



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS NILAI INTRINSIK SAHAM
PT. MEDCO ENERGI INTERNASIONAL, Tbk
DENGAN METODE *FCFE* DAN *RELATIVE VALUATION***

TESIS

DONI DWI CAHYONO

0806432511

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
JULI 2010**



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS NILAI INTRINSIK SAHAM
PT. MEDCO ENERGI INTERNASIONAL, Tbk
DENGAN METODE *FCFE* DAN *RELATIVE VALUATION***

TESIS

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

DONI DWI CAHYONO

0806432511

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN KEUANGAN
JAKARTA
JULI 2010**

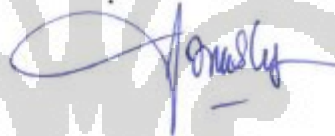
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya sendiri,
dan semua sumber pihak yang dikutip maupun
dirujuk telah saya nyatakan dengan benar

Nama : Doni Dwi Cahyono

NPM : 0806432511

Tanda Tangan :



Tanggal : 15 Juli 2010

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :

Nama : Doni Dwi Cahyono
NPM : 0806432511
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Tesis : Analisis Nilai Intrinsik Saham PT Medco Energi Internasional, Tbk dengan Metode *FCFE* dan *Relative Valuation*

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

DEWAN PENGUJI

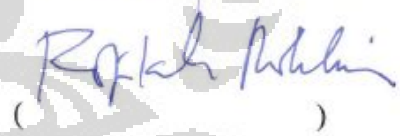
Pembimbing : Eko Rizkianto, ME



Penguji : Dr. Irwan Adi Ekaputra



Penguji : Dr. Rofikoh Rokhim



KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadiran Allah SWT yang telah memberikan anugerah-Nya kepada penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Shalawat dan salam semoga selalu dilimpahkan kepada junjungan kita Rasulullah Muhammda SAW, sahabat dan para pengikutnya hingga akhir zaman.

Tesis yang berjudul “Analisis Nilai Intrinsik Saham PT Medco Energi Internasional, Tbk dengan Metode *FCFE* dan *Relative Valuation*” ini disusun dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia. Tesis ini juga dimaksudkan untuk menambah wawasan khususnya bagi penulis sendiri dan pembaca tesis ini.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa penulisan tesis ini dapat diselesaikan dengan baik berkat bantuan dan dukungan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih yang setulus-tulusnya kepada :

1. Bapak Prof. Rhenald Kasali, Ph.D, selaku Ketua Program Magister Manajemen Universitas Indonesia
2. Bapak Eko Rizkianto, ME, selaku dosen pembimbing yang berkenan untuk memberikan waktu dan bimbingan kepada penulis untuk menyelesaikan tesis ini.
3. Orang tua, kakak dan adik tercinta yang senantiasa memberikan dukungan dan doa untuk penulis.
4. PT Medco E&P Indonesia, atas beasiswa yang diberikan sehingga penulis dapat menambah ilmu di Magister Manajemen Universitas Indonesia.
5. Rekan-rekan kerja di PT Medco E&P Indonesia, untuk dukungan dan bantuannya.
6. Untuk sahabat-sahabat seperjuangan, angkatan 2008 khususnya kelas F'081 yang telah berjuang bersama dalam menyelesaikan program Magister Manajemen ini.
7. Staff pengajar dan administrasi program MMUI yang telah memberikan bantuan dan ilmunya kepada penulis untuk memahami permasalahan-

permasalahan manajemen dan juga memberikan sarana dan fasilitas yang memadai selama penulis mengikuti program MMUI.

Akhir kata penulis mengucapkan permohonan maaf yang sebesar-besarnya kepada semua pihak atas segala kesalahan yang dibuat oleh penulis baik itu yang disengaja maupun tidak disengaja. Semoga tesis ini dapat memberikan manfaat bagi penulis dan para pembaca.

Jakarta, 15 Juli 2010

Penulis



**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS
AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Doni Dwi Cahyono
NPM : 0806432511
Program Studi : Magister Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis karya : Tesis

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia Hak Bebas Royalti Noneksklusif (Non-exclusive Royalti Free Right) atas karya ilmiah saya yang berjudul :

ANALISIS NILAI INTRINSIK SAHAM PT MEDCO ENERGI
INTERNASIONAL, Tbk DENGAN METODE *FCFE* DAN *RELATIVE
VALUATION*

Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (database), merawat dan mempublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta ijin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta
Pada tanggal : 15 Juli 2010
Yang menyatakan

(Doni Dwi Cahyono)

ABSTRAK

Nama : Doni Dwi Cahyono
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Analisis Nilai Intrinsik Saham PT Medco Energi Internasional,
Tbk. dengan Metode *FCFE* dan *Relative Valuation*

Valuasi dilakukan untuk menghitung nilai suatu perusahaan. Hasil dari valuasi yang tepat dapat digunakan dalam pengambilan keputusan investasi. Tesis ini membahas tentang analisis fundamental dan penilaian nilai saham yang dilakukan dengan dua metode yaitu *FCFE* dan *Relative Valuation*. Data makro ekonomi, data industri dan data perusahaan digunakan dalam tesis ini untuk mendapatkan asumsi berkaitan dengan potensi pertumbuhan perusahaan di masa mendatang yang akan digunakan dalam melakukan valuasi dengan menggunakan metode *FCFE*. Valuasi menggunakan metode *relative valuation* dilakukan dengan pendekatan *price to earnings ratio* yaitu dengan mengambil rata-rata *PER* industri. Dengan dilakukan hal tersebut di atas diharapkan diketahui nilai intrinsik saham PT Medco Energi Internasional, Tbk.

ABSTRACT

Name : Doni Dwi Cahyono
Study Program : Magister Management
Title : Valuation Analysis PT Medco Energi Internasional, Tbk using
FCFE Method and Relative Valuation

Valuation is the way to predict value of the company. The result can be used as a recommendation to make investment decision. This thesis analyzes the company value to its stock by using two methods, FCFE and Relative Valuation. Macro economic, industry data, and company data analysis are used in this thesis to get the proper assumptions regarding the growth potential of the company in the future, the number and ratio will be used in projection of the FCFE. In relative valuation, price to earnings approach will be used by determining the average PER of the industri. Finally, by using those two methods, we will estimate the value of the PT Medco Energi Internasional, Tbk..

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENYATAAN ORISINALITAS	ii
LEMBAR PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
LEMBAR PERNYATAAN PERSETUJUAN PERSETUJUAN	vi
ABSTRAK	vii
ABSTRACT	viii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR GAMBAR	xi
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB 1. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Pokok Permasalahan	2
1.3 Tujuan Penulisan	2
1.4 Ruang Lingkup Penelitian	3
1.5 Sistematika Pembahasan	5
BAB 2. LANDASAN TEORI	6
2.1 Pendahuluan	6
2.2 Analisis Fundamental	8
2.3 Analisis Makro	9
2.3.1 Produk Domestik Bruto	10
2.3.2 Tingkat Inflasi	11
2.3.3 Tingkat Bunga	12
2.3.4 Nilai Tukar Rupiah	12
2.4 Analisis Industri	12
2.4.1 Siklus Kehidupan Industri	13
2.4.2 Analisis Lima Kekuatan Bersaing Porter	14
2.5 Analisis Perusahaan	18
2.5.1 Analisis Perbandingan antar Laporan Keuangan	18
2.5.2 Analisis Perbandingan antar Bagian Laporan Keuangan	19
2.5.3 Analisis Rasio	19
2.5.3.1 Rasio Likuiditas	19
2.5.3.2 Rasio Solvabilitas	20
2.5.3.3 Rasio Profitabilitas	21
2.6 Metode Valuasi	23
2.6.1 <i>Discounted Cash Flow</i>	23
2.6.2 <i>Relative Valuation</i>	26
BAB 3. TINJAUAN UMUM PERUSAHAAN	28
3.1 Latar Belakang Perusahaan	28
3.2 Visi, Misi, Strategi dan Nilai Perusahaan	30
3.2.1 Visi, Misi dan Nilai Perusahaan	30

3.2.2 Strategi Perusahaan	32
3.3 Kepemilikan Saham	31
3.4 Struktur Perusahaan	31
3.5 Wilayah Kerja	32
3.6 Risiko Usaha	33
BAB 4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN	40
4.1 Analisis Makro Ekonomi	40
4.1.1 Perekonomian Dunia	40
4.1.2 Perekonomian Indonesia	41
4.1.2.1 Produk Domestik Bruto	41
4.1.2.2 Inflasi	42
4.1.2.3 Tingkat Bunga	44
4.1.2.4 Nilai Tukar Rupiah	44
4.2 Analisis Industri	45
4.2.1 Analisis Siklus Industri	45
4.2.2 Analisis <i>Porter's Five Forces</i>	46
4.3 Analisis Perusahaan	48
4.3.1 Strategi Kompetisi	48
4.3.2 Kekuatan Manajemen	48
4.3.3 Analisis Laporan Keuangan	49
4.3.3.1 Rasio Likuiditas	49
4.3.3.2 Rasio Solvabilitas	50
4.3.3.3 Rasio Profitabilitas	52
4.4 Valuasi	55
4.4.1 Skenario Pertumbuhan Perusahaan	55
4.4.2 Proyeksi Laporan Keuangan	58
4.4.3 Perhitungan <i>Cost of Equity</i>	59
4.4.4 <i>Free Cash Flow to Equity</i>	60
4.4.5 <i>Relative Valuation</i>	64
BAB 5. KESIMPULAN DAN SARAN	66
5.1 Kesimpulan	66
5.2 Saran	66
DAFTAR REFERENSI	69
LAMPIRAN	71

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Alur Kerja Penelitian dan Penulisan	4
Gambar 2.1 Analisis <i>Porter's Five Forces</i>	17
Gambar 3.1 Produksi MedcoEnergi	29
Gambar 3.2 Kepemilikan Saham MedcoEnergi	31
Gambar 3.3 Wilayah Kerja Nasional MedcoEnergi	32
Gambar 3.4 Wilayah Kerja Internasional MedcoEnergi	33
Gambar 4.1 Proyeksi Inflasi 2010	43
Gambar 4.2 Grafik Kurs Rupiah	45
Gambar 4.3 Grafik Rasio Likuiditas	49
Gambar 4.4 Grafik Rasio <i>Time Interest Earned</i>	51
Gambar 4.5 Grafik Rasio <i>Debt to Equity</i> dan <i>Debt to Asset</i>	52
Gambar 4.6 Grafik <i>Sales</i> dan <i>Net Income</i>	53
Gambar 4.7 Grafik <i>Return on Equity</i> dan <i>Return on Asset</i>	54

DAFTAR TABEL

Tabel 4.1	Indikator Perekonomian Indonesia	41
Tabel 4.2	Rasio Likuiditas	49
Tabel 4.3	Rasio <i>Time Interest Earned</i>	51
Tabel 4.4	Rasio <i>Debt to Equity</i> dan <i>Debt to Asset</i>	52
Tabel 4.5	<i>Profit Margin</i>	53
Tabel 4.6	Rasio <i>Return on Equity</i> dan <i>Return on Asset</i>	53
Tabel 4.7	Historis Pertumbuhan Penjualan	56
Tabel 4.8	Statistik Hasil Uji Regresi Nilai Beta	60
Tabel 4.9	FCFE Skenario Pesimis	61
Tabel 4.10	FCFE Skenario Moderat	62
Tabel 4.11	FCFE Skenario Optimis	63
Tabel 4.12	Harga Saham Berdasarkan FCFE	64
Tabel 4.13	PER Emiten Pertambangan tahun 2009	64
Tabel 4.14	Harga Saham Berdasarkan <i>Relative Valuation</i>	65

DAFTAR RUMUS

Rumus 2.1	PDB	10
Rumus 2.2	PDB	11
Rumus 2.3	<i>Current Ratio</i>	19
Rumus 2.4	<i>Quick Ratio</i>	20
Rumus 2.5	<i>Cash Ratio</i>	20
Rumus 2.6	<i>Times Interest Earned Ratio</i>	20
Rumus 2.7	<i>Debt to Equity Ratio</i>	20
Rumus 2.8	<i>Debt to Asset Ratio</i>	21
Rumus 2.9	<i>Net Profit Margin</i>	22
Rumus 2.10	<i>Return on Asset</i>	22
Rumus 2.11	<i>Return on Equity</i>	23
Rumus 2.12	CAPM	24
Rumus 2.13	FCFE	24
Rumus 2.14	FCFE	24
Rumus 2.15	<i>Value of the Firm</i>	24
Rumus 2.16	<i>Value of the Firm</i>	25
Rumus 2.17	<i>Value of the Firm</i>	25
Rumus 2.18	<i>Terminal Value</i>	25
Rumus 2.19	WACC	25
Rumus 2.20	FCFF	26
Rumus 2.21	<i>PE Ratio</i>	26
Rumus 2.22	<i>PE Ratio</i>	26
Rumus 4.1	<i>Levered Beta</i>	59
Rumus 4.2	<i>Sustainable Growth</i>	60

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Neraca MedcoEnergi 2005 – 2009	71
Lampiran 2	Laporan Laba Rugi MedcoEnergi 2005 – 2009	72
Lampiran 3	Neraca Proyeksi (Skenario Pesimis)	73
Lampiran 4	Laporan Laba Rugi Proyeksi (Skenario Pesimis)	74
Lampiran 5	<i>Common Size</i> Neraca (Skenario Pesimis)	75
Lampiran 6	<i>Common Size</i> Laporan Laba Rugi (Skenario Pesimis)	76
Lampiran 7	Neraca Proyeksi (Skenario Moderat)	77
Lampiran 8	Laporan Laba Rugi Proyeksi (Skenario Moderat)	78
Lampiran 9	<i>Common Size</i> Neraca (Skenario Moderat)	79
Lampiran 10	<i>Common Size</i> Laporan Laba Rugi (Skenario Moderat)	80
Lampiran 11	Neraca Proyeksi (Skenario Optimis)	82
Lampiran 12	Laporan Laba Rugi Proyeksi (Skenario Optimis)	83
Lampiran 13	<i>Common Size</i> Neraca (Skenario Optimis)	84
Lampiran 14	<i>Common Size</i> Laporan Laba Rugi (Skenario Optimis)	85

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Investasi saat ini sudah dapat dikatakan sebagai salah satu kebutuhan. Salah satu tujuan untuk berinvestasi adalah untuk mendapatkan *return* atau keuntungan namun tetap tidak dapat mengenyampingkan risiko yang ada di balik investasi tersebut. '*High Risk High Return*' adalah salah satu prinsip investasi yang harus dipahami dengan baik, bahwa semakin tinggi imbal hasil yang ditawarkan, maka risikonya pun akan lebih besar (Tuller, 1994)

Motivasi seseorang untuk berinvestasi tentu saja juga bermacam-macam, begitu juga dengan instrumen investasinya. Salah satu instrumen investasi yang mengandung risiko besar adalah saham. Saham merupakan salah satu instrumen investasi yang akan memberikan keuntungan dalam jangka panjang.

