yaitu tingkat harga paling tinggi yang bersedia dibayarkan oleh pengakuisisi. Negosiasi harga transaksi yang berada di atas harga atap akan menyebabkan proses akuisisi gagal karena tidak terdapat lagi rasionalisasi bagi pengakuisisi untuk mengakuisisi target. Harga saham perusahaan target yang berada di atas harga atap menyebabkan perusahaan target menjadi terlalu mahal untuk diakuisisi.

Akuisisi Lonsum oleh Indofood sukses dilakukan. Perjanjian jual beli terhadap 64,4 % kepemilikan disepakati pada harga Rp. 6.500 per lembar. Proses *tender offer* atas 35,6% kepemilikan publik juga telah dilaksanakan dengan harga penawaran Rp. 6.900 per lembar sahamnya.

Berdasarkan hal-hal tersebut yang dijelaskan di atas maka dapat dirumuskan permasalahan yang ingin dijawab dalam karya akhir ini yaitu :

1. Berapakah harga saham wajar Lonsum saat terjadi akuisisi oleh Indofood?
2. Apakah harga kesepakatan akuisisi yang terjadi *undervalued* atau *overvalued*?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan permasalahan di atas maka tujuan penulisan karya akhir ini adalah untuk :

1. Melakukan valuasi atas nilai Lonsum saat diakuisisi Indofood
2. Mengetahui nilai wajar harga saham Lonsum saat terjadi akuisisi sehingga dapat diketahui apakah harga yang terjadi *overvalued* atau *undervalued*

1.4. Metode Penelitian

Data penelitian yang dikumpulkan merupakan data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber seperti dari masing-masing perusahaan yaitu Lonsum dan Indofood, Bursa Efek Indonesia, surat kabar, maupun *website* lainnya yang mendukung penulisan. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data laporan keuangan tahunan (*annual report*) yang telah diaudit oleh Kantor Akuntan Publik Independen dan data strategi dari masing-masing perusahaan yaitu Lonsum dan Indofood, data harga saham perusahaan dan indeks harga saham gabungan (IHSG), publikasi-publikasi dari pihak lain yang relevan, data-data lain dari berbagai sumber, seperti artikel, jurnal, majalah dan internet.

Data laporan keuangan masa lalu yang digunakan sebagai sumber valuasi berasal dari tiga tahun terakhir dimulai dari 2004 sampai dengan 2006. Proyeksi data keuangan dilakukan untuk jangka waktu sepuluh tahun kedepan sejak proses akuisisi berlangsung yaitu dimulai dari tahun

2007 sampai dengan tahun 2016. Untuk tahun setelah tahun 2016 maka digunakan *terminal value*.

Ruang lingkup penelitian membatasi analisis penilaian perusahaan secara kualitatif dan kuantitatif guna memperoleh gambaran tentang proses akuisisi yang komprehensif. Analisis kualitatif dilakukan dengan pendekatan dari atas ke bawah (*top-down*). Dalam analisa kualitatif akan dijabarkan tentang kondisi makro ekonomi Indonesia, analisis lingkungan strategis industri dimana perusahaan berada dan analisis strategi perusahaan ke depan yang semuanya bertujuan mengestimasi prospek perusahaan di masa datang.

Analisis kuantitatif merupakan analisis fundamental perusahaan. Analisis ini merupakan analisis terhadap kinerja perusahaan dan perhitungan nilai intrinsik perusahaan berdasarkan analisis laporan keuangan dan proyeksi arus kas perusahaan di masa depan. Proyeksi arus kas perusahaan dipengaruhi oleh analisis kualitatif yang telah dilakukan sebelumnya. Analisis kuantitatif akan menggunakan pendekatan *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)* untuk menghitung nilai intrinsik perusahaan. FCFF merupakan arus kas yang tersedia untuk seluruh penyedia modal baik pemegang saham maupun penyedia hutang (*debtholders*). Pendekatan FCFF membutuhkan beberapa parameter dan perhitungan seperti pengukuran rasio keuangan perusahaan, perhitungan tingkat pengembalian yang dibutuhkan (*required rate of return*) yang terdiri atas *cost of equity* atau biaya atas ekuitas (K_e), *cost of debt* atau biaya atas hutang (K_d), serta *weighted*

average cost of Capital atau biaya modal berimbang (WACC). Untuk perhitungan nilai intrinsik perusahaan digunakan metode *discounted cash flow* (DCF) model FCFF, dimana :

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} (1 - T) + \text{Depreciation} - \text{Capex} - \Delta \text{Working Capital}$$

Selanjutnya FCFF tersebut didiskon menggunakan WACC untuk mendapatkan nilai perusahaan. Nilai atau harga saham yang dianggap wajar (nilai intrinsik saham) diperoleh dengan membagi nilai perusahaan dengan jumlah saham yang beredar.

1.5. Sistematika Pembahasan

Adapun sistematika pembahasan dalam penulisan ini dapat dijelaskan sebagai berikut :

Bab I Pendahuluan

Bab ini menjelaskan latar belakang yang mendasari diangkatnya akuisisi sebagai topik penulisan. Dalam bab ini juga dibahas mengenai tujuan penelitian, ruang lingkup penelitian serta metode penelitian yang digunakan.

Bab II Landasan Teori

Bab ini membahas landasan teoritis yang bersumber dari berbagai literatur ilmiah. Landasan teoritis mengupas merger dan akuisisi mulai dari pemaparan fenomena merger dan akuisisi yang terjadi, pengertian, bentuk, motivasi, hingga cara dan prosedur akuisisi. Selain itu juga terdapat tinjauan teori mengenai valuasi dan metode-

metode yang digunakan dalam melakukan penilaian harga wajar saham. Metode valuasi terutama metode *Discounted Cash Flow* model *Free Cash Flow to the Firm* dibahas mendalam pada bab ini.

Bab III Gambaran Umum Perusahaan

Bab ini menguraikan gambaran umum kedua perusahaan (Lonsum dan Indofood) yang melakukan proses akuisisi. Gambaran ini meliputi sejarah perusahaan, visi dan misi perusahaan, kegiatan usaha dan struktur kepemilikan saham dalam masing-masing perusahaan. Selain itu disini juga akan diuraikan mengenai kondisi industri dimana perusahaan berada.

Bab IV Analisis dan Pembahasan

Bab ini merupakan bab utama penulisan yang digunakan untuk menarik kesimpulan. Pada bab ini dibahas mengenai analisa perusahaan secara kualitatif dan kuantitatif. Bab ini juga membahas valuasi dari Lonsum untuk mengetahui nilai wajar sahamnya yang merupakan tujuan yang ingin dicapai oleh penelitian ini.

Bab V Kesimpulan dan Saran

Bab ini merupakan bab penutup yang berisi kesimpulan dari hasil pembahasan secara keseluruhan dan saran-saran bagi perusahaan yang melakukan akuisisi maupun bagi pembaca yang sangat berminat dalam mengikuti perkembangan akuisisi.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Akuisisi di Indonesia

Di negara berkembang seperti Indonesia, merger dan akuisisi mulai marak setelah dekade 1990. Kasus yang banyak terjadi adalah akuisisi internal dalam rangka pembentukan holding company dengan merestrukturisasi organisasi, aset dan modal. Hal seperti ini dilakukan oleh perusahaan seperti Lippo Group, Dharmala Group dan PSP group. Akuisisi ini mendapat sorotan dari berbagai kalangan baik pengambil keputusan dalam perusahaan, politisi, akademisi dan pengamat ekonomi dan bisnis. Akuisisi internal dianggap merugikan posisi pemegang saham minoritas terutama bila perusahaan yang diakuisisi mempunyai kinerja kurang baik sehingga menjadi beban bagi perusahaan yang mengakuisisi.

Peraturan mengenai akuisisi dan merger diatur dalam UU no 1 tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas. Dalam pasal 104 UU PT ini, dinyatakan bahwa kegiatan merger harus memperhatikan kepentingan perseroan, pemegang saham minoritas, karyawan, masyarakat dan persaingan sehat dalam melakukan usaha

2.2. Pengertian dan Bentuk Akuisisi

Akuisisi merupakan salah satu bentuk penggabungan usaha. Dalam Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) no. 22 tentang penggabungan usaha didefinisikan sebagai penyatuan dua atau lebih perusahaan yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi karena satu perusahaan menyatu dengan perusahaan lain ataupun memperoleh kendali atas aktiva dan operasi perusahaan lain. Pendapat Kartini Mulyadi, konsultan hukum Indonesia (1993) dalam La'by (2002)

"Merger adalah penggabungan dua perusahaan, yang satu tetap eksis sedangkan yang lainnya lenyap. Dalam suatu merger, perusahaan yang tetap eksis tadi mengambil alih semua aset dan liabilities perusahaan yang diambil alih yang selanjutnya disebut perusahaan target. Suatu akuisisi dapat mengambil bentuk merger atau konsolidasi berdasarkan dan sesuai dengan ketentuan perundang-undangan oleh sebab itu dinamakan *statutory merger*"

Penggabungan usaha/*business combination* dalam prakteknya oleh Brigham dan Gapenski (1994) diklasifikasikan dalam tiga bentuk

1. Merger : merupakan penggabungan dua atau lebih perusahaan dimana satu perusahaan tetap hidup (*surviving company*) sedangkan perusahaan lainnya dilikuidasi (*liquidated company*). Harta dan kewajiban perusahaan yang dilikuidasi diambil alih oleh perusahaan yang masih berdiri dan meneruskan usahanya. , Perusahaan yang tetap berjalan tersebut harus berbentuk perseroan terbatas. Secara matematis, merger dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$PT. A + PT. B = PT. A$$

Disini PT. A mengambil alih seluruh aktiva dan kewajiban PT. B. Selanjutnya PT. B statusnya dibubarkan serta dilebur dalam PT. A. Dengan demikian hanya PT. A yang meneruskan usaha terdahulu.

2. Akuisisi : merupakan penggabungan usaha dimana salah satu perusahaan yaitu pengakuisisi memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang diakuisisi dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui suatu kewajiban atau mengeluarkan saham. Dalam akuisisi, eksistensi badan usaha yang mengambil alih dan yang diambil alih tetap terjaga. Secara matematis, akuisisi dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$PT A. + PT. B = PT.A + PT.B$$

Disini PT. A mengambil alih PT. B namun kedua badan usaha tersebut tetap menjaga eksistensinya masing-masing.

3. Konsolidasi : merupakan penggabungan dua atau lebih badan usaha ke dalam satu bentuk badan usaha yang baru sehingga eksistensi badan usaha yang bergabung harus dibubarkan. Secara matematis, konsolidasi dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$PT. A + PT.B = PT AB$$

Disini PT. A dan PT. B sama-sama setuju untuk menggabungkan diri dan membentuk badan usaha yang baru yaitu PT. AB.

Dalam strateginya, akuisisi merupakan bentuk yang paling banyak dilakukan untuk mempercepat tujuan. Setelah akuisisi berhasil maka pemegang kendali dengan mudah dapat mengubah bentuk penggabungan

usaha sebagai merger atau konsolidasi. Berdasarkan ini istilah merger dan akuisisi seringkali dianggap sebagai hal yang identik walaupun pada kenyataannya keduanya berbeda. Dalam merger, perusahaan-perusahaan menggabungkan dan membagi sumber daya yang dimiliki untuk tujuan bersama. Para pemilik saham yang bergabung tetap dalam posisi sebagai pemilik bersama entitas yang digabungkan. Dalam akuisisi, pemilik perusahaan yang sebelumnya pemegang saham perusahaan sasaran akuisisi digantikan oleh pemegang saham perusahaan pengakuisisi.

Berdasarkan prosesnya, akuisisi juga dapat terbagi dalam dua bentuk yaitu akuisisi atas saham (*acquisition of stock*) dan akuisisi atas aktiva (*acquisition of asset*). Akuisisi atas saham adalah suatu pembelian atas seluruh atau sebagian saham-saham perusahaan dari pemiliknya yang menyebabkan perusahaan yang mengambil alih mempunyai kendali manajemen (*management control*) terhadap perusahaan yang diambil alih. Perusahaan yang diambil alih tersebut tetap beroperasi sebagai *legal entity* terpisah. Jika suatu perusahaan membeli seluruh atau sebagian mayoritas hak suara dari saham beredar perusahaan lainnya maka perusahaan yang diambil alih tersebut disebut sebagai anak perusahaan atau *subsidiary*. Akuisisi atas aktiva adalah pengambilalihan atas aktiva yang menyebabkan perusahaan target dilebur atau tidak lagi sebagai badan yang berdiri sendiri.

Terdapat perbedaan antara akuisisi atas saham dan akuisisi atas aktiva. Jeter dan Chaney (2000) menjelaskan bahwa dalam akuisisi atas aktiva, perusahaan harus mengakuisisi 100 persen aktiva perusahaan

target. Sementara dalam akuisisi atas saham, perolehan kendali perusahaan target dicapai dengan membeli diatas 50 persen saham beredar. Hal ini menyebabkan akuisisi atas saham lebih menguntungkan daripada akuisisi atas aktiva karena biayanya lebih murah. Akuisisi atas saham juga dapat dilakukan tanpa negoisiasi panjang dengan manajemen dan memungkinkan perusahaan target tetap menjadi perusahaan yang berdiri sendiri. Namun di sisi lain akuisisi atas saham memiliki kekurangan. Hubungan perusahaan induk - anak menyebabkan masalah akuntansi. Catatan akuntansi dipelihara entitas hukum berbeda sehingga pelaporan untuk entitas gabungan memerlukan penerbitan laporan keuangan khusus yaitu laporan keuangan konsolidasi.

2.3. Tujuan dan Motivasi Akuisisi

Tujuan akuisisi menurut Sudarsanam (1999) adalah pengembangan kekayaan pemegang saham melalui pengambilalihan yang ditujukan pada akses atau penciptaan keunggulan kompetitif yang dapat diandalkan bagi perusahaan pengakuisisi. Memaksimalkan kekayaan pemegang saham merupakan kriteria rasional untuk investasi dan pengambilan keputusan financial yang dibuat para manajer. Dengan akuisisi diharapkan terjadi pertumbuhan dan ekspansi aset perusahaan, peningkatan penjualan dan pertumbuhan pangsa pasar perusahaan pengakuisisi.

Adanya peningkatan nilai perusahaan merupakan salah satu tujuan akuisisi yang diungkapkan Ross dan Jaffe (1999). Nilai dari badan usaha

yang melakukan penggabungan usaha/*the value of combined company* merupakan jumlah nilai dari tiap-tiap badan usaha ditambah sinergi yang dihasilkan. Secara matematis, hal ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Value AB} = \text{Value A} + \text{Value B} + \text{Synergy}$$

Sinergi merupakan penghematan ekonomis yang menjadi nilai tambah yang dapat direalisasikan dari adanya penggabungan usaha.

Stern dan Chew (1986) menyebutkan bahwa terdapat dua sinergi utama yaitu sinergi operasi dan sinergi finansial. Unsur utama sinergi operasi adalah penurunan biaya (perunit) yang terjadi akibat tercapainya skala ekonomi operasi. Sinergi operasi lain diperoleh melalui pembatasan kompetisi, pengambilalihan teknologi dan manajemen yang lebih baik, perluasan produk dan pemasaran, penurunan resiko dan ketidakpastian melalui diversifikasi. Sementara sinergi finansial yang mungkin diperoleh adalah peningkatan *earnings per share* (EPS). Peningkatan ini diperoleh dengan cara mengambil alih perusahaan dengan *price earnings ratio* (PER) yang lebih rendah. Sinergi finansial berikutnya adalah peningkatan likuiditas disebabkan perusahaan mengambil alih perusahaan lain yang kelebihan uang tunai atau memiliki penghasilan yang stabil. Sinergi finansial lain adalah keuntungan pengurangan pajak yang mungkin didapatkan melalui mekanisme *tax loss carry forward*. Ukuran perusahaan yang membesar juga termasuk sinergi finansial jangka panjang melalui

peningkatan kapasitas hutang (*debt capacity*) dan penurunan *agency cost* atau *debt/bankruptcy cost*.

Stern dan Stew berpendapat bahwa alasan penggabungan usaha adalah perusahaan target yang berada dalam keadaan *undervaluation* yaitu nilai intrinsiknya lebih tinggi dari penawaran atau nilai pasar. Kondisi ini memungkinkan perusahaan diambilalih dengan harga murah. Empat penyebab utama terjadinya *undervaluation* :

1. Inefisiensi pasar
2. Ada informasi prospek perusahaan yang diketahui pembeli namun tidak diketahui pasar (*inside information*)
3. Ada analisa *superior* yang mampu mendeteksi perusahaan target yang dalam kondisi *undervalued*
4. Inefisiensi manajemen perusahaan target dalam pengelolaan aktivitya.

Berdasarkan tujuan akuisisi diatas maka dapat diambil beberapa poin yang merupakan motif dasar pelaksanaan akuisisi seperti :

1. Penggunaan kelebihan dana

Umumnya terjadi pada perusahaan yang berada dalam tahap *mature industri* atau *cash cow*. Kas yang dihasilkan dari operasi sangat banyak tetapi sedikit kesempatan untuk memilih investasi yang menguntungkan. Akuisisi merupakan alternatif pemberdayaan modal.

2. Kombinasi sumber daya agar saling melengkapi

Motif ini banyak dilakukan terhadap perusahaan yang memiliki keunggulan kompetitif tertentu. Pemanfaatan keunggulan kompetitif perusahaan target ini membutuhkan sumber daya tertentu yang dimiliki perusahaan pengakuisisi.

3. Manfaat perlindungan pajak

Perusahaan pengakuisisi dapat menikmati keuntungan pajak jika bergabung dengan perusahaan lain yang mengalami kerugian. Mekanisme *tax loss carry forward* akan menguntungkan perusahaan pengakuisisi.

4. Integrasi vertikal

Umumnya dilakukan perusahaan industri besar yang memiliki masalah dalam perolehan bahan baku dan pemasaran produk yang dihasilkan. Akuisisi terhadap salah satu perusahaan pemasok dan perusahaan yang menampung produk perusahaan akan menguntungkan bagi perusahaan pengakuisisi

5. Skala ekonomi dan eliminasi inefisiensi

Akuisisi diharapkan dapat menghemat penggunaan bersama pusat-pusat pelayanan seperti pengembangan manajemen dan sebagainya. Akuisisi juga diharapkan akan meningkatkan penjualan dan pangsa pasar sehingga tercapai skala ekonomi perusahaan pengakuisisi.

2.4. Cara dan Prosedur Akuisisi

2.4.1. Cara Akuisisi

Cara yang digunakan dalam akuisisi dapat dikelompokkan dalam dua kategori yaitu *disciplinary takeover* dan *synergistic takeover* (Jeter dan Chaney). Cara yang pertama bersifat *hostile takeover* yang bertujuan memperbaiki praktik manajemen perusahaan target yang tidak memaksimalkan nilai perusahaan. Praktik ini umumnya disebabkan timbulnya masalah keagenan (*Agency Problem*) antara manajemen dengan pemegang saham yaitu perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan dalam hal ini pemegang saham dengan pihak manajemen dalam hal ini sebagai agen yang ditunjuk untuk mengelola perusahaan. *Hostile takeover* dilakukan menggunakan metode seperti *tender offer*, *proxy fight* atau kombinasi keduanya. Sementara cara *synergistic takeover* bersifat *friendly* dan dilakukan dengan banyak negosiasi antar kedua belah pihak. Karakteristik *friendly takeover* adalah tingginya kepemilikan saham direksi, khususnya jajaran eksekutif perusahaan.

Dalam *tender offer*, perusahaan pengakuisisi berinisiatif melakukan penawaran untuk membeli saham perusahaan target pada harga tertentu. Pembayaran dilakukan dengan *cash* atau penerbitan sekuritas yang ditentukan. *Tender offer* dilakukan terhadap saham perusahaan yang dimiliki oleh publik. Cara ini digunakan jika negosiasi *friendly takeover* gagal, perusahaan pengakuisisi menghadapi taktik pertahanan dan penolakan manajemen perusahaan target

Proxy fight merupakan usaha dari seseorang atau sekelompok pemegang saham untuk mengambil alih kendali perusahaan dengan tujuan membuat perubahan dalam perusahaan. Usaha ini dicapai dengan mekanisme *proxy* melalui *voting*. Dalam hal ini menggunakan hak pilihnya dan mengumpulkan dukungan dari pemegang saham lainnya untuk menggeser direksi atau manajemen yang ada. Proses *voting* dengan *proxy* relatif mudah karena para pemegang saham yang berhalangan hadir dapat memberikan kuasanya pada orang lain untuk memilih atas nama dan bertindak sebagai *proxy* mereka.

2.4.2 Prosedur Akuisisi

Keberhasilan akuisisi memerlukan perencanaan yang terprogram dan matang. Banyak aspek yang menjadi pertimbangan sebelum melakukan akuisisi. Prosedur akuisisi dapat dibagi menjadi lima tahap terdiri atas pra akuisisi atau perencanaan, proses penyeleksian/*search and screen*, penilaian perusahaan target, negosiasi, and integrasi paska akuisisi.

2.4.2.1 Tahap Perencanaan atau Pra Akuisisi

Tahap ini dimulai dengan analisa perusahaan sendiri dan industri dimana perusahaan berada. Analisa dilakukan terhadap tujuan dan strategi perusahaan untuk semua unit bisnis strategisnya. Langkah selanjutnya adalah pendefinisian kembali arah pertumbuhan dan diversifikasi yang ingin dilakukan berdasarkan analisa kekuatan dan kelemahan internal, serta peluang dan ancaman eksternal. Analisa internal meliputi posisi keuangan,

kualitas manajemen, organisasi, budaya, penelitian dan pengembangan, pemasaran, reputasi maupun strategi jangka panjang perusahaan. Analisa eksternal meliputi analisa lingkungan sosial, ekonomi, politik dan teknologi.

Analisa internal dan eksternal selanjutnya digunakan untuk mengembangkan kriteria akuisisi yang fleksibel yang mampu memberikan nilai tambah untuk perusahaan. Pendekatan nilai tambah yang bisa diperoleh perusahaan adalah melalui bisnis inti yang semakin kokoh, potensi skala ekonomis yang bisa dicapai serta transfer teknologi dan keterampilan yang diinginkan.

2.4.2.2. Tahap Penyeleksian (*Search* dan *Screen*)

Proses ini merupakan pendekatan sistematis untuk menyusun daftar dari prospek-prospek akuisisi yang baik. *Search* difokuskan pada bagaimana dan dimana mencari kandidat perusahaan target. Sementara *Screen* menyeleksi beberapa kandidat terbaik dari kemungkinan tersedia berdasarkan sasaran dan kriteria dalam proses perencanaan.

Metode penyeleksian dapat dilakukan dengan berbagai macam cara. Salah satunya adalah dengan *knockout criteria* yaitu dengan menetapkan beberapa kriteria sebagai persyaratan perusahaan target yang diinginkan. Misalnya adalah penetapan lokasi ataupun besarnya perusahaan target yang berbagai kriteria lain yang dianggap penting bagi perusahaan. Hasil proses ini adalah didapatkan sejumlah calon perusahaan target yang memiliki kriteria sesuai dengan yang diinginkan. Calon perusahaan target ini kemudian akan dinilai lebih lanjut dalam tahapan berikutnya.

2.4.2.3. Valuasi Perusahaan Target

Penilaian perusahaan target merupakan penilaian terhadap prospek perusahaan di masa depan. Prediksi masa depan bukanlah proses yang mudah. Data historis dapat digunakan sebagai acuan penilaian namun tidak sepenuhnya merefleksikan masa depan perusahaan. Proses penilaian ini meliputi analisa mengenai berapa harga maksimum yang akan dibayarkan untuk perusahaan target, prinsip resiko, implikasi terhadap earning, arus kas dan neraca pasca akuisisi serta cara terbaik untuk membiayai akuisisi.

2.4.2.4. Tahap Negoisasi

Kemampuan negoisasi merupakan seni yang sulit ditetapkan dengan rumus tertentu. Strategi negoisasi biasanya diawali dengan mengenal internal perusahaan dan perusahaan target dengan baik. Secara praktis, perlu dibentuk suatu tim kerja negoisasi yang terdiri dari individu-individu yang memiliki keterampilan yang handal. Proses negoisasi juga memerlukan perencanaan yang matang.

2.4.2.5. Integrasi Pasca Akuisisi

Proses ini bertujuan untukantisipasi segala kemungkinan yang akan terjadi pasca akuisisi terutama jika akuisisi menyebabkan adanya tumpang tindih antar fungsi kedua perusahaan sehingga menimbulkan konflik. Pada tahap ini juga dilakukan evaluasi guna mendapatkan informasi umpan balik bagi perusahaan. Langkah-langkah pada tahap ini seperti memperjelas tujuan awal, mengidentifikasi harapan, mengkomunikasikan dan

mengontrol integrasi, mengembangkan strategi dasar dan penentuan kembali strategi yang belum tercapai.

2.5. Performa Perusahaan Pasca Deal Akuisisi

Sebuah akuisisi bisa jadi merupakan *good deal* bagi pengakuisisi dan memberikan peningkatan pertumbuhan, penambahan profit melalui sinergi yang tercipta pasca akuisisi. Namun penelitian Mc Kinsey and Co. ternyata menemukan bahwa 28 dari 58 akuisisi yang terjadi pada masa 1972 – 1983 ternyata tidak mampu menghasilkan *return* yang lebih tinggi dari *cost of capital* perusahaan pengakuisisi serta tidak mampu mengalahkan persaingan sehingga akuisisi malah menjadi beban perusahaan induk.

Pada tahun 1999, KPMG memeriksa sekitar 700 proses akuisisi yang termahal antara tahun 1996 – 1998 dan menemukan bahwa hanya sekitar 17 % dari akuisisi ini yang menciptakan nilai lebih, 30 % netral atau tidak menghasilkan tambahan *value*. Sementara 53 % justru menghancurkan *value* dan menjadi beban pengakuisisi.

Namun beberapa studi juga menunjukkan bahwa akuisisi bisa menghasilkan perbaikan efisiensi operasional rata-rata dalam jangka waktu lima tahun pasca akuisisi. Kesuksesan akuisisi ini umumnya dinikmati oleh perusahaan pengakuisisi yang mengevaluasi sinergi secara berhati-hati sebelum melakukan akuisisi dan memiliki rencana akulturasi yang cukup dalam menciptakan sinergi.