Dalam menentukan saham yang akan dibeli, investor akan terlebih dulu melakukan analisis. Cara yang paling umum digunakan sebagai dasar analisis terhadap perusahaan adalah melalui laporan keuangannya. Di dalam laporan keuangan, investor dapat membaca apakah perusahaan ini cukup 'sehat' dan memiliki prospek untuk memberikan keuntungan dalam jangka panjang. Namun pada akhirnya, keputusan dalam menentukan investasi tentu saja disesuaikan dengan kemampuan dan tujuan investor masing-masing.

Dengan menggunakan laporan keuangan, investor dapat melakukan valuasi untuk memprediksikan nilai saham yang akan dibeli. Valuasi ini menjadi sesuatu yang penting karena dapat dijadikan sebagai referensi bagi investor dalam mengambil keputusan untuk membeli suatu saham atau tidak, keputusan yang dapat membuat investor mendapatkan keuntungan berupa *capital gain* atau dividen atau sebaliknya, mengalami kerugian karena turunnya harga saham yang dibelinya (Bodie et.al, 2009).

Bursa Efek Indonesia merupakan tempat di mana berbagai jenis saham diperdagangkan. Banyak perusahaan sudah *listing* di BEI dan salah satunya adalah PT. Medco Energi Internasional, Tbk, perusahaan swasta nasional yang bergerak di bidang pertambangan. PT. Medco Energi Internasional, Tbk memiliki potensi

untuk berkembang karena adanya faktor negara Indonesia yang kaya akan sumber daya alam khususnya cadangan minyak dan gas bumi, selain itu juga PT. Medco Energi Internasional, Tbk melakukan diversifikasi usahanya dari sektor hulu hingga sektor hilir dan melanjutkan kegiatan eksplorasi dan produksi ke seluruh dunia khususnya di kawasan Timur Tengah untuk mempertahankan dan meningkatkan tingkat produksinya.

Dalam tesis ini, penulis tertarik untuk melakukan valuasi terhadap PT. Medco Energi Internasional karena merupakan perusahaan swasta nasional yang berhasil melakukan operasinya di bidang pertambangan minyak dan gas bumi baik secara nasional dan internasional dengan potensi pertumbuhan yang sangat baik dan mampu bersaing di persaingan dunia.

1.2. Pokok Permasalahan

Dari gambaran latar belakang di atas penulis ingin mengetahui dan menganalisa kondisi fundamental perusahaan dan dengan menggunakan dua metode valuasi yang berbeda penulis ingin mengetahui harga saham PT. Medco Energi Internasional, Tbk. Dari hasil tersebut akan terlihat apakah harga saham PT. Medco Energi Internasional, Tbk per 31 Desember 2009 sudah mencerminkan nilai intrinsik perusahaan.

1.3 Tujuan Penulisan

Penulisan tesis ini bertujuan untuk:

1. Melakukan analisis fundamental terhadap PT Medco Energi Internasional, Tbk yang hasilnya akan digunakan dalam proses penilaian harga saham PT Medco Energi Internasional, Tbk.
2. Melakukan valuasi terhadap saham PT Medco Energi Internasional, Tbk dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity* dan *Relative Valuation*.
3. Melakukan perbandingan antara hasil perhitungan dengan harga saham saat ini untuk melihat apakah harga saat ini *overvalued* atau *undervalued*.

1.4 Ruang Lingkup Penelitian

Ruang lingkup penelitian dan pembahasan akan difokuskan pada analisis rasio keuangan dan valuasi selama periode 2005 sampai dengan tahun 2009. Data-data dan informasi yang digunakan untuk melakukan analisis berasal dari laporan keuangan konsolidasi PT Medco Energi Internasional, Tbk periode 31 Desember 2005 sampai dengan 31 Desember 2009. Analisis rasio keuangan akan meliputi analisis rasio likuiditas, analisis rasio solvabilitas dan analisis rasio profitabilitas. Sedangkan untuk melakukan valuasi adalah dengan menggunakan *Discounted Cash Flow – Free Cash Flow to Equity* dan *Relative Valuation*.

1.5 Metode Penelitian

Pada penelitian ini, penulis menggunakan informasi-informasi dan data-data yang diperoleh dari sumber-sumber yang telah dipublikasikan yaitu laporan tahunan (*annual report*) perusahaan, buku-buku referensi dan beberapa artikel yang ada di beberapa situs web.

Dengan menggunakan data-data yang berhasil dikumpulkan, terutama laporan keuangan periode tahun 2005 sampai dengan tahun 2009, penulis akan melakukan analisis fundamental terhadap perusahaan dengan menggunakan analisis rasio yang meliputi rasio likuiditas, rasio solvabilitas dan rasio profitabilitas. Dengan data tersebut juga kemudian penulis membuat proyeksi laporan keuangan dari tahun 2010 hingga tahun 2015 untuk masing-masing skenario pertumbuhan (pesimis, moderat, optimis).

Proyeksi laporan keuangan yang berhasil dibuat akan digunakan untuk melakukan valuasi terhadap perusahaan. Untuk melakukan valuasi dengan menggunakan pendekatan *Discounted Cash Flow – Free Cash Flow to Equity* dilakukan tahapan sebagai berikut (Damodaran 2002):

- Menentukan skenario pertumbuhan sales perusahaan di masa mendatang dan membuat proyeksi laporan keuangan
- Melakukan estimasi *cash flow* berdasarkan proyeksi laporan keuangan yang dibuat. Komponen-komponen yang terkait dalam estimasi ini adalah *operating income*, *depreciation*, *capital expenditure* dan *net working capital*.

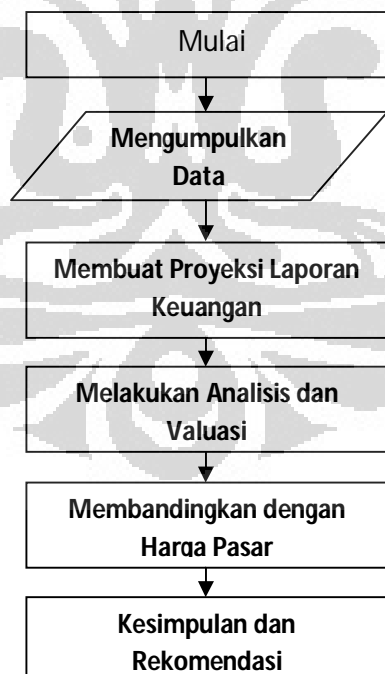
- Mencari nilai *cost of equity* yang akan digunakan sebagai discount rate dalam penghitungan valuasi.
- Menentukan model DCF yang digunakan dan kemudian melakukan penghitungan.

Sedangkan untuk melakukan valuasi dengan metode *relative valuation* dilakukan tahapan sebagai berikut (Damodaran, 2002):

- Mencari informasi mengenai rata-rata PER industri pertambangan. Rata-rata PER yang digunakan adalah rata-rata PER perusahaan pertambangan yang sudah listed.
- Mencari nilai EPS dari perusahaan berdasarkan proyeksi laporan keuangan yang dibuat untuk masing-masing skenario pertumbuhan
- Melakukan penghitungan berdasarkan nilai yang didapat.

Hasil valuasi yang didapatkan kemudian dibandingkan dengan harga pasar sesuai laporan keuangan (*financial statement*) yang terakhir dikeluarkan yaitu per 31 Desember 2009 untuk kemudian dapat diambil rekomendasi untuk investor.

Alur Kerja



Gambar 1.1 Alur Kerja Penelitian dan Penulisan

Sumber : Diolah oleh peneliti

1.6 Sistematika Pembahasan

Tesis ini ditulis dalam enam bab dengan sistematika pembahasan sebagai berikut:

Bab 1 – Pendahuluan

Berisi penjelasan mengenai latar belakang masalah, pokok permasalahan, tujuan penulisan, metodologi penelitian dan sistematika penulisan

Bab 2 – Landasan Teori

Berisi mengenai landasan teori yang terkait dan berhubungan dengan valuasi khususnya mengenai metode *discounted cash flow* dan *relative valuation*

Bab 3 – Tinjauan Umum Perusahaan

Berisi mengenai profil perusahaan yang akan divalusi, yaitu PT Medco Energi Internasional, Tbk

Bab 4 – Analisis dan Pembahasan

Berisi analisis laporan keuangan, pengolahan data, dan perhitungan dengan metode yang sudah dijelaskan pada Bab 2 sehingga diperoleh nilai intrinsiknya.

Bab 5 – Kesimpulan dan Saran

Berisi mengenai kesimpulan dan saran yang berhasil dirumuskan.

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Pendahuluan

Investasi merupakan suatu bentuk penundaan konsumsi dari masa sekarang untuk masa yang akan datang, yang di dalamnya terkandung risiko ketidak pastian, untuk itu dibutuhkan suatu kompensasi atas penundaan tersebut yang biasa dikenal dengan istilah keuntungan dari investasi atau *gain*. Secara umum Investasi dapat dikategorikan dalam dua kelompok besar (Bodie et.al, 2009)

- *Real Investment*, investasi dalam bentuk nyata, contohnya seperti investasi dalam bentuk property dan investasi komersial.
- *Financial Investment*, investasi terhadap produk-produk keuangan seperti investasi dalam bentuk tetap antara lain, deposito dan obligasi ataupun dalam bentuk yang tidak tetap seperti investasi saham atau sejenisnya.

Saham (*stock*) merupakan salah satu instrumen pasar keuangan yang paling populer. Menerbitkan saham merupakan salah satu pilihan perusahaan ketika memutuskan untuk pendanaan perusahaan. Pada sisi yang lain, saham merupakan instrument investasi yang banyak dipilih para investor karena saham mampu memberikan tingkat keuntungan yang menarik.

Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau MedcoEnergi terbatas. Dengan menyertakan modal tersebut, maka pihak tersebut memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas asset perusahaan, dan berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Pada dasarnya, ada dua keuntungan yang diperoleh investor dengan membeli atau memiliki saham yaitu dividen dan *capital gain* (Resmi, 2002)

Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS. Jika seorang pemodal ingin mendapatkan dividen, maka pemodal tersebut harus memegang saham tersebut dalam kurun waktu yang relatif lama yaitu hingga kepemilikan

saham tersebut berada dalam periode dimana diakui sebagai pemegang saham yang berhak mendapatkan dividen (Jogiyanto, 1998)

Dividen yang dibagikan perusahaan dapat berupa dividen tunai – artinya kepada setiap pemegang saham diberikan dividen berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap saham - atau dapat pula berupa dividen saham yang berarti kepada setiap pemegang saham diberikan dividen sejumlah saham sehingga jumlah saham yang dimiliki seorang pemodal akan bertambah dengan adanya pembagian dividen saham tersebut. Sedangkan *capital gain* merupakan selisih antara harga beli dan harga jual. *Capital gain* terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder (Bodie et.al,2009).

Sebagai instrument investasi, saham memiliki risiko, antara lain *capital loss* dan risiko likuidasi. *Capital loss* merupakan kebalikan dari *capital gain*, yaitu suatu kondisi dimana investor menjual saham lebih rendah dari harga beli. Sedangkan risiko likuidasi terjadi ketika perusahaan yang sahamnya dimiliki, dinyatakan bangkrut oleh pengadilan, atau perusahaan tersebut dibubarkan. Dalam hal ini hak klaim dari pemegang saham mendapat prioritas terakhir setelah seluruh kewajiban perusahaan dapat dilunasi (dari hasil penjualan kekayaan perusahaan). Jika masih terdapat sisa dari hasil penjualan kekayaan perusahaan tersebut, maka sisa tersebut dibagi secara proporsional kepada seluruh pemegang saham.

Namun jika tidak terdapat sisa kekayaan perusahaan, maka pemegang saham tidak akan memperoleh hasil dari likuidasi tersebut. Kondisi ini merupakan risiko yang terberat dari pemegang saham. Untuk itu seorang pemegang saham dituntut untuk secara terus menerus mengikuti perkembangan perusahaan.

Di pasar sekunder atau dalam aktivitas perdagangan saham sehari-hari, harga-harga saham mengalami fluktuasi baik berupa kenaikan maupun penurunan. Pembentukan harga saham terjadi karena adanya permintaan dan penawaran atas saham tersebut. Dengan kata lain harga saham terbentuk oleh *supply* dan *demand* atas saham tersebut. *Supply* dan *demand* tersebut terjadi karena adanya banyak faktor, baik yang sifatnya spesifik atas saham tersebut (kinerja perusahaan dan industri dimana perusahaan tersebut bergerak) maupun faktor yang sifatnya makro seperti tingkat bunga, inflasi, nilai tukar dan faktor-faktor non ekonomi seperti kondisi sosial dan politik, dan faktor lainnya.

Secara umum, nilai saham menggambarkan nilai perusahaan. Ketika nilai perusahaan meningkat, maka investor akan mendapatkan *capital gain*. Tingkat efisiensi pasar akan sangat mempengaruhi seberapa akurat hubungan antara nilai saham dengan nilai perusahaan. Bentuk efisien pasar dapat dikelompokkan menjadi tiga, yang dikenal sebagai hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*) (Damodaran, 2002). Ketiga bentuk efisien pasar dimaksud adalah (1) hipotesis pasar efisien bentuk lemah (*weak form of the efficient market hypothesis*), (2) hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat (*semistrong form of the efficient market hypothesis*), dan hipotesis pasar efisien bentuk kuat (*strong form of the efficient market hypothesis*). Masing-masing bentuk pasar efisien tersebut terkait erat dengan sejauh mana penyerapan informasi terjadi di pasar. Pasar modal di Indonesia masih belum efisien, sehingga nilai saham sering tidak mencerminkan nilai perusahaan yang sebenarnya. Perbedaan nilai ini yang digunakan oleh para investor untuk mendapatkan keuntungan dengan melakukan pembelian ketika posisi *undervalued* dan melakukan penjualan ketika *overvalued*.

Untuk dapat mengetahui nilai instrinsik saham, dapat digunakan dua macam analisis yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal (Bodie, 2009). Analisis fundamental adalah metode analisis yang didasarkan pada fundamental ekonomi suatu perusahaan. Teknis ini menitikberatkan pada rasio finansial dan kejadian-kejadian yang secara langsung maupun tidak langsung mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Sebagian pakar berpendapat teknik analisis fundamental lebih cocok untuk membuat keputusan dalam memilih saham perusahaan mana yang dibeli untuk jangka panjang. Sedangkan analisis teknikal adalah sebuah metode analisis yang menitikberatkan pada pergerakan pasar. Metode ini dijalankan dengan cara memperhatikan perubahan harga dan volume perdagangan saham dipasar. Analisis teknikal banyak digunakan oleh *dealer* sebagai pertimbangan dalam menentukan kapan membeli atau menjual saham (*sell or buy decision*).

2.2. Analisis Fundamental

Analisis fundamental adalah metode analisis yang didasarkan pada fundamental ekonomi perusahaan (Bodie et.al, 2009). Teknis ini menitikberatkan

pada rasio finansial dan kejadian - kejadian yang secara langsung maupun tidak langsung mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

Analisis fundamental pada dasarnya fokus pada analisis kondisi makro, kondisi industri dan kondisi fundamental perusahaan.

- Analisis Makro adalah analisis terhadap kebijakan-kebijakan pemerintah yang berlaku maupun kondisi perekonomian secara makro. Hal-hal yang dianalisis antara lain pendapatan perkapita (GDP), *money supply*, tingkat inflasi, tingkat bunga dan kondisi geopolitik.
- Analisis Industrial adalah analisis untuk mengetahui kondisi dari suatu industri apakah berada pada tahap awal, pertumbuhan, *maturity* atau *decline* (penurunan) dan bagaimana dampaknya bagi keuntungan perusahaan. Analisis industri dilakukan melalui dua tahap pendekatan : (1) *Industrial Life Cycle Model* terdiri dari tahap pertumbuhan, ekspansi, *maturity* dan *decline* (penurunan). (2) *Profit Life Cycle Model* terdiri dari pertumbuhan pendapatan, *profit margin* negatif (ekspansi), *profit margin* dan total *earning* meningkat (*maturity*), terakhir penjualan dan *profit margin* cenderung datar sehingga *earning* menurun (*decline*).
- Analisis Fundamental Perusahaan (Mikro) adalah analisis untuk mengetahui kondisi perusahaan secara keseluruhan, baik analisis produk perusahaan dan pemasarannya, analisis pertumbuhan *earning* dan kinerja manajemen.

2.3 Analisis Makro

Pada analisis *Top-Down*, langkah pertama yang dilakukan adalah melakukan analisis dan proyeksi terhadap kondisi lingkungan ekonomi global dan nasional. Kondisi lingkungan ekonomi global dan nasional memberikan gambaran ukuran aktivitas ekonomi. Langkah-langkah dalam analisis kondisi ekonomi nasional meliputi tindakan untuk menetapkan kondisi ekonomi nasional saat ini, kemungkinan arah pergerakan ekonomi nasional untuk satu tahun ke depan dan perkiraan jangka panjang pertumbuhan ekonomi (Harianto, 1998).

Dalam keadaan perkiraan pertumbuhan ekonomi yang positif, berinvestasi di saham dapat memberikan *return* yang lebih besar dibandingkan dengan *return*

dari investasi pada sekuritas pendapatan tetap. Namun sebaliknya jika perkiraan pertumbuhan ekonomi negatif, maka diperkirakan harga saham juga akan ikut tertekan dan mengalami penurunan sehingga investasi dalam bentuk saham menjadi tidak menarik karena *return* yang dihasilkan kemungkinan akan lebih kecil dari investasi pendapatan tetap dan di sisi lain tingkat risiko dalam investasi saham relatif besar.

Beberapa *variable* ekonomi dapat digunakan untuk memperkirakan kondisi ekonomi nasional. Variabel ekonomi yang biasa digunakan adalah Produk Domestik Bruto (PDB), Tingkat Inflasi, Tingkat Bunga, Tingkat Pengangguran dan Nilai Tukar Rupiah (Bodie et.al, 2009).

2.3.1 Produk Domestik Bruto (PDB)

Produk Domestik Bruto (PDB) adalah nilai semua barang dan jasa yang diproduksi oleh suatu negara pada periode tertentu (Bodie et.al, 2009). PDB merupakan salah satu metode untuk menghitung pendapatan nasional.. PDB berbeda dari produk nasional bruto karena memasukkan pendapatan faktor produksi dari luar negeri yang bekerja di negara tersebut. Sehingga PDB hanya menghitung total produksi dari suatu negara tanpa memperhitungkan apakah produksi itu dilakukan dengan memakai faktor produksi dalam negeri atau tidak. Sebaliknya, PNB memperhatikan asal usul faktor produksi yang digunakan.

PDB Nominal (atau disebut PDB Atas Dasar Harga Berlaku) merujuk kepada nilai PDB tanpa memperhatikan pengaruh harga. Sedangkan PDB riil (atau disebut PDB Atas Dasar Harga Konstan) mengoreksi angka PDB nominal dengan memasukkan pengaruh dari harga.

PDB dapat dihitung dengan memakai dua pendekatan, yaitu pendekatan pengeluaran dan pendekatan pendapatan. Rumus umum untuk PDB dengan pendekatan pengeluaran adalah (Miles, 2005) :

$$PDB = konsumsi + investasi + pengeluaran pemerintah + ekspor - impor$$

(2.1)

Di mana konsumsi adalah pengeluaran yang dilakukan oleh rumah tangga, investasi oleh sektor usaha, pengeluaran pemerintah oleh pemerintah, dan ekspor dan impor melibatkan sektor luar negeri.

Sementara pendekatan pendapatan menghitung pendapatan yang diterima faktor produksi (Miles, 2005):

$$PDB = sewa + upah + bunga + laba \quad (2.2)$$

Di mana sewa adalah pendapatan pemilik faktor produksi tetap seperti tanah, upah untuk tenaga kerja, bunga untuk pemilik modal, dan laba untuk pengusaha.

Secara teori, PDB dengan pendekatan pengeluaran dan pendapatan harus menghasilkan angka yang sama. Namun karena dalam praktek menghitung PDB dengan pendekatan pendapatan sulit dilakukan, maka yang sering digunakan adalah dengan pendekatan pengeluaran. Pertumbuhan PDB dipengaruhi oleh konsumsi dan investasi swasta, konsumsi dan investasi pemerintah, besarnya ekspor serta besarnya impor. Meningkatnya konsumsi dan investasi swasta dan pemerintah akan mendorong pertumbuhan PDB (Harianto, 1998)

2.3.2 Tingkat inflasi

Inflasi dapat diartikan sebagai kenaikan harga barang-barang secara umum atau penurunan daya beli dari sebuah satuan mata uang (Bodie et.al, 2009). Inflasi dapat disebabkan oleh dua hal yaitu tarikan permintaan atau desakan biaya produksi. Inflasi tarikan permintaan terjadi akibat adanya permintaan total yang berlebihan sehingga terjadi perubahan tingkat harga. Inflasi desakan biaya terjadi akibat meningkatnya biaya produksi (*input*) sehingga mengakibatkan harga produk-produk (*output*) yang dihasilkan ikut naik (Miles, 2005).

Adanya inflasi menyebabkan meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan oleh para investor dalam melakukan investasi atau yang biasa disebut *rate of return* yang juga menyebabkan meningkatnya *cost of equity*. Peningkatan tersebut akan mengakibatkan perubahan pada WACC yang berpengaruh terhadap perhitungan nilai intrinsik perusahaan. Secara ringkas tingkat inflasi berpengaruh

terhadap nilai WACC yang pada akhirnya akan mempengaruhi penilaian perusahaan.

2.3.3 Tingkat Bunga

Tingkat bunga adalah ukuran keuntungan investasi yang dapat diperoleh oleh pemodal dan juga merupakan ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk menggunakan dana dari pemodal (Harianto, 1998). Tingkat bunga digunakan sebagai alat untuk mengendalikan jumlah uang beredar. Penurunan tingkat bunga mendorong masyarakat untuk meningkatkan investasi dan melakukan konsumsi karena tingkat pengembalian jika menyimpan dananya di bank menjadi kurang menarik, sebaliknya peningkatan tingkat bunga mendorong masyarakat untuk menyimpan dananya di bank yang berakibat pada menurunnya investasi. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kegiatan investasi akan dipengaruhi oleh perubahan tingkat bunga, karena semakin tinggi tingkat bunga akan menurunkan nilai present value of future cash flow yang artinya akan menurunkan ketertarikan terhadap suatu investasi (Bodie et.al, 2009)

2.3.4 Nilai Tukar Rupiah

Nilai tukar Rupiah adalah harga Rupiah terhadap mata uang lain (Harianto,1998). Jika terjadi depresiasi nilai Rupiah atau penurunan nilai Rupiah maka daya beli masyarakat akan menurun karena penurunan nilai Rupiah dapat berarti semakin mahalnya harga terutama barang-barang hasil impor. Menurunnya daya beli masyarakat akan menyebabkan turunnya tingkat konsumsi masyarakat yang pada akhirnya akan mempengaruhi produksi dari perusahaan yaitu penurunan produksi. Penurunan produksi akan berdampak pada penurunan pendapatan perusahaan akibat dari menurunnya penjualan. Hal tersebut akan mempengaruhi perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai intrinsik perusahaan.

2.4 Analisis Industri

Analisis Industri penting dilakukan untuk mendapatkan gambaran mengenai arah perkembangan di masa mendatang. Investor dapat menggunakan

informasi tersebut untuk mempertimbangkan saham-saham mana saja yang dapat dimasukkan dalam portofolio yang akan dibentuknya.

Suatu industri yang mempunyai kepekaan lebih tinggi dari pasar mengindikasikan bahwa industri tersebut memiliki risiko pasar yang lebih tinggi dari rata-rata. Meskipun demikian, risiko tersebut akan bergerak dalam dua arah. Dengan kata lain, kalau kondisi pasar membaik, maka industri yang memiliki kepekaan tinggi akan membaik lebih besar dari pasar (Harianto, 1998)

2.4.1 Siklus Kehidupan Industri

Real business cycle menyebutkan bahwa perubahan ekonomi akan sangat dipengaruhi oleh perubahan yang terjadi dari sisi teknologi. Secara rasional tingkat *supply* dan *consumptions* akan turut berubah sesuai dengan tingkat perubahan teknologi tersebut. Namun selain faktor teknologi, faktor preferensi, pemerintahan, dan moneter juga dapat dijadikan faktor yang mempengaruhi (Plosser, 1989).

Siklus kehidupan industri dibagi menjadi empat tahap yaitu tahap pengenalan (*start up*), tahap pertumbuhan (*growth*), tahap kedewasaan (*maturity*) dan tahap kemunduran (*decline*) (Bodie et.al, 2009). Karakteristik dari masing-masing tahap dapat dijabarkan sebagai berikut:

a. Tahap Perkenalan (*Start Up*)

Pada tahap ini terjadi perubahan teknologi besar sehingga tercipta industri yang baru. Karena masih berada dalam tahap permulaan, biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan relative tinggi. Perusahaan yang dapat bertahan pada akhir tahap ini adalah perusahaan yang terbaik. Perusahaan tersebut juga yang akhirnya dapat bertahan di industri.

b. Tahap Pertumbuhan (*Growth*)

Dalam tahap ini, penjualan dan laba akan meningkat dengan cepat. Karena permintaan sudah sangat meningkat dan masyarakat sudah mulai mengenal perusahaan dan produknya. Pada tahap ini perusahaan masih membutuhkan biaya untuk melakukan pertumbuhan karena persaingan yang lebih ketat, sehingga biasanya *dividend payout ratio* rendah dan

perusahaan memerlukan pembiayaan eksternal tambahan untuk melakukan ekspansi yang dibutuhkan.

c. Tahap Kedewasaan (*Maturity*)

Pada tahap ini, pertumbuhan pendapatan dari penjualan mulai menurun dibandingkan dengan tahap pertumbuhan. Persaingan menjadi sangat tajam dan produksi barang sudah mulai mencukupi permintaan konsumen.

e. Tahap Kemunduran (*Decline*)

Pada tahap ini produk mulai usang dan tidak lagi memenuhi keinginan konsumen sehingga harus diganti dengan produk yang lebih baru. Karena faktor keusangan tersebut, permintaan mengalami penurunan sehingga pertumbuhan penjualan menjadi negatif. Adanya produk baru dalam industri juga menjadi salah satu penyebab menurunnya penjualan.

2.4.2 Analisis Lima Kekuatan Bersaing (Porter's Five Forces)

Cara berikutnya untuk melakukan analisis industri adalah dengan menggunakan analisis lima kekuatan bersaing (Porter's *Five Forces*). Analisis ini melihat dari sisi persaingan yang terjadi pada industri. Di dalam industri, untuk menghasilkan produk atau jasa, terdapat aturan yang dicakup dalam lima kekuatan bersaing yaitu (Porter, 1990):

a. Masuknya pesaing baru (*Threat of New Entrants*)

Masuknya perusahaan sebagai pendatang baru akan menimbulkan sejumlah implikasi bagi perusahaan yang sudah ada. Kondisi seperti terjadinya perebutan pangsa pasar dan perebutan sumber daya akan menimbulkan ancaman bagi perusahaan yang sudah ada sebelumnya di industri tersebut. Ada beberapa faktor yang menjadi hambatan bagi para pendatang baru untuk masuk ke dalam suatu industri, yaitu :

- Skala ekonomi (*economic of scale*). Pendatang baru yang memproduksi dalam skala yang lebih kecil akan dipaksa untuk memproduksi pada biaya per unit yang tinggi, di lain pihak, perusahaan yang ada sebelumnya terus memperbesar skala

produksinya dan melakukan efisiensi pada proses produksinya sehingga biaya per unit menjadi lebih rendah.