2.6. Analisis Kualitatif dan Kuantitatif

Perusahaan pengakuisisi umumnya berfokus pada angka-angka yang menceritakan bagaimana kemampuan perusahaan target menghasilkan laba. Angka-angka ini diperoleh melalui estimasi, prediksi¹ dan proyeksi kinerja perusahaan target di masa mendatang. Estimasi angka-angka yang terlalu optimis dalam proyeksi justru dapat membawa kesalahan analisis dan berakhir pada keputusan investasi yang tidak tepat. Analisis kualitatif merupakan analisis lingkungan usaha yang berperan sebagai kerangka acuan penetapan asumsi. Asumsi-asumsi inilah yang dipakai untuk memroyeksikan angka-angka analisa kuantitatif.

Kerangka analisis kualitatif biasanya meliputi analisis lingkungan non pasar, lingkungan pasar dan lingkungan perusahaan. Ada berbagai model analisis kualitatif yang telah dikembangkan dan teruji. Contoh analisis kualitatif ini seperti analisis fundamental, analisis SWOT, dan analisis *Five Forces Porter*. Sementara kerangka analisis kuantitatif meliputi analisis terhadap kinerja keuangan perusahaan dan perhitungan nilai intrinsik perusahaan berdasarkan analisis laporan keuangan dan proyeksi arus kas perusahaan di masa depan. Kedua analisis ini penting dilakukan dalam melakukan valuasi terhadap nilai wajar saham sebuah perusahaan.

Metode analisis dalam menentukan nilai wajar saham perusahaan ini selain terbagi juga menjadi dua jenis yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal. Analisis fundamental adalah metode analisis yang didasarkan pada fundamental ekonomi suatu perusahaan. Metode ini menitikberatkan

pada rasio finansial dan kejadian - kejadian yang secara langsung maupun tidak langsung mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Analisis fundamental dibagi dalam tiga tahapan analisa yaitu analisis ekonomi, analisis industri, dan analisis perusahaan itu sendiri. Sebaliknya analisis teknikal adalah merupakan suatu tehnik analisa yang memprediksi trend suatu harga saham dengan cara mempelajari data pasar yang lampau, terutama pergerakan harga dan volume. Metode ini mengidentifikasi patron harga dan tren dalam pasar keuangan dan berupaya untuk mengeksploitasi patron tersebut untuk menentukan pergerakan harga saham saat ini. Studi atas grafik harga dilakukan berdasarkan asumsi bahwa harga mencerminkan seluruh factor yang relevan dalam pengambilan keputusan investor. Bodie, Kane dan Marcus (1996) menyatakan bahwa analisis teknikal secara esensial adalah merupakan pencarian pola-pola yang berulang dan dapat diprediksi terhadap harga saham di pasar. Dalam bukunya *Technical Analysis of Stock Trends*, Robert D. Edwards dan John Magee mendefinisikan analisis teknikal sebagai suatu ilmu yang mempelajari pencatatan tentang data historis perdagangan (harga, volume transaksi dan lain-lain) dari saham-saham tertentu (yang biasanya berbentuk grafik atau dalam bentuk perhitungan rata-rata) dan kemudian menarik kesimpulan dari gambaran historis tersebut untuk memperkirakan kemungkinan kecenderungan (trend) yang akan datang.

Analisis teknikal yang merupakan pendefinisian dari grafik masa lampau perusahaan sering dikritik beberapa ahli karena merupakan

kontradiksi dari hipotesa pasar tepat guna (*Efficient Market Hypothesis*). Dengan alasan ini, maka penelitian ini tidak melakukan analisis teknikal dalam menentukan harga wajar saham perusahaan melainkan hanya menggunakan analisis fundamental saja.

2.6.1. Analisis Fundamental

Analisis fundamental adalah analisis yang menilai perusahaan berdasarkan informasi fundamental ekonomi perusahaan. Situasi perusahaan yang menyangkut pendapatan dan keberadaan perusahaan di masa mendatang menjadi fokus utama analisis fundamental. Analisis fundamental bertujuan mendapatkan nilai intrinsik perusahaan melalui sebuah valuasi terhadap perusahaan bersangkutan. Valuasi merupakan kegiatan memprediksikan dividen dan pendapatan yang diharapkan dari perusahaan tersebut di masa depan. Kemampuan memprediksikan dividen dan pendapatan tidak terlepas dari keterampilan mengaitkan perusahaan dengan indikator - indikator makro ekonomi, keterampilan memprediksikan lingkungan usaha tempat perusahaan beroperasi serta keterampilan menilai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *profit* dan *earnings*.

Variabel yang digunakan dalam analisis fundamental adalah pendapatan dan prospek dividen perusahaan, ekspektasi mengenai nilai bunga di masa datang dan evaluasi resiko yang dihadapi. Variabel - variabel ini kemudian digunakan untuk menilai kewajaran nilai saham perusahaan bersangkutan. Analisis fundamental berusaha menentukan nilai sekarang

dari perusahaan dengan melakukan diskonto atas semua pendapatan dan variabel lain yang mempengaruhinya.

Analisis fundamental dimulai dengan studi atas pendapatan perusahaan dimasa lalu dan pengamatan atas neraca perusahaan. Kemudian para analis melengkapinya dengan analisis makroekonomi yang detil. Analisis ini meliputi penilaian atas kualitas manajemen, posisi perusahaan dalam industri dan prospek perusahaan itu secara keseluruhan. Pendekatan dalam analisis fundamental ini dinamakan pendekatan dari atas ke bawah (*top-down approach*). Pendekatan ini dimulai dengan melakukan analisis terhadap kondisi makro ekonomi, dilanjutkan dengan menganalisis industri dimana perusahaan berada dan terakhir adalah menganalisis kondisi perusahaan itu sendiri. Sehingga menurut Suad Husnan (1998) terdapat tiga tahapan dalam analisa fundamental yaitu (1) analisa kondisi makroekonomi atau pasar (2) analisa industri (3) analisa spesifik perusahaan.

Analisis makro ekonomi dilakukan terhadap makro ekonomi global dan makro ekonomi domestik. Analisis makro ekonomi global akan menghasilkan perspektif yang luas sehingga dapat ditarik kesimpulan untuk dijadikan acuan dalam analisis makro ekonomi domestik. Ekonomi yang tumbuh stabil merupakan berita baik bagi investor. Prediksi pertumbuhan ekonomi yang baik akan memengaruhi pasar modal secara positif. Dalam kondisi seperti ini investasi pada saham akan memberikan keuntungan lebih baik daripada investasi pada surat berharga dengan pendapatan tetap.

Sebaliknya jika investor menerima berita perkiraan penurunan ekonomi maka nilai investasi pada saham akan menurun. Dalam kondisi seperti ini investor akan lebih diuntungkan jika melakukan investasi pada surat berharga dengan pendapatan tetap seperti obligasi.

Beberapa variabel ekonomi yang dapat digunakan untuk memperkirakan kondisi ekonomi adalah pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, tingkat bunga, tingkat pengangguran dan nilai tukar rupiah. Indikator makro moneter perekonomian Indonesia seperti inflasi, nilai tukar dan suku bunga secara umum mengindikasikan keadaan ekonomi. Prospek pertumbuhan ekonomi tergantung pada keberhasilan penanganan berbagai faktor risiko dan permasalahan yang mendasar baik bersumber dari eksternal maupun domestik. Sementara prospek perusahaan terkait erat dengan prospek perekonomian dan lingkungan bisnis dimana perusahaan beroperasi.

Analisis terhadap lingkungan bisnis tempat perusahaan beroperasi dinamakan analisis industri. Melalui analisis industri dapat diketahui siklus hidup industri dan siklus bisnis yang sedang dihadapi oleh perusahaan. Terdapat empat tahap siklus hidup industri yang dikenal yaitu (1) tahap pengenalan (*start up stage*), (2) tahap ekspansi/pertumbuhan (*growth stage*), (3) tahap kedewasaan (*maturity stage*), dan (4) tahap penurunan (*relative decline stage*). Prospek perusahaan berbeda-beda untuk setiap siklus hidup industri. Sementara menurut siklus bisnisnya, terdapat tiga macam tipe industri yaitu *growth industri*, *cyclical industri* dan *defensive industri*.

Growth industri merupakan industri yang memperoleh laba jauh diatas rata-rata. *Cyclical industri* adalah industri dengan tingkat sensitifitas terhadap perubahan ekonomi berada di atas rata-rata. Sementara *defensive industry* merupakan industri yang mempunyai sensitifitas kecil terhadap perekonomian.

Analisis industri lain yang sering digunakan adalah analisis dengan berdasarkan lima kekuatan (*five forces*) yang terdapat dalam industri. Metode ini diperkenalkan oleh Michael E. Porter (1985) sehingga dikenal dengan nama analisis *five forces Porter*. Kelima *forces* tersebut adalah :

1. Persaingan antar perusahaan-perusahaan dalam industri (*rivalry among existing firms*)
2. Ancaman terhadap adanya pendatang baru (*threat of new entrants*)
3. Ancaman terhadap produk pengganti (*threat of substitute products*)
4. Daya tawar menawar pembeli (*bargaining power of buyers*)
5. Daya tawar menawar pemasok (*bargaining power of suppliers*)

Tiga *forces* pertama memberikan penjelasan mengenai intensitas kompetisi di pasar, baik sekarang maupun yang akan datang. Intensitas kompetisi berpotensi menjadikan suatu perusahaan menghasilkan pendapatan *abnormal*. Sedangkan kedua *forces* yang terakhir menjelaskan tingkat daya tawar (*bargaining power*) dari perusahaan terhadap pelanggan (*customer*) dan pemasok (*supplier*). Pada dasarnya kemampuan perusahaan untuk mempertahankan setiap potensi yang menyebabkan *abnormal earnings* bergantung pada daya tawar perusahaan tersebut.

Rivalry among existing firms. Kompetisi antar perusahaan dalam industri yang sama mempunyai pengaruh terhadap potensi profitabilitas perusahaan. Semakin tinggi tingkat rivalitas menyebabkan menurunnya potensi meraih laba. Tingkat persaingan ini bergantung pada beberapa faktor yaitu :

1. Tingkat pertumbuhan industri (*expected industri growth*). Industri dalam tahap pertumbuhan tinggi memiliki potensi meraih laba yang lebih besar. Sebaliknya jika pertumbuhan sudah tetap atau menurun maka potensi meraih laba akan menurun.
2. Jumlah dan ukuran perusahaan kompetitor. Jumlah dan besarnya perusahaan pesaing akan berpengaruh pada tingkat perolehan laba. Industri dengan hanya satu atau dua perusahaan akan berpotensi memperoleh laba yang besar
3. Tingkat diferensiasi dan *switching cost*. Industri yang memiliki diferensiasi produk yang sedikit akan mengakibatkan persaingan yang lebih tinggi. Potensi meraih laba menjadi lebih sedikit. Demikian pula dengan produk yang mempunyai karakteristik *low switching cost* akan mempersulit perolehan laba.
4. Skala ekonomi dari industri. Perusahaan yang berada di industri yang memiliki skala ekonomi yang besar maka potensi meraih laba lebih besar
5. Kapasitas berlebih (*excess capacity*). Kelebihan kapasitas apalagi dalam jangka panjang yang dikombinasikan dengan *exit barrier*

yang tinggi akan menyebabkan terdorongnya profitabilitas ke bawah.

Threat of new entrants. Kemungkinan masuknya pendatang baru akan memberikan tekanan terhadap profitabilitas. Keberadaan pendatang baru juga berbanding terbalik dengan adanya *barriers to entry*. Faktor yang penting dalam hal ini adalah skala ekonomi, keuntungan bagi pendatang pertama (*early movers*), akses terbatas kepada kanal distribusi dan *legal barriers*. Kesemuanya ini merupakan faktor-faktor yang memengaruhi *entry barrier*.

Threat of substitute products. Hal yang perlu diperhatikan adalah bahwa produk pengganti tidaklah harus serupa. Produk menjadi pengganti selama mempunyai fungsi yang sama dan pada harga yang bersaing. Juga perlu diperhatikan setiap potensi baik *switching costs* maupun tingkat keinginan (*willingness*) dari pelanggan untuk berganti produk.

Bargaining power of buyers. Daya tawar terhadap pembeli memberikan gambaran tentang kemungkinan bahwa pelanggan akan mempengaruhi pendapatan perusahaan. Hal ini dilakukan dengan mendorong turunnya harga atau permintaan layanan tambahan. Dua faktor penting yang perlu diperhatikan adalah sensitivitas harga yang mengukur kemauan pembeli untuk menawar dan daya tawar relative pembeli yang mengukur kemampuan pembeli untuk mewujudkan tekanan kepada perusahaan. Sensitivitas berhubungan dengan jumlah pembeli di pasar, proporsi dari total biaya yang diwakili oleh produksi dari produk (semakin

tinggi proporsi maka semakin sensitive harganya) dan tingkat dimana pembeli memperhatikan kualitas produk (semakin tinggi perhatiannya semakin rendah sensitifitasnya). Sementara *relative bargaining power* ditentukan oleh jumlah pembeli dan switching cost.

Bargaining power of Suppliers. Daya tawar menawar pemasok memberikan gambaran bagaimana pemasok dapat mempengaruhi pendapatan perusahaan. Hal ini dapat terjadi melalui kenaikan harga dan kelancaran pengiriman bahan baku untuk produksi. Kedua faktor ini dapat memberikan tekanan terhadap produktivitas perusahaan yang selanjutnya berdampak pada profitabilitas perusahaan.

2.7. Pendekatan Valuasi

Menurut Damodaran (2002) terdapat tiga pendekatan yang paling sering digunakan dalam melakukan valuasi sebuah perusahaan. Ketiga pendekatan ini adalah pendekatan *discounted cash flow valuation* (DCF), pendekatan *relative valuation*, dan pendekatan *contingent claim valuation*.

Pendekatan *discounted cash flow* mencoba menghubungkan antara ekspektasi nilai arus kas suatu aset di masa depan dengan nilainya pada saat ini. DCF merupakan nilai saat ini (*present value*) dari suatu arus kas di masa datang yang didiskontokan dengan suatu *discount rate* tertentu. Arus kas yang masa depan yang diproyeksikan dapat berupa dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham (*dividend discount model*) atau arus kas yang tersedia untuk perusahaan (*discounted cash flow model*) namun bukan

proyeksi laba ekonomi yang dihasilkan oleh perusahaan bersangkutan. Hal yang mendasari pendekatan ini adalah bahwa setiap aset memiliki nilai sebenarnya (nilai intrinsik) yang dapat diestimasi berdasarkan karakteristiknya seperti arus kas, pertumbuhan dan resikonya.

Metode DCF memiliki beberapa karakteristik, keunggulan serta kelemahan dibandingkan metode lainnya. Dalam melakukan valuasi dengan menggunakan metode DCF, maka sebelumnya perlu dilakukan estimasi terhadap parameter :

1. Estimasi terhadap umur aset yang akan dinilai
2. Estimasi arus kas (*cash flow*) selama umur hidup aset
3. Estimasi besaran *discount rate* yang akan digunakan untuk mendiskonto arus kas ke dalam nilai arus kas saat ini (*present value*).

Metode DCF memiliki beberapa keunggulan diantaranya :

1. Sedikit terpengaruh oleh *mood* dan persepsi pasar karena metode ini dilakukan berdasarkan analisis fundamental aset yang akan dinilai
2. Metode ini memerlukan pemahaman tentang karakteristik yang mendasari suatu perusahaan atau bisnis bersangkutan.

Selain keunggulan, juga terdapat beberapa kelemahan dari metode DCF seperti:

1. Membutuhkan input yang lebih banyak dibandingkan pendekatan lain untuk mengestimasi nilai intrinsik asset

2. Input yang diperlukan relatif sulit diperoleh serta mudah dimanipulasi analisis untuk memperoleh kesimpulan yang sesuai keinginan analisis

Valuasi menggunakan metode DCF sangat cocok untuk valuasi aset dengan kondisi sebagai berikut :

1. Aset yang divalusi memiliki arus kas positif dan dapat diestimasi dalam periode di masa datang
2. Aset yang divalusi memiliki proxy resiko yang dapat digunakan sebagai discount rate
3. Investor memiliki horizon waktu yang panjang serta mampu menjadi katalis untuk menggerakkan harga dan *value*

Pendekatan *relative valuation* merupakan metode untuk menilai *value* dari suatu aset dengan melihat harga dari suatu aset lain yang serupa, relatif terhadap variabel-variabel tertentu seperti *earnings*, *cash flows*, *book value* atau penjualan. Hal yang mendasari metode ini adalah bahwa nilai intrinsik dari suatu target tidak mungkin atau sulit diestimasi. Sehingga *value* suatu aset tergantung pada seberapa besar keinginan pasar untuk membeli aset tersebut. Untuk melakukan valuasi dengan metode ini diperlukan beberapa informasi diantaranya :

1. Aset yang identik, atau sekelompok aset yang serupa atau bisa dibandingkan
2. Pengukuran *value* yang standard (misal : *price-earnings*, *price-book value*)

Metode *relative valuation* memiliki beberapa keunggulan dibandingkan metode lain. Diantaranya metode ini membutuhkan input informasi yang lebih sedikit daripada metode DCF. Namun metode ini juga memiliki kelemahan:

1. Suatu portofolio yang terdiri dari beberapa *stock* yang *undervalued* berdasarkan metode ini masih dapat berubah menjadi *overvalued*. Hal ini disebabkan perbandingan yang dilakukan dimana portofolio tersebut hanya kurang *overvalued* dibandingkan sekuritas lain di pasar.
2. Relative valuation dilakukan berdasarkan asumsi bahwa pasar adalah benar secara agregat tapi tetap memiliki kesalahan secara individual. Sehingga metode akan mengalami kegagalan pada saat pasar *undervalued* atau *overvalued* secara agregat.
3. Pada metode ini, beberapa variabel diasumsikan sehingga input yang dibutuhkan menjadi sedikit jika asumsi yang digunakan salah maka valuasi yang dihasilkan juga akan salah.

Metode ini cocok digunakan dalam kondisi tertentu seperti

1. Terdapat sejumlah besar aset yang dapat dibandingkan dengan aset yang akan dinilai
2. Aset yang dinilai memiliki harga di pasar
3. Terdapat variable pembanding yang sama yang digunakan untuk standardisasi harga
4. Investor memiliki horizon waktu yang pendek

Pendekatan *contingent claim valuation* merupakan pendekatan yang menggunakan model *pricing* dari suatu *option* untuk mengukur nilai dari suatu aset yang memiliki karakteristik seperti *option*. Adapun karakteristik *option* adalah

1. Nilai dari suatu *option* berasal dari nilai aset yang mendasarinya (*underlying asset*)
2. Sebuah *call option* berharga apabila nilai *underlying asset* nya lebih besar daripada *exercise price* pada waktu *option* jatuh tempo. Sebuah *put option* berharga apabila nilai *underlying asset* nya lebih kecil daripada *exercise price*. Jika kondisi yang terjadi adalah sebaliknya maka *option* tidak memiliki nilai
3. *Option* memiliki umur hidup yang pasti/tetap

Semua sekuritas yang memiliki karakteristik seperti disebutkan diatas dapat dinilai sebagai *option*. Pendekatan menggunakan model *option pricing* ini memiliki beberapa keunggulan diantaranya

1. Dapat digunakan untuk menilai aset yang sulit dinilai misalnya perusahaan yang mengalami kesulitan dan tidak mampu menghasilkan *revenue* atau *profit* sehingga tidak mungkin dinilai menggunakan DCF
2. Model *option pricing* dapat memberikan gambaran lebih baik tentang *driver* suatu *value*

Sementara itu model ini juga memiliki kelemahan seperti :

1. Beberapa input dibutuhkan untuk model *option pricing* ini sangat sulit diperoleh
2. Untuk menilai *pricing* suatu *option*, maka hal yang dilakukan adalah menilai aset yang mendasarinya (*underlying asset*) sehingga dapat dikatakan bahwa pendekatan ini merupakan pendekatan tambahan dari pendekatan valuasi yang lain.

Sementara itu menurut Partner (1991), pendekatan dalam menilai suatu perusahaan target dapat dibagi menjadi 4 yaitu (1) pendekatan nilai likuidasi (*liquidation value approach*), (2) pendekatan nilai transaksi yang dapat diperbandingkan (*comparable transaction value approach*), (3) pendekatan nilai pasar (*market value approach*) dan (4) pendekatan nilai arus kas yang didiskontokan (*discounted cash flow/DCF*). Pendekatan nilai likuidasi mengasumsikan bahwa perusahaan dihentikan kegiatannya atau dilikuidasi. Kemudian dengan segera aktiva dan kewajibannya dinilai dengan harga pasar yang wajar. Dengan pendekatan ini, digunakan nilai buku dari aktiva dan kewajiban yang tercantum dalam laporan keuangan kemudian dilakukan penyesuaian atas dasar perbedaan antara nilai buku dengan nilai pasar sekarang. Pendekatan nilai transaksi yang dapat diperbandingkan menyatakan bahwa penilaian perusahaan didasarkan pada rata-rata dari transaksi beberapa perusahaan sejenis yang berada di pasar. Pendekatan nilai pasar berpendapat bahwa nilai pasar secara sederhana dinyatakan sebagai harga per lembar saham perusahaan saat ini dikalikan dengan jumlah saham beredar. Secara teoritis, harga suatu saham dianggap

3. Melihat fundamental perusahaan yakni seberapa besar perusahaan mampu melakukan investasi di proyek-proyek baru dan seberapa besar *return* yang mampu dihasilkan proyek tersebut.

Estimasi besarnya *growth* perusahaan juga dapat dilakukan dengan pendekatan kuantitatif yakni dengan menggunakan parameter EPS dan ROE. Pertumbuhan perusahaan dirumuskan sebagai :

$$g = b * ROE$$

dimana :

$g = growth$

$b = retention\ ratio$

= *retained earning / current earnings*

= *1- dividend pay out ratio*

$ROE = return\ on\ equity$

= *net income / book value of equity*

Terdapat beberapa determinan yang mempengaruhi pola pertumbuhan perusahaan :

1. Ukuran/ *size* perusahaan

Semakin besar perusahaan semakin sulit bagi perusahaan mempertahankan tingkat pertumbuhan yang tinggi

2. Tingkat pertumbuhan saat ini

Growth masa lalu tidak selalu dapat menjadi indikator pertumbuhan perusahaan di masa depan. Namun biasanya terdapat korelasi antara

growth masa lalu dengan *growth* masa datang. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi saat ini berpotensi mencapai tingkat pertumbuhan tinggi pula di masa datang relatif terhadap perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan lebih rendah.

3. *Barriers to entry* dan *differential advantage*

Pertumbuhan yang tinggi berasal dari *return* yang tinggi yang mana berasal dari faktor *barrier to entry* yang tinggi dan *differential advantage* yang memadai.

Secara umum ciri-ciri perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan yang tinggi dan perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang rendah ditunjukkan dalam table berikut. :

Tabel 1. Ciri-ciri pertumbuhan perusahaan

High growth firms	Stable growth firms
<ul style="list-style-type: none"> • Net capex tinggi • Risk tinggi • ROC tinggi • Leverage rendah 	<ul style="list-style-type: none"> • Net capex lebih rendah • Risk wajar / rata-rata • ROC mendekati WACC • Leverage mendekati rata-rata industri

2.8.2. Proyeksi Arus Kas Bebas

Arus kas bebas adalah alat ukur kinerja finansial yang dikalkulasi sebagai *operating cash flow* dikurangi dengan *capital expenditure*. Arus kas

bebas atau *free cash flow* (FCF) merepresentasikan kas yang berhasil dihasilkan perusahaan setelah mengeluarkan uang yang dibutuhkan untuk memelihara atau mengembangkan asetnya. FCF menjadi penting karena menggambarkan peluang perusahaan untuk meningkatkan nilai bagi pemegang sahamnya. FCF dihitung dengan rumus :

$$\begin{array}{l} \text{Net Income} \\ + \text{Amortization/Depreciation} \\ - \text{Changes in Working Capital} \\ - \text{Capital Expenditures} \\ \hline = \text{Free Cash Flow} \end{array}$$

Ada dua macam *free cash flow* tergantung pada jenis valuasi yang dilakukan yaitu valuasi terhadap ekuitas perusahaan (*equity valuation*) atau valuasi terhadap seluruh perusahaan (*firm valuation*). Valuasi terhadap ekuitas akan menggunakan *free cash flow to equity* (FCFE) sedangkan valuasi terhadap perusahaan akan menggunakan *free cash flow to the firm* (FCFF).

FCFE didefinisikan sebagai arus kas yang bebas/sisa yang tersedia untuk pemegang saham setelah dikurangi dengan seluruh pengeluaran (*expenses*), kewajiban pajak, pembayaran pokok pinjaman dan bunga, serta untuk pengeluaran modal baik untuk menjaga asset yang ada sekarang maupun untuk membeli asset baru untuk pertumbuhan perusahaan di masa mendatang.

Besarnya FCFE dihitung dengan menggunakan rumus :

$FCFE = \text{net income}$

$+ \text{depreciation / amortization}$

$- \text{changes in working capital}$

$- \text{capital expenditure}$

$- \text{repayment of long term debt}$

$+ \text{new debt issued}$

Sementara FCFF didefinisikan sebagai arus kas yang bebas/sisa yang tersedia untuk semua *claimholders* (pemegang saham dan debtholder/kreditor) setelah dikurangi dengan seluruh pengeluaran (*expenses*), kewajiban pajak, namun sebelum pembayaran pokok pinjaman bunga serta untuk pengeluaran modal baik untuk menjaga asset yang ada sekarang maupun untuk membeli asset baru untuk pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. FCFF merupakan arus kas bersih ditambah dengan pembayaran pokok dan bunga pinjaman namun setelah dikurangi pajak.

Besarnya FCFF dapat dihitung dengan menggunakan rumus :

$FCFF = \text{net income}$

$+ \text{depreciation / amortization}$

$- \text{changes in working capital}$

$- \text{capital expenditure}$

Dalam penelitian ini, arus kas bebas yang digunakan adalah FCFF karena valuasi ditujukan untuk menemukan nilai perusahaan secara

keseluruhan. Harga wajar saham nantinya diperoleh dengan membagi nilai perusahaan dengan jumlah saham yang beredar.

2.8.3. Kalkulasi *Discount Rate*

Tahap berikutnya dalam analisis metode DCF adalah menentukan *discount rate*. Hal ini sangat penting karena tingkat diskon diperlukan untuk mendiskontokan estimasi arus kas yang akan dihasilkan perusahaan di masa depan atau pada waktu perusahaan tersebut dinilai sehingga akan didapat nilai sekarang untuk dibandingkan dengan investasi yang akan dilakukan apakah sesuai dengan apa yang diharapkan (baik *return* dan risikonya) atau tidak. Ada beberapa jenis *discount rate* yang umum digunakan antara lain Biaya Modal atau *Cost of Equity*, Biaya hutang atau *Cost of Debt*, dan Biaya modal tertimbang atau *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*.

2.8.3.1. *Cost of Equity*

Cost of equity (Ke) adalah tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor dalam suatu investasinya, atau sering disebut biaya modal. Ada dua pendekatan dalam menentukan biaya modal ini yaitu dengan pendekatan *risk and return model* dan dengan menggunakan *dividend growth model*. Pendekatan *risk and return model* yang sering digunakan adalah *CAPM (Capital Assets Pricing Model)*. Model ini menjelaskan keseimbangan antara tingkat risiko sistematis dan tingkat keuntungan yang disyaratkan sekuritas portfolio. Dengan kata lain tujuan utama penggunaan *CAPM*

adalah untuk menentukan tingkat keuntungan minimum yang disyaratkan atau minimum *required rates of return* dari investasi aset yang berisiko.

$$Ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

dimana :

Ke : *cost of equity*, atau biaya modal yang diperhitungkan oleh investor

Rf : *risk free rate*, yaitu tingkat bunga bebas risiko yang diperhitungkan

Rm : *market risk premium*

β : adalah risiko sistematis suatu perusahaan.

2.8.3.2. Beta

Resiko dalam investasi adalah faktor kemungkinan (probability) suatu kejadian menyimpang dari perencanaan. Resiko merupakan kombinasi dari potensi (*opportunity*) dengan kegagalan (*failure*). Resiko pada hakikatnya merupakan hal yang tidak disukai dan sedapat mungkin dilakukan langkah-langkah antisipatif untuk meminimalkan resiko.

Resiko secara garis besar diklasifikasikan dalam dua kelompok :

1. Resiko pasar (*market risk*) yang sering juga disebut sebagai resiko sistematis. Resiko ini muncul pada tatanan pasar secara menyeluruh dan berdampak pada seluruh investasi yang ada. Resiko ini memiliki korelasi antar satu perusahaan dengan perusahaan lainnya. Contoh resiko sistematis antara lain ketidakpastian kondisi ekonomi (GNP, tingkat suku bunga, inflasi)

2. Resiko non pasar yang merupakan resiko bawaan dari perusahaan yang spesifik dimiliki oleh perusahaan tersebut atau dikenal juga dengan resiko non sistematis. Resiko ini dapat diminimalisasi dengan cara diversifikasi investasi. Untuk simplifikasi permasalahan, maka diasumsikan bahwa semua investor telah mendiversifikasikan investasinya dalam portofolio investasi dengan sempurna sehingga resiko yang masih tertinggal hanyalah resiko sistematis

Untuk mengetahui apakah suatu investasi lebih berisiko terhadap portofolio pasar secara keseluruhan maka perlu diketahui terlebih dahulu tingkat kepekaan masing-masing perusahaan terhadap portofolio pasar. Tingkat kepekaan ini diketahui dengan menggunakan suatu standardisasi pengukuran resiko dengan cara membagi *covariance* asset dari portofolio ataupun perusahaan dengan *variance* dari portofolio pasar. Standar kepekaan ini dikenal dengan koefisien beta.

$$\beta = \frac{Cov_{im}}{\sigma^2_m}$$

dimana :

β = sensitivitas perusahaan (resiko sistematis)

Cov_{im} = *Covariance* aset dari portofolio pasar

σ^2_m = *Variance* dari market portofolio

Semakin sensitive perubahan harga suatu asset (misal saham) perusahaan relatif terhadap perubahan harga pasar secara keseluruhan (indeks), berarti semakin tinggi beta faktornya.

Selain menggunakan rumus diatas, beta suatu aset juga bisa diperoleh dengan meregresikan data historis dari *return* aset atau sekuritas bersangkutan dengan *return* dari portofolio pasar. Persamaan regresi ini dirumuskan sebagai berikut :

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i$$

Dari persamaan di atas, koefisien β_i merupakan Beta sekuritas yang diperoleh dari teknik regresi. Variabel e_i dalam persamaan regresi menunjukkan bahwa persamaan linier yang dibentuk mengandung error yaitu resiko non sistematis.

Nilai beta bervariasi dan tidak ada batasan atas ataupun batasan bawah namun umumnya berkisar dari $0 < \beta < 2$. Nilai beta ini menunjukkan korelasi dan volatilitas aset terhadap pasar. Nilai beta sebesar satu mengindikasikan bahwa harga sekuritas akan bergerak sesuai dengan pergerakan pasar. Nilai beta kurang dari satu berarti bahwa sekuritas memiliki volatilitas lebih kecil dibanding pasar dan demikian sebaliknya. Nilai beta kosong menunjukkan tidak adanya korelasi antara aset tersebut dengan pasar. Beberapa sekuritas yang memiliki nilai beta kosong seperti sekuritas bebas resiko *treasury bond* dan sebagainya. Pada kasus ekstrim, nilai beta bisa mencapai angka 3 - 4 yang umumnya dimiliki saham-saham dengan volatilitas sangat tinggi. Nilai beta aset juga bisa negatif yang menunjukkan bahwa aset tersebut berkorelasi terbalik dengan pasar.

Saham-saham yang berkaitan dengan emas umumnya memiliki nilai beta yang negatif.

2.8.3.3. Cost of Debt

Cost of debt atau biaya hutang yang relevan menurut Weston (2001) adalah biaya hutang setelah pajak, karena pembayaran bunga merupakan *tax deductible* sehingga biaya hutang dihitung sebagai berikut :

$$\text{Cost of debt} = K_d (1 - t)$$

Faktor kesulitan dalam penghitungan biaya hutang adalah pada perlu tidaknya memasukkan hutang jangka pendek pada perhitungan WACC dan jadwal pembayaran hutang jangka panjang yang tidak tetap. Untuk itu diperlukan argumentasi yang kuat dalam menentukan biaya modal yang akan digunakan dalam perhitungan metode DCF.

2.8.3.4. Weighted Average Cost of Capital

Modal perusahaan terdiri dari dua kelompok yaitu modal sendiri atau *equity* dan modal pinjaman atau hutang/kewajiban. Biaya kapital perusahaan dihitung atas rata-rata tertimbang biaya hutang dan biaya modal sendiri yang digunakan. Metode penghitungan biaya modal yang seperti ini dinamakan *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* atau metode biaya modal dengan rata-rata tertimbang. WACC ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$WACC = \left[K_e \times \frac{E}{D+E} \right] + \left[K_d \times (1-t_c) \times \frac{D}{D+E} \right]$$

dimana:

K_e = Biaya Modal (*Cost of Equity*)

K_d = Biaya hutang (*cost of Debt*)

E = Jumlah *Equity*

D = Jumlah *Debt*

T_c = Pajak perusahaan

2.8.4. Valuasi Perusahaan

Dalam melakukan pencarian nilai perusahaan dengan metode DCF, maka diperlukan sebuah model valuasi yang sesuai dengan karakteristik perusahaan bersangkutan. Pemodelan ini dilakukan dengan memasukkan faktor *growth* perusahaan yakni apakah perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan stabil, mengalami pertumbuhan pesat kemudian stabil kembali ataupun skenario lainnya. Setiap skenario pertumbuhan perusahaan membutuhkan model valuasi yang berbeda. Ada tiga macam model valuasi yang umum digunakan yaitu :

1. *One stage model (zero growth)*

Model ini digunakan jika perusahaan diasumsikan berada dalam kondisi stabil dengan tingkat pertumbuhan di masa mendatang yang mendekati nol (tidak tumbuh). Perumusan valuasi model ini adalah :

$$Value = \frac{CF_t}{r - g}$$

dimana :

CF = arus kas bebas perusahaan

r = *discount rate* perusahaan

g = tingkat pertumbuhan jangka panjang perusahaan

2. Two stage model

Model ini digunakan jika perusahaan diasumsikan memiliki dua tingkat pertumbuhan yang berbeda. Pertumbuhan ini adalah periode pertumbuhan tinggi dan periode pertumbuhan stabil. Perhitungan *value per share* perusahaan sama dengan penjumlahan nilai sekarang dari *cash flow* selama periode proyeksi dan nilai *cash flow* perusahaan setelah periode proyeksi (*terminal value*). Perumusan yang digunakan adalah sebagai berikut ;

$$Vulur = \sum_{t=1}^{k=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

dimana :

$$P_n (\text{terminal value}) = \frac{CF_{n+1}}{r_n - g_n}$$

CF = arus kas bebas perusahaan

r = *discount rate* perusahaan

g = tingkat pertumbuhan jangka panjang perusahaan

t = periode proyeksi

n = periode pertumbuhan stabil

3. Three stage model

Pada model ini perusahaan mengalami tiga jenis pertumbuhan yang berbeda yakni pertumbuhan tinggi, pertumbuhan menurun dan berakhir pada pertumbuhan stabil. Hal ini biasa terjadi pada perusahaan yang mengalami pertumbuhan pesat namun menghadapi persaingan ketat sehingga pertumbuhan akan menurun menuju titik stabilnya. Adapun perumusan yang digunakan untuk menghitung valuasinya adalah :

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n+1}^{t=2n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_{n+1}}{(r-g_n)(1+r)^n}$$

BAB III

GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN

3.1. PT. PP London Sumatra Indonesia Tbk.

3.1.1 Sejarah Perusahaan

Sejarah PT Perusahaan Perkebunan London Sumatra Indonesia Tbk berawal dari hampir satu abad yang lalu. Pada tahun 1906, Harrisons & Crossfield Plc (H&C), perusahaan perkebunan dan perdagangan yang berbasis di London memulai kiprahnya di Indonesia melalui sebuah perkebunan kecil kopi dan tembakau di utara kota Medan, Sumatra Utara. Perkebunan London-Sumatra, kemudian lebih dikenal dengan nama "Lonsum", berkembang menjadi salah satu perusahaan perkebunan terkemuka di dunia. Perusahaan didirikan berdasarkan akta notaris Raden Kadiman No. 93 tanggal 18 Desember 1962 yang diubah dengan akta No. 20 tanggal 9 September 1962.

Dalam perjalanannya, Lonsum tetap bertahan melalui tahun-tahun yang penuh ketidakpastian. Lonsum telah melewati Perang Dunia II, revolusi kemerdekaan Indonesia di tahun 1940-an, serta gejolak di era pembentukan negara republik yang baru di dasawarsa 1950-an. Perusahaan juga mengalami proses nasionalisasi perusahaan milik asing di Indonesia pada tahun 1960-an. Belum lama ini, perseroan juga berhasil mengatasi krisis keuangan dan ekonomi terburuk yang pernah melanda di

akhir tahun 1990-an. Pada tahun 1994, Harrisons & Crossfield menjual seluruh saham Lonsum yang dimilikinya kepada PT Pan London Sumatra Plantation (PPLS). PPLS kemudian membawa Lonsum *go public* melalui pencatatan saham di Bursa Efek Jakarta dan Surabaya pada tahun 1996. Sejak itu, Lonsum terus mengembangkan bisnisnya di Indonesia. Perusahaan berdomisili di Jakarta dengan kantor-kantor cabang operasional yang berlokasi di Medan, Palembang, Makassar, Surabaya dan Samarinda.

Perusahaan mengandalkan pada kemampuan manajemen, kebun yang produktif, lahan yang luas serta struktur biaya yang relatif kompetitif, dengan fokus pada komoditas kelapa sawit, inti sawit dan karet sebagai strategi bisnisnya. Saat ini, Lonsum mengoperasikan 38 perkebunan di empat pulau di Indonesia: Sumatera, Jawa, Kalimantan dan Sulawesi. Perkebunan ini terdiri dari perkebunan inti dan plasma. Perusahaan juga memiliki karyawan handal dan berpengalaman yang mempunyai keahlian di bidang budidaya tanaman. Perusahaan juga memiliki teknologi riset dan penelitian yang mutakhir.

3.1.1 Visi dan Misi

Misi London Sumatra adalah memadukan sumber daya perkebunan yang berlimpah di Indonesia dengan pengalaman budi daya tanaman selama lebih dari satu abad untuk menjadi perusahaan terkemuka di sektor agro industri.

Sementara visi perusahaan adalah merevitalisasi perseroan untuk menjadi perusahaan berbasis agro industri terkemuka yang mengandalkan kekuatan sumber daya alam dan karya intelektual selama satu abad di bidang perkebunan. Dengan modal ini perusahaan siap menyongsong era seratus tahun berikutnya dengan penuh keyakinan

3.1.2 Informasi Pemegang Saham

Struktur kepemilikan saham Lonsum sampai akhir tahun 2006 terdiri dari First Durango Singapore Pte, Ltd. yang memiliki sekitar 34,64% kepemilikan, PT PP London Sumatra Plantation yang memiliki sekitar 15,71% kepemilikan, Credit Suisse Singapore yang memiliki sekitar 15,46% kepemilikan dan sisanya dimiliki oleh publik masyarakat sebesar 34,19%.

Tabel 2. Informasi Pemegang Saham Lonsum

Pemegang Saham	Kepemilikan Saham	
	Jumlah Saham	Persentase
First Durango Singapore Pte, Ltd.	379.353.073	34.64
PT PP London Sumatra Indonesia Plantation	171.989.027	15.71
Credit Suisse Singapore S/A First Durango Singapore Pte, Ltd.	169.367.927	15.46
Public Masyarakat	374.519.266	34.19
Total	1.095.229.293	100%

3.1.3 Kegiatan Usaha

PT PP London Sumatra Indonesia Tbk ("Perseroan") adalah perusahaan perkebunan terpadu dengan tiga aktivitas utama: pembibitan dan penanaman, pengolahan dan pemrosesan, serta manajemen pemasaran.

Segmen pembibitan dan penanaman memproduksi benih dan bibit sawit, karet, kakao, kopi, teh, dan kelapa untuk ditanam dan dikelola di kebun Lonsum yang tersebar di Sumatera Utara dan Sumatera Selatan, Jawa Barat dan Jawa Timur, Sulawesi Utara dan Sulawesi Selatan, serta Kalimantan Timur. Selain kebun milik sendiri, Perseroan juga mengelola sejumlah perkebunan plasma di Sumatera Selatan dan Sulawesi Selatan. Segmen pabrik dan pengolahan mengoperasikan 18 pabrik pengolahan yang memproduksi minyak dan inti sawit, karet lembaran dan remah, biji kakao dan kopi, serta teh. Segmen manajemen pemasaran, menjual dan mendistribusikan berbagai komoditas yang dihasilkan kepada pedagang atau pabrikan pengelola komoditas di pasar domestik maupun internasional. Selain itu, Lonsum juga mengoperasikan tiga fasilitas penelitian dan pengembangan di Sumatera Utara, Sumatera Selatan dan Kalimantan Timur. Fasilitas penelitian ini berkonsentrasi pada riset kegiatan pembibitan dan persemaian, proteksi tanaman, serta pengendalian dampak lingkungan dan pencapaian proses pengembangan yang berkelanjutan.

Perusahaan mengelola perkebunan karet, kopi kakao dan teh di era sebelum perang dunia. Kemudian pada tahun 1950-an sampai 1970-an, perusahaan memfokuskan tanaman karet sebagai komoditas utama. Diversifikasi usaha ke tanaman kelapa sawit mulai dilakukan ketika memasuki pertengahan tahun 1980-an. Kelapa sawit sekarang ini menjadi komoditas utama perusahaan menggantikan karet.

Perusahaan pada saat ini sedang mengusahakan perkebunan yang telah menghasilkan dan belum menghasilkan. Perkebunan yang telah menghasilkan seluas 67.706 hektar dan perkebunan yang belum menghasilkan seluas 17.756 hektar (data tahun 2006).¹ Ringkasan operasional Lonsum disajikan dalam tabel 3 berikut.

Tabel 3. Ringkasan Operasional Lonsum

Dalam Hektar (kecuali disebutkan lain)	2006	2005	2004
Lahan Tanaman-Inti	85,463	81,644	65,237
<i>Kelapa Sawit</i>	63,203	59,253	41,528
Menghasilkan	48,703	48,351	36,636
Belum menghasilkan	14,500	10,902	4,892
<i>Karet</i>	16,586	16,706	17,607
Menghasilkan	14,344	14,344	15,402
Belum menghasilkan	2,362	2,362	2,565
<i>Lainnya</i>	5,674	5,685	6,101
Menghasilkan	5,067	4,978	5,221
Belum menghasilkan	607	707	880
<i>Profil Umur Tanaman Kelapa</i>			
<i>Sawit</i>	10,119	20,362	17,903
Tanaman Muda (3 - <9 tahun)	35,903	26,036	16,089
Tanaman Utama (9 - 20 tahun)	2,681	1,953	2,644

Tanaman Tua (>20 tahun)			
Jumlah	48,703	48,351	36,636
<i>Distribusi Lahan Tertanam Inti</i>			
Sumatera Utara	39,566	39,572	39,619
Sumatera Selatan	33,637	29,533	17,426
Kalimantan Timur	4,556	4,571	525
Jawa	2,313	2,324	2,757
Sulawesi Utara	729	729	-
Sulawesi Selatan	4,662	4,915	4,910
Jumlah	85,463	81,644	65,237
<i>Volume Produksi (Ton)</i>			
Tandan Buah Segar (TBS) diolah	1,455,737	1,373,457	1,212,286
Minyak Sawit (MT)	340,015	328,688	295,790
Inti Sawit	77,333	71,325	65,006
Benih Sawit (ribuan benih)	15,870	15,511	10,441
Karet	26,625	24,079	22,335
Kakao	4,739	5,123	5,071
Kopi	138	165	758
The	1,112	1,364	1,088
<i>Volume Penjualan (Ton)</i>			
Minyak Sawit (MT)	354,159	312,318	300,655
Produk Inti Sawit	75,810	72,196	65,352
Benih Sawit (ribuan benih)	15,066	14,396	10,719

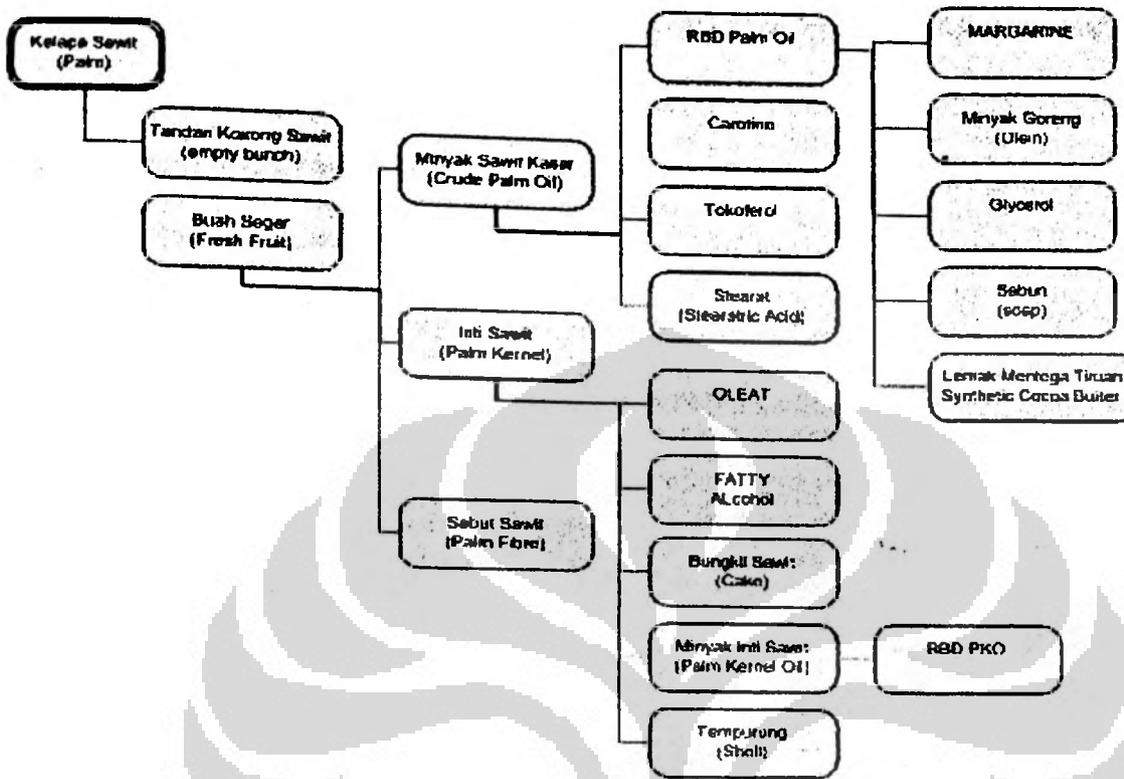
Karet	26,999	26,325	22,505
Kakao	4,940	5,092	5,116
Kopi	114	312	662
The	1,429	1,409	1,172

Sumber : Lonsum

Perkebunan kelapa sawit merupakan lahan usaha Lonsum terbesar, dengan luas areal 41.870 hektar di Sumatera Utara, Sumatera Selatan dan Kalimantan Timur. Perkebunan karet meliputi lahan seluas lebih dari 17.600 hektar terutama terletak di Sumatera Utara, Sumatera Selatan dan Sulawesi Selatan. Perkebunan kakao mencakup areal seluas kurang lebih 4.400 hektar dari lahan yang ditanami, dan perkebunan teh seluas hampir 600 hektar di dataran tinggi Jawa Barat. Lebih dari 85% keseluruhan areal perkebunan karet, kakao dan teh berada pada tahap menghasilkan. Sementara 27.359 hektar perkebunan kelapa sawit di Sumatera Utara merupakan kebun produktif dengan prasarana yang sudah tertata rapi. Sisanya seluas 9.277 hektar sebagian besar merupakan perkebunan kelapa sawit yang baru mulai matang dalam berbagai tahap pengembangan di Sumatera Selatan dan Kalimantan Timur.

Dari berbagai komoditas yang dihasilkan oleh Lonsum, produk kelapa sawit merupakan komoditas utama diikuti karet, kopi, kakao dan teh. Komoditas kelapa sawit yang dihasilkan terdiri dari minyak sawit, produk inti sawit dan benih kelapa sawit. Chart industri kelapa sawit Lonsum ditampilkan pada gambar berikut.

PALM INDUSTRY CHART



Gambar 1. Chart Industri Kelapa Sawit Lonsum

Minyak sawit dan produk inti sawit dihasilkan terutama dari lahan di Sumatera Utara dan Sumatera Selatan. Sementara benih kelapa sawit dihasilkan dari pusat riset Lonsum di Bah Lias, Sumatera Utara. Benih kelapa sawit ini dijamin menghasilkan tandan buah segar (TBS) dengan produksi minyak sawit dan produk inti sawit yang memuaskan. Tanaman kelapa sawit biasanya mulai menghasilkan TBS setelah 27 bulan ditanam di lahan. Tabel berikut menunjukkan karakteristik produksi kelapa sawit Lonsum.

Tabel 4. Karakteristik Kelapa Sawit Lonsum

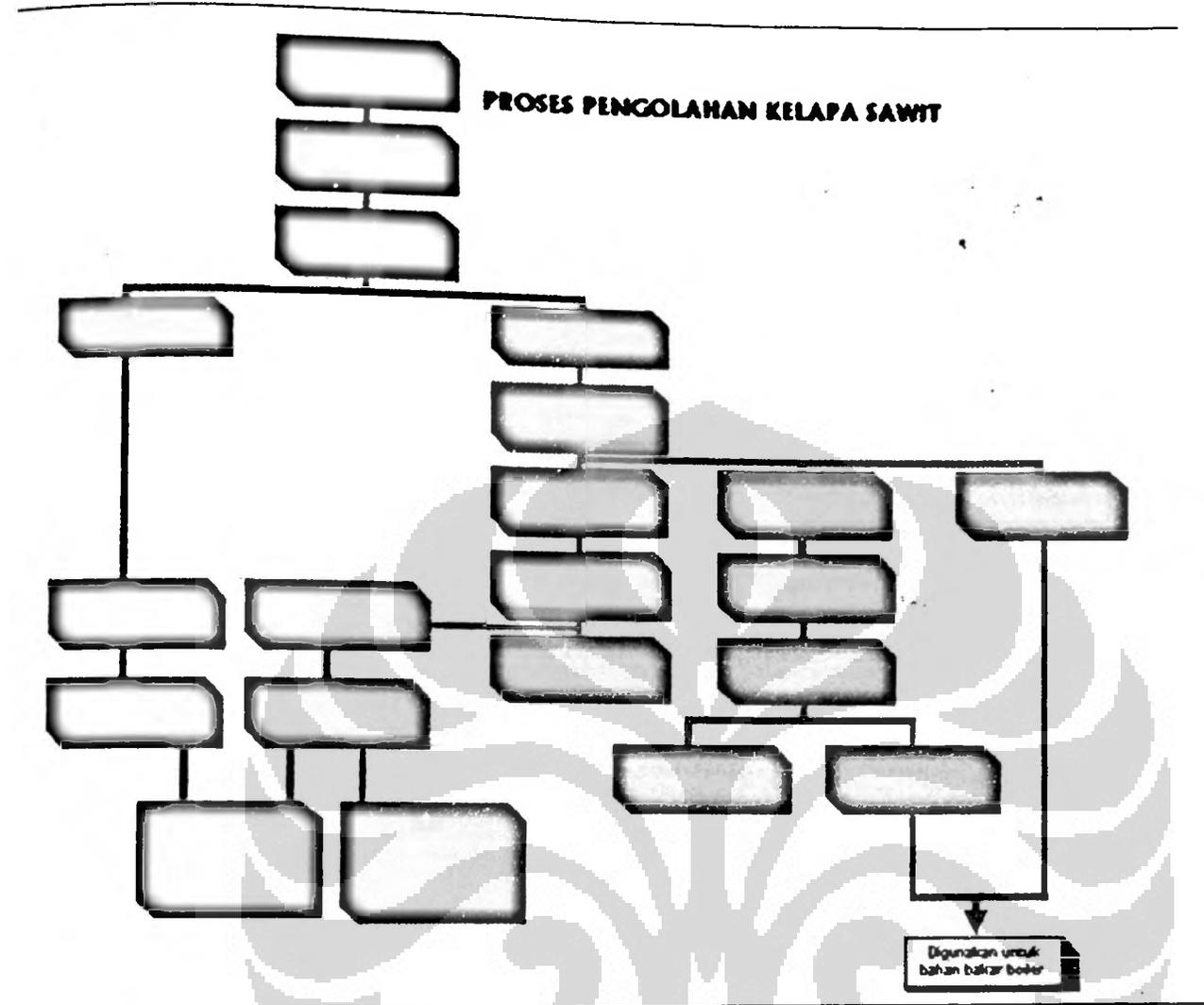
Jenis Tanaman	Produk Hasil Panen		Produk hasil Pabrikasi	
	Nama Produk	Unit	Nama Komoditi	Unit
Kelapa Sawit <i>Nelaeis euineensis</i> 10q.	Tandan Buah Segar (TBS)	Kg		
	4 – 5 kali panen perbulan dengan rata-rata 25 kg per tandan	TBS		
			Minyak sawit/CPO (21.01 %-24.03% dari TBS)	Kg minyak
			Produk inti sawit/ <i>Palm kernel oil</i> , (4.98% - 5,99% dari TBS)	Kg
	Benih kelapa sawit	Kg benih	Benih kelapa sawit	Kg benih

Dari hasil panen, tandan buah segar kemudian diproses lebih lanjut di pabrik untuk menghasilkan minyak sawit (CPO) dan produk inti sawit (PKO). Masa panen berlangsung selama 7 – 8 hari. TBS yang terkumpul kemudian ditransfer ke *oil mill* untuk diproses lebih lanjut. Agar kualitas terjaga, TBS harus diproses di *oil mill* di hari yang sama saat TBS tersebut dipanen. Proses pengolahan yang berlangsung di *oil mill* dapat ditunjukkan dalam gambar berikut.