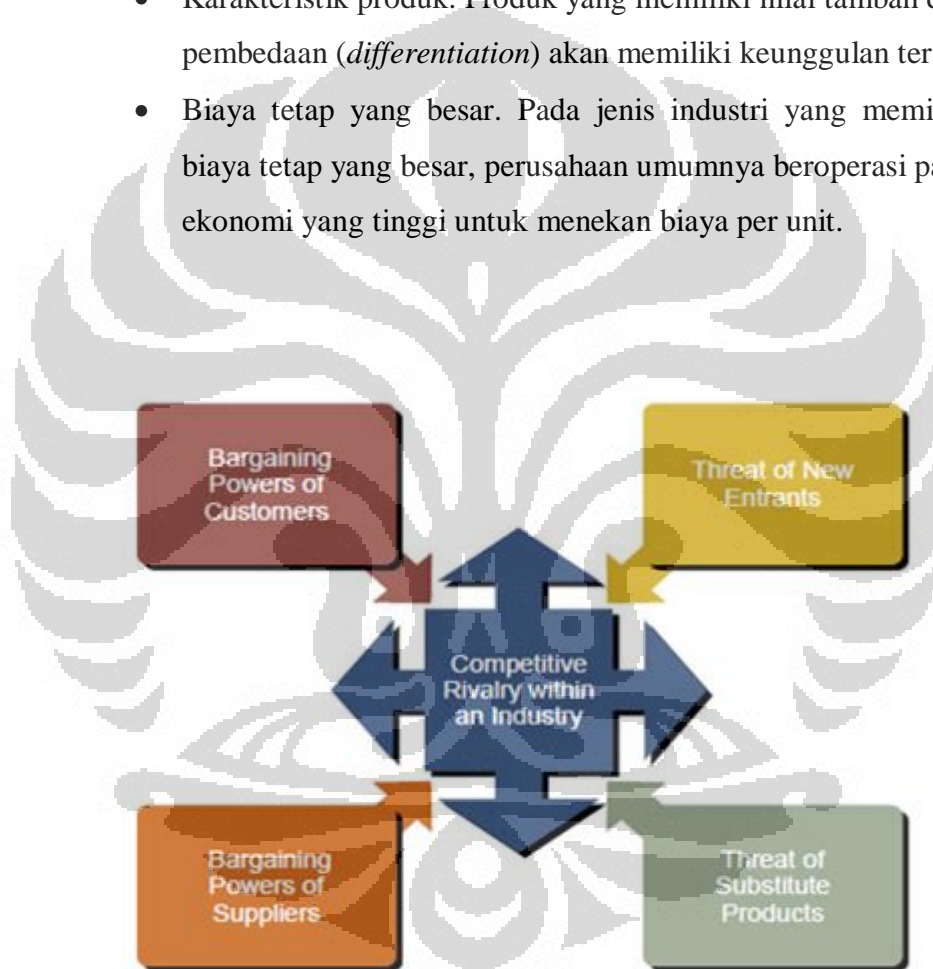
- Diferensiasi. Pendetang baru akan dipaksa untuk mengeluarkan biaya dan usaha yang besar untuk dapat merebut pelanggan yang loyal kepada perusahaan lain yang sebelumnya sudah lebih dulu ada, biasanya dengan melakukan periklanan yang menarik dan gencar serta memberikan layanan yang lebih baik. Pada tahap awal, usaha-usaha tersebut akan membutuhkan biaya yang besar dan kemungkinan akan menimbulkan kerugian.
- Kecukupan modal. Jenis industri yang memerlukan modal besar merupakan hambatan tersendiri bagi para perusahaan baru yang akan masuk ke dalam industri tersebut, terutama jenis industri yang memerlukan biaya yang besar untuk riset dan pengembangan.
- Biaya peralihan (*switching cost*). Biaya peralihan adalah biaya yang harus dikeluarkan oleh pembeli bilamana berpindah dari produksi tertentu ke produk lainnya. Biaya peralihan ini berupa biaya pelatihan, biaya penggantian peralatan hingga biaya disain ulang produk atau jasa. Biaya-biaya ini akan dibebankan ke konsumen yang membeli produk tersebut. Jika biaya peralihan ini cukup besar, maka perusahaan atau pesaing baru harus memberikan penawaran yang lebih menarik.
- Akses pada saluran distribusi. Perusahaan yang memiliki jaringan distribusi yang luas akan menjadi penghambat bagi perusahaan baru yang akan masuk ke dalam pasar. Pendetang baru mungkin akan sangat sulit untuk memasuki jaringan distribusi yang ada dan harus mengeluarkan biaya yang besar untuk membangun jaringan distribusinya sendiri.
- Keunggulan biaya (*cost*). Keunggulan biaya yang dimiliki oleh perusahaan yang sudah ada sebelumnya akan sulit ditiru oleh pendatang baru.
- Peraturan pemerintah. Peraturan pemerintah ini dapat merupakan batasan harga dasar, maupun pemberian hak monopoli, yang

mungkin akan menjadi penghambat bagi perusahaan baru yang akan masuk ke industri.

- b. Ancaman dari produk pengganti (*Pressure from Substitute Product*)
 Bagaimana substitusi terhadap suatu barang/jasa. Apakah konsumen dapat memperoleh barang substitusi tersebut dengan mudah. Semakin banyak dan dekat barang substitusi, maka konsumen juga bisa beralih dengan mudah. Dorongan ini dipengaruhi oleh beberapa faktor diantaranya *switching cost*, kecenderungan untuk substitusi, dan diferensiasi produk.
- c. Kekuatan tawar-menawar pembeli (*Bargaining Power of Buyers*)
 Dua faktor yang mempengaruhi kekuatan tawar-menawar pembeli yaitu sensitivitas harga dan kekuatan tawar-menawar relatif. Sensitivitas harga menetapkan di mana pembeli ingin menawar suatu harga, sedangkan kekuatan tawar-menawar relatif menetapkan bagaimana pembeli sukses menurunkan harga. Kekuatan ini antara lain dipengaruhi oleh jumlah pembeli, konsentrasi pembeli, *switching cost* pembeli, ketersediaan barang dan tingkat diferensiasi.
- d. Kekuatan tawar-menawar pemasok (*Bargaining Power of Supplier*)
 Pemasok dapat menggunakan kekuatan tawar-menawar terhadap para peserta industri dengan menaikkan harga atau menurunkan mutu produk atau jasa yang di jual. Pemasok menjadi kuat ketika hanya terdapat sedikit perusahaan yang ada dan hanya sedikit barang substitusi yang tersedia bagi konsumen.
- e. Persaingan di antara pesaing-pesaing yang ada (*Rivalry between Existing Competitor*)
 Perusahaan akan memiliki kebijakannya sendiri untuk menghadapi persaingan dalam industri. Dalam situasi persaingan oligopoli, perusahaan memiliki kekuatan untuk mempengaruhi pasar. Pada persaingan sempurna, perusahaan baru biasanya akan menjadi *follower* termasuk dalam hal produk. Menurut Porter, tingkat persaingan akan dipengaruhi oleh:
- Jumlah kompetitor. Jumlah kompetitor akan mempengaruhi tingkat persaingan, semakin banyak jumlahnya maka tingkat persaingan

akan semakin besar. Ukuran dan kekuatan kompetitor juga menjadi hal yang harus dilihat.

- Tingkat pertumbuhan industri. Pertumbuhan industri yang besar akan menyediakan peluang yang juga besar bagi perusahaan untuk tumbuh. Sebaliknya pertumbuhan industri yang lambat dapat menimbulkan terjadinya persaingan harga dan menimbulkan tren penurunan harga.
- Karakteristik produk. Produk yang memiliki nilai tambah dan suatu pembedaan (*differentiation*) akan memiliki keunggulan tersendiri.
- Biaya tetap yang besar. Pada jenis industri yang memiliki total biaya tetap yang besar, perusahaan umumnya beroperasi pada skala ekonomi yang tinggi untuk menekan biaya per unit.



Gambar 2.1 Analisis Porter's Five Forces

Sumber : Singapore.pimco.com

2.5 Analisis Perusahaan

Kinerja perusahaan akan sangat dipengaruhi oleh strategi yang dijalankan. Strategi tersebut agar optimal harus disesuaikan dengan kekuatan dan kelemahan yang dimiliki oleh perusahaan dengan mempertimbangkan juga keadaan lingkungan persaingan yang akan memberikan peluang dan ancaman bagi perusahaan.

Menurut Porter (1990) ada 3 bentuk strategi bersaing yang digunakan untuk memaksimalkan keunggulan bersaingnya, yaitu :

a. *Cost leadership Strategy*

Perusahaan yang menggunakan *cost leadership strategy* akan berusaha menghasilkan produk atau jasa dengan biaya yang lebih rendah dibandingkan pesaingnya.

b. *Differentiation*

Perusahaan yang menggunakan *differentiation strategy* akan berusaha menghasilkan barang atau jasa yang unik bila dibandingkan dengan produk yang dihasilkan oleh para pesaingnya.

c. *Focus*

Perusahaan yang menerapkan *focus strategy* akan berkonsentrasi untuk melayani segmen pasar tertentu berdasarkan daerah geografis, tipe konsumen atau jenis produk.

Untuk melakukan analisis perusahaan, terdapat lima alat yang dapat digunakan terutama dengan menggunakan laporan keuangan, yaitu analisis perbandingan antar laporan keuangan dalam perusahaan (*comparative financial statement analysis*), perbandingan antar bagian laporan keuangan (*common-size financial analysis*), analisis rasio, analisis arus kas, dan valuasi (Wild, 2007)

2.5.1 Analisis Perbandingan antar Laporan Keuangan dalam Perusahaan

Analisis ini dilakukan dengan membandingkan *balance sheet*, *income statement*, atau *statement of cash flow* dalam satu perusahaan untuk beberapa periode. Dari analisis ini dapat dilihat proyeksi perkembangan perusahaan di masa

mendatang. Analisis ini akan memberikan informasi mengenai arah perusahaan, kecepatan dan kondisi tren (Wild,2007)

2.5.2. Analisis Perbandingan antar Bagian Laporan Keuangan

Analisis *vertical* digunakan dalam bagian ini, yaitu analisis dari atas ke bawah atau sebaliknya dari tiap akun dalam ukuran yang sama pada laporan keuangan. Analisis ini biasanya digunakan untuk mengetahui akun yang dominan dan berpengaruh dalam suatu laporan keuangan.

2.5.3 Analisis Rasio

Analisis rasio merupakan alat yang paling sering digunakan dalam melakukan analisis perusahaan. Perhitungan suatu rasio merupakan operasi aritmatika sederhana, namun interpretasinya kompleks. Dalam melakukan analisis, sebuah rasio harus dikaitkan dengan kondisi ekonomi. Analisis rasio dapat menunjukkan hubungan penting dan dasar dari perbandingan dan tren tertentu yang sulit terlihat jika hanya menganalisis komponen individual dari rasio tersebut (Wild, 2007).

Terdapat empat jenis rasio yang umum digunakan dalam analisis rasio, yaitu rasio likuiditas (*liquidity ratio*), rasio profitabilitas (*profitability ratio*), rasio efisiensi (*efficiency ratio*) dan rasio pasar (*market ratio*). Keempat rasio tersebut digunakan sesuai dengan tujuan analisis yang dilakukan terhadap perusahaan (Gill, 2003).

2.5.3.1 Rasio Likuiditas (*Liquidity Ratio*)

Rasio likuiditas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menjamin kewajiban-kewajiban lancarnya.

a. *Current Ratio* (Rasio Lancar)

Merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancar yang dimiliki. Persamaannya adalah (Keown, 2005) :

$$\text{Rasio Lancar} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Kewajiban Lancar}} \quad (2.3)$$

b. *Quick Ratio* (Rasio Cepat)

Merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva yang lebih likuid. Persamaannya adalah (Keown, 2005) :

$$\text{Rasio Cepat} = \frac{\text{Aktiva Lancar} - \text{Persediaan}}{\text{Kewajiban Lancar}} \quad (2.4)$$

c. *Cash Ratio* (Rasio Kas)

Merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendek dengan kas yang tersedia dan yang disimpan di bank. Persamaannya adalah (Keown, 2005) :

$$\text{Rasio Kas} = \frac{\text{Cash} + \text{Efek}}{\text{Kewajiban Lancar}} \quad (2.5)$$

2.5.3.2 Rasio Solvabilitas (*Solvability Ratio*)

Rasio solvabilitas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar semua kewajiban jangka panjang.

a. *Times Interest Earned Ratio*

Digunakan untuk menghitung seberapa laba sebelum pajak dan bunga yang tersedia untuk menutup beban tetap bunga. Persamaannya (Keown, 2005) :

$$\text{Time Interest Earned Ratio} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Beban Bunga}} \quad (2.6)$$

b. Rasio Hutang pada Ekuitas (*Debt to Equity Ratio*)

Merupakan perbandingan antara hutang-hutang dengan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri

perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajibannya. Persamaannya (Keown, 2005) :

$$\text{Rasio Hutang pada Ekuitas} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Ekuitas}} \quad (2.7)$$

c. Rasio Hutang pada Aktiva (*Debt to Asset Ratio*)

Merupakan perbandingan antara hutang-hutang dengan aset dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan aset perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajibannya. Persamaannya (Keown, 2005):

$$\text{Rasio Hutang pada Aktiva} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Asset}} \quad (2.8)$$

2.5.3.3 Rasio Profitabilitas (*Profitability Ratio*)

Rasio profitabilitas merupakan perbandingan antara laba perusahaan dengan investasi atau ekuitas yang digunakan untuk memperoleh laba tersebut. Rasio profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan semakin tinggi efisiensi perusahaan tersebut dalam memanfaatkan fasilitas perusahaan. Rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur profitabilitas perusahaan antara lain *profit margin on sales ratio* dan *return on equity ratio*. Analisis profitabilitas perusahaan merupakan bagian utama dari laporan keuangan. Seluruh laporan keuangan dapat digunakan untuk analisis profitabilitas dan yang paling penting adalah laporan laba rugi. Laporan rugi laba melaporkan hasil operasi perusahaan selama satu periode (John, 2005).

a. *Net Profit Margin*

Net Profit Margin adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dibandingkan dengan penjualan yang dicapai. *Net Profit Margin* termasuk dalam salah satu rasio profitabilitas. Rasio ini digunakan untuk mengukur Rupiah laba yang dihasilkan oleh setiap Rupiah penjualan. *Net Profit Margin* juga dapat digunakan untuk mengukur

seluruh efisiensi, baik produksi, administrasi, pemasaran, pendanaan, penentuan harga maupun manajemen pajak. Semakin tinggi laba bersih maka akan semakin baik operasi perusahaan. Persamaannya adalah (Keown, 2005):

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Penjualan Bersih}} \quad (2.9)$$

b. *Return On Asset (ROA)*

Profitabilitas suatu perusahaan dapat diukur dengan menghubungkan antara keuntungan atau laba yang diperoleh dari kegiatan pokok perusahaan dengan kekayaan atau aset yang dimiliki untuk menghasilkan keuntungan perusahaan (*operating asset*). *Operating Asset* adalah semua aktiva kecuali investasi jangka panjang dan aktiva-aktiva lain yang tidak digunakan dalam kegiatan atau usaha memperoleh penghasilan yang rutin atau usaha pokok perusahaan.

Pengukuran kinerja keuangan perusahaan dengan ROA menunjukkan kemampuan atas modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan laba. ROA (*Return On Asset*) adalah rasio keuntungan bersih setelah pajak untuk menilai seberapa besar tingkat pengembalian dari aset yang dimiliki oleh perusahaan. ROA yang negatif disebabkan laba perusahaan dalam kondisi negatif atau rugi. Semakin tinggi ROA maka perusahaan akan mendapatkan keuntungan yang lebih besar. Persamaannya adalah (Keown, 2005):

$$\text{Return on Asset} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aktiva}} \quad (2.10)$$

c. *Return on Equity* (ROE)

Return on Equity (ROE) merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan modal sendiri yang dimiliki, sehingga ROE ini ada yang menyebut sebagai rentabilitas modal sendiri (Keown, 2005). *Return on Equity* merupakan alat analisis keuangan untuk mengukur profitabilitas. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan berdasarkan modal tertentu. Rasio ini merupakan ukuran profitabilitas dari sudut pandang pemegang saham.

Salah satu alasan utama perusahaan beroperasi adalah menghasilkan laba yang bermanfaat bagi para pemegang saham, ukuran dari keberhasilan pencapaian alasan ini adalah angka ROE berhasil dicapai. Semakin besar ROE mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tinggi bagi pemegang saham. Persamaannya adalah (Keown, 2005) :

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Ekuitas}} \quad (2.11)$$

2.6 Metode Valuasi

Analisis fundamental adalah metode analisis yang didasarkan pada fundamental ekonomi suatu perusahaan. Teknis ini menitik beratkan pada rasio finansial dan kejadian - kejadian yang secara langsung maupun tidak langsung mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Dalam penulisan ini analisis fundamental dilakukan dengan 2 metode pendekatan yaitu:

2.6.1 *Discounted Cash Flow*

Metode penilaian dengan *discounted cash flow* (DCF) dikembangkan berdasarkan pada suatu pemikiran atau hubungan sederhana antara nilai kini (*present value*) dan nilai mendatang (*future value*). Jadi nilai dari suatu investasi/aktiva adalah nilai sekarang (*present value*) dari arus kas yang diharapkan diperoleh dari investasi tersebut di masa yang akan datang.

Terdapat beberapa jenis *cash flow* yang dapat digunakan untuk mengukur nilai intrinsik perusahaan, yaitu:

a. *Dividend*

Nilai dari saham dicerminkan dari *present value* dari seluruh dividen yang dibayarkan dan akan dibayarkan oleh perusahaan, sesuai dengan pertumbuhan industrinya.

b. *Free Cash Flow to Equity*

FCFE digunakan untuk mengukur nilai instrinsik ekuitas, di mana *cash flow* ini menggunakan *cost of equity* sebagai *discount factor*-nya. *Cost of Equity* didapatkan dengan menggunakan rumusan CAPM yaitu (Bodie, 2009)

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f) \quad (2.12)$$

di mana :

r_e : *Cost of equity*

r_f : *Risk free*

β : beta

r_m : *Market risk*

Sedangkan Damodaran (2002) menuliskan bahwa persamaan FCFE adalah:

$$FCFE = Net\ Income - (Capex - Depreciation) - Change\ in\ Non\ Cash\ Working\ Capital + (New\ Debt\ Issued - Debt\ Repayment) \quad (2.13)$$

Atau

$$FCFE = Net\ Income - (Capex - Depreciation) (1-\delta) - (\Delta\ Working\ Capital) (1-\delta) \quad (2.14)$$

Di mana δ merupakan rasio antara jumlah hutang dengan modalnya sehingga dari persamaan di atas *net repayment* dapat dihilangkan karena *debt repayment* dibiayai dengan *new debt issued* agar rasio hutangnya tetap.

Untuk menghitung nilai intrinsik perusahaan digunakan rumusan :

- Bila diasumsikan perusahaan telah mengalami masa *maturity* dan pertumbuhan yang dialaminya konstan maka nilai ekuitas atau nilai perusahaan dapat dihitung dengan rumusan sebagai berikut :

$$\text{Value of the Firm} = \frac{FCFE_t}{re-g} \quad (2.15)$$

di mana :

$FCFE_t$: *FCFE* tahun depan

r_e : *cost of equity*

g : *growth of sale*

- Bila perusahaan diasumsikan mengalami dua tahapan pertumbuhan yakni pertumbuhan tinggi (*high growth*) dan kemudian akan konstan selamanya maka nilai ekuitas atau nilai perusahaan dapat dihitung dengan persamaan (Damodaran, 2002):

$$\text{Value of the firm} = \text{Present value of FCFE} + \text{Present Value of Terminal Value} \quad (2.16)$$

$$\text{Value of the firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+re)^t} + \frac{\text{Terminal Value}}{(1+re)^n} \quad (2.17)$$

dengan

$$\text{Terminal value} = \frac{FCFE_{n+1}}{re-g} \quad (2.18)$$

c. Free Cash Flow to Firm

FCFF digunakan untuk mengukur nilai keseluruhan perusahaan termasuk hutangnya dengan menggunakan *cost of capital* sebagai *discount factor*-nya. *Cost of capital* dapat dicari dengan menggunakan persamaan (Damodaran, 2002):

$$WACC = \frac{Equity}{Equity + Debt} r_e + \frac{Debt}{Equity + Debt} r_d (1 - tax) \quad (2.19)$$

Di mana :

WACC : *Weighted Average Cost of Capital*

r_e : *Cost of equity*

r_d : *Cost of debt*

Sedangkan Damodaran (2002) menuliskan bahwa persamaan *FCFF* adalah :

$$FCFF = EBIT (1 - tax) + Depreciation - Capex - Change in Working Capital \quad (2.20)$$

2.6.2 Relative Valuation

Relative valuation mengestimasi nilai aset dengan melihat pada penentuan harga pada aset-aset yang sebanding secara relatif terhadap variabel-variabel yang umum seperti *earnings*, *cash flow*, *book value* atau *sales*. Untuk *price to earnings ratio* asumsi yang digunakan adalah bahwa perusahaan lain dalam industri yang sama dinilai secara benar oleh pasar. Persamaan PE (Damodaran, 2002)

$$PE = Payout\ ratio \times \frac{(1+g)}{(r_e-g)} \quad (2.21)$$

di mana :

PE : *price to earnings*

g : *growth of sales*

r_e : *cost of equity*

atau dengan menggunakan FCFE

$$PE = \frac{FCFE}{Earnings} \times \frac{(1+g)}{(r_e-g)} \quad (2.22)$$

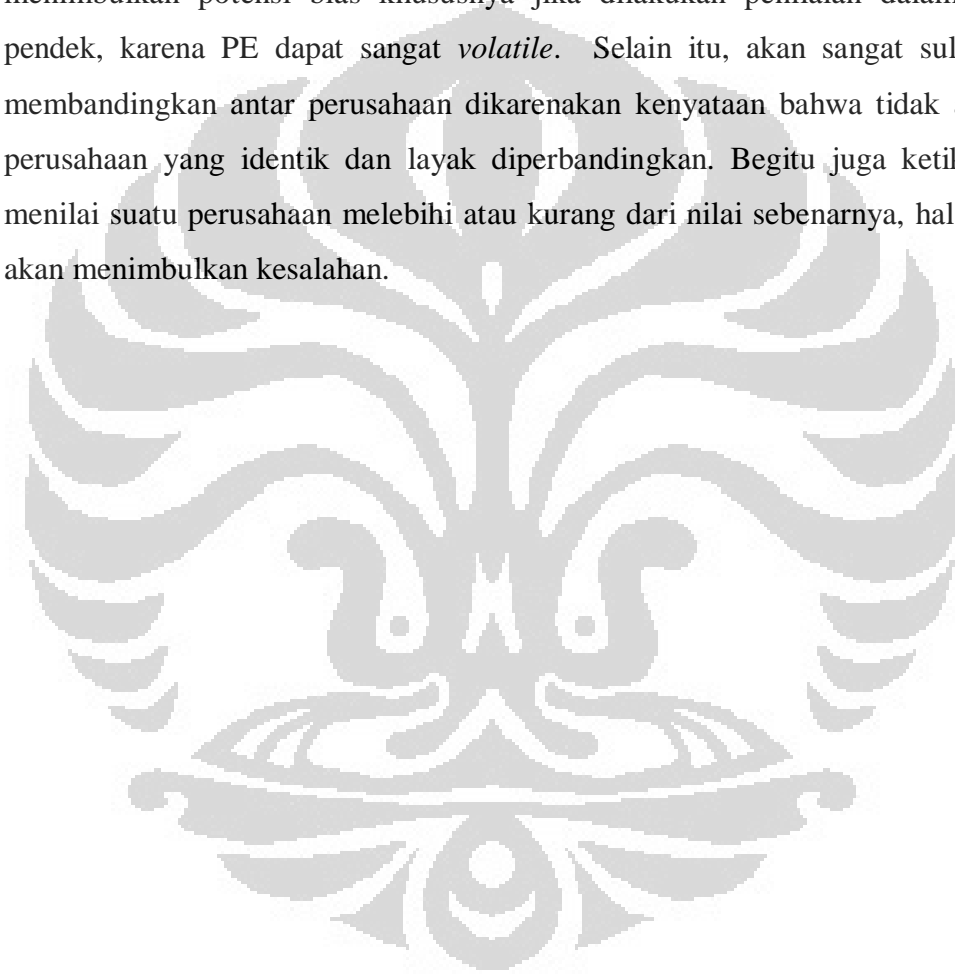
di mana :

PE : *price to earnings*

FCFE : *free cash flow to equity*

g : *growth of sales*

Penggunaan *relative valuation* khususnya dengan menggunakan PE akan menimbulkan potensi bias khususnya jika dilakukan penilaian dalam jangka pendek, karena PE dapat sangat *volatile*. Selain itu, akan sangat sulit untuk membandingkan antar perusahaan dikarenakan kenyataan bahwa tidak ada satu perusahaan yang identik dan layak diperbandingkan. Begitu juga ketika pasar menilai suatu perusahaan melebihi atau kurang dari nilai sebenarnya, hal ini juga akan menimbulkan kesalahan.



BAB 3

TINJAUAN UMUM PERUSAHAAN

3.1 Latar Belakang Perusahaan

PT Medco Energi Internasional, untuk selanjutnya disebut MedcoEnergi, merupakan perusahaan energi terpadu dengan kegiatan usaha yang terdiri dari eksplorasi dan produksi (E&P) minyak dan gas, kegiatan minyak dan gas industri hilir (*downstream*), pembangkit tenaga listrik, dan jasa pemboran. Saat ini MedcoEnergi memperkerjakan sekitar 3.000 karyawan di seluruh dunia yang mencakup Asia Tenggara, Timur Tengah sampai Afrika Utara dan Amerika Serikat. MedcoEnergi memulai usahanya melalui jasa pemboran pada tahun 1980, sebagai kontraktor pemboran swasta pertama di Indonesia.

Kegiatan hulu minyak dan gas dimulai dengan pengambilalihan kontrak eksplorasi dan produksi milik Tesoro di Kalimantan Timur (TAC dan PSC) pada tahun 1992 dan akuisisi PT Stanvac Indonesia dari Exxon dan Mobil Oil pada tahun 1995. Keberhasilan IPO pada tahun 1994, mendukung MedcoEnergi untuk memperluas usahanya. Pada tahun 1997, MedcoEnergi merambah ke industri kimia dengan menggunakan cadangan gas dari Blok Tarakan untuk memproduksi metanol dari fasilitas yang berada di Kalimantan Timur.

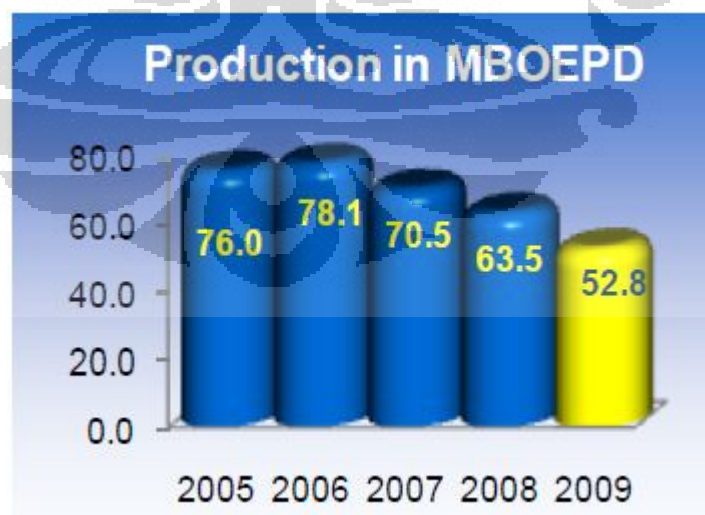
Pada tahun 2004, dalam upayanya untuk menambah cadangan terbukti minyak dan gas, MedcoEnergi mengambil alih 100% saham Novus Petroleum Ltd, perusahaan publik minyak dan gas Australia yang memiliki operasi di Australia, Amerika Serikat, Timur Tengah dan Asia Tenggara, termasuk Indonesia. Hal ini memungkinkan MedcoEnergi memperluas kegiatan E&P secara internasional. Pada tahun yang sama, MedcoEnergi juga memulai operasi kilang LPG. Secara bersamaan, MedcoEnergi memasuki jenis usaha pembangkit tenaga listrik dengan mendirikan pembangkit listrik dengan tenaga gas, Panaran 1 di Batam. Selanjutnya MedcoEnergi menambahkan usahanya pada beberapa investasi tenaga listrik lainnya dan aset geotermal yang besar.

Pada tahun 2006 dan 2007, MedcoEnergi dalam usahanya untuk menembus usaha energi terbarukan dan memperluas usaha hilir kimia serta mulai

membangun kilang etanol di Lampung dan mengakuisisi fasilitas penyimpanan dan distribusi bahan bakar di Jakarta Utara.

Saat ini, MedcoEnergi mengembangkan perusahaan energi domestik terpadu dengan kegiatan E&P internasional. MedcoEnergi memiliki hak partisipasi di 16 blok di Indonesia dan 19 Blok di AS, Yaman, Kamboja, Libia dan Tunisia serta sebuah kontrak jasa E&P di Oman. MedcoEnergi juga memiliki dan mengoperasikan delapan anjungan pemboran darat dan enam anjungan pemboran lepas pantai, sebuah kilang metanol, sebuah kilang LPG, dan sebuah fasilitas penyimpanan dan distribusi bahan bakar, tiga pembangkit listrik dan sebuah jasa operasi dan pemeliharaan pembangkit listrik tenaga gas milik pemerintah.

Sebagai sebuah perusahaan energi terpadu, MedcoEnergi bermaksud untuk memantapkan pertumbuhan dan kesinambungan jangka panjang MedcoEnergi dengan melakukan pengembangan lebih lanjut atas diversifikasi portofolio usaha energi, secara konsisten dan berkelanjutan untuk meningkatkan nilai bagi pemangku kepentingan dengan memastikan bahwa MedcoEnergi secara bertanggung jawab dan berkelanjutan, mengacu pada praktik kerja terbaik secara global untuk mencapai tiga hasil lini utama (*triple bottom line*) pada aspek keuangan, sosial dan lingkungan.