Tabel 4. Karakteristik Kelapa Sawit Lonsum

Jenis Tanaman	Produk Hasil Panen		Produk hasil Pabrikasi	
	Nama Produk	Unit	Nama Komoditi	Unit
Kelapa Sawit <i>Elaeis guineensis</i> <i>jacq.</i>	Tandan Buah Segar (TBS)	Kg		
	4 – 5 kali panen perbulan dengan rata-rata 25 kg per tandan	TBS		
			Minyak sawit/CPO (21.01 %-24.03% dari TBS)	Kg minyak
			Produk inti sawit/ <i>Palm kernel oil</i> , (4.98% - 5,99% dari TBS)	Kg
	Benih kelapa sawit	Kg benih	Benih kelapa sawit	Kg benih

Dari hasil panen, tandan buah segar kemudian diproses lebih lanjut di pabrik untuk menghasilkan minyak sawit (CPO) dan produk inti sawit (PKO). Masa panen berlangsung selama 7 – 8 hari. TBS yang terkumpul kemudian ditransfer ke *oil mill* untuk diproses lebih lanjut. Agar kualitas terjaga, TBS harus diproses di *oil mill* di hari yang sama saat TBS tersebut dipanen. Proses pengolahan yang berlangsung di *oil mill* dapat ditunjukkan dalam gambar berikut.



Gambar 2. Proses Pengolahan Sawit.

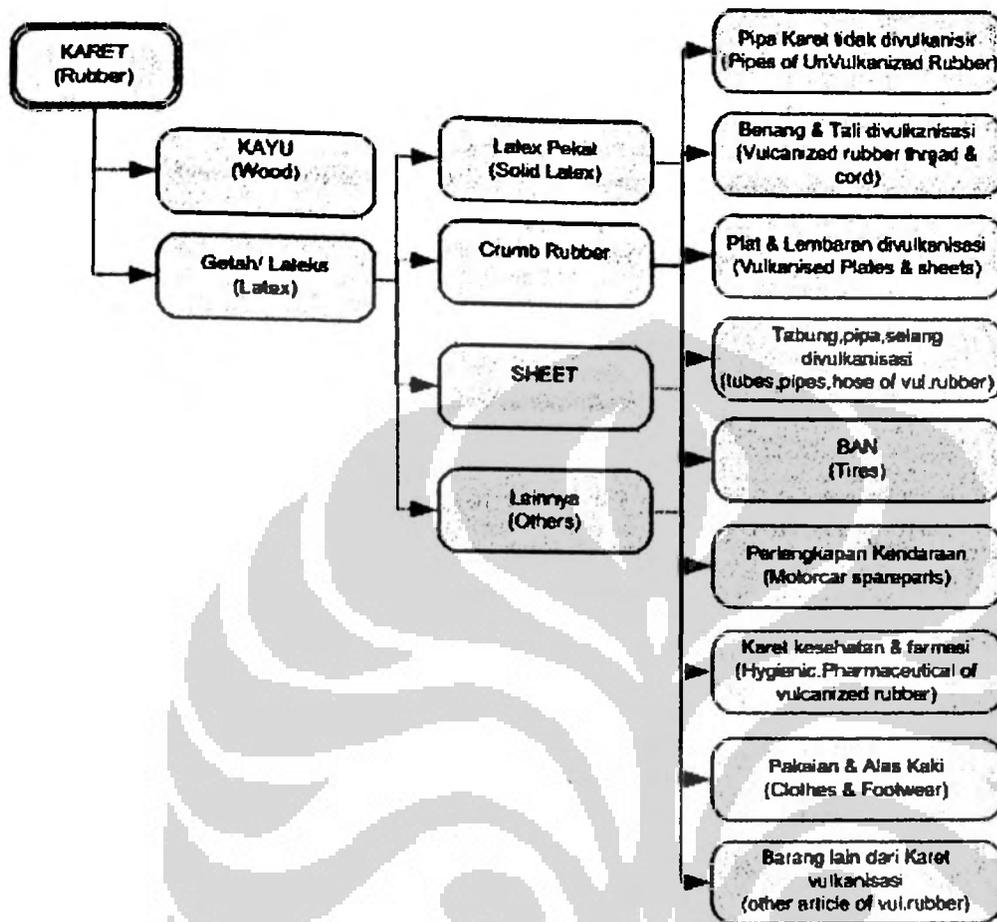
Produk utama lainnya yang dihasilkan oleh Lonsum adalah karet alam. Lahan penghasil karet yang utama berada di Sumatera Utara, Sumatera Selatan, dan Sulawesi. Penyadapan tanaman karet bisa dimulai setelah 4 atau 5 tahun sejak tanaman ditanam di lahan. Latex yang dipanen kemudian dibawa ke pusat pengolahan pabrik untuk diproses lebih lanjut. Karakteristik karet yang dihasilkan Lonsum ditampilkan pada tabel berikut.

Tabel 5. Karakteristik Produksi Karet Lonsum

Jenis Tanaman	Produk Hasil Panen		Produk hasil Pabrikasi	
	Nama Produk	Unit	Nama Produk	Unit
Karet Alam <i>Hevea brasiliensis</i>	Karet Lateks (<i>high grade</i>)	Kg basah	<i>Rubber Sheet</i> <i>Grade/Rubber</i> <i>Smoked Sheet</i> <ul style="list-style-type: none"> • Bato (RSS 1) • Naga (RSS 2) • Feru (RSS 3) • Strim/ Potongan • Off Grade 	Kg kering
			<i>SIR (Crumb Rubber) -</i> <i>Standard Indonesian</i> <i>Rubber</i> <ul style="list-style-type: none"> • SIR 3 L • SIR 3 • SIR 3CV60 • SIR 3CV70 • Off Grade 	Kg kering
	<i>Rubber Lump</i> (<i>Lower Grade</i>)	Kg basah	<i>Lower Grades</i> <ul style="list-style-type: none"> • SIR 10 • SIR 20 • SIR P10 • Off Grade 	Kg Kering
	Benih karet	Seed pieces	Benih karet	Seed pieces

Chart industri karet ditampilkan pada gambar dibawah. Dapat dilihat bahwa dari tanaman karet yang dimiliki, Lonsum menghasilkan kayu dan getah karet. Getah ini sendiri selanjutnya diproses lebih lanjut menghasilkan lateks pekat, *crumb rubber*, lembaran dan lainnya.

RUBBER INDUSTRY CHART



Gambar 3. Chart Industri Karet Lonsum

Komoditas lain seperti kakao, kopi dan teh tidak dibahas lebih lanjut dalam bab ini karena jumlah produksi yang kurang signifikan dibandingkan total produksi perusahaan secara keseluruhan. Lonsum juga memiliki pusat riset di Bah Lias, Sumatera Utara, di Sumatera Selatan dan di Kalimantan Timur yang merupakan fasilitas riset terpadu dengan perlengkapan laboratorium analisa tanah, tanaman, minyak sawit dan karet, laboratorium kultur jaringan, laboratorium patologi dan serangga. Riset yang dilakukan

mencakup empat bidang mencakup agronomi (optimalisasi pemeliharaan tanaman), pembibitan (pemiakan bibit unggul), perlindungan tanaman (dari hama dan penyakit) dan analisa data. Melalui pusat risetnya ini, selain bermanfaat untuk pengelolaan lahan sendiri, Lonsum juga dapat menyediakan jasa konsultasi untuk pihak luar. Jasa konsultasi yang ditawarkan Lonsum antara lain di bidang agronomi umum, analisis daun, rekomendasi pupuk, pengendalian hama penyakit, perlindungan tanaman dan jasa manajemen tanaman.

.2. PT. Indofood Sukses Makmur Tbk.

.2.1 Sejarah Perusahaan

Sejarah Indofood dimulai dengan didirikannya PT. Panganjaya Sukokusuma di tahun 1990. Setelah berjalan empat tahun, pada tahun 1994, perusahaan mengubah namanya menjadi PT Indofood Sukses Makmur dan sekaligus di tahun yang sama perusahaan mendaftarkan diri sebagai perusahaan public di Bursa Efek Jakarta dengan menerbitkan 763 juta lembar saham dengan nilai nominal Rp. 1000 per lembar sahamnya. Pada tahun 1995, perusahaan memulai strateginya untuk menjadi perusahaan pangan yang terintegrasi vertikal dengan mengakuisisi Bogasari, perusahaan memproduksi tepung. Pada tahun 1997, perusahaan kembali mengakuisisi melalui 80% kepemilikan saham pada beberapa perusahaan yang bergerak di bidang penanaman atau perkebunan, agribisnis dan distribusi sehingga menjadikan perusahaan benar-benar merupakan sebuah perusahaan besar

ang terintegrasi vertikal yang memiliki kontrol atas pasokan bahan baku serta jalur distribusi.

Saat ini, perusahaan memiliki empat strategic business group yang saling melengkapi yaitu :

- Grup Consumer Branded Products yang memproduksi serangkaian makanan dalam kemasan seperti mie instan, penyedap makanan, makanan ringan dan makanan bernutrisi.
- Grup Bogasari yang memproduksi tepung-tepungan dan pasta
- Grup Agribisnis yang aktivitasnya mulai dari riset dan pengembangan, pembudidayaan dan penanaman kelapa sawit sampai pada produksi pengolahan dan pemasaran hasil olahan minyak kelapa sawit.
- Grup Distribusi : merupakan jaringan distribusi paling ekstensif di Indonesia yang mendistribusikan produk perusahaan juga produk pihak ketiga.

Dalam Grup Agribisnis, anak perusahaan Indofood yang bergerak di bidang *plantation* dan agribisnis adalah PT Indofood Agri Resources Ltd selanjutnya disebut sebagai Indoagri. Indoagri sendiri memiliki beberapa anak perusahaan yang akhirnya semuanya dimerger dalam satu *surviving subsidiary* yaitu PT. Salim Ivomas Pratama (SIMP) pada tahun 2006.

3.2.2 Visi dan Misi

Visi dari Indofood adalah untuk menjadi perusahaan solusi total dalam produksi pangan (*to become a total food solution company*). Sementara

nisi perusahaan antara lain adalah memperbaiki kualitas sumber daya manusia, proses, dan teknologi secara berkelanjutan; memproduksi produk berkualitas tinggi, inovatif dengan harga terjangkau; memastikan ketersediaan produk di tangan konsumen domestik dan internasional; berkontribusi terhadap perbaikan kualitas hidup rakyat Indonesia dengan penekanan pada makanan bernutrisi, serta meningkatkan nilai pemegang saham secara berkelanjutan.

2.3. Informasi Pemegang Saham

Struktur kepemilikan saham Indofood sampai akhir tahun 2007 terdiri dari CAB Holdings Ltd. yang memiliki sekitar 51.53% kepemilikan, Direksi dan Komisaris yang memiliki 0.05% kepemilikan serta Publik masyarakat dengan kepemilikan dibawah 5% yang secara total memiliki 48,42% kepemilikan.

Table 6. Informasi Pemegang Saham Indofood

Pemegang Saham	Kepemilikan Saham	
	Jumlah Saham	Persentase
CAB Holdings Limited	4,394,603,450	51.53%
Direksi dan Komisaris	3,898,300	0.05%
Publik Masyarakat	4,130,087,250	48.42%
Jumlah Total	8,528,589,000	100%
Treasury Stock	915,600,000	
Total	9,444,189,000	

2.4. Akuisisi Lonsum oleh Indofood

Pada tanggal 28 Mei 2007, Indofood mengumumkan pengajuan proposal akuisisi kepada publik bahwa perusahaan melalui anak perusahaannya yaitu Indoagri akan mengakuisisi sebagian besar kepemilikan di PT Perusahaan Perkebunan London Sumatra Indonesia Tbk. (Lonsum) sebagai bagian dari strategi ekspansi perusahaan untuk memperkuat model bisnis perusahaan yaitu plantasi yang terintegrasi.

Lonsum dipilih sebagai perusahaan target akuisisi oleh Indofood dengan beberapa alasan diantaranya adalah Lonsum memiliki pengalaman dalam mengelola dan mengusahakan perkebunan sawit selama lebih dari seratus tahun. Lonsum yang bergerak di bisnis pembenihan, penanaman, pembudidayaan, pengolahan dan produksi serta pemasaran minyak sawit dan produk turunannya sesuai dengan strategi dan model bisnis Indofood. Lonsum juga telah tercatat sebagai perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia dengan kapitalisasi pasar mencapai Rp 7 triliun (US\$ 1,2 milyar) per tanggal 23 Mei 2007. Selain itu, Lonsum memiliki sebuah fasilitas riset Bah Lias yang mampu memproduksi sekitar 16 juta benih kelapa sawit kualitas super dan produktivitas tinggi.

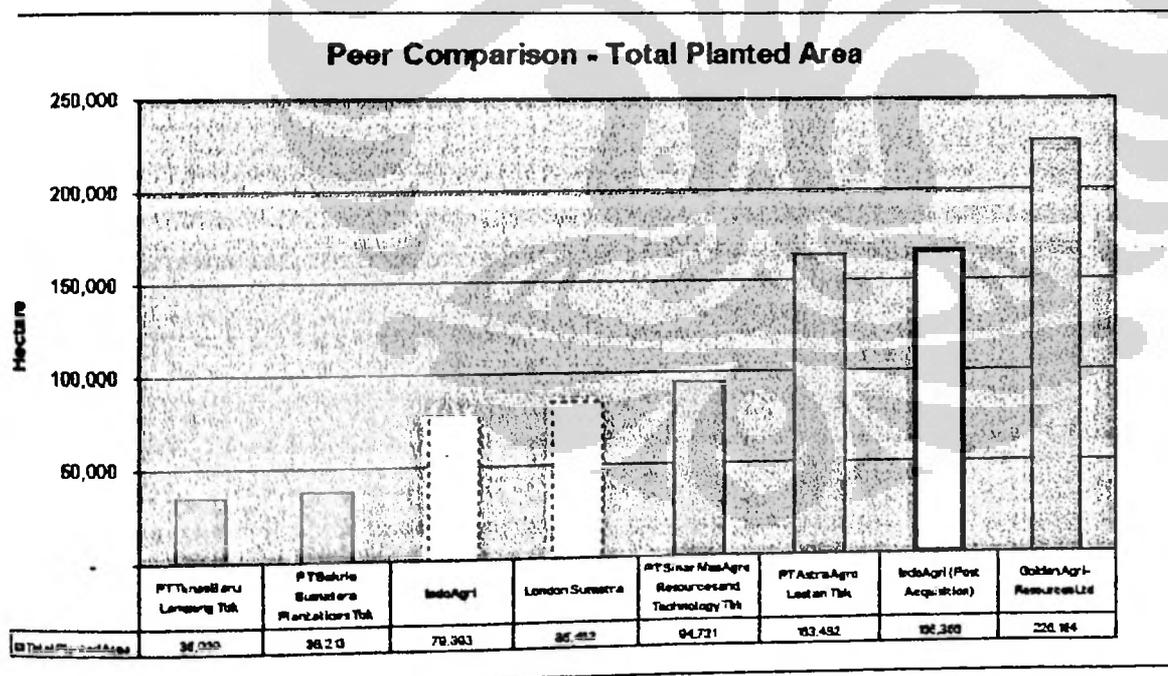
Setelah akuisisi, terdapat penambahan yang signifikan dalam luas lahan baik yang ditanami maupun yang belum ditanami yang dimiliki oleh Indoagri. Perusahaan pun tampil menjadi salah satu perusahaan plantasi terbesar di Indonesia. Persentase penambahan jumlah lahan ditampilkan dalam tabel 7 sementara perbandingan luas lahan total yang dimiliki

perusahaan terhadap perusahaan pesaing dalam industri ditampilkan dalam gambar 4 berikut.

Tabel 7. Penambahan Luas Lahan Plantasi Indofood

Oil Palm	74,878	63,203	138,081	84
Mature	61,532	48,703	110,235	79
Immature	13,346	14,500	27,846	208
Rubber	5,015	16,586	21,601	331
Mature	5,015	13,937	18,952	278
Immature	-	2,649	2,649	100
Others	-	5,674	5,674	100
Total Planted	79,893	85,463	165,356	107
Unplanted	144,190	77,937	222,127	54
Total	224,083	163,400	387,483	73

Source : Target's 2006 annual report and IndoAgri @ 31 March 2007



For illustration purposes only

Source: Latest annual reports and company websites (excluding plasma)

Gambar 4. Perbandingan Area Tanam Perusahaan dalam Peer

Langkah-langkah yang diambil Indofood sebelum melakukan transaksi akuisisi ini antara lain adalah menyelesaikan *due diligence* terhadap perusahaan target, meminta persetujuan dari pemegang saham, menyelesaikan audit terhadap akun perusahaan target untuk periode yang berakhir pada 30 April 2007, menyediakan dana yang dibutuhkan untuk menyelesaikan proses akuisisi serta mengurus berbagai persetujuan yang syaratkan dalam peraturan akuisisi.

2.4.1. Deskripsi Transaksi dan Kondisi Post Event

Proses akuisisi berlangsung ketika Indoagri dan anak usahanya, PT Alim Ivomas Pratama menandatangani perjanjian jual beli bersyarat dengan pemegang saham mayoritas Lonsum, yakni First Durango Pte Ltd, Ashmore Investment Management Limited selaku manajer investasi, serta keluarga Sariaatmadja pada 25 Mei 2007. Dengan perjanjian ini grup Indofood menguasai 500.095.000 lembar saham Lonsum atau sekitar 36,7% kepemilikan dan surat hutang wajib konversi (*mandatory convertible notes*) senilai US\$ 47.000.000 yang jatuh tempo pada 2009. Surat hutang ini wajib dikonversikan menjadi 269.343.500 lembar saham baru Lonsum setara dengan 19,7 % kepemilikan. Perusahaan juga melakukan *swap* saham kepemilikan Eddy K. Sariaatmadja di Lonsum sebanyak 109.521.000 lembar atau setara dengan 8% kepemilikan dengan 98.100.000 lembar saham baru Indoagri.

Pada Tanggal 31 Desember 2007, setelah seluruh Surat Hutang Wajib Konversi telah dikonversi, jumlah saham Lonsum yang dibeli oleh Indofood berjumlah 878.959.500 lembar yang mewakili sekitar 64,41% dari modal ditempatkan Lonsum. Total Transaksi mencapai Rp 5.7 Triliun dengan harga saham per lembar sebesar Rp. 6.500.

Untuk menyelesaikan proses akuisisi maka Indofood juga diharuskan melakukan *tender offer* atas saham yang tersisa di publik yaitu sekitar 35,6% dengan harga penawaran Rp. 6.900 per lembar saham. Penetapan harga ini didasarkan pada peraturan BAPEPAM-LK yaitu harga tertinggi selama 90 hari sejak proposal akuisisi diterbitkan. Proses *tender offer* ini rampung pada 17 Desember 2007 dan Indofood berhasil menambah jumlah kepemilikan sebesar 0,02%.

Setelah proses akuisisi selesai, komposisi pemegang saham Lonsum pasca akuisisi adalah sebesar 64,43 % modal ditempatkan dimiliki Indofood melalui PT Salim Ivomas Pratama sebesar 56,4% dan Indofood Agri Resources Ltd. sebesar 8.03%. Sisanya dimiliki public sebesar 35,57 %.

Pemegang Saham	Persentase Kepemilikan Saham
PT Salim Ivomas Pratama	56.40 %
Indofood Agri Resources Ltd.	8.03%
Public Masyarakat	35.57 %
Total	100%

BAB IV

PEMBAHASAN

1. Analisis Fundamental

Analisis fundamental yang dilakukan meliputi aspek makro ekonomi global, makro ekonomi Indonesia, analisis industri perkebunan dan agribisnis serta analisis internal perusahaan.

Pembahasan aspek makro ekonomi Indonesia akan menitikberatkan pada proyeksi pertumbuhan ekonomi, inflasi, nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing, dan indikator makro ekonomi lainnya. Analisis industri dilakukan dengan berpedoman pada prinsip *five forces Porter* yaitu analisis kompetisi persaingan dalam industri, ancaman pendatang baru, ancaman produk substitusi, serta kekuatan pemasok dan kekuatan konsumen. Analisis internal perusahaan merupakan inti dari penelitian dimana valuasi terhadap nilai perusahaan dilakukan untuk mengetahui nilai wajar dari harga saham PP London Sumatra Indonesia pada saat diakuisisi oleh PT. Indofood.

2. Ekonomi Makro Global

Perekonomian dunia tumbuh dengan sangat pesat pada dekade terakhir (1995 – 2005) dibandingkan dua dekade sebelumnya. *Output* dunia tumbuh sebesar 4.8 % pada tahun 2006, setengah persen lebih tinggi dari *output* 2005 yang mencapai \$61 trilyun jika diukur menggunakan

urchasing power parity. Jumlah ini merupakan kenaikan sebesar 45% dari *output* dunia di tahun 1995. Dari jumlah total *output* ini, negara berkembang memiliki *share* sebanyak 46%. Negara-negara di Asia Timur dan Asia Pasifik tumbuh paling pesat dengan jumlah *output* yang mencapai dua kali lipat dari *output* mereka di tahun 1995.

Negara berkembang diprediksikan tumbuh lebih cepat dibandingkan negara maju disebabkan adanya *surplus* tenaga kerja, *return* terhadap modal yang lebih tinggi, dan juga akses yang semakin terbuka terhadap teknologi yang sudah dikembangkan sebelumnya oleh negara maju. Sejak tahun 2000, pertumbuhan GDP tahunan mencapai rata-rata 6,5% di negara berpendapatan rendah, 5,6% di negara berpendapatan menengah dan 2,3% di negara berpendapatan tinggi. Beberapa negara besar yang menyebabkan peningkatan pertumbuhan ini antara lain China, India dan Federasi Rusia. Terdapat beberapa hambatan pertumbuhan yang dihadapi oleh negara-negara berkembang antara lain jerat kemiskinan, konflik internal, ketidakmampuan menembus pasar global, keterbatasan sumber daya, kebijakan dan peraturan yang buruk serta kegagalan pasar. Hambatan-hambatan ini terutama dihadapi oleh negara-negara di benua Afrika.

Inflasi atau kenaikan harga barang umumnya juga berhasil diatasi. Hal ini ditunjukkan dengan berkurangnya jumlah negara yang memiliki inflasi sampai dua digit dari 61 negara di tahun 1990 menjadi sekitar 27 negara saja di tahun 2000-2006. Inflasi rata-rata di negara berkembang

menunjukkan angka kurang dari 9% di tahun 2006 seperti ditunjukkan pada tabel 8 dibawah.

Tabel 8. Inflasi Negara Berkembang

Inflation is now less than 9 percent in all developing regions 4d

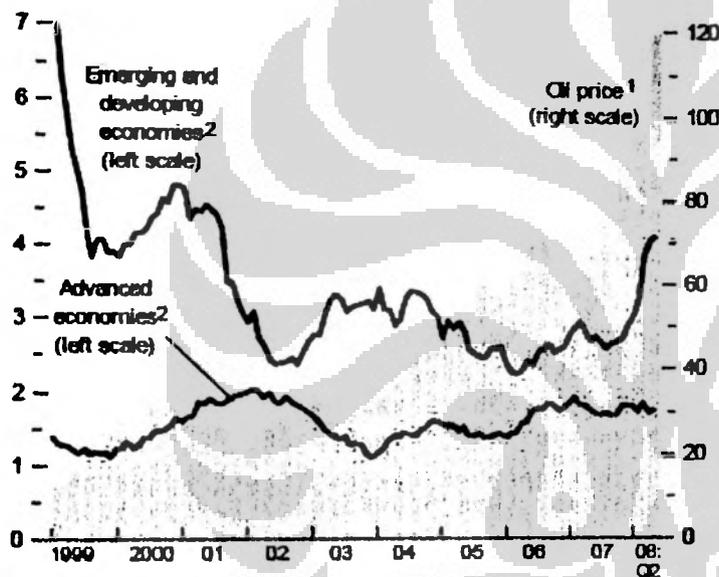
Region	1975	1985	1995	2000	2005	2006
East Asia & Pacific	..	3	8	3	6	5
Europe & Central Asia	..	..	56	13	7	8
Latin America & Caribbean	15	16	12	7	6	7
Middle East & North Africa	5	4	8	7	6	7
South Asia	24	7	9	4	6	6
Sub-Saharan Africa	11	10	10	6	8	7

Source: World Development Indicators data files.