Gambar 3.1 Produksi MedcoEnergi

Sumber : www.medcoenergi.com

3.2 Visi, Misi, Strategi dan Nilai Perusahaan

3.2.1 Visi, Misi, dan Nilai Perusahaan

Menjadi Perusahaan Energi Pilihan bagi investor, pemegang saham, mitra kerja, karyawan MedcoEnergi, serta publik dan komunitas merupakan VISI MedcoEnergi. Visi ini hanya dapat dicapai apabila MISI MedcoEnergi untuk membangun sumber daya energi menjadi portofolio investasi yang menguntungkan dilakukan dengan benar dan bertanggung jawab.

Tantangan yang MedcoEnergi hadapi adalah mewujudkan misi tersebut dan memastikan setiap proyek dapat diselesaikan dengan tepat waktu dan dikerjakan sesuai standar tertinggi *Governance* Korporasi yang baik dan keselamatan kerja. Di samping itu, MedcoEnergi mendedikasikan diri untuk melindungi dan melestarikan lingkungan sekitar, serta menerapkan program tanggung jawab sosial perusahaan yang efektif dan berkelanjutan.

Tantangan tersebut MedcoEnergi hadapi dengan komitmen untuk senantiasa menjadikan nilai-nilai Korporasi – Profesional, Etis, Terbuka, dan Inovatif sebagai budaya MedcoEnergi. Dengan demikian, MedcoEnergi dapat terus mempertahankan kelangsungan usahanya.

3.2.2 Strategi Perusahaan

Strategi MedcoEnergi adalah menjadi perusahaan energi terkemuka di Indonesia melalui penerapan tujuh sasaran strategis berskala luas, yang terutama berfokus pada kegiatan eksplorasi dan produksi minyak dan gas bumi.

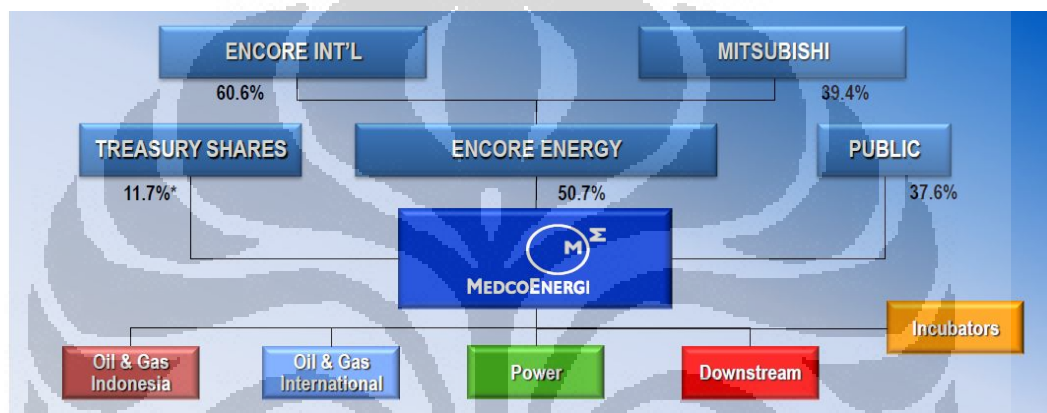
Tujuh sasaran strategis berskala luas tersebut adalah :

1. Mengganti dan menambah cadangan melalui eksplorasi dan akuisisi
2. Meningkatkan volume produksi melalui pengembangan cadangan dan penciptaan pasar baru untuk gas alam yang belum terjual
3. Mengembangkan sumber energi lain dan bidang usaha terkait untuk memenuhi peningkatan permintaan energi dunia.
4. Menjaga fleksibilitas finansial dengan struktur keuangan yang bijak dan pengendalian biaya.
5. Membangun aliansi-aliansi strategis.

6. Mendorong kesejahteraan masyarakat lokal dan melestarikan lingkungan.
7. Terus mempraktikkan standar tertinggiprinsip-prinsip *Good Corporate Governance*.

3.3 Kepemilikan Saham

Secara ringkas, struktur pemegang saham Medcoenergi dapat dilihat pada gambar di bawah ini.



Gambar 3.2 Kepemilikan Saham MedcoEnergi

Sumber : www.medcoenergi.com

Pemegang saham terbesar dari Medcoenergi adalah Encore Energi yang 60.6% sahamnya dimiliki oleh Encore Int'l yang dimiliki oleh keluarga Panigoro.

3.4 Struktur Perusahaan

Struktur perusahaan dikelompokan berdasarkan portofolio bisnis yang dijalankan Medcoenergi. PT Medco E&P Indonesia menjalankan bidang usaha minyak dan gas bumi yang asetnya berada di Indonesia. PT Medco Downstream Indonesia menjalankan bidang usaha *downstream* yaitu usaha yang melakukan pengolahan terhadap bahan mentah untuk meningkatkan *value added* atas hasil produksi tersebut. PT Medco Power Indonesia menjalankan bidang usaha pembangkit tenaga listrik. PT Medco Energi Global Pte Ltd menjalankan bidang usaha minyak dan gas bumi yang asetnya berada di luar negeri dan tersebar di seluruh dunia. Struktur perusahaan tersebut diharapkan akan memberikan nilai

tambah bagi perusahaan, di sisi lain juga akan memberikan landasan yang lebih baik dalam menjalankan usahanya.

3.5 Wilayah Kerja

Wilayah kerja MedcoEnergi untuk nasional tersebar di seluruh pulau besar Indonesia. Di Indonesia, MedcoEnergi mengoperasikan 10 blok yang sudah berproduksi (*production block*), 1 blok yang dalam tahap pengembangan (*development block*) dan 5 blok yang masih dalam tahap eksplorasi (*exploration block*).



Gambar 3.3 Wilayah kerja nasional MedcoEnergi

Sumber : www.medcoenergi.com

Sedangkan untuk wilayah kerja internasional, MedcoEnergi beroperasi di benua Asia, Afrika dan Amerika. Di benua Amerika, MedcoEnergi memiliki 8 blok yang sudah berproduksi dan 5 blok dalam tahap eksplorasi.

Di benua Asia, MedcoEnergi beroperasi di Kamboja, Yaman dan Oman. Untuk Kamboja dan Yaman, MedcoEnergi memiliki 2 blok yang masih dalam tahap eksplorasi, sedangkan untuk Oman MedcoEnergi melakukan kontrak jasa untuk 1 blok. Di benua Afrika, MedcoEnergi beroperasi di Libya dengan 1 blok dalam tahap eksplorasi dan di Tunisia dengan 1 blok dalam tahap pengembangan.



Gambar 3.4 Wilayah kerja internasional MedcoEnergi

Sumber : www.medcoenergi.com

3.6 Risiko Usaha

MedcoEnergi memiliki kantor pusat di Daerah Khusus Ibukota Jakarta dengan kantor operasi lapangan yang tersebar di berbagai lokasi produksi. Mayoritas aset dan operasi MedcoEnergi berada di Indonesia, sekalipun MedcoEnergi memiliki jumlah aset yang bertambah di negara-negara lain. Oleh karenanya, kinerja MedcoEnergi dapat terpengaruhi oleh perubahan di lingkungan usahanya yang berada di luar kendalinya.

Risiko yang berhubungan dengan Indonesia dan negara-negara lain dimana MedcoEnergi beroperasi, terutama yang terkait dengan ketidakstabilan politik dalam negeri, termasuk perubahan pemerintahan maupun kebijakan pemerintah serta kegagalan atau ketidakmampuan Pemerintah melakukan reformasi yang digariskan, aksi dari terorisme selain juga keresahan sosial, dan khususnya di Indonesia, peningkatan otonomi daerah. Selain dari risiko ekonomi dan politik, kegiatan usaha MedcoEnergi dihadapkan pada risiko geologis yang signifikan termasuk gempa bumi, tsunami, banjir, dan lain-lain.

- Risiko Pasar dan Volatilitas Harga

Industri minyak bumi di Indonesia merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari kondisi pasar minyak bumi internasional, oleh sebab itu fluktuasi harga minyak bumi dunia akan berpengaruh secara langsung terhadap kegiatan eksplorasi, pengembangan dan produksi migas yang dijalankan oleh MedcoEnergi. Harga jual minyak MedcoEnergi berdasarkan pada harga *Indonesian Crude Price* (ICP) yang ditetapkan oleh Kementerian Energi dan Sumber Daya Mineral (ESDM) tiap bulannya.

Sebagai akibatnya, harga yang diterima oleh MedcoEnergi untuk produksi minyak, akan tergantung terhadap banyak faktor di luar kontrol MedcoEnergi.

Seandainya harga minyak bumi mengalami penurunan atau berada pada tingkat harga rendah yang berkepanjangan, maka hal-hal tersebut akan mengurangi tingkat laba dan mempengaruhi arus kas MedcoEnergi sebagai akibat dari menurunnya pendapatan dari penjualan minyak.

Hal ini juga memberikan dampak penurunan tingkat ekonomis dari kegiatan eksplorasi dan pengembangan yang dilakukan MedcoEnergi maupun nilai dari cadangan MedcoEnergi. Untuk blok-blok yang telah berproduksi, dampak penurunan tersebut berkurang dengan adanya mekanisme PSC.

Gas bumi yang diproduksi oleh MedcoEnergi di Indonesia sebagian besar dijual berdasarkan sistem kontrak dengan harga tetap dan dengan menggunakan mekanisme tingkat eskalasi tertentu yang diterapkan tiap tahunnya. Dalam hal ini terdapat risiko potensi hilangnya peluang pada saat kenaikan harga pasar minyak dan gas bumi jauh melebihi tingkat eskalasi dalam kontrak. Untuk gas bumi MedcoEnergi yang diproduksi di Amerika Serikat dijual pada pasar spot berdasarkan harga pasar Henry Hub, sehingga risiko yang dihadapi oleh MedcoEnergi adalah risiko yang serupa dengan dampak fluktuasi harga minyak bumi.

- Risiko Eksplorasi dan Pengembangan Minyak dan Gas Bumi

MedcoEnergi melakukan kegiatan eksplorasi dan pengembangan yang pada umumnya memiliki beberapa risiko yang dapat mempengaruhi kegiatan operasional MedcoEnergi.

- Risiko Eksplorasi

Aktivitas eksplorasi minyak dan gas yang dilakukan oleh MedcoEnergi memiliki risiko dimana terdapat kemungkinan tidak ditemukannya sumber minyak dan gas baru, atau ditemukannya sumber minyak dan gas baru yang secara komersial tidak dapat memberikan keuntungan kepada MedcoEnergi. Apabila hal tersebut terjadi, maka seluruh biaya eksplorasi

akan dikeluarkan sebagai biaya. Namun pada blok yang telah berproduksi, biaya tersebut dapat tergantikan (*recovered*) sesuai dengan ketentuan PSC.

- Risiko Pengembangan

Aktivitas pengembangan yang dilakukan oleh MedcoEnergi memiliki beberapa risiko yang berkaitan dengan kemampuan MedcoEnergi untuk menyelesaikan proyek sampai dapat beroperasi secara komersial, seperti risiko tertundanya penyelesaian proyek, risiko teknis, risiko *cost overrun*. Selain itu, MedcoEnergi juga menghadapi risiko-risiko lainnya seperti terjadinya kecelakaan, kebocoran, pencemaran minyak dan kebakaran yang dapat menimbulkan kerusakan sumur minyak dan gas.

- Risiko Penggantian Cadangan

Minyak dan gas adalah sumber daya alam yang tidak bisa diperbarui sehingga salah satu risiko utama yang dihadapi perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam industri migas seperti halnya MedcoEnergi dan Anak Perusahaan adalah menurunnya cadangan yang ada. Keberhasilan kinerja MedcoEnergi sangat tergantung pada kemampuannya mempertahankan penggantian cadangan dalam jangka panjang. Apabila sumber-sumber cadangan tidak dapat ditingkatkan menjadi cadangan terbukti sesegera mungkin, MedcoEnergi tidak akan dapat menggantikan cadangan jangka panjangnya.

- Risiko Operasi Minyak dan Gas Bumi

MedcoEnergi juga dihadapkan oleh berbagai risiko operasi antara lain dari risiko sumur minyak atau gas, risiko kehilangan cadangan, bencana alam dalam kaitannya dengan fasilitas dan instalasi produksi. Berbagai kondisi tersebut termasuk keterlambatan dalam hal perizinan dan persetujuan Pemerintah, penutupan sumur akibat cuaca buruk, kondisi yang tidak memadai dalam hal pergudangan, transportasi atau permasalahan geologis dan mekanik. Keterlambatan dan penurunan industri akibat kondisi pengoperasian normal di lapangan dapat memberi dampak negatif terhadap pendapatan maupun arus kas dalam kadar tertentu. Timbulnya kejadian yang signifikan dalam hal mana MedcoEnergi tidak diasuransikan secara penuh, atau ketidakmampuan pihak asuransi untuk menutup

kerugian tersebut dapat memiliki dampak negative yang material terhadap MedcoEnergi.

Kegagalan MedcoEnergi dalam mengelola risiko-risiko tersebut di atas dapat berdampak pada kerusakan lingkungan, kecelakaan atau kehilangan jiwa, dan dapat mengakibatkan MedcoEnergi menghadapi kewajiban hukum atas kerugian material maupun pelanggaran peraturan.

- Risiko Sebagai Induk Perusahaan

Dengan melakukan investasi pada Anak Perusahaan, MedcoEnergi memiliki risiko ketergantungan pada laporan finansial atas kegiatan dan pendapatan usaha dari Anak Perusahaan. Apabila kegiatan dan pendapatan usaha Anak Perusahaan menurun, hal tersebut dapat mengurangi pendapatan MedcoEnergi.

- Risiko Kegiatan Usaha Non-Migas

Risiko yang Berkaitan dengan bidang usaha Hilir Dalam produksi LPG, kilang LPG MedcoEnergi hanya memproduksi gas asosiasi minyak mentah yang berasal dari lapangan minyak MedcoEnergi. Apabila produksi minyak MedcoEnergi menurun, hal ini dapat mengurangi jumlah gas asosiasi yang dihasilkan. Kilang LPG MedcoEnergi dihadapkan oleh risiko pasokan gas.

Kegiatan perdagangan HSD MedcoEnergi memiliki margin yang relatif rendah dan sangat sensitif terhadap fluktuasi nilai tukar mata uang asing dan fluktuasi harga HSD. MedcoEnergi juga melakukan kegiatan usaha dalam bidang produksi bio etanol, dimana untuk membuat bio etanol tersebut sangat bergantung kepada pasokan yang berkesinambungan dan harga bahan baku berupa singkong.

- Risiko yang Berkaitan dengan Bidang Usaha Ketenagalistrikan

Bisnis Pembangkit Listrik di Indonesia adalah bisnis yang mengacu kepada aturan dan kontrak yang menentukan besarnya tarif yang dapat ditagihkan kepada pembeli. Lebih jauh lagi, bisnis ini dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar kendali MedcoEnergi seperti pemain industri baru, harga dan pasokan gas serta risiko operasional yang terkait dengan industri.

- Risiko Tidak Diperpanjangnya Kontrak Bagi Hasil (PSC), Kontrak Bantuan Teknis (TAC) dan Perjanjian Leasing
Kesinambungan operasi MedcoEnergi sangat tergantung pada kemampuannya memperoleh perpanjangan PSC, TAC dan Perjanjian Leasing. Tantangan mendapatkan perpanjangan tersebut terus meningkat seiring dengan ketatnya persaingan untuk mendapatkan akses ke peluang-peluang secara global. Ketidakmampuan MedcoEnergi untuk memastikan perpanjangan kontrak dan perjanjian tersebut dapat mengakibatkan ketidakmampuan MedcoEnergi untuk tumbuh atau bahkan mempertahankan tingkat produksinya saat ini.
- Risiko Sehubungan Dengan Kebijakan dan Regulasi Pemerintah dan Badan Terkait di Bidang Migas
Perusahaan migas yang beroperasi di Indonesia tunduk terhadap peraturan dan perundang-undangan yang berlaku, terutama Undang-Undang Migas No. 22/2001 serta Kontrak Kerja Sama (KKS). Beberapa hal pokok tentang perundang-undangan migas serta KKS tersebut adalah pengaturan tentang pengembalian biaya produksi dan *Domestic Market Obligation* (DMO). Untuk setiap barrel yang diproduksi, perusahaan migas yang beroperasi di bawah KKS berhak atas pengembalian biaya sehubungan dengan kegiatan eksplorasi dan produksi yang dilakukan pada tahun berjalan. Porsi pengembalian biaya terhadap hak bersih bervariasi tergantung dari jumlah biaya yang dikeluarkan termasuk belanja modal untuk eksplorasi, eksploitasi dan produksi, biaya operasional tahunan dan harga pasar untuk minyak bumi dan gas alam. Selain itu, industri migas dihadapkan pada peraturan dan intervensi pemerintah di seluruh dunia. Berbagai intervensi tersebut dapat berdampak pada kepentingan eksplorasi dan produksi, pengendalian atas Keselamatan, Kesehatan Kerja dan Lingkungan, pembatasan terhadap pemboran dan produksi, serta potensi adanya nasionalisasi, pengambilalihan atau pembatalan kontrak. MedcoEnergi beroperasi di tujuh negara yang berbeda dan oleh karenanya menghadapi risiko yang terkait dengan kebijakan dan regulasi yang berbeda-beda.

- **Risiko Persaingan Usaha**
Industri migas, ketenagalistrikan dan industri hilir sangat kompetitif. Terjadi persaingan yang ketat, dalam industri migas maupun di industri lainnya. Dalam menghadapi kompetisi ini, MedcoEnergi harus dapat memastikan dimilikinya kemampuan teknologi dan inovasi di bidang eksplorasi dan produksi migas, ketenagalistrikan dan industri hilir.
- **Risiko Keadaan Perekonomian**
Karena MedcoEnergi beroperasi di tujuh negara berbeda, resesi ekonomi dunia yang tengah berlangsung dewasa ini dapat berpengaruh secara material terhadap usaha MedcoEnergi di ketujuh negara tersebut. Bila kondisi perekonomian dunia tidak dapat membaik dalam waktu dekat, hal ini secara langsung ataupun tidak langsung dapat berdampak negatif terhadap usaha, kondisi keuangan, hasil operasi maupun prospek MedcoEnergi.
- **Perubahan Iklim Global**
Kewajiban yang timbul sehubungan dengan perubahan peraturan dan perundang-undangan tentang perubahan iklim global dapat berakibat pada keperluan belanja modal yang substansial, serta peningkatan biaya operasi yang dapat berpengaruh terhadap turunnya profitabilitas. Untuk mengurangi risiko ini, MedcoEnergi menjalankan kegiatannya dengan memperhatikan dampaknya terhadap perubahan iklim global.
- **Risiko Tingkat Bunga**
MedcoEnergi terpapar pada risiko tingkat bunga, yang timbul dari fluktuasi tingkat bunga dalam pinjaman jangka pendek dan jangka panjangnya, terutama pada saat likuiditas pasar yang ketat. Fluktuasi ke atas dari tingkat bunga akan meningkatkan biaya pinjaman baru dan biaya bunga untuk pinjaman MedcoEnergi dengan tingkat bunga mengambang.
- **Risiko Fluktuasi Nilai Tukar Mata Uang**
Pembukuan MedcoEnergi dilakukan dalam mata uang Dolar AS sehingga pendapatan dalam mata uang Rupiah dari bidang usaha tenaga listrik dan sebagian bidang usaha hilir MedcoEnergi memiliki eksposur terhadap nilai tukar mata uang Rupiah terhadap Dolar AS. Di samping itu, MedcoEnergi

juga memiliki beberapa kewajiban dalam mata uang Rupiah yang juga memiliki eksposur terhadap nilai tukar mata uang Rupiah terhadap Dolar AS. Aktivitas eksplorasi dan produksi migas MedcoEnergi di berbagai negara tidak terlepas dari eksposur fluktuasi mata uang negara setempat.

- **Risiko Dampak Lingkungan**

Pembuangan sisa minyak dan gas dapat mengakibatkan pencemaran udara, tanah dan air yang dapat menimbulkan kerugian terhadap negara dan atau pihak ketiga dimana MedcoEnergi harus mengganti rugi atas kerusakan yang ditimbulkan.

Bila MedcoEnergi gagal mengaplikasikan sumberdayanya dalam rangka menjaga keseimbangan yang aman antara akses terhadap sumber-sumber energi di satu pihak, dan pelestarian lingkungan alam di lain pihak, maka MedcoEnergi gagal dalam mencapai visinya untuk menjadi Perusahaan Energi Pilihan.

- **Risiko Bencana Alam**

Kegiatan usaha MedcoEnergi berlokasi di Indonesia dan di berbagai negara seperti Libia, Oman, Amerika Serikat dan lain lain. Aktivitas eksplorasi dan produksi migas MedcoEnergi di berbagai lokasi tersebut tidak terlepas dari ancaman bencana alam seperti badai tropis, angin topan, gempa bumi, tsunami, banjir, kebakaran sumur karena faktor alam dan berbagai bencana yang dapat memberikan dampak negatif terhadap kegiatan usaha MedcoEnergi.

- **Risiko Gugatan Hukum**

Dalam menjalankan usahanya, MedcoEnergi dan Anak Perusahaan selalu berhubungan dengan pihak ketiga yang dapat menimbulkan kemungkinan terjadinya sengketa atau perkara hukum. Saat ini MedcoEnergi dan Anak Perusahaan memiliki gugatan hukum, namun MedcoEnergi berkeyakinan bahwa gugatan hukum tersebut tidak akan mengganggu kelangsungan usaha MedcoEnergi dan Anak Perusahaan secara material

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Makro Ekonomi

4.1.1 Perekonomian Dunia

Terjadinya krisis ekonomi akibat *subprime mortgage* di Amerika Serikat dan sebagian Eropa pada tahun 2008 menimbulkan kecemasan yang mendalam akan kehancuran ekonomi global. Tingkat kejatuhan pasar modal global menunjukkan kejatuhan hingga mencapai 80%. Pada tahun 2009 perekonomian dunia dan pasar finansial mulai bergerak menuju arah perbaikan. Investasi mulai tumbuh kembali.

Data yang dikeluarkan oleh World Bank melalui websitenya mengenai analisis dan riset tentang situasi krisis finansial, keuangan dan pertumbuhan ekonomi global menunjukkan bahwa volume perdagangan dunia diprediksi meningkat tajam namun pemulihan ekonomi tetap berjalan lambat. Data yang ada menunjukkan bahwa PDB global jatuh hingga 2,2% pada tahun 2009. Proyeksi 2010 PDB global akan dapat tumbuh pada tingkat 2,7% pada 2010 dan 3,2% pada 2011 (Salim, 2010).

Prospek pertumbuhan ekonomi pada negara-negara (*developing countries*) mendapatkan peringkat *relatively robust recovery* dengan tingkat pertumbuhan PDB sebesar 5,2% pada tahun 2010 dan 5,8% pada tahun 2011 atau meningkat sekitar 1,2% dibandingkan PDB tahun 2009. Sedangkan pertumbuhan PDB negara-negara maju yang mengalami penurunan sebesar 3,3% pada tahun 2009 diproyeksikan akan mampu tumbuh hingga 1,8 % di tahun 2010 dan 2,3% di tahun 2011 (Salim, 2010).

Volume perdagangan dunia mengalami penurunan yang tajam pada tahun 2009 sebesar 14,4% diproyeksikan akan kembali meningkat 4,3% pada tahun 2010 dan 6,2% pada tahun 2011. Pergerakan harga minyak diproyeksikan stabil di kisaran \$76 per barel, begitu juga dengan pergerakan harga komoditas penting lainnya diproyeksikan akan mengalami kenaikan rata-rata 3% per tahun (Salim 2010).

4.1.2 Perekonomian Indonesia

Tabel 4.1 Tabel Indikator Perekonomian Indonesia

Indikator	APBN-P 2009	R-APBN 2010	APBN 2010	APBN-P 2010
Pert Ekonomi (%)	4.3	5.0	5.5	5.5
Laju Inflasi (%)	5.0	5.0	5.0	5.0
Rata-rata SBI 3 bl (%)	7.5	6.5	6.5	6.8
Nilai Tukar (Rp/US\$)	10,600	10,000	10,000	9,200-9,300
Harga Minyak ICP (US\$/barell)	61	60	65	80
Lifting Minyak (MBCD)	0.960	0.965	0.965	0.965
PDB (Rp T)		6,050.1	5,981.4	5,981.4

Sumber : Depkeu APBN 2010, Publikasi berbagai Media

4.1.2.1 Produk Domestik Bruto

Data yang di dapat dari Bank Indonesia (2010) Pada paruh pertama 2009 indikator ekonomi makro Indonesia dengan PDB sekitar 4.3% kembali memasuki wilayah optimis. Penguatan ekonomi domestik terus berlanjut didukung oleh kinerja ekonomi global yang kondusif. Aktivitas ekonomi Indonesia menunjukkan peningkatan yang cukup signifikan pada triwulan IV 2009. Pada triwulan tersebut perekonomian Indonesia mampu tumbuh sebesar 5,4% (yoy), sehingga secara keseluruhan tahun 2009 perekonomian tumbuh sebesar 4,5% (yoy). Kondisi perekonomian yang semakin menunjukkan suasana optimis tersebut mendukung prospek ekonomi yang lebih baik.

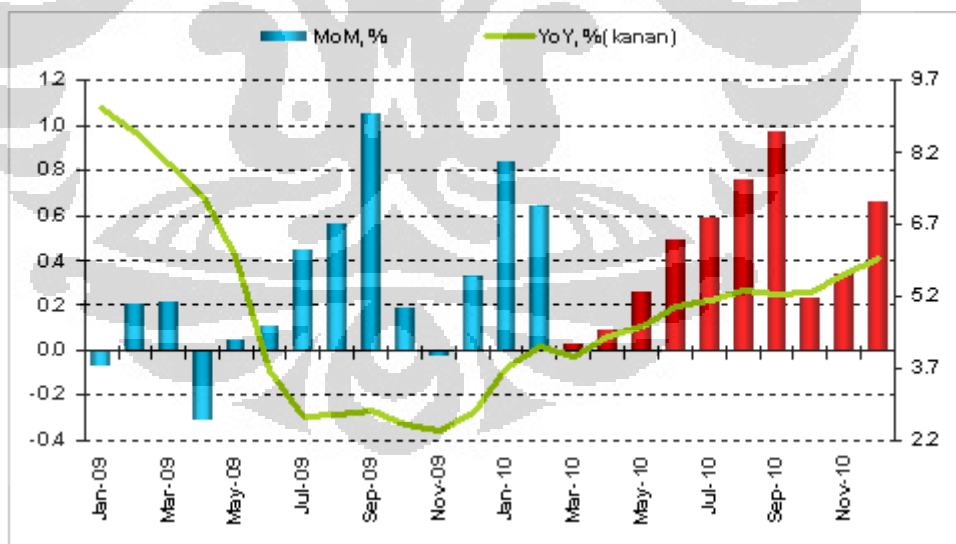
Perekonomian Indonesia pada tahun 2010 diperkirakan akan tumbuh mencapai kisaran 5,5%-6,0% dan pada tahun 2011 mencapai 6,0%-6,5% (Bank Indonesia, 2010). Perbaikan ekonomi tidak hanya ditopang oleh konsumsi yang tetap kuat, tetapi juga didukung oleh peningkatan ekspor sejalan dengan pemulihan ekonomi global. Peningkatan permintaan yang dibarengi oleh perbaikan iklim investasi diperkirakan mendorong peningkatan investasi secara signifikan.

Berdasarkan data yang di dapat dari website BPS (www.bps.go.id) menunjukkan ekonomi Indonesia Triwulan I 2010 tumbuh 5,7%. Perekonomian Indonesia yang diukur berdasarkan besaran PDB atas dasar harga berlaku pada Triwulan I-2010 mencapai Rp1.498,7 triliun, sedangkan PDB atas dasar harga

Inflasi kemudian berpotensi kembali ke level yang selaras dengan tren jangka panjangnya. Data historis menunjukkan bahwa tren inflasi dalam kondisi normal di Indonesia berada di kisaran 6-6,5 % (Surendro, 2010).

Data historis juga menunjukkan bahwa *shock* kebijakan (terutama kenaikan harga bahan bakar minyak bersubsidi) yang diambil pemerintah pasti merusak tren itu. Pada 2005 dan 2008 pemerintah menaikkan harga BBM bersubsidi yang kemudian membuat laju inflasi melambung tinggi. Untuk 2010, potensi terjadinya kenaikan harga BBM bersubsidi sepertinya masih cukup kecil. Harga minyak dunia memang diperkirakan naik sejalan dengan naiknya permintaan. Namun, banyak pihak meyakini bahwa suplai minyak dunia masih dapat memenuhi kenaikan permintaan yang umumnya berasal dari negara-negara yang masih mengalami pemulihan aktivitas ekonomi.

Tekanan inflasi diperkirakan masih relatif tinggi pada Februari dan akan turun pada Maret dan April sejalan dengan dimulainya masa panen raya. Tekanan inflasi kemudian akan kembali meningkat dan mencapai puncaknya antara Agustus dan September 2010 (bersamaan dengan bulan Ramadhan).