Namun sejak tahun 2006, terjadi kenaikan harga signifikan terhadap komoditas pangan dan energi dunia yaitu minyak bumi. Harga minyak bumi naik secara substansial hingga melampaui rekor harga historisnya. Kenaikan ini disebabkan kekhawatiran dunia terhadap pasokan karena kapasitas produksi yang semakin terbatas sementara permintaan terus bertambah dan semakin *inelastic*. Harga komoditas pangan juga naik signifikan dipicu karena buruknya kondisi iklim yang menyebabkan gagal panen di negara-negara sentra produksi serta adanya tekanan permintaan yang kuat terutama untuk komoditas pangan penghasil energi alternatif biofuel. Kegagalan panen bahkan menyebabkan persediaan pangan dunia mencapai titik terendah yang sebelumnya terjadi di pertengahan tahun

1970an. Masalah persediaan yang rendah ini tidak bisa diatasi hanya dalam satu atau dua tahun saja sehingga *trend* kenaikan harga pangan ekspektasi akan berlangsung setidaknya lima tahun ke depan. Kenaikan harga minyak dunia dan komoditas pangan ini akan ikut andil menaikkan angka inflasi dalam tahun-tahun kedepan yang selanjutnya memperlambat pertumbuhan ekonomi dunia.

Core Inflation and Oil Price
(Percent and U.S. dollars a barrel)



Sources: Haver Analytics; IMF Primary Commodity Prices database; and IMF staff calculations.

¹Simple quarterly average of prices of U.K. Brent, Dubai, and West Texas Intermediate crude oil.

²Twelve-month percent change in the core CPI index. Aggregates are computed on the basis of purchasing-power-parity (PPP) weights.

Gambar 5. Inflasi Inti dan Harga Minyak Dunia

Walaupun terjadi perlambatan pertumbuhan akibat inflasi, namun manajemen makroekonomi yang baik ternyata mampu menurunkan tingkat suku bunga real di sejumlah negara berkembang. Hal ini selanjutnya dapat dijadikan stimulan untuk memicu investasi dan selanjutnya mempercepat

rtumbuhan ekonomi kembali. Dalam tabel 9 ditunjukkan angka *real interest rate* dari sejumlah negara berkembang di dunia.

Tabel 9. Angka Real Interest Rate di Sejumlah Negara Berkembang.

Real interest rates have fallen in many developing economies 4e

	1985	1990	1995	2000	2005	2008
Argentina	..	..	14	10	-2	-4
Algeria	..	..	-8	-12	-7	-1
Brazil	..	..	..	48	45	45
China	-2	3	-1	4	1	2
India	9	5	6	8	6	5
Indonesia	..	12	8	-2	-1	2
Nigeria	6	17	-23	-12	-6	8
Russian Federation	..	..	72	-10	-7	-5
South Africa	4	5	7	5	6	4
Ukraine	..	..	-57	15	-7	1

Source: World Development Indicators and International Monetary Fund data files.

Pada tabel berikut disajikan ringkasan data ekonomi makro global untuk tahun 2006 dan 2007 serta proyeksi ekonomi makro tahun 2008 dan 2009. Data yang disajikan mencakup pertumbuhan GDP, pertumbuhan perdagangan, inflasi, harga minyak dunia, harga komoditas non minyak bumi, serta tingkat suku bunga.

Tabel 10. Ringkasan Lingkungan Ekonomi Dunia

Deskripsi	2006	2007	2008*	2009*
World GDP growth, in %	5.0	4.9	4.1	3.9
United States	2.9	2.2	1.5	0.8
Euro Area	2.8	2.6	1.6	1.2

<i>Japan</i>	2.4	1.9	1.5	1.5
<i>Developing Economies</i>	7.7	7.8	6.9	6.7
<i>China</i>	11.1	11.4	9.7	9.8
<i>World Trade growth (volume), %</i>	9.2	6.6	6.7	7.3
<i>PI Inflation – Adv. Economies, %</i>	2.3	2.1	2.0	2.3
<i>Oil Prices, US\$/ barrel</i>	64.3	71.13	116.5	125
<i>Non-oil Commodity Price, % change</i>	23.2	14.1	14.6	-5.2
<i>IBOR – US\$ 6 mo, %</i>	5.3	5.2	2.8	3.6
<i>IBOR – Euro 6 mo, %</i>	3.1	4.0	5.0	5.3

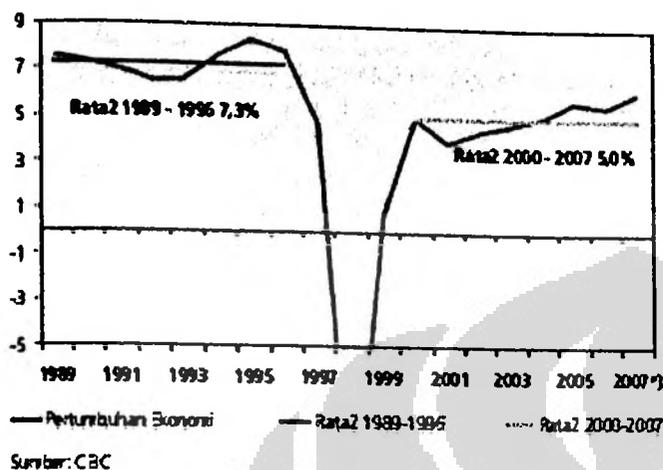
Source : IMF, World Economic Outlook, Jul 2008

.3. Ekonomi Makro Indonesia

Perekonomian domestic telah menunjukkan perbaikan meskipun masih dibayangi berbagai permasalahan yang bersifat struktural dan berpotensi menghambat akselerasi pertumbuhan ekonomi Indonesia lebih lanjut. Stabilitas makro, yang menjadi prasyarat pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan, masih bisa dijaga melalui kolaborasi berbagai kebijakan pemerintah dan otoritas moneter. Namun untuk memacu pertumbuhan lebih cepat dan berkualitas, Indonesia masih menghadapi berbagai masalah yang bersifat struktural.

Sejak tahun 2002, pertumbuhan ekonomi Indonesia sudah menunjukkan akselerasi namun masih rendah, dengan tingkat pertumbuhan di bawah sebelum krisis. Secara umum, rata-rata pertumbuhan ekonomi pada periode setelah krisis hanya berkisar 5% per

hun, jauh di bawah periode sebelum krisis, sehingga dapat dikatakan permintaan agregat melemah.



Gambar 6. Grafik Pertumbuhan PDB tahun 1989 - 2007

Dengan asumsi pertumbuhan ekonomi dunia dan volume perdagangan dunia yang tetap tinggi, harga komoditas migas dan nonmigas yang masih pada level tinggi, kebijakan moneter dunia dan Indonesia yang relatif stabil, kondisi fiskal Indonesia yang masih mantap, serta aliran FDI ke Indonesia yang meningkat, perekonomian Indonesia 5 tahun ke depan diperkirakan akan semakin membaik dan berada dalam kisaran 7,4-8,0%. Proyeksi indikator ekonomi makro Indonesia berdasarkan keputusan Menteri Keuangan sampai tahun 2012 ditampilkan pada tabel berikut.

Tabel 11. Proyeksi Indikator Ekonomi Makro Indonesia 2007-2012

Proyeksi	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Produk Domestik Bruto	63	62	62-68	68-74	72-78	74-80
- Konsumsi Swasta	50	54	56-59	56-60	56-60	56-60
- Konsumsi Pemerintah	39	38	40-50	70-90	80-100	80-100
- Investasi	92	93	105-108	110-130	120-130	130-150
- Ekspor Barang & Jasa	80	79	81-91	105-115	115-125	125-135
- Impor Barang & Jasa	89	94	104-107	125-135	135-145	145-155
Lain-lain						
Pendapatan per Kapita (USD)	1947,1	1980	2145-2180	2375-2410	2650-2685	2950-3000
Pengangguran (%)	9,1	9	9,0-10,0	8,5-9,5	8,0-9,0	7,5-8,5
Target Inflasi (%)	6,0±1%	5,0±1%	4,5±1%	4,0±1%		

Berdasarkan keputusan Menteri Keuangan No.1/2008

Sesuai proyeksi, inflasi tahun 2007 diperkirakan akan berada pada sasaran sasarnya sebesar 6%±1%. Sedangkan untuk tahun-tahun berikutnya, inflasi diperkirakan berada dalam trend jangka panjang yang menurun. Namun perlu diperhatikan bahwa sejak akhir tahun 2007 dan memasuki tahun 2008 muncul tekanan terhadap inflasi. Faktor-faktor tersebut antara lain adalah berlanjutnya peningkatan harga minyak dunia hingga berpotensi mendorong kenaikan harga-harga barang, persepsi pelaku ekonomi terhadap kesinambungan keuangan pemerintah, dan kemajuan implementasi terhadap paket kebijakan investasi, serta kemampuan pemerintah untuk mengatasi gangguan pasokan dan distribusi barang kebutuhan pokok. Akibat kenaikan harga minyak dunia serta kenaikan harga bahan pangan global, angka inflasi inti Indonesia memasuki tahun 2008 telah mencapai 7.11% sampai 8.69%. Sehingga proyeksi inflasi tahun 2008 di angka 5,0+1% agaknya sulit tercapai. Namun dengan sigapnya Bank Indonesia sebagai bank sentral dalam mengeluarkan

bijakan moneter, diharapkan angka inflasi ini dapat diturunkan sehingga target inflasi di tahun berikutnya dapat tercapai.

Kebijakan moneter bank sentral dalam mengatasi inflasi adalah kebijakan BI mengatur tingkat suku bunga BI sebagai acuan *interest rate*. Bank Indonesia diperkirakan akan tetap konsisten menerapkan *Inflation Targeting Framework* (ITF) dalam rangka mencapai inflasi yang rendah dan stabil, yang terintegrasi dalam serangkaian kebijakan makro ekonomi dan fiskal. Dalam hal ini, penetapan BI Rate senantiasa konsisten dengan pencapaian target inflasi, namun dengan tidak menghambat pencapaian pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan berkualitas. Sepanjang tahun 2007, BI terus menurunkan suku bunganya dari 9% di akhir tahun 2006 sampai mencapai 7,83% di bulan September 2007. Namun tekanan inflasi menyebabkan BI kembali menaikkan tingkat suku bunga BI dengan sasaran maksimal hingga 9%.

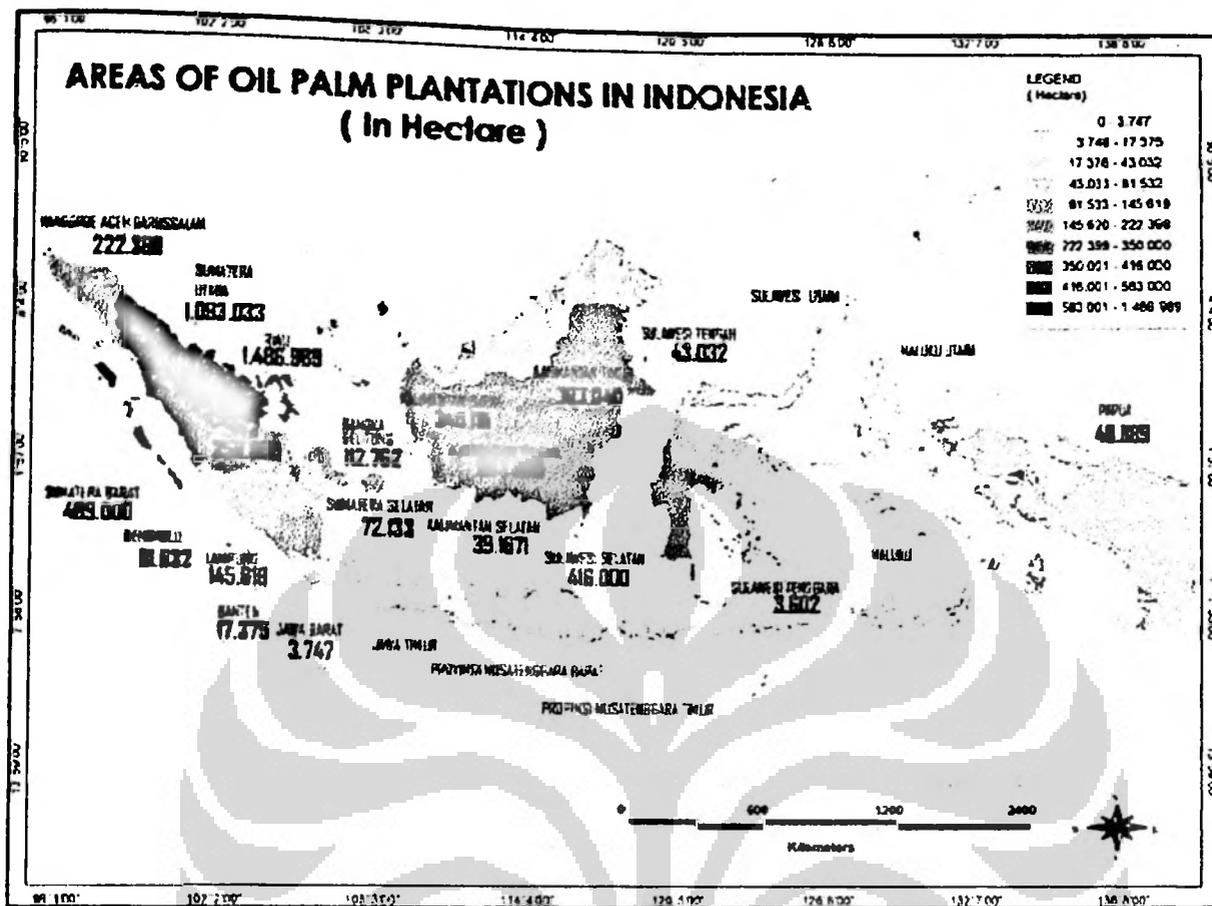
4. Analisis Industri

Berdasarkan data BPS, sektor pertanian masih memegang peranan penting dalam menopang pertumbuhan ekonomi, meskipun cenderung mengalami penurunan pangsa dalam PDB, dari 15,2% pada 2003 menjadi 12,9% pada 2006. Dalam kapitalisasi pasar di Bursa Efek Indonesia, sektor pertanian mempunyai pangsa 3,82% dari kapitalisasi pasar. Dalam sektor pertanian ini, subsektor perkebunan merupakan subsektor dengan pangsa terbesar mencapai 62,77%. Subsektor perkebunan sendiri menghasilkan

macam komoditi mulai dari kelapa sawit, karet, tebu, kopi, kakao sampai
1. Dalam analisis industri ini, pembahasan dititikberatkan ke industri
kebunan kelapa sawit yang merupakan komoditi utama yang dihasilkan
h Lonsum.

Lokasi utama industri perkebunan kelapa sawit terletak di pulau
matera terutama di Sumatera Utara dengan luas area mencapai
93,033 hektar dan Riau dengan luas area mencapai 1,486,989 hektar.
as lahan perkebunan kelapa sawit dari dua provinsi ini setara dengan 50
dari luas perkebunan kelapa sawit di seluruh Indonesia. Sebagai
bahan, Sumatera Barat, Nangroe Aceh Darussalam dan Jambi memiliki
al area sekitar 20% dari luas lahan seluruh Indonesia sehingga setidaknya
% perkebunan kelapa sawit berlokasi di Sumatera. Areal penanaman
apa sawit di Indonesia ditampilkan pada gambar 6.

Tanaman Kelapa sawit atau *Elais guineensis*. umumnya tumbuh tinggi
1 dapat mencapai ketinggian 10 – 12 meter. Tanaman akan mulai
nghasilkan 4-5 tahun sejak ditanam dan harus diganti/dirotasi dengan
aman baru setelah berusia 25 tahun karena produksinya mulai
nurun. Kelapa sawit tumbuh subur di daerah dataran rendah yang
as namun basah dengan curah hujan antara 1,500 – 2,000 mm
tahun dan temperature berkisar antara 25 – 33 derajat Celcius.



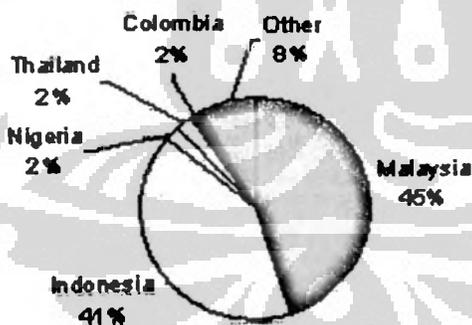
umber : KEHATI sawit watch 2006, Institut Pertanian Bogor.

Gambar 7. Area Tanam Perkebunan Kelapa Sawit Indonesia

Pohon kelapa sawit merupakan penghasil minyak nabati tertinggi dibandingkan tanaman seperti kacang kedelai, bunga matahari, kelapa dan pang. Tanaman kelapa sawit dapat menghasilkan minyak rata-rata 3 – 7 ton per hektar lahan. Kelapa sawit juga tidak mudah terserang hama dan penyakit tanaman.

Empat produsen utama minyak sawit dunia pada tahun 2005 adalah Malaysia, Indonesia, Nigeria dan Thailand. Masing-masing dengan jumlah produksi minyak sawit sebesar 14,96 juta ton, 13,60 juta ton, 0,8 juta ton dan 0,685 juta ton dengan total produksi mencapai 33,33 juta ton. Sampai

tahun 2007, produsen penghasil minyak sawit terbesar di dunia adalah Indonesia dan Malaysia yang gabungan keduanya menyumbang sekitar 86% dari total produksi CPO dunia tahun 2007 sebesar 38 juta ton di tahun 2007. Produksi kelapa sawit Indonesia meningkat 13,2% per tahun dan dari jumlah produksi ini 44,3% diekspor ke manca negara. Sementara pertumbuhan produksi kelapa sawit Malaysia hanya 5,8% dan 41,3% diantaranya diekspor. Berdasarkan hal ini dan melihat potensi lahan yang masih tersedia, maka *Oil World Annual* menyatakan bahwa Indonesia akan menjadi produsen minyak kelapa sawit yang terbesar di masa depan. Dari jumlah produksi minyak sawit dunia ini, sekitar 90% digunakan untuk memproduksi makanan sementara 10% sisanya digunakan oleh industri-industri deterjen dan sabun. Komposisi negara produsen minyak sawit ditampilkan pada gambar 8.



Sumber: diolah dari data yang diperoleh di www.mpob.gov.my

Gambar 8. Negara Produsen Minyak Sawit

Berdasarkan data produksi dari seluruh produsen minyak sawit dunia untuk tahun 2005 dapat dihitung konsentrasi industri dengan menggunakan formulasi *Four Firm Concentration Ratio (C4)* yang mengacu

epada empat produsen terbesar dan *Herfindahl-Hirschman Index* (HHI) yang dihitung dari seluruh produsen. Pangsa pasar dari keempat produsen utama minyak sawit dunia dapat dihitung:

$$\text{Four firm concentration ratio (C4)} = 30.05/33.33 = 0.90.$$

Dengan demikian pasar minyak sawit merupakan pasar oligopoli. *Herfindahl-Hirschman Index* (HHI) untuk industri kelapa sawit dapat dihitung dengan formulasi sebagai berikut:

$$\text{HHI} = [10000 * \text{Sigma-w}]$$

Dengan menggunakan data produksi minyak sawit dunia tahun 2005, maka diperoleh hasil HHI = 3708. Dengan demikian dapat disimpulkan industri minyak sawit adalah *concentrated*.

Harga minyak sawit mentah di pasaran dunia mengalami kenaikan sejak 2004. Hal ini ditopang oleh sejumlah perkembangan positif seperti potensi pemanfaatan minyak sawit sebagai sumber energi yang bisa diperbarui dalam bentuk bahan bakar biodiesel. Mahalnya harga minyak bumi telah meningkatkan minat pasar terhadap komoditas yang mampu dijadikan bahan bakar alternatif. Selain permintaan minyak sawit untuk bahan biodiesel, permintaan pasar terhadap produk minyak sawit untuk keperluan minyak sayur cukup tinggi bahkan cenderung meningkat di negara-negara konsumen utama dunia seperti Cina dan India, termasuk Indonesia yang memiliki jumlah penduduk terbesar di dunia setelah dua negara tadi. Selain itu, kembalinya fenomena El Nino pada 2007 yang akan mendatangkan iklim yang lebih kering dibanding biasanya diprediksikan

in mengakibatkan penurunan persediaan minyak sawit secara signifikan
1 menaikkan harga ke tingkat yang lebih tinggi. Harga pasar minyak
rit FOB terus menunjukkan *up-trend* dari kisaran US\$ 560 per ton di
un 2006 menjadi US\$ 780 per ton di tahun 2007. Bahkan harga
giriman untuk Juni 2008 telah mencapai US\$ 1.158, dua kali lipat dari
ga di tahun 2006.

Produk yang dihasilkan oleh industri perkebunan kelapa sawit
umnya terdiri atas dua yaitu *crude palm oil* (CPO) dan *palm kernel oil*
O). CPO atau minyak sawit adalah minyak berwarna kuning gelap hingga
ning kemerahan yang disebabkan oleh tingginya kandungan karotennya.
nyak ini diperoleh dengan memeras ataupun merebus daging buah kelapa
rit. PKO atau disebut juga produk inti sawit diperoleh setelah CPO
kstraksi dari buah. Maka ampasnya disebut kernel dihancurkan dan
ah lebih lanjut untuk memperoleh PKO. Minyak PKO berwarna putih
uningan dan membeku pada suhu ruangan. PKO banyak digunakan
agai bahan baku dalam industri *oleochemicals*. Indikator kualitas yang
unakan untuk menilai mutu CPO dan PKO yang dihasilkan adalah
dungan FFA atau asam lemak bebas. Jika kandungan FFA dalam
nyak sawit meningkat maka kualitasnya akan turun.. Kandungan FFA ini
diri ditentukan oleh kualitas pohon sawit serta TBS yang dihasilkan.
uk mampu menghasilkan CPO dengan FFA ideal, maka sebaiknya TBS
anen dalam keadaan masak.

Analisis *Five Forces Porter* terhadap industri perkebunan kelapa sawit antara lain sebagai berikut :

1. *Power of Buyer* dan *Power of Input / Supplier*

Sebagai produk komoditas, maka perdagangan minyak kelapa sawit diatur oleh pasar komoditas, baik nasional maupun internasional. Oleh karenanya kekuatan dari pembeli untuk mempengaruhi pasar tidak cukup dapat mempengaruhi harga. Demikian pula supplier tidak terlalu dapat bertindak secara nyata dalam mempengaruhi pasar.

2. *Industri Rivalry*

Beberapa perusahaan besar yang bersaing di dalam negeri antara lain adalah PT. Astra Agro Lestari, Tbk., PT. Asian Agri Lestari, PT. London Sumatra Indonesia PP, Tbk., PT. Surya Dumai Group dan PT. Bakrie Sumatra Plantation, Tbk. Persaingan tidak hanya terjadi di dalam negeri saja tetapi juga antar negara seperti dengan Malaysia, Singapura dan Rotterdam. Walaupun ada persaingan, namun persaingan ini dalam industri minyak sawit tidak terjadi secara nyata di tingkat *upstream* (minyak sawit/crude palm oil). Yang terjadi justru produsen besar minyak sawit, yaitu Malaysia dan Indonesia mengarah kepada kolusi industri untuk mengatur pasar minyak sawit dunia. Persaingan dalam memperebutkan pasar secara intensif baru terjadi di tingkat *downstream* pada produk-produk turunan lanjutan seperti minyak goreng, margarin, dan sebagainya.

3. *Barrier to Entry*

Dengan tuntutan skala usaha yang besar serta padat karya, sektor perkebunan kelapa sawit memberikan *barrier to entry* yang besar. Efisiensi produksi perkebunan kelapa sawit akan optimal jika dilakukan di daerah tropis. Disamping itu ketersediaan lahan dan kebutuhan tenaga kerja yang banyak merupakan faktor penentu utama pengembangan perkebunan kelapa sawit. Oleh karenanya tidak banyak wilayah yang dapat mengembangkan perkebunan kelapa sawit dengan skala yang sangat besar sebagaimana dilakukan di Malaysia dan Indonesia.

4. *Substitutes and Complements*

Minyak kelapa sawit selama ini merupakan bahan dasar untuk minyak pangan maupun minyak non pangan yang bersaing langsung dengan minyak kedelai, kanola, minyak jagung dan minyak bunga matahari.

Dalam industri perkebunan kelapa sawit terdapat beberapa isu penting yang menjadi topik perbincangan hangat. Adanya isu yang menyatakan bahwa minyak kelapa sawit dapat menyebabkan penyakit kanker dan penyakit lainnya jika dikonsumsi oleh manusia. Isu ini merupakan politik dagang dari pesaing. Walaupun isu ini telah digagalkan melalui hasil penelitian namun cukup berdampak terhadap industri. Isu lain yang mengemuka adalah isu lingkungan yang dilontarkan organisasi non pemerintahan (LSM). LSM banyak yang berpendapat bahwa untuk

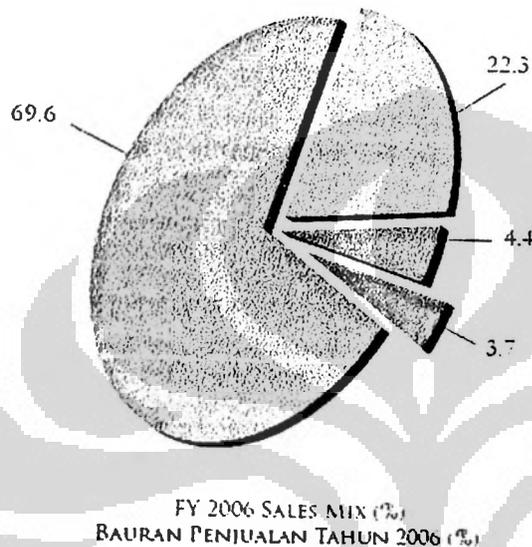
erluasan lahan perkebunan kelapa sawit, banyak perusahaan yang membuka hutan perawan Indonesia dengan melakukan pembakaran hutan.. deforestasi hutan dan dampak polusi asap yang ditimbulkan menjadi *concern* utama para LSM ini. Isu mengenai kerusakan lingkungan hidup ini dapat mengganggu ekspor Indonesia ke kawasan seperti Eropa yang saat ini sangat perhatian dengan masalah *global warming* dan *sustainable biofuel*. Oleh karena itu, pengembangan industri kelapa sawit Indonesia harus dilakukan dengan prinsip berkesinambungan.

.5. Analisis Internal Lonsum

.5.1. Ringkasan Kinerja Finansial Perusahaan

Pendapatan perseroan terutama dipengaruhi oleh penjualan dua komoditas utama yang dihasilkan Lonsum yaitu produk sawit dan karet. Total penjualan perusahaan tumbuh sebesar 17,2% dari Rp 1,833 triliun pada tahun 2005 menjadi Rp. 2,148 triliun pada tahun 2006. Penjualan ini tumbuh lagi sebesar 35% menjadi Rp.2,9 triliun di tahun 2007. Pertumbuhan ini terutama berkat peningkatan volume penjualan produk kelapa sawit dan juga peningkatan di volume penjualan benih. Harga komoditi minyak sawit dan karet yang meningkat signifikan juga berdampak besar pada peningkatan pendapatan perusahaan. Perseroan mencatat panen TBS kelapa sawit yang lebih tinggi di seluruh kebun sawit yang ada baik inti maupun plasma yang terletak di Sumatera Utara, Sumatera Selatan, dan Kalimantan Timur. Terdapat penambahan TBS sebesar 56.989

on di tahun 2006 sehingga total TBS yang dihasilkan mencapai 1.464.639 on. Bauran penjualan Lonsum di tahun 2006 ditampilkan pada gambar 9. ementara tabel 12 akan menunjukkan besarnya pendapatan dan volume enjualan Lonsum tahun 2005 dan 2006.



Gambar 9. Bauran Penjualan Lonsum Tahun 2006

Tabel 12. Pendapatan dan Volume Penjualan Lonsum Tahun 2005-2006

	2006	2005	Var %	2006	2005	Var %
Minyak Sawit (vol. dalam MT)	1,254,745	1,083,193	15.8	354,159	312,318	13.4
Karet	478,629	314,006	52.4	26,999	26,325	2.6
Inti Sawit	149,476	160,364	-6.8	75,810	72,196	5.0
Tandan Buah Segar	91,892	98,984	-7.2	136,251	135,072	0.9
Benih (vol. dalam '000 benih)	95,038	88,687	7.2	15,936	14,806	7.6
Kakao	60,002	68,999	-13.0	4,940	5,092	-3.0
Teh	13,640	12,515	9.0	1,429	1,409	1.4
Kopi	1,428	2,380	-40.0	114	312	-63.6
Kelapa (vol. dalam '000 butir)	3,563	3,732	-4.5	11,063	11,186	-1.1
	2,148,413	1,832,860	17.2			

Harga pokok penjualan (HPP) Perseroan pada 2006 terdiri dari biaya-
 aya penanaman dan pemeliharaan kebun, panen, pembelian buah, alokasi
 aya *overhead*, produksi dan depresiasi, serta perubahan persediaan. HPP
 meningkat sebesar 22,7% dari Rp 1.300,8 miliar pada 2005 menjadi Rp
 596,1 miliar pada 2006. Peningkatan ini terutama disebabkan oleh
 adanya beban produksi dan beban panen yang masing-masing meningkat
 5,4% dan 25,4% menjadi Rp 115,8 miliar dan Rp 213,0 miliar. Beban
 penanaman dan pemeliharaan kebun, serta beban pembelian TBS, masing-
 masing meningkat 20,7% dan 17,7% menjadi Rp 175,7 miliar dan Rp 471,5
 miliar.

Tabel 13. Komponen Harga Pokok Penjualan Lonsum. Tahun 2005-2006

Beban Pokok Penjualan	1,596,085	1,300,825	295,260	22.7
Biaya Pemupukan dan Pemeliharaan	175,666	145,328	30,138	20.7
Biaya Panen	213,012	169,891	43,121	25.4
Biaya Pembelian Buah	471,521	400,726	70,795	17.7
Alokasi Biaya Tidak Langsung	507,707	450,616	57,091	12.7
Biaya Fabrikasi	115,828	85,568	30,260	35.4
Biaya Penyusutan	82,155	89,662	-7,507	-8.4
Pergerakan Persediaan	30,196	-41,166	71,362	-173.4

Laba kotor perusahaan meningkat dari 3,8% dari Rp 532,0 miliar pada
 2005 menjadi Rp 552,0 miliar pada 2006. Peningkatan ini terutama
 disebabkan oleh kenaikan penjualan bersih sebesar 17,2% atau sekitar Rp
 15,5 miliar, meskipun terdapat peningkatan HPP sebesar 22,7% atau
 sekitar Rp 295,3 miliar pada 2006. Sekalipun terjadi penurunan margin

laba kotor dari 29,0% menjadi 25,7% antara 2005 dan 2006, sehubungan dengan berbagai alasan sebagaimana disebutkan di atas, Perseroan mampu membukukan laba kotor yang lebih tinggi pada 2006. Ini berkat tingkat produktivitas yang lebih tinggi di seluruh perkebunan, yang ditunjang pula oleh harga pasar yang menguntungkan, sehingga pada akhirnya menghasilkan penjualan bersih yang lebih tinggi.

Beban usaha Perseroan pada 2006 mencakup pengeluaran biaya penjualan serta beban umum dan administrasi. Beban usaha meningkat sebesar 12,4% dari Rp 87,0 miliar pada 2005 menjadi Rp 97,7 miliar pada 2006. Peningkatan ini terutama berkaitan dengan beban administrasi untuk pengelolaan, pemetaan, dan perizinan hak guna tanah, selain juga biaya keamanan.

Dari sisi neraca, aktiva lancar Perseroan meningkat 35,8% dari Rp 397,5 miliar pada 2005 menjadi Rp 539,7 miliar pada 2006. Peningkatan ini terutama disebabkan oleh kenaikan signifikan pada kas dan setara kas sebesar 68,8%. Persediaan Perseroan pada tahun 2006 turun sebesar 8,3% menjadi Rp 130,6 miliar, penurunan ini dikarenakan peningkatan volume penjualan minyak sawit sebesar 13,4%, sedangkan peningkatan volume produksi minyak sawit hanya sebesar 3,4%. Nilai buku bersih dari aset aman perkebunan Perseroan pada akhir tahun 2006 mencapai Rp 1.365,1 miliar. Dibandingkan dengan tahun sebelumnya sebesar Rp 1.167,2 miliar. Pada 2006, kenaikan terutama disebabkan oleh peningkatan pada aset aman belum menghasilkan sebesar 39,9% dari Rp 495,7 miliar menjadi

p 693,3 miliar. Peningkatan ini merupakan implikasi dari penanaman aru selama tahun 2006 sebesar 5.408,6 hektar, selain akumulasi mbahan biaya dari keseluruhan tanaman belum menghasilkan. Aktiva tap Perseroan setelah akumulasi depresiasi mencapai Rp 882,6 miliar pada chir 2006, yang berarti naik sebesar 6,8% dari Rp 826,5 miliar pada 2005. enaikan ini terutama dikarenakan adanya peningkatan kegiatan konstruksi ng sedang berlangsung senilai Rp 59,4 miliar, khususnya dalam bentuk mbangunan prasarana, perumahan, dan pabrik. Akibat dari semua itu, mlah aktiva Perseroan meningkat 14,7% dari Rp 2.602,2 miliar pada 2005 enjadi Rp 2.985,2 miliar pada 2006.

Pada akhir tahun 2006, Perseroan menanggung kewajiban jangka ndek senilai Rp 950,1 miliar, naik 17,8% dari Rp 806,9 miliar tahun lalu. ementara, kewajiban jangka panjang naik sebesar 2,8% dari Rp 670,4 miliar menjadi Rp 689,1 miliar dalam kurun waktu yang sama. Peningkatan ewajiban itu terutama disebabkan oleh kenaikan pinjaman bank dalam entuk US Dollar Club Deal. Pada 2006, Perseroan mendapat fasilitas Club eal sebesar US\$ 150 juta, yang dibagi ke dalam tiga bagian (*tranche*) ebagai berikut:

- *Tranche A* sebesar US\$ 54.043.673 dicairkan pada Agustus 2006 untuk membiayai ulang fasilitas hutang sindikasi BNI.
- *Tranche B* sebesar US\$ 80.956.327, sekitar 10,8% di antaranya telah dicairkan pada akhir 2006 untuk membiayai pembelian barang-barang modal sejumlah US\$ 8.753.796.

- *Tranche C* sebesar US\$ 15.000.000. Sebanyak US\$ 8.500.000 telah dicairkan pada akhir 2006 untuk modal kerja.

ada akhir 2006, Perseroan masih menanggung surat hutang berbentuk *Mandatory Convertible Notes (MCN)* yang tercatat pada pos hutang lancar senilai Rp 405,1 miliar. Surat hutang ini sewaktu-waktu dapat dikonversikan oleh para pemiliknya menjadi 269.344.000 lembar saham perseroan.

Ekuitas pada akhir 2006 naik sebesar 19,6% menjadi Rp 1.345,9 miliar, dari Rp 1.124,9 miliar setahun yang lalu. Perseroan mengumumkan pembagian dividen tunai Rp 75 per saham yang berasal dari laba bersih sebesar Rp 355,7 miliar untuk tahun buku yang berakhir pada 31 Desember 2005. Dividen dibagikan pada Agustus 2006, yang membuat jumlah laba ditahan Perseroan pada 2006 berkurang sebesar Rp 82,1 miliar menjadi Rp 77,4 miliar

Beberapa rasio keuangan kunci dari PT. Lonsum ditampilkan pada tabel 11. Kekuatan financial perusahaan berkaitan dengan risiko bisnis. Rasio-rasio keuangan yang dapat mengukur kekuatan finansial Perseroan antara lain *quick ratio*, *current ratio*, *long term debt to equity* dan *total debt to total equity ratio*. Rasio profitabilitas seperti *gross margin*, *operating margin* dan *net profit margin* menunjukkan kemampuan Perseroan untuk menghasilkan laba dari kegiatan usahanya. Sementara rasio seperti ROE, ROA dan ROI dapat menunjukkan efektifitas manajemen dalam mengelola sumber daya yang dimiliki Perseroan.

Tabel 14. Rasio Keuangan Kunci Lonsum 2005 - 2007

RASIO	2005	2006	2007	3 year avg
Financial Strength :				
Quick Ratio	0.39	0.43	0.83	0.55
Current Ratio	0.51	0.58	1.21	0.76
LT Debt/Equity	0.43	0.35	0.23	0.34
Total Debt/Total Equity	0.88	0.78	0.35	0.67
Profitabilitas :				
Gross Margin (%)	29.03	25.71	37.58	30.77
Operating Margin (%)	25.36	21.12	3.04	26.51
Net Profit Margin (%)	19.41	14.11	19.44	17.65
Management Effectiveness:				
Return on Equity (%)	37.56	24.53	30.81	30.97
Return on Assets (%)	14.33	10.85	16.29	13.82
Return on Investment (%)	21.48	15.66	21.88	19.67
Dividend Information :				
Payout Ratio (%)	0.00	27.10	0.00	9.03
Dividend per share (Rp)	0.00	75.00	0.00	

5.2. Analisis SWOT dan Strategi Perusahaan

Strength. Beberapa kekuatan yang dimiliki perusahaan antara lain adalah minyak sawit merupakan subsektor industri minyak nabati yang paling cepat pertumbuhannya serta paling menguntungkan (*return per hektar tanaman menghasilkan*). Lonsum sebagai salah satu pemain dalam industri ini memiliki potensi lahan yang cukup besar dimana lahan menghasilkan mencapai luas 48.703 hektar di tahun 2006. Sementara lahan yang belum menghasilkan seluas 14.500 hektar terdiri dari lahan

lengan tanaman usia muda yang diperkirakan akan mulai menghasilkan dalam 2 - 3 tahun kedepan. Kekuatan lainnya adalah tingkat ekstraksi minyak sawit Lonsum yang termasuk tertinggi dalam industri. Lonsum mampu mempertahankan tingkat ekstraksi 21.01% - 24.03% dari TBS melalui metode ekstraksi yang tepat waktu saat buah benar-benar masak. Indonesia saat ini menjadi pilihan utama sebagai sentra produksi minyak sawit disebabkan tersedianya tenaga kerja yang melimpah dan murah. Lonsum yang memiliki pengalaman seratus tahun di usaha perkebunan telah memiliki tenaga kerja yang loyal, terampil dan dapat diandalkan. Sumber daya manusia yang dimiliki perusahaan ini juga menjadi salah satu kekuatan. Lonsum juga terus melakukan investasi besar-besaran di bidang sarana dan prasarana seperti pabrik pengolahan, akses jalan ke perkebunan, jaringan telekomunikasi sampai pusat riset tanaman. Semua investasi ini secara langsung maupun tidak langsung akan berkontribusi terhadap peningkatan produksi di masa yang akan datang.

Weaknesses. Rekor kinerja keuangan Lonsum tidak terlalu cemerlang beberapa tahun belakangan. Laba bersih tahun 2004 sempat mencapai angka minus Rp. 247 milyar akibat adanya restrukturisasi hutang pada tahun bersangkutan. Perusahaan juga belum mampu membagikan dividen secara rutin kepada pemegang sahamnya. Pembagian dividen terakhir dilakukan pada tahun 2006 sebesar Rp. 75 per lembar saham. Kelemahan lainnya adalah proyeksi produksi perusahaan merupakan subyek dari ketidakpastian akan iklim serta masalah tanaman. Produk yang dihasilkan

perusahaan merupakan produk yang dihasilkan oleh makhluk hidup sehingga terdapat ketidakpastian yang tinggi akan kelangsungan maupun pasar produksi yang dihasilkan. Keuntungan perusahaan juga terekspos oleh harga komoditas CPO di pasar dunia. Harga ini selalu bergerak menurut suatu siklus tertentu sehingga profit perusahaan juga akan berfluktuasi.

Opportunities. Tingkat kehidupan yang membaik menyebabkan tingginya permintaan akan minyak nabati dunia. Adanya ketidakcukupan produksi minyak nabati dalam negeri, serta dihapusnya tarif impor secara bertahap sejak Januari 2006 sesuai ketentuan Organisasi Perdagangan Dunia (WTO) menjadi peluang bagi perusahaan untuk memperluas pasar dan meningkatkan penjualannya. Di Amerika Serikat (AS), permintaan minyak sawit diperkirakan juga akan meningkat dengan berlakukannya peraturan baru *Food and Drug Administration* (FDA) sejak Januari 2006. Peraturan ini mengharuskan produsen makanan untuk menuliskan kandungan *trans-fatty acid* pada label kemasan produknya. Hal ini akan mendorong produsen makanan di AS untuk memakai minyak sawit sebagai pengganti minyak kedelai, yang selain lebih mahal, juga menghasilkan lebih banyak *trans-fatty acid* setelah hidrogenisasi. Perkembangan lain yang membawa prospek pertumbuhan jangka panjang bagi minyak sawit adalah potensinya yang sedang dikembangkan sebagai sumber energi yang dapat diperbarui. Dengan semakin tingginya harga minyak mentah yang merupakan sumber utama BBM sebagai bahan bakar

agi hampir semua jenis mesin penggerak di dunia dewasa ini, biodisel atau bahan bakar minyak yang diolah dari sumber nabati, seperti minyak sawit, telah menjadi pilihan yang menarik sebagai sumber energi bahan bakar alternatif. Konsumsi dunia atas minyak nabati telah meningkat sebesar 10% per tahun dan diperkirakan melampaui 100 juta ton pada 2007. Para pakar industri bahkan memprediksikan kemungkinan adanya defisit pasokan atas permintaan sekitar 3,5 juta ton minyak nabati di tahun itu.

Threats. Produk kelapa sawit di sejumlah daerah terserang penyakit busuk pangkal batang (BPB) *Ganoderma*. Meski persentase kerusakan tidak terlalu besar dibanding luas lahan area perkebunan kelapa sawit, namun serangan hama tersebut membuat gelisah petani kelapa sawit serta investor. Serangan penyakit tersebut juga memperburuk citra produk kelapa sawit Indonesia di pasar internasional. Penyakit BPB ini telah menyebabkan kerugian yang besar pada perkebunan kelapa sawit di Indonesia, karena tingkat kematian tanaman akibat serangan penyakit ini dapat mencapai 50% atau lebih. Ancaman lain juga datang dari salah satu negara konsumen CPO terbesar yaitu China. Terkait dengan adanya praktek ekspor permen gula yang mengandung formalin, ada kemungkinan China akan melarang ekspor produk CPO Indonesia ke China. Ancaman lainnya adalah produk turunan produksi Indonesia masih kalah dengan Malaysia. Meskipun Indonesia menempati posisi pertama di dunia dalam produksi minyak sawit mentah (CPO), nilai ekspor CPO dan produk olahan CPO dari Malaysia jauh lebih besar. Interferensi pemerintah

alam penetapan harga ekspor (terutama saat harga sangat tinggi) ternyata menyebabkan nilai ekspor CPO Indonesia merosot. Volume ekspor CPO ini turun akibat maraknya penyelundupan. CPO yang seharusnya untuk dipulau diselundupkan ke luar negeri karena harga di luar jauh lebih tinggi dari harga yang ditetapkan pemerintah. Ancaman lain adalah adanya loby hijau dari pihak LSM dan pecinta lingkungan agar industri perkebunan dibatasi dalam pembukaan lahan baru dengan konversi hutan. Loby ini bisa menjadi salah satu hambatan dalam pertumbuhan perusahaan.

Berdasarkan analisis kekuatan, kelemahan, peluang dan ancaman yang dihadapi perusahaan, maka terdapat beberapa strategi yang dapat diterapkan perusahaan untuk mempertahankan tingkat pertumbuhannya. Strategi ini antara lain :

- a. Daya saing perusahaan masih tergolong tertinggal dibandingkan dengan perusahaan lain dalam negeri dan industri minyak nabati di negara lain. Oleh karena itu, pengembangan riset dan teknologi merupakan salah satu pilar untuk meningkatkan daya saing perusahaan harus lebih digiatkan.
- b. Riset dan teknologi yang dibutuhkan pada dasarnya terdiri dari riset bidang *on-farm* (pemuliaan dan budidaya), *off-farm* (pengolahan dan pengembangan produk utama, produk samping, produk turunan, dan limbah) dan *intermediate* (sosial ekonomi, pasar, kebijakan, dan lingkungan). Walaupun sudah dihasilkan berbagai teknologi dan

informasi mengenai ke tiga bidang tersebut, namun riset masih tetap difokuskan pada bidang-bidang tersebut dengan lebih menekankan pada bagian-bagian yang mempunyai dampak besar dan jangka panjang yang signifikan guna perbaikan daya saing perusahaan.

- c. Perusahaan perlu melakukan pengembangan produk hilir CPO yang memiliki prospek menjanjikan mengingat produk-produk yang dihasilkan baik energi maupun bahan pangan sangat diperlukan, Permintaan untuk memenuhi kebutuhan dalam negeri dan ekspor untuk produk-produk turunan ini sangatlah tinggi. Dalam upaya pemenuhan ini, strategi yang dapat dilakukan adalah penambahan pabrik-pabrik pengolahan di masa yang akan datang.
- d. Perusahaan harus terus melakukan perbaikan terhadap sarana dan prasarana produksi seperti pembangunan pabrik baru, pembangunan tempat tinggal karyawan, pembuatan akses jalan, pembukaan jalur komunikasi dan sebagainya. Langkah ini merupakan bagian dari strategi pertumbuhan perusahaan.
- e. CPO merupakan salah satu komoditi yang sangat strategis dan dapat menjaga keseimbangan lingkungan hidup sehingga harga pasarnya akan diawasi oleh pemerintah. Perusahaan harus selalu memantau berbagai kebijakan terkait yang dikeluarkan pemerintah sehingga dapat menyesuaikan strategi dengan peraturan yang ada.

5. Valuasi Harga Wajar Saham Lonsum

Sebelum melakukan valuasi terhadap nilai perusahaan, maka perlu ditetapkan beberapa asumsi yang menjadi pedoman dalam melakukan valuasi. Asumsi-asumsi ini ditetapkan sebagai bentuk penyederhanaan terhadap permasalahan. Dalam penelitian ini, beberapa asumsi yang digunakan adalah :

- *Periode Proyeksi.* Industri perkebunan kelapa sawit merupakan industri yang memiliki prospek pertumbuhan yang tinggi dimasa depan dengan *barrier entry* yang besar. Lonsum sebagai salah satu pemain besar dalam industri merupakan perusahaan dengan sejarah pertumbuhan yang baik dan memiliki pangsa yang cukup besar. Siklus hidup tanaman kelapa sawit yang panjang merupakan salah satu pertimbangan lain yang digunakan dalam menentukan periode proyeksi. Dengan sejumlah alasan disebutkan, maka penelitian memakai jangka waktu 10 tahun sebagai horizon proyeksi. Rencana akuisisi Lonsum sendiri terjadi pada awal tahun 2007 di kuartal pertama. Sehingga valuasi tentunya dilakukan dengan menggunakan data terakhir yaitu kondisi perusahaan dan laporan keuangan terakhir di tahun 2006. Untuk menjawab permasalahan penelitian, maka valuasi yang dilakukan dalam penelitian ini juga merupakan valuasi perusahaan pada kuartal pertama 2007 dan menggunakan data laporan keuangan terakhir tahun 2006. Berdasarkan hal ini, maka

periode proyeksi 10 tahun dimulai dari proyeksi tahun 2007 hingga tahun 2016.

- **Pertumbuhan Perusahaan.** Periode pertumbuhan perusahaan dibagi menjadi dua tahap yaitu periode pertumbuhan tinggi dan periode pertumbuhan stabil. Periode pertumbuhan tinggi diasumsikan terjadi selama masa proyeksi perusahaan yaitu 10 tahun dari tahun 2007 – 2016. Periode pertumbuhan stabil diasumsikan terjadi sejak tahun ke 11 yaitu mulai tahun 2017 dimana tahun ini menjadi *terminal year* untuk pertumbuhan stabil. Metode proyeksi yang digunakan adalah metode *declining growth* dimana terjadi pertumbuhan tinggi pada tahun pertama proyeksi dan selanjutnya menurun sampai ke tingkat pertumbuhan stabilnya. Metode *declining growth* dipakai dalam penelitian ini dengan asumsi bahwa tingkat persaingan dimasa depan akan semakin kompetitif yang datang dari perusahaan-perusahaan pesaing yang bergerak di industri yang sama baik domestik maupun internasional. Kompetisi yang semakin ketat akan menyebabkan perusahaan sulit untuk mempertahankan tingkat pertumbuhan yang tinggi. *Trend* kenaikan harga komoditas selama dua tahun terakhir juga diprediksi tidak akan bertahan lama. Harga komoditas kelapa sawit bergerak mengikuti siklus masa tanam bisnis plantasi ini yaitu 4-5 tahunan. Siklus tanam ini berpengaruh terhadap tingginya produktivitas yang selanjutnya berpengaruh terhadap harga komoditas itu sendiri. Untuk mencari besarnya pertumbuhan pada tahun

pertama proyeksi dapat dilakukan dengan beberapa cara. Pertama dengan melihat rata-rata pertumbuhan penjualan selama tiga tahun terakhir 2004 – 2006 didapatkan sebesar 14 %. Cara lainnya adalah dengan menggunakan rumus pertumbuhan :

$$g = b * ROE$$

Dengan menggunakan data historis yang ada, didapatkan nilai rata-rata *retention rate* perusahaan sebesar 0.9097 dan rata-rata ROE sebesar 31,045%, sehingga didapatkan nilai *growth* perusahaan sebesar 28,24%. Pertumbuhan perusahaan juga dapat ditentukan berdasarkan *review* dari para analis. Sejumlah analis menyatakan dalam situs Bloomberg bahwa rata-rata *growth* untuk industri kelapa sawit untuk tahun 2007 – 2009 adalah sebesar 11%. Dari ketiga nilai pertumbuhan yang diperoleh maka akan disusun skenario pertumbuhan Lonsum yaitu skenario *optimistic* dengan tingkat pertumbuhan 28,24% pada tahun pertama proyeksi; skenario moderat dengan tingkat pertumbuhan 14% pada tahun pertama proyeksi dan skenario *pessimistic* dengan tingkat pertumbuhan 11% pada tahun pertama proyeksi. Asumsi probabilitas terjadinya masing-masing skenario adalah sebagai berikut :

Skenario	Pessimistic	Moderate	Optimistic	Total
Probability	30%	40%	30%	100%

Pertumbuhan perusahaan pada periode stabil atau terminal year diasumsikan sebesar 5% untuk scenario optimistic dan moderat serta 3% untuk scenario pesimisstic. Dasar dari penetapan probabilitas ini adalah bahwa penulis melihat bahwa potensi pertumbuhan skenario moderate sebesar 14 % yang merupakan rata-rata pertumbuhan perusahaan tiga tahun terakhir adalah paling besar sehingga skenario ini diberikan porsi probabilitas yang lebih tinggi dibandingkan dua scenario lainnya. Sementara porsi probabilitas untuk skenario pessimistic dan optimistic dianggap sama besar karena tidak ada faktor-faktor yang dominan dalam analisis fundamental yang mendukung pemberian porsi yang lebih tinggi untuk kedua skenario ini.

- *Cost of debt.* Biaya hutang perusahaan dilihat dari besarnya bunga yang dibayarkan terhadap hutang jangka panjang perusahaan. Hutang jangka panjang yang dimiliki perusahaan antara lain adalah hutang kepada Club deal yang jatuh tempo pada tahun 2011. Besarnya bunga yang diatur dalam perjanjian kredit adalah sebesar SIBOR ditambah 2,52% per tahun. Tingkat bunga SIBOR besarnya berubah-ubah setiap tahunnya. Proyeksi tingkat bunga SIBOR oleh 13 analis keuangan dalam situs bloomberg untuk tahun 2009 adalah sebesar 2,86%. Penelitian ini mengasumsikan bahwa tingkat bunga SIBOR yang digunakan dalam menentukan biaya hutang perusahaan adalah tingkat bunga SIBOR hasil proyeksi ini. Dalam valuasi,

terdapat perbedaan kurs mata uang yang digunakan dimana hutang jangka panjang perusahaan ini menggunakan kurs US dollar, sementara valuasi menggunakan kurs rupiah. Oleh karena itu perlu dicari nilai ekuivalen dari beban bunga yang dibayarkan perusahaan dengan menggunakan rumus *interest rate parity* :

$$\frac{\text{Forward Rate} - \text{Spot Rate}}{\text{Spot Rate}} = \frac{i_{\text{home}} - i_{\text{foreign}}}{1 + i_{\text{foreign}}}$$

Keterbatasan data nilai tukar menyebabkan penulis mengasumsikan bahwa proyeksi tingkat suku bunga SIBOR oleh analis Bloomberg sudah merupakan tingkat suku bunga ekuivalen (tingkat suku bunga paritas). Berdasarkan asumsi ini maka didapatkan cost of debt perusahaan sebesar 5,38%.

- *Cost of Equity*. Dalam menghitung besarnya biaya capital perusahaan maka digunakan rumus CAPM :

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Risk free rate yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat suku bunga Surat Utang Negara (SUN) seri FR0026 yang jatuh tempo pada oktober 2014 sebesar 11%. Beta perusahaan didapatkan dari situs Bloomberg sebesar 1.148 dan diasumsikan tidak berubah atau mendekati nilai ini dari tahun ke tahun. *Market risk premium (R_m-R_f)* merupakan tambahan *return* di atas *risk free rate* yang perlu dikompensasi bagi investor. Ukurannya tergantung pada risiko pasar saham dan tingkat penolakan risiko oleh investor. Dalam penelitian

ini, premi resiko pasar diasumsikan merupakan perbedaan antara tingkat suku bunga SUN (11%) dengan tingkat suku bunga *Treasury Bonds* di Amerika (3.875%) dengan jangka waktu jatuh tempo yang sama yaitu tahun 2014. Terdapat perbedaan kurs mata uang yang digunakan dalam menghitung tingkat suku bunga ini yaitu SUN menggunakan kurs rupiah sementara *Treasury Bonds* menggunakan kurs US dollar. Oleh karena itu perlu dicari sebuah nilai ekuivalen dari *yield* yang dihasilkan dengan menggunakan rumus *interest rate parity* :

$$\frac{\text{Forward Rate} - \text{Spot Rate}}{\text{Spot Rate}} = \frac{i_{\text{home}} - i_{\text{foreign}}}{1 + i_{\text{foreign}}}$$

Keterbatasan data nilai tukar menyebabkan penulis mengasumsikan bahwa tingkat suku bunga *Treasury Bonds* sebesar 3.875% sudah merupakan tingkat suku bunga ekuivalen (tingkat suku bunga paritas) sehingga didapatkan nilai *market risk premium*-nya adalah sebesar 7.125%. Berdasarkan data-data diatas maka didapatkan nilai biaya capital Lonsum sebesar :

$$K_e = 11\% + 1.148 (7.125\%)$$

$$K_e = 19.18\%$$

WACC (Weighted Average Cost of Capital). Untuk dapat menghitung nilai WACC maka perlu diketahui nilai cost of debt, cost of equity serta proporsi hutang terhadap Ekuitas perusahaan. Rasio debt to equity

perusahaan untuk tahun 2006 adalah sebesar 0.476. Dalam penelitian ini proporsi ini diasumsikan dipertahankan perusahaan sepanjang periode proyeksi. Berdasarkan data yang ada maka dapat ditentukan besarnya WACC perusahaan :

<i>Cost of Equity</i>		<i>Tax</i>	<i>Weight</i>	
<i>Cost of Debt</i>	19.18%		52.40%	10.05%
<i>WACC</i>	5.38%	30%	47.60%	1.79%
				11.84%

Valuasi Lonsum Skenario Optimistik

Dalam skenario optimistik, tingkat pertumbuhan perusahaan diasumsikan sebesar 28,24% dan *terminal value growth* adalah sebesar 5%. Dari skenario ini didapatkan *forecast free cash flow to the firm* sebesar (dalam jutaan rupiah):

2007	2008	2009	2010	2011
-104486.598	-85399.898	-46344.873	18344.005	113951.376
2012	2013	2014	2015	2016
244617.070	412480.061	616841.448	853489.421	1114340.713

Langkah selanjutnya adalah mencari nilai terminal value untuk tahun 2011 dari periode proyeksi dan kemudian mendiskontokan semua nilai FF dan nilai terminal value dengan tingkat diskonto WACC sebesar 11,84% untuk memperoleh nilai perusahaan saat ini.

Terminal Value	
Sum of Free Cash Flow to the Firm	20285606.50
Discount Faktor	3137832.728
Present Value of the Firm	11.84%
	7047249.3

Dari skenario ini dihasilkan value perusahaan sebesar Rp. 7.047.249.300.000,00. Dengan jumlah saham beredar sebanyak 1.095.229.293 lembar saham maka dapat dicari nilai intrinsik perlembar saham perusahaan yaitu sebesar Rp. 6.434,50 per lembar sahamnya. Perhitungan valuasi dapat dilihat lebih rinci pada lampiran

b. Valuasi Lonsum Skenario Moderat

Dalam skenario moderat, tingkat pertumbuhan perusahaan yang digunakan adalah sebesar 14% dan terminal value growth adalah sebesar 5%. Dari skenario ini didapatkan *forecast free cash flow to the firm* sebesar (dalam jutaan rupiah):

2007	2008	2009	2010	2011
127696.424	162302.840	202484.918	248416.772	300115.405
2012	2013	2014	2015	2016
357412.208	419929.226	487062.402	557973.953	631595.655

Langkah selanjutnya adalah mencari nilai terminal value untuk tahun ke-11 dari periode proyeksi dan kemudian mendiskontokan semua nilai FCFF dan nilai terminal value dengan tingkat diskonto WACC sebesar 11.84% untuk memperoleh nilai perusahaan saat ini.

Terminal Value	
Sum of Free Cash Flow to the Firm	10331057.91
Discount Faktor	3494989.808
Present Value of the Firm	11.84%
	4719560.020

Dari perhitungan ini dihasilkan value perusahaan sebesar Rp. 4.719.560.020.000,00. Dengan jumlah saham beredar sebanyak 1.095.229.293 lembar saham maka dapat dicari nilai intrinsik per lembar saham perusahaan yaitu sebesar Rp 4.309,20 per lembar sahamnya. Perhitungan valuasi yang lebih rinci dapat dilihat pada lampiran.

c. Valuasi Lonsum Skenario Pessimistic

Dalam skenario *pessimistic*, tingkat pertumbuhan perusahaan yang digunakan adalah sebesar 11% dan *terminal value growth* adalah sebesar 3%. Dari skenario ini didapatkan *forecast free cash flow to the firm* sebesar (dalam jutaan rupiah):

2007	2008	2009	2010	2011
176611.39	210517.47	247945.92	288708.34	332493.93
2012	2013	2014	2015	2016
378863.75	427249.98	476960.93	527192.22	577044.33

Langkah selanjutnya adalah mencari nilai terminal value untuk tahun ke-11 dari periode proyeksi dan kemudian mendiskontokan semua nilai

FCFF dan nilai terminal value dengan tingkat diskonto WACC sebesar 11.84% untuk memperoleh nilai perusahaan saat ini.

Terminal Value	
Sum of Free Cash Flow to the Firm	7076313.76
Discount Faktor	3643588.26
Present Value of the Firm	11.84%
	3909225.06

Dari perhitungan ini dihasilkan value perusahaan sebesar Rp. 3.909.225.060.000,00. Dengan jumlah saham beredar sebanyak 1.095.229.293 lembar saham maka dapat dicari nilai intrinsik per lembar saham perusahaan yaitu sebesar Rp 3.569,32 per lembar sahamnya. Perhitungan valuasi yang lebih rinci dapat dilihat pada lampiran

d. Expected Price

Dari masing-masing skenario valuasi yang disusun baik skenario optimistic, moderate dan pessimistic didapatkan nilai wajar untuk saham lonsum masing masing Rp. 6.434,50 untuk skenario optimistic, Rp 4.309,20 untuk skenario moderate dan Rp 3.569,32 untuk skenario pessimistic. Berdasarkan asumsi probabilita yang telah ditetapkan untuk masing-masing skenario maka bisa dihitung nilai harga wajar saham ekspekstasi untuk lonsum yaitu sebesar Rp. 4724,82

Skenario	Pessimistic	Moderate	Optimistic	Total
Probability	30%	40%	30%	100%
Price	Rp. 3569,32	Rp. 4309,20	Rp. 6434,50	
Expected Price	Rp. 1070,79	Rp. 1723,68	Rp. 1930,35	Rp. 4724.82

4.7. Valuasi Oleh Indofood

Valuasi Indofood terhadap akuisisi Lonsum dilakukan melalui *investment banker* CIMB-GK Securities Pte. Ltd. Analisis Robert Adair dari CIMB menyatakan bahwa harga penawaran akuisisi sudah wajar. Harga perolehan akuisisi kombinasi (pembelian dan *tender offer*) sebesar Rp. 6.642,00 merupakan tingkat harga 12,2 kali rasio harga terhadap ekuitas (P/E). Harga ini masih dibawah rasio P/E Lonsum sebesar 14 kali untuk forecast tahun 2008. Sehingga harga penawaran akuisisi merupakan undervalue dari nilai wajar Lonsum berdasarkan proyeksi CIMB.

Berdasarkan rasio *EV/Planted area*, Indofood juga membayar sekitar US\$12,282 per hektar lahan dan harga ini masih berada dalam batas rata-rata EV/ha yang dibayarkan untuk lahan di Indonesia. CIMB juga menilai bahwa akuisisi Lonsum merupakan langkah yang tepat karena akan mampu menghasilkan sinergi. Lahan Lonsum yang dikelola dengan baik berlokasi di region yang sama dengan lahan Indoagri sehingga memperluas lahan ditanami menjadi 138,081 hektar atau setara dengan penambahan 84% serta menambah luas lahan total menjadi 387,483 hektar atau setara dengan penambahan sebesar 73% dari luas lahan semula.

Sinergi lain muncul dari perbaikan masalah struktural Indoagri yaitu profil umur tanaman. Profil usia tanaman perusahaan akan semakin baik dengan kombinasi 39% tanaman Lonsum berumur 9 tahun ke bawah dan 16% tanaman Indoagri berumur 6 tahun ke bawah. Kombinasi ini akan meningkatkan produktivitas perusahaan dalam menghasilkan CPO berkualitas. Hal ini sejalan dengan target jangka panjang perusahaan yaitu swadaya sepenuhnya dalam pengadaan bahan baku CPO dan tidak bergantung pada pemasok pihak ketiga pada tahun 2015.

Indofood juga akan memperoleh sinergi dari perolehan akses terhadap pusat riset dan pembenihan Lonsum. Pusat riset dan pembenihan Lonsum diketahui mampu menghasilkan 16 juta benih kualitas utama setiap tahunnya. Hal ini akan menjamin ketersediaan benih untuk penanaman baru serta juga penghematan dalam bidang riset dan pengembangan perkebunan.

CIMB juga mengestimasi bahwa akuisisi Lonsum akan meningkatkan pendapatan Indoagri jika perusahaan bisa menekan cost of debt kurang dari 8.5%. Potensi peningkatan pendapatan dari akuisisi 100% lonsum pada tingkat bunga pinjaman konservatif 8% adalah peningkatan EPS perusahaan sebesar 3%. Peningkatan EPS ini selanjutnya berpotensi menaikkan harga saham Indoagri sendiri dari \$1,45 menjadi \$1,49.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan pembahasan dan analisa yang dilakukan pada bab sebelumnya, dapat disimpulkan hal-hal berikut :

- a. Valuasi nilai perusahaan dengan skenario optimistik pada tingkat pertumbuhan perusahaan diasumsikan sebesar 28,24% dan tingkat pertumbuhan stabil sebesar 5% menghasilkan *value* perusahaan sebesar Rp. 7.047.249.300.000,00. Dengan jumlah saham beredar sebanyak 1.095.229.293 lembar saham maka dapat dicari nilai intrinsik perlembar saham perusahaan yaitu sebesar Rp. 6.434,50 per lembar sahamnya.
- b. Valuasi nilai perusahaan dengan skenario moderat pada tingkat pertumbuhan perusahaan diasumsikan adalah sebesar 14% dan tingkat pertumbuhan stabil sebesar 5% menghasilkan *value* perusahaan sebesar Rp. 4.988.592.300.000,00. Dengan jumlah saham beredar sebanyak 1.095.229.293 lembar saham maka dapat dicari nilai intrinsik per lembar saham perusahaan yaitu sebesar Rp 4.309.20 per lembar sahamnya.
- c. Valuasi nilai perusahaan dengan skenario pessimistic pada tingkat pertumbuhan perusahaan diasumsikan adalah sebesar 11% dan tingkat pertumbuhan stabil sebesar 3% menghasilkan *value*

perusahaan sebesar Rp. 3.909.225.060.000,00. Dengan jumlah saham beredar sebanyak 1.095.229.293 lembar saham maka dapat dicari nilai intrinsik per lembar saham perusahaan yaitu sebesar Rp 3.569,32 per lembar sahamnya

- d. Nilai wajar saham perusahaan yang diekspektasi diperoleh dengan penetapan probabilitas terjadinya masing-masing skenario yaitu 30:40:30 untuk masing-masing skenario pessimistic:moderate:optimistic. Dari nilai wajar untuk saham Lonsum masing masing Rp. 6.434,50 untuk skenario optimistic, Rp 4.309,20 untuk skenario moderate dan Rp 3.569,32 untuk skenario pessimistic diperoleh suatu nilai wajar ekspektasi sebesar Rp. 4.724,82 per lembar saham.
- e. Dari transaksi akuisisi Lonsum oleh Indofood yang diakuisisi di harga Rp. 6.500 perlembar sahamnya maka harga akuisisi ini merupakan harga *overvalued*. Hasil valuasi baik pada skenario optimistic, skenario moderat, *scenario pessimistic* dan *expected price* semuanya menghasilkan nilai intrinsik di bawah harga kesepakatan akuisisi.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil penelitian maka terdapat saran yang dapat diberikan antara lain :

- a. Dalam akuisisi Lonsum ini, perusahaan yang diakuisisi, dalam hal ini Lonsum, bisa dinyatakan mendapatkan *good deal*. Harga penawaran

akuisisi merupakan harga *overvalue* yaitu harga yang lebih tinggi dari nilai intrinsik sahamnya sesuai dengan valuasi dengan asumsi-asumsi yang dipakai dalam penelitian ini. Untuk perusahaan pengakuisisi, dalam hal ini Indofood, harga yang ditawarkan 'belum tentu merupakan *bad deal*. Terdapat banyak faktor yang digunakan perusahaan pengakuisisi dalam menawarkan harga akuisisi. Pertimbangan akan adanya sinergi yang bisa dicapai dari merger merupakan salah satu faktor ini. *Value of synergy* besarnya akan bervariasi tergantung dari asumsi-asumsi valuasi yang digunakan oleh perusahaan pengakuisisi. Diantara sinergi yang akan diperoleh Indofood dari akuisisi Lonsum adalah bertambahnya luas lahan ditanami dan luas lahan total secara signifikan, perbaikan masalah struktural di perusahaan yaitu perbaikan profil umur tanaman, semakin cepat tercipta target jangka panjang perusahaan untuk *self-sufficient* dalam pengadaan bahan baku CPO, terjaminnya ketersediaan benih kelapa sawit kualitas unggul, penghematan biaya riset dan pengembangan dan berkurangnya perusahaan pesaing. Pertimbangan lain yang mungkin digunakan perusahaan pengakuisisi dalam menawarkan harga yang tinggi adalah untuk menghindari perlawanan dan aksi *defense* dari perusahaan yang akan diakuisisi serta menghilangkan potensi munculnya pesaing atau rivalry dalam akuisisi. Nilai sinergi serta corporate action terhadap akuisisi Lonsum tidak dibahas dalam penelitian ini karena keterbatasan sumberdaya

penulis. Oleh karena itu, penulis menyarankan kepada peneliti selanjutnya untuk mengembangkan topik dengan melakukan penelitian terhadap nilai sinergi serta corporate action dalam sebuah akuisisi.

- b. Dalam melakukan suatu akuisisi, pihak pengakuisisi hendaknya memberikan perhatian yang besar dalam valuasi perusahaan yang akan diakuisisi sehingga harga penawaran yang ditawarkan masih berada dalam nilai wajar perusahaan akuisisi. Pihak pengakuisisi perlu mempertimbangkan kembali keputusan akuisisinya dan mengkaji ulang valuasi yang telah dilakukan sehingga menghasilkan keputusan akuisisi yang tepat dan sejalan dengan tujuan perusahaan.
- c. Proses valuasi nilai wajar saham dilakukan dengan menggunakan berbagai pertimbangan dan asumsi. Investor, pihak pengakuisisi dan juga perusahaan yang berkepentingan dalam valuasi haruslah memperhatikan dengan cermat variable-variabel ini. Penelitian ini memberikan ruang lingkup penelitian yang membatasi penelitian dengan menggunakan asumsi-asumsi. Perubahan kondisi dan asumsi dalam variable valuasi dapat mempengaruhi perubahan nilai wajar yang dihasilkan. Penetapan asumsi yang dipakai dalam valuasi berperan penting dalam menghasilkan estimasi nilai perusahaan yang paling mendekati nilai sesungguhnya. Sehingga penulis menyarankan agar penelitian selanjutnya lebih cermat lagi dalam menetapkan asumsi dan ruang lingkup sebagai batasan penelitian.

- d. Keterbatasan data, sumber daya dan waktu penelitian yang dimiliki oleh penulis menyebabkan penulis tidak melakukan penghitungan penilaian harga wajar saham dengan metode lain selain metode *discounted cash flow model free cash flow to the firm*. Penulis menyarankan agar penelitian selanjutnya menggunakan berbagai metode valuasi yang ada dan melakukan perbandingan antara nilai wajar yang dihasilkan dari satu metode dengan nilai wajar yang dihasilkan metode lainnya.
- e. Penelitian ini menggunakan data keuangan historis tiga tahun sebelum terjadinya akuisisi dalam memproyeksi tahun finansial untuk periode sepuluh tahun mendatang. Kepada peneliti yang ingin meneliti masalah yang sama, penulis menyarankan agar menggunakan data laporan keuangan historis serta periode proyeksi yang lebih panjang sehingga didapatkan gambaran yang lebih lengkap dalam melakukan proyeksi makro.

DAFTAR PUSTAKA

- die, Zvi, A. Kane, A. Marcus. *Investment*. 6th ed. New York. McGrawHill International. 2005.
- modaran, A. *Corporate Finance : Theory and Practice*. 2nd ed. New York. John Wiley & Sons, Inc. 2001
- modaran, A. *Investment Valuation : Tools and Techniques for Determining The Value of Any Assets*. 2nd ed. New York. John Wiley & Sons, Inc. 2002.
- aputra, Irwan A. dan Novariyanto, Arividya. "Analisis Perusahaan Target Dalam Proses Akuisisi(Kasus : PT. SA Finance)." Karya Akhir Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Jakarta. 1995.
- rhat, Mohammad. "Analisis fundamental dan penilaian harga perdana saham PT. Jasa Marga (persero)." Karya Akhir Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Jakarta. 2007
- ripati, Aryata. "Penilaian Harga Saham PT HM Sampoerna Tbk. Dengan Menggunakan Pendekatan Free Cash Flow to Equity dan Abnormal Earnings." Karya Akhir Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Jakarta . 2004
- ughan, P. A. (2007). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, Inc.
- ryawati, Goldrida. "Analisa Pengaruh Hasil Penilaian Independent Atas Perusahaan Target Terhadap Penentuan Harga Akuisisi." Karya Akhir Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Jakarta. 2003
- ummy, Ray. "Analisis Harga Saham PT. Hanjaya Mandala Sampoerna, Tbk. Pada saat diakuisisi oleh PT. Phillip Morris Indonesia Dengan Menggunakan Metode Free Cash Flow To Equity, Free Cash Flow To Firm Dan Economic Value Added ". Karya Akhir Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Jakarta. 2006
- aporan Keuangan Tahunan, PT PP London Sumatra Indonesia Tbk.
- aporan Keuangan Tahunan, PT Indofood Sukses Makmur Tbk.

Iepu, K.G., P.M. Healy and P.L. Bernard. *Business Analysis and Valuation : Using Financial Statement Text and Cases. 2nd ed.* USA. South Western College Publishing. 2004.

ri. Yunita. "Valuasi Saham PT INDOSAT Sebelum dan Sesudah Merger Vertikal Dengan Menggunakan Metode Free Cash Flow To The Firm (FCFF)." Karya Akhir Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Jakarta . 2004

118 www.bi.go.id

118 www.damodaran.com

118 www.finance.yahoo.com

118 www.idx.co.id

118 www.investopedia.com

eston, J.F., Mark L. Mitchell, J. Harold Mulherin. *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance. 4th ed.* New Jersey. Pearson Prentice Hall. 2004.



LAMPIRAN



PERUSAHAAN PERKEBUNAN LONDON SUMATRA INDONESIA Tbk.
 ANAK PERUSAHAAN
 RACA KONSOLIDASIAN
 (dalam jutaan Rupiah, kecuali dinyatakan lain)

	2004	2005	2006	2007
AKTIVA LANCAR				
Kas dan setara kas	215,137	152,292	257,054	558,359
Utang usaha:				
Pihak ketiga	52,028	50,207	43,300	62,764
Utang lain-lain				
Pihak ketiga	23,303	15,554	17,079	20,104
Persediaan	80,915	142,495	130,636	225,833
Utang muka	32,021	26,589	76,529	124,651
Pajak dibayar dimuka	3,506	7,356	13,747	13,385
Biaya dibayar dimuka	8,155	3,019	1,390	682
Jumlah aktiva lancar	415,065	397,512	539,735	1,005,778
AKTIVA TIDAK LANCAR				
Utang hubungan istimewa	8,517	22,103	6,231	7,999
Utang plasma	45,239	69,432	75,083	43,125
Tanaman perkebunan :				
Tanaman telah menghasilkan	446,989	671,495	671,791	787,355
Tanaman belum menghasilkan	345,664	495,690	693,347	874,622
Aktiva tetap	466,379	826,530	882,595	1,108,134
Biaya tangguhan hak atas tanah	107,280	117,654	114,561	109,476
Aktiva lain-lain	527,797	1,757	1,869	1,651
Jumlah aktiva tidak lancar	1,947,865	2,204,661	2,445,477	2,932,362
JUMLAH AKTIVA	2,362,930	2,602,173	2,985,212	3,938,140

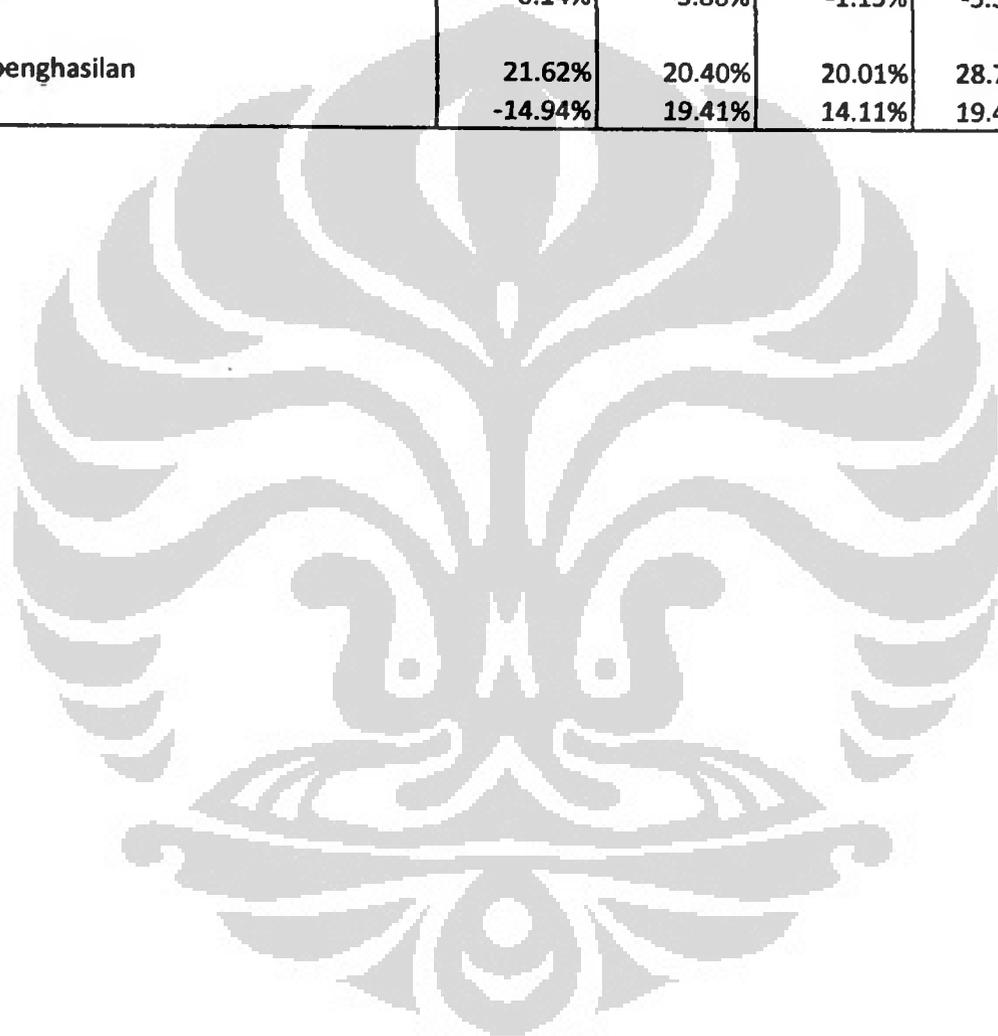
KEWAJIBAN LANCAR				
Hutang usaha	32,693	45,624	43,567	63,403
Hutang lain-lain :				
Pihak ketiga	23,890	20,560	13,749	20,377
Pihak yang mempunyai hub, istimewa	12,784			
Uang muka penjualan	14,831	33,730	71,662	56,691
Hutang pajak	29,213	15,082	72,304	199,884
Biaya yang masih harus dibayar	241,100	162,453	153,108	232,717
Hutang bank	95,388	101,579	173,709	260,275
Surat Hutang Wajib Konversi	405,093	405,093	405,093	
Jumlah kewajiban lancar	854,992	784,121	933,192	833,347
KEWAJIBAN TIDAK LANCAR				
Hutang bank	565,379	488,012	466,856	539,152
Kewajiban pajak tangguhan	77,135	89,945	97,585	68,459
Kewajiban imbalan kerja	96,211	115,158	141,679	182,155
Jumlah kewajiban tidak lancar	738,725	693,115	706,120	789,766
EKUITAS				
Modal saham				
Modal dasar 1.600.000.000				
saham biasa dengan nilai nominal				
Rp. 500 (Rupiah penuh) per saham				
Modal ditempatkan dan disetor penuh				
1.095.229.293 saham biasa	547,615	547,615	547,615	682,286
Tambahan modal disetor	617,648	617,648	617,648	888,069
Saldo laba yang telah ditentukan				
penggunaannya	1,238	1,238	3,238	3,238
Saldo laba/(rugi)	(397,288)	(41,564)	177,399	741,434
Jumlah ekuitas	769,213	1,124,937	1,345,900	2,315,027
JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS	2,362,930	2,602,173	2,985,212	3,938,140

PT PERUSAHAAN PERKEBUNAN LONDON SUMATRA INDONESIA Tbk.
 DAN ANAK PERUSAHAAN
 LAPORAN LABA RUGI KONSOLIDASIAN UNTUK TAHUN YANG BERAKHIR
 PADA TANGGAL 31 DESEMBER 2004, 2005 DAN 2006
 (Dalam jutaan Rupiah, kecuali laba bersih per saham dasar
 dan per saham dilusian)

	2004	2005	2006	2007
Penjualan bersih	1,654,294	1,832,860	2,148,413	2,900,835
Beban pokok penjualan	1,119,741	1,300,825	1,596,085	1,810,836
laba kotor	534,553	532,035	552,328	1,089,999
Beban usaha				
Beban penjualan	16,509	28,653	23,588	22,908
Beban umum dan administrasi	58,828	58,307	74,092	76,191
Jumlah beban usaha	75,337	86,960	97,680	99,099
Laba usaha	459,216	445,075	454,648	990,900
Pendapatan/(beban) lain-lain				
Keuntungan/(kerugian) selisih kurs bersih	(45,471)	(20,018)	32,989	(17,391)
Keuntungan/(kerugian) penjualan aktiva tetap bersih	1,134	(4,455)	3,700	(395)
Pendapatan bunga	3,307	4,247	4,133	9,574
Penyisihan atas Nilai terpulihkan atas Uang Muka				(44,000)
Beban bunga dan keuangan	(80,709)	(73,318)	(74,985)	(72,342)
Penyisihan piutang tak tertagih	(11,500)	(22,115)		(32,519)
Keuntungan dari pemulihan atas penyisihan piutang tak tertagih atas pihak hub istimewa	228,594			
Pemulihan kompensasi bonus	(43,063)	43,063		
Kerugian akuisisi aktiva dan kewajiban pihak pihak yang mempunyai hubungan istimewa	(45,051)	(2,462)		
Penyisihan penurunan nilai persediaan			(947)	
lain-lain bersih	(108,827)	3,925	10,424	962
Jumlah beban lain-lain bersih	(101,586)	(71,133)	(24,686)	(156,111)
Laba sebelum pajak penghasilan	357,630	373,942	429,962	834,789
Beban pajak penghasilan	12,706	(18,218)	(126,857)	-270755
Pos luar biasa (Kerugian restrukturisasi hutang)	(617,534)			
Laba bersih	(247,198)	355,724	303,105	564,034
Laba bersih per saham dasar (Rupiah penuh)	(181.37)	261	222	413

ANALISA HORIZONTAL DAN VERTIKAL LAPORAN RUGI LABA LONSUM

	2004	2005	2006	2007
Penjualan bersih	100.00%	100%	100.00%	100.00%
Beban pokok penjualan	67.69%	70.97%	74.29%	62.42%
laba kotor	32.31%	29.03%	25.71%	37.58%
Beban usaha	4.55%	4.74%	4.55%	3.42%
Laba usaha	27.76%	24.28%	21.16%	34.16%
Beban lain-lain bersih	-6.14%	-3.88%	-1.15%	-5.38%
Laba sebelum pajak penghasilan	21.62%	20.40%	20.01%	28.78%
Laba bersih	-14.94%	19.41%	14.11%	19.44%



FORECAST LAPORAN RUGI LABA OPTIMISTIC SCENARIO

Income Statement	Actual 12/31/2006	Forecast 12/31/2007	Forecast 12/31/2008	Forecast 12/31/2009	Forecast 12/31/2010	Forecast 12/31/2011	Forecast 12/31/2012	Forecast 12/31/2013	Forecast 12/31/2014	Forecast 12/31/2015	Forecast 12/31/2016	Terminal Year 12/31/2017
<i>forecasting assumption</i>		28.24%	21.92%	23.59%	21.27%	18.94%	16.62%	14.30%	11.97%	9.65%	7.32%	5.00%
Sales (Net)	2148413	2755124.831	3469141.982	4287583.195	5199466.389	6184453.3	7212309.44	8243381.2	9230278.79	10120816.1	10882064.7	11405167.9
Cost of Goods Sold	-1596085	-2046819.404	-2577273.12	-3185308.4	-3862753.72	-4594513.79	-5358121.98	-6124119.1	-6857298.63	-7518890.81	-8069574.37	-8473053.087
Gross Profit	552328	708305.4272	891869.8617	1102279.799	1336712.667	1589939.51	1854187.46	2119262.1	2372980.16	2601925.29	2792490.29	2932114.809
R&D Expense	-23588	-30249.2512	-38088.6471	-47074.5208	-57086.3299	-67900.7642	-79185.8712	-90506.2833	-101341.696	-111119.142	-119257.508	-125220.3838
SG&A Expense	-74092	-95015.5808	-119639.819	-147865.245	-179313.225	-213282.322	-248729.844	-284288.263	-318323.254	-349055.081	-374598.411	-393328.3311
EBITDA	454648	583040.5952	734141.3959	907340.034	1100313.112	1308756.43	1526271.75	1744467.56	1953315.21	2141771.06	2298634.38	2413566.095
Depreciation & Amortization		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	454648	583040.5952	734141.3959	907340.034	1100313.112	1308756.43	1526271.75	1744467.56	1953315.21	2141771.06	2298634.38	2413566.095
Interest Expense	-74985	-89118.76731	-113122.218	-140973.701	-172421.259	-206895.7	-243477.877	-280897.618	-317572.963	-351694.181	-381350.88	-404698.1798
Non-Operating Income (Loss)	50299	64503.4376	81220.14849	100381.6059	121730.7659	144791.442	168855.78	192995.402	216100.812	236950.218	254304.452	267019.6745
EBT	429962	558425.2655	702239.3265	866747.939	1049622.62	1246652.17	1451649.65	1656565.34	1851843.06	2027027.1	2171587.95	2275892.589
Income Taxes	-126857	-164759.1041	-207190.343	-255727.351	-309683.127	-367815.189	-428298.128	-488756.985	-546672.133	-598058.844	-640710.417	-671484.7038
Minority Interest in Earnings		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Income (Loss)		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Income Before Ext. Items	308105	393666.1614	495048.9835	611020.588	739939.4927	878836.982	1023351.52	1167808.4	1305470.93	1428968.26	1530877.53	1604407.886
Ext. Items & Disc. Ops.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Preferred Dividends		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Income	308105	393666.1614	495048.9835	611020.588	739939.4927	878836.982	1023351.52	1167808.4	1305470.93	1428968.26	1530877.53	1604407.886

PROFORMA STATEMENT OF CASHFLOW OPTIMISTIC SCENARIO (in Million Rupiah)

	Actual 12/31/2006	Forecast 12/31/2007	Forecast 12/31/2008	Forecast 12/31/2009	Forecast 12/31/2010	Forecast 12/31/2011	Forecast 12/31/2012	Forecast 12/31/2013	Forecast 12/31/2014	Forecast 12/31/2015	Forecast 12/31/2016
Operating:											
Net Income	303105	393666.1514	495048.9835	611020.588	739939.4907	878836.9816	1023351.522	1167808.405	1305478.927	1428968.254	1530877.531
+Depreciation & Amortization	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Increase in Deferred Taxes	7640	27558.004	32432.06092	37175.10832	41419.46706	44739.97865	46687.17853	46833.23005	44826.76376	40449.89592	33668.9183
+Increase in Other Liabilities	28521	40010.1496	47086.56001	53877.76541	60134.94567	64955.83522	67782.88433	67994.94117	65081.88699	58727.27165	48882.29416
+Increase in Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Preferred Dividends	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-Funds From Operations	337266	461234.315	574567.6044	702168.4627	841683.9054	988532.7937	1137821.585	1282684.584	1415379.528	1528145.423	1613428.743
-Increase in Receivables	5382	-17051.0096	-20066.76647	-23001.44413	-25627.56573	-27882.07267	-28186.86942	-28977.24118	-27735.77055	-25027.66066	-20833.06019
-Increase in Inventory	11859	-36891.6064	-43436.45447	-49765.92284	-55447.79584	-59892.93042	-62498.62858	-62695.1569	-60009.11113	-54149.84478	-49071.22227
-Increase in Other Current Assets	-54702	-25886.4784	-30464.9003	-34920.25998	-38907.177	-42026.28188	-43855.37642	-43989.57672	-42107.80475	-37896.41501	-31626.73633
+Increase in Accounts Payable	-8868	16128.0884	19048.78827	21834.59103	24327.49064	26277.77336	27421.4513	27507.23853	26328.74716	23758.01849	19775.24949
+Increase in Taxes Payable	57222	20418.6496	24030.00187	27544.20553	30689.07256	33149.34955	34592.0967	34700.3171	33213.65299	29970.68478	24946.43099
+Increase in Other Curr. Liabilities:	28587	177873.3112	208332.9424	239946.9783	267342.2122	288774.4637	301342.6893	302285.4314	289334.6303	261084.1092	217316.2462
=Cash From Operations	376746	595883.1998	738031.2157	883806.6807	1043870.139	1207133.095	1365935.948	1511464.596	1634403.872	1725784.315	1777935.661
Investing:											
-Capital Expenditures	-254018	-634759.7992	-747026.8338	-856276.2718	-954039.073	-1030522.338	-1075373.386	-1078737.661	-1032521.352	-931706.3678	-775516.1012
-Increase in Investments	10221	-22963.0736	-27024.44639	-30976.6546	-34513.32217	-37280.18115	-38902.71287	-39024.41891	-37352.4975	-33705.41412	-28055.07487
-Purchases of Intangibles	3093	-32352.0054	-38073.97992	-43642.13453	-48624.84568	-52522.99521	-54808.93436	-54980.40257	-52624.87967	-47486.60682	-39526.00245
-Increase in Other Assets:	-112	-527.8056	-621.1561389	-711.9975335	-793.2877981	-856.8839138	-894.1777597	-896.9751695	-858.546103	-774.7179942	-644.8450919
=Cash From Investing	-240816	-690602.7048	-812746.4163	-931607.0585	-1037970.529	-1121182.398	-1169979.211	-1173689.458	-1123357.276	-1018673.107	-843742.023
Financing:											
+Increase in Debt	50974	180895.556	212889.7177	244023.9166	271884.6228	293680.0295	306462.8018	307421.562	294250.714	265520.1883	221008.6658
-Dividends Paid on Preferred	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Increase in Pref. Stock	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-Dividends Paid on Common	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+/-Net Issuance of Common Stock	0	-13584.00842	-47743.44692	-98298.55463	-168678.9483	-261779.6999	-379484.2812	-521880.6996	-687216.6794	-871080.1077	-1066513.16
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	-82142	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=Cash From Financing	-31168	167311.5546	165146.2708	145725.3619	103205.6795	31901.32965	-72975.47932	-214459.1376	-392965.9594	-605559.9193	-845504.494
Net Change in Cash	104762	72592.0896	85431.07021	97524.99411	109105.2886	117852.0265	122981.2573	123366.0007	118080.6367	106551.2891	88689.14407
+ Beginning Cash Balance	152282	257054	329646.0496	415077.1198	513002.1139	622107.4035	739959.48	862940.6873	986306.688	1104387.325	1210938.614
= Ending Cash Balance	257054	329646.0496	415077.1198	513002.1139	622107.4035	739959.43	862940.6873	986306.688	1104387.325	1210938.614	1299617.758

PROFORMA STATEMENT OF CASHFLOW MODERATE SCENARIO (In Million Rupiah)

	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
	12/31/2006	12/31/2007	12/31/2008	12/31/2008	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2017
Operating:													
Net Income	303105	346896.2459	392091.9216	439644.721	489005.1631	539503.3205	590357.2594	640587.6241	689538.3774	759903.3246	778757.6362	817093.1826	817093.1826
+Depreciation & Amortization	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Increase in Deferred Taxes	7640	13661.9	14573.3439	15350.06976	15952.24544	16340.74615	16479.004	16335.03945	15883.55662	15106.92864	13998.79099	12563.32175	12563.32175
+Increase in Other Liabilities	26521	19835.06	21158.34186	22286.03303	23160.30314	23724.34876	23925.05324	23716.05348	23080.28675	21933.02806	20324.17594	18240.08671	18240.08671
+Increase in Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Preferred Dividends	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=Funds From Operations	337266	380393.2059	427823.6074	477260.8238	528117.7117	579568.4154	630761.3667	680738.727	728482.0207	77943.2813	813080.6032	847896.5911	847896.5911
-Increase in Receivables	5382	-8453.06	-9016.99986	-9497.585303	-9870.170903	-10110.54887	-10196.09867	-10107.01796	-9827.547157	-9347.146021	-8661.505369	-7773.334055	-7773.334055
-Increase in Inventory	11859	-18289.04	-19509.18024	-20548.97487	-21355.10105	-21875.1828	-22080.2805	-21867.54831	-21282.86031	-20223.49445	-18740.03238	-16818.385	-16818.385
-Increase in Other Current Assets	-54702	-12833.24	-13689.40044	-14419.03413	-14984.66497	-15349.60123	-15479.48247	-15342.1068	-14919.95458	-14190.6207	-13149.69693	-11801.29561	-11801.29561
+Increase in Accounts Payable	-8868	8024.24	859.57144	9015.776996	9360.461493	9597.645193	9678.856037	9594.2934	9329.00031	8872.969432	8222.11027	7378.996252	7378.996252
+Increase in Taxes Payable	5722	10121.56	10791.87936	11373.3816	11819.55377	12107.40697	12209.85426	12103.17869	11768.51173	11193.23019	10372.17384	9308.586521	9308.586521
+Increase in Other Curr. Liabilities	28587	88180.82	94063.74042	99077.12237	102963.8692	105471.4494	106363.9001	105484.6155	102519.2158	97507.76651	90355.28505	81090.03972	81090.03972
=Cash From Operations	376746	447145.4859	499029.218	552281.5304	606060.6592	659479.584	711278.3144	760553.0127	806088.3762	846755.9962	881478.9384	909281.1987	909281.1987
Investing:													
-Capital Expenditures	-254018	-314682.62	-335676.4462	-353567.2321	-367437.5007	-376386.0671	-379570.8723	-376254.6215	-365850.7437	-347966.819	-329442.4294	-283378.4076	-283378.4076
-Increase in Investments	10221	-11383.96	-12143.43276	-12790.64992	-13292.42082	-13576.1482	-13731.37773	-13611.38903	-13235.01829	-12588.04985	-11664.6789	-10468.55505	-10468.55505
-Purchases of Intangibles	3093	-16038.54	-17108.53974	-18020.38573	-18777.3166	-19183.40133	-19345.72242	-19176.7019	-18646.14379	-17734.9475	-16434.03694	-14748.8518	-14748.8518
-Increase in Other Assets	-112	-261.66	-279.11646	-293.992281	-305.5259183	-312.9666911	-315.6148708	-312.8573935	-304.2065227	-289.3359597	-288.112161	-240.619443	-240.619443
=Cash From Investing	-240816	-342366.78	-365207.5352	-384672.2605	-399762.764	-409498.5793	-412963.5673	-409353.5698	-398036.4123	-378579.1519	-350809.2576	-314836.4439	-314836.4439
Financing:													
+Increase in Debt	50974	89679.1	95661.9771	100760.5414	104713.3279	107263.5144	108171.8288	107226.0547	104261.1296	99164.52063	91890.51138	82467.8403	82467.8403
-Dividends Paid on Preferred	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Increase in Pref. Stock	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-Dividends Paid on Common	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+/-Net Issuance of Common Stock	0	-158470.2859	-191095.2156	-227935.3509	-268990.5985	-314130.4636	-363077.8014	-415393.4744	-470473.8728	-527547.3758	-585685.2091	-643818.8604	-643818.8604
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	-82142	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=Cash From Financing	-31168	-68791.14586	-95433.23849	-127174.8095	-164277.2106	-208866.9492	-254906.2727	-308167.4197	-366212.7432	-428382.8552	-493794.6978	-561351.0201	-561351.0201
Net Change in Cash	104762	35987.56	38388.44436	40434.8653	42020.68453	43044.05554	43408.24447	43029.02323	41839.22071	39793.96919	36874.98304	33093.73478	33093.73478
+ Beginning Cash Balance	152292	257054	293041.56	331430.0044	371864.4649	413820.1494	456929.205	500337.4794	543366.5027	585205.7234	624999.7126	661874.6956	661874.6956
= Ending Cash Balance	257054	293041.56	331430.0044	371864.4649	413820.1494	456929.205	500337.4794	543366.5027	585205.7234	624999.7126	661874.6956	694968.4904	694968.4904

	12/31/2008	12/31/2007	12/31/2006	12/31/2009	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016
Operating:											
Net Income	303105.00	337043.03	371201.22	405849.70	440483.41	474546.44	507444.67	538561.25	567274.42	592977.03	615096.96
+Depreciation & Amortization	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
+Increase in Deferred Taxes	7640.00	10734.35	11048.57	11220.58	11230.61	11061.89	10701.67	10142.13	9381.14	8422.87	7278.10
+Increase in Other Liabilities	26521.00	15584.69	16040.90	16290.63	16305.19	16080.23	15537.24	14724.87	13620.03	12228.77	10566.72
+Increase in Minority Interest	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
+Preferred Dividends	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
+Fuels From Operations	337266.00	363362.07	388290.69	433360.92	468019.21	501668.56	533683.58	563428.25	590275.59	613628.67	632941.78
-Increase in Receivables	5382.00	-6641.69	-6836.11	-6942.54	-6948.74	-6844.35	-6621.47	-6275.26	-5804.40	-5211.50	-4508.19
-Increase in Inventory	11859.00	-14369.96	-14790.61	-15020.88	-15034.30	-14808.44	-14326.21	-13577.16	-12558.48	-11275.61	-9743.11
-Increase in Other Current Assets	-54702.00	-10083.26	-10378.42	-10540.00	-10549.42	-10390.93	-10052.56	-9526.96	-8812.13	-7911.99	-6836.64
+Increase in Accounts Payable	-8868.00	6304.76	6488.32	6590.35	6596.24	6497.14	6285.57	5956.92	5509.96	4947.13	4274.75
+Increase in Taxes Payable	57222.00	7953.44	8186.26	8313.71	8321.14	8196.13	7929.23	7514.64	6950.80	6240.79	5390.58
+Increase in Other Curr. Liabilities	28587.00	69284.93	71313.09	72423.34	72488.05	71399.05	69074.00	65462.42	60550.63	54865.49	46976.51
=Cash From Operations	376746.00	405810.29	452274.21	488184.89	522892.18	555717.16	585972.13	612982.85	636112.00	654782.97	668502.68
Investing:											
-Capital Expenditures	-254018.00	-247250.63	-254488.33	-258450.36	-258681.32	-254795.08	-246497.91	-233609.59	-216081.34	-194609.03	-167640.67
-Increase in Investments	10221.00	-8944.54	-9206.37	-9349.70	-9358.06	-9217.47	-8917.31	-8451.06	-7816.96	-7018.47	-6064.57
-Purchases of Intangibles	3093.00	-12601.71	-12970.60	-13172.53	-13184.30	-12986.23	-12563.35	-11906.46	-11013.09	-9888.13	-8544.20
-Increase in Other Assets	-112.00	-209.59	-211.61	-214.90	-215.09	-211.86	-204.96	-194.25	-179.67	-161.32	-139.39
=Cash From Investing	-240816.00	-269002.47	-276876.91	-281187.50	-281438.77	-277210.65	-268183.53	-254161.36	-235091.06	-211076.95	-182388.84
Financing:											
+Increase in Debt	50974.00	70462.15	72524.77	73653.88	73719.70	72612.19	70247.64	66574.69	61579.44	55289.21	47774.69
-Dividends Paid on Preferred	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
+Increase in Pref. Stock	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
-Dividends Paid on Common	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
+/-Net Issuance of Common Stock	0.00	-188994.03	-218818.42	-251094.51	-285589.93	-321979.96	-359846.38	-388680.25	-437889.01	-476808.09	-514716.90
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	-82142.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
=Cash From Financing	-31168.00	-118531.88	-146298.65	-177440.63	-211870.23	-249367.77	-289598.74	-322105.56	-376309.57	-421518.87	-466942.21
Net Change in Cash	104762.00	28275.94	29103.65	29556.76	29583.17	29138.73	28189.86	26715.93	24711.37	22187.15	19171.63
+ Beginning Cash Balance	152292.00	257054.00	285329.94	314433.59	343990.35	373573.52	402712.26	480932.11	457618.05	482929.42	504516.57
= Ending Cash Balance	257054.00	285329.94	314433.59	343990.35	373573.52	402712.26	430902.11	457618.05	482929.42	504516.57	523688.20

FREE CASH FLOW TO THE FIRM OPTIMISTIC SCENARIO (in Million Rupiah)

	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
	12/31/2008	12/31/2007	12/31/2008	12/31/2008	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	Forecast
Computation based on SCF:													
Cash From Operations	376746	595883.1998	733031.2157	883806.6907	1043870.139	1207133.095	1365985.948	1511464.596	1634403.872	1725784.315	1777935.661	1785424.18	
-Increase in Operating Cash	-104762	-72592.0496	-83431.07021	-97924.99411	-109105.2896	-117852.0265	-122981.2573	-123366.0007	-118080.63671	-106551.2891	-88689.14407	-64981.38789	
+Cash from Investing	-240816	-690682.7048	-812746.4163	-931607.0585	-1037970.529	-1121182.398	-1169979.211	-1173638.458	-1123357.276	-1013673.107	-943742.023	-619198.859	
+Interest Expense	74885	89118.76731	113122.2179	140973.7008	17421.2586	206895.6996	243477.8771	280897.6182	317572.9631	351694.1812	381350.8801	404693.1798	
-Tax Shield on Interest	-22123.75081	-26193.81077	-33375.84529	-41593.21235	-50871.57376	-61042.99394	-71836.28566	-82876.69411	-93697.47416	-103764.6786	-112514.6608	-119401.6278	
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	-82142	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Free Cash Flow to Investors	1887.249192	-104486.598	-89399.89618	-46344.87344	18344.00953	113951.376	244617.0708	412480.0617	616841.4483	853489.4219	1114340.713	1387535.485	
Terminal Value													20285606.5
Discount factor (WACC = 11.84%)													0.292032548
PV		0.8940134478	0.799476464	0.714839471	0.639162617	0.571497333	0.510998469	0.456898667	0.406528851	0.365279731	0.326689202	0.292032548	
Value of the Firm	7647249.29	-93425.06978	-68275.20866	-33179.14482	11724.80244	65122.90746	124998.2149	188461.5904	251997.5283	311762.3865	363953.9307	5924057.353	
Jumlah saham beredar	1095.23												
Nilai Intrinsik	6434.492564												

FREE CASH FLOW TO THE FIRM MODERATE SCENARIO (in Million Rupiah)

	Actual	Forecast											
	12/31/2008	12/31/2007	12/31/2008	12/31/2008	12/31/2009	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017
Computation based on SCF:													
Cash From Operations	376746	447146.4859	493029.211	552281.5304	606060.6592	659409.584	711278.1144	760552.0127	806088.3762	846755.9962	881478.9384	909281.1987	
-Increase in Operating Cash	-104762	-35987.56	-38381.4436	-40434.46053	-42020.68453	-43044.05554	-43408.27447	-43029.02323	-41839.22071	-39793.98919	-36874.98304	-33093.73478	
+Cash from Investing	-240816	-342966.78	-365207.5352	-384672.2605	-399762.764	-409488.5793	-412963.5673	-409355.5698	-398036.4123	-378579.1519	-350809.2576	-314836.4439	
+Interest Expense	74985	83558.60587	94856.19794	106829.2658	119354.067	132275.2604	145407.2283	158536.9089	171428.2548	183828.2044	195474.0945	206102.227	
-Tax Shield on Interest	-22123.75081	-24653.37765	-27985.5958	-31519.15021	-35214.50472	-39076.80401	-42901.28014	-46775.10257	-50578.5956	-54237.1059	-57673.13671	-60808.88595	
+/-Clean Surplus Plug (ignore)	-82142	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=Free Cash Flow to Investors	1887.249192	127696.4241	163202.8406	202484.9181	248416.7729	300315.4055	357412.2089	419929.226	487061.4024	557973.9537	631595.6556	706644.3611	
Terminal Value													10331057.99
Discount Factor (WACC = 11.84%)		0.894134478	0.799476464	0.714839471	0.639162617	0.571497333	0.510995469	0.456898667	0.408528851	0.365379731	0.326609202	0.292032548	0.262032548
PV		114177.7755	129757.3012	144744.2117	158278.7147	171515.1538	182636.0194	191865.1037	198979.0437	203816.3757	206284.9528	3017005.165	
Value of the Firm	4719560.017												
Jumlah saham beredar	1095.23												
Nilai Intrinsic	4309.195344												

FREE CASH FLOW TO THE FIRM PESSIMISTIC SCENARIO (In Million Rupiah)

	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
	12/31/2008	12/31/2007	12/31/2008	12/31/2009	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017
Computation based on ICF:												
Cash From Operations	376746.00	415810.29	452274.21	488184.89	522892.18	555717.16	585972.13	612982.85	636112.00	654782.97	668502.68	676882.25
-Increase in Operating Cash	-104762.00	-28275.94	-29103.65	-29556.76	-29583.17	-29138.73	-28189.86	-26715.93	-24711.37	-22187.15	-19171.63	-15710.65
+Cash from Investing	-240816.00	-269002.47	-276876.91	-281187.50	-281488.77	-277210.65	-268183.53	-254161.36	-235091.06	-211076.96	-182388.84	-149462.85
+Interest Expense	74985.00	82387.22	91103.09	100013.51	108996.77	117916.53	126624.64	134964.74	142776.47	149900.27	156182.61	161481.17
-Tax Shield on Interest	-22123.75	-24307.72	-26879.27	-29508.22	-32158.66	-34790.37	-37359.63	-39820.32	-42125.30	-44236.98	-46080.48	-47643.78
+/-Clean Surplus Plug (ignore)	-82142.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
=Free Cash Flow to Investors	1887.25	176611.36	210517.47	247945.92	288708.34	332453.93	377363.75	427249.98	476960.93	527392.22	577044.33	625546.14
Terminal Value		1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00	11.00
Discount Factor (WACC = 11.84%)		0.89	0.80	0.71	0.64	0.57	0.51	0.46	0.41	0.37	0.33	0.29
PV		157914.33	168303.76	177241.53	184531.58	190019.39	193597.66	195209.95	194852.30	192572.69	188467.99	2066513.94
Value of the Firm	3909225.06											
Jumlah saham beredar	1095.23											
Nilai Intrinsic	3569.32											