Gambar 4.1 Proyeksi Inflasi 2010

Sumber : www.danareksa-research.com

Berdasarkan data yang didapat dari BI, dari sisi harga, inflasi tetap terkendali pada triwulan I 2010. Tekanan inflasi pada triwulan I 2010 cenderung

rendah ditandai oleh deflasi pada Maret 2010 sebesar 0,14% (mtm), sehingga secara tahunan inflasi IHK mencapai 3,43% (yoy). Terkendalanya inflasi pada tingkat yang relatif rendah sejalan dengan kecenderungan penguatan nilai tukar rupiah dan kecukupan pasokan dalam merespons kenaikan permintaan. Selain itu, rendahnya inflasi di bulan Maret 2010 juga didukung oleh meredanya tekanan inflasi yang bersumber dari *volatile food* (terutama beras) karena mulainya musim panen di beberapa daerah dan minimalnya tekanan inflasi yang bersumber dari *administered price*. Sasaran inflasi tahun 2010 sebesar $5\% \pm 1\%$ dan arah kebijakan moneter saat ini juga dipandang masih kondusif bagi proses pemulihan perekonomian Indonesia (Surendro, 2010).

4.1.2.3 Tingkat Bunga

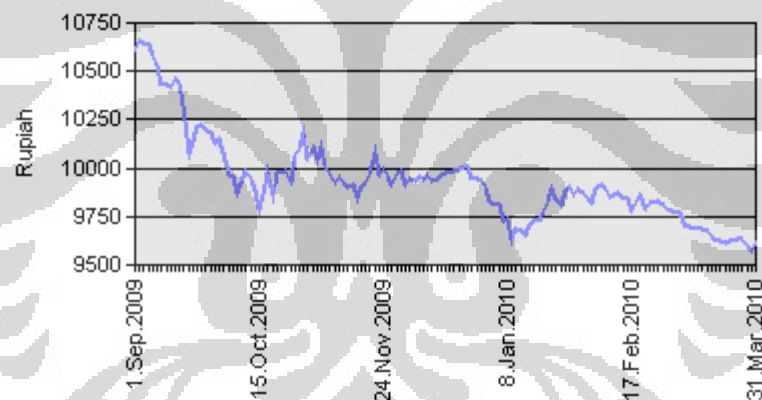
Bank Indonesia menetapkan bunga acuan atau *BI rate* sebesar 6,5 % pada awal tahun 2010. *BI rate* pada tingkat ini dipandang masih konsisten dengan sasaran inflasi 2010 sebesar 5 % *plus minus* 1 %. Tingkat *BI rate* tersebut juga masih kondusif untuk memperkuat perekonomian, menjaga stabilitas keuangan dan mendorong intermediasi perbankan. BI memandang bahwa pelonggaran kebijakan moneter melalui penurunan bunga *BI rate* sebesar 300 bps sejak akhir tahun 2008 telah cukup kondusif bagi proses pemulihan perekonomian. Bank Indonesia akan melihat faktor tekanan inflasi dan ekspektasi pasar sebelum menaikkan bunga acuan (*BI rate*). Tekanan inflasi diperkirakan akan mulai naik pada kuartal II-2010. Jika tekanan inflasi naik, *BI rate* dipastikan akan ikut menyesuaikan, hal ini dikarenakan kerangka kerja kebijakan moneter Indonesia adalah *Inflation Targeting Framework* (ITF). Secara operasional, *stance* kebijakan moneter dicerminkan oleh penetapan tingkat bunga kebijakan yang diharapkan akan memengaruhi bunga pasar uang, bunga deposito dan bunga kredit perbankan (Bank Indonesia, 2010). Perubahan tingkat bunga ini pada akhirnya akan memengaruhi *output* dan inflasi.

4.1.2.4 Nilai Tukar Rupiah

Terus melonjaknya indeks harga saham lokal, memburuknya prospek ekonomi zona Eropa, serta masuknya aliran dana asing, menjadi pemicu

terapresiasinya rupiah ke level 9.000-an per dolar Amerika Serikat. Bank Indonesia masih menjaga agar rupiah tetap berada di atas 9.000. Bank Indonesia menjaga volatilitas Rupiah agar penguatan maupun pelemahan mata uang lokal tak terlalu cepat. Penguatan dan pelemahan yang terlalu cepat tidak bagus bagi rupiah.

Nilai tukar rupiah cenderung menguat. Secara keseluruhan, selama triwulan I 2010 rupiah rata-rata menguat 2,2% ke level Rp9.254/USD. Pada akhir triwulan I 2010, rupiah mencapai level Rp 9.090/USD atau menguat 3,7% (*point to point*) (Bank Indonesia, 2010). Penguatan nilai tukar rupiah didukung oleh kondisi fundamental makroekonomi yang kondusif. Proyeksi nilai tukar rupiah di 2010 adalah pada level Rp 9.300/USD – Rp 9.400/USD. Kestabilan nilai tukar akan memberikan kemudahan bagi perusahaan untuk membuat perencanaan pendapatan dan pengeluarannya.



Gambar 4.2 Kurs Rupiah

Sumber : www.bi.go.id

4.2 Analisis Industri

4.2.1 Analisis Siklus Industri

Industri minyak dan gas bumi saat ini sudah mencapai tahapan *maturity stage* jika dilihat dari sisi *supply*. Pertumbuhan industri sudah mulai melambat. Jumlah cadangan yang terus menurun memaksa perusahaan untuk terus melakukan eksplorasi untuk menemukan cadangan yang baru untuk dapat tetap mempertahankan ataupun meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Dari sisi

demand masih terus mengalami pertumbuhan dikarenakan terus meningkatnya konsumsi produk minyak dan gas bumi serta belum adanya sumber energi lain yang dapat menggantikan minyak dan gas bumi saat ini.

Dari sisi teknologi, industri minyak dan gas bumi merupakan industri yang padat modal dan teknologi tinggi. Perubahan teknologi di dalam melakukan operasi akan sangat berpengaruh terhadap hasil yang didapatkan. Semakin tinggi teknologi yang digunakan akan sangat berpengaruh terhadap hasil produksi.

4.2.2 Analisis Porter's Five Forces

MedcoEnergi merupakan salah satu perusahaan yang bergerak di industri minyak dan gas bumi di Indonesia. Analisis Porters *five forces* (Porter,1990) akan ditekankan pada industri ini.

- Ancaman pendatang baru (*Threat of New Entrants*)

Industri minyak dan gas bumi merupakan industri dengan tingkat investasi dan risiko yang tinggi. Dengan demikian entry barriers pada industri ini dapat dikatakan sangat tinggi. Modal besar sangat diperlukan mulai dari proses eksplorasi hingga produksi. Risiko menjadi sangat tinggi karena ada kemungkinan penelitian dan eksplorasi yang dilakukan tidak menemukan hasil berupa minyak dan atau gas bumi atau yang lebih dikenal dengan istilah *dry hole*. Incumbent yang ada selain memiliki modal yang besar juga memiliki teknologi serta pengalaman yang akan membuat pendatang baru akan sulit masuk ke dalam industri ini.

- Ancaman produk pengganti (*Threat of substitute products*)

Saat ini sudah banyak penelitian mengenai sumber energi terbarukan untuk mengurangi ketergantungan terhadap sumber energi minyak dan gas bumi. Teknologi yang masih mahal membuat sumber energi terbarukan tersebut masih belum potensial untuk mengganti sumber daya minyak dan gas bumi sebagai sumber energi utama. Namun bagaimanapun juga, cadangan minyak dan gas bumi akan semakin menurun dan disisi lain konsumsi energi cenderung terus meningkat, hal ini akan memaksa penemuan dan penggunaan sumber energi alternatif yang dapat menggantikan sumber energi minyak dan gas bumi.

- Kekuatan tawar-menawar pembeli (*Bargaining power of buyer*)
Minyak dan gas bumi masih merupakan sumber energi utama di dunia. Tingkat konsumsi minyak dan gas bumi cenderung meningkat. OPEC merupakan organisasi yang mengatur suplai mengimbangi permintaan dunia, dengan demikian mencapai harga minyak mentah pada tingkatan yang bisa diterima oleh anggota-anggota OPEC. Kekuatan pembeli menjadi berkurang karena harga sudah diatur oleh OPEC. Namun di sisi lain perusahaan minyak juga memerlukan pembeli untuk produksi yang dihasilkannya melalui kontrak jangka panjang. Di sini terdapat keterikatan antara perusahaan minyak dengan pembeli produknya.
- Kekuatan tawar-menawar pemasok (*Bargaining power of supplier*)
Minyak dan gas bumi masih menjadi sumber energi utama di dunia. Karena itulah produsen memiliki kekuatan tawar-menawar yang tinggi, hal ini dikarenakan produknya sangat dibutuhkan. Harga yang ditentukan oleh OPEC juga memperlihatkan kekuatan dari produsen minyak dan gas bumi, para pembeli harus mengikuti harga tersebut untuk mendapatkan minyak dan gas bumi.
- Persaingan dalam industri (*rivalry among competitive firms*)
Industri minyak dan gas bumi di Indonesia merupakan salah satu industri yang sangat attractive karena tingginya harga komoditas dan konsumsi yang dapat menunjang tingginya pendapatan yang diperoleh perusahaan. Eksplorasi dan produksi minyak dan gas bumi di Indonesia di atur oleh BPMIGAS. Wilayah operasi atau yang lebih dikenal dengan blok akan dioperasikan oleh perusahaan yang terpilih melalui mekanisme khusus, dengan demikian persaingan antar perusahaan menjadi tidak terlalu tinggi. Akuisisi dan merger menjadi sesuatu yang umum terjadi di industri ini untuk meningkatkan kekuatan dan *economy of scale*, karena dengan melakukan akuisisi ataupun merger, perusahaan juga akan memiliki hak untuk mengoperasikan suatu blok yang sebelumnya dioperasikan oleh perusahaan yang akan diakuisisi atau dimerger.

4.3. Analisis Perusahaan

4.3.1 Strategi Kompetisi

Strategi yang digunakan oleh MedcoEnergi untuk menjalankan usahanya adalah *cost leadership strategy*. Adanya resesi ekonomi dan krisis keuangan global telah menurunkan permintaan akan minyak mentah dan membatasi akses terhadap pendanaan untuk program MedcoEnergi dalam meningkatkan cadangan dan produksi dalam waktu dekat. MedcoEnergi berkomitmen melanjutkan program penghematan dan pengurangan biaya dalam seluruh kegiatan usaha, baik internal maupun eksternal. Sebagai upaya pengelolaan likuiditas, MedcoEnergi telah menyusun rencana jangka pendek pengelolaan aset serta pendanaan yang mulai diterapkan sejak awal tahun 2009.

Komitmen MedcoEnergi untuk memperkokoh landasannya akan terus berlanjut. MedcoEnergi akan terus mengembangkan gagasan-gagasan Program Manajemen Terpadu (IPM) untuk meningkatkan kemampuan dan kinerja, serta melakukan sinergi kegiatan usaha di masa depan. Untuk tahun 2009 dan selanjutnya, MedcoEnergi akan melanjutkan komitmennya dalam mendukung pengembangan industri energi di Indonesia dengan memadukan kegiatan bidang usaha energi dari hulu ke hilir. MedcoEnergi juga terus mencari dan mengembangkan peluang operasi internasional dalam upayanya melakukan diversifikasi portofolio E&P Migas.

4.3.2 Kekuatan Manajemen

Jajaran manajemen merupakan salah satu kekuatan yang dimiliki oleh MedcoEnergi. MedcoEnergi memiliki jajaran manajemen yang sangat kompeten untuk membawa MedcoEnergi berkembang menuju arah yang lebih baik. Dewan penasihat terdiri dari orang-orang yang sangat berpengalaman, dari Arifin Panigoro yang sudah sangat dikenal dengan gaya kepemimpinannya yang sangat visioner, lalu Subroto dan Alwi Shihab yang keduanya adalah mantan menteri kabinet di Indonesia.

Dewan komisaris dipimpin oleh Hilmi Panigoro yang sudah memiliki pengalaman lebih dari 14 tahun di industri minyak dan gas bumi dan memegang berbagai jabatan penting sebelumnya. Dewan komisaris juga diisi oleh Rachmad

Sudibjo yang pernah menjabat sebagai kepala BP MIGAS periode 2002 – 2005. Dewan Direksi dipimpin oleh Darmoyo Doyoatmojo, seseorang yang menurut Arifin Panigoro sebagai orang yang pintar dan jenius. Direktur Keuangan diisi oleh Cyril Noerhadi yang sudah banyak berkecimpung sebagai konsultan di bidang keuangan dan merupakan Konsultan dan Peneliti dari Harvard Institute for International Development di Kementerian Keuangan Indonesia (Desember 1988-Maret 1991).

Dapat dilihat bahwa jajaran manajemen MedcoEnergi diisi oleh orang-orang yang sangat berpengalaman di bidang energi dan sangat kompeten di bidangnya. Hal ini akan meningkatkan kepercayaan pasar terhadap perkembangan dan pertumbuhan MedcoEnergi di masa mendatang.

4.3.3 Analisis Laporan Keuangan

Analisis rasio pada laporan keuangan dilakukan untuk mendapatkan gambaran mengenai kemampuan dan kinerja perusahaan. Laporan keuangan yang akan digunakan adalah laporan keuangan MedcoEnergi dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2009 yang terlebih dahulu diolah.

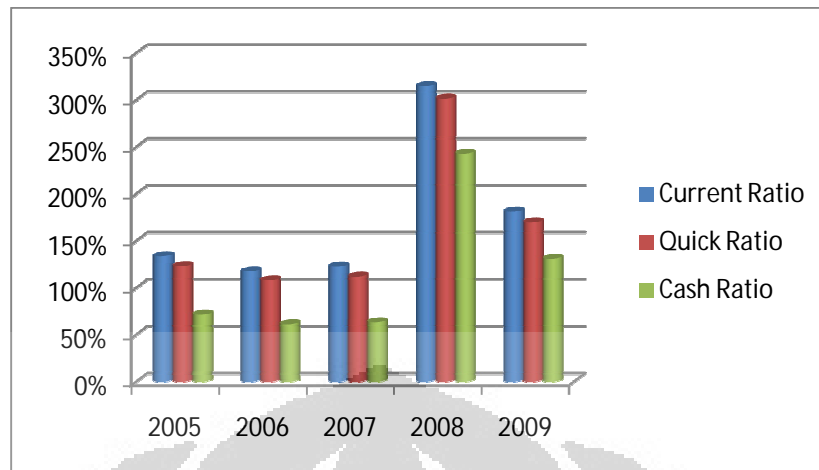
4.3.3.1. Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menjamin kewajiban-kewajiban lancarnya. Dari tabel dan grafik di bawah terlihat bahwa rasio likuiditas MedcoEnergi fluktuatif. Namun dari current ratio dan quick ratio yang selalu di atas 100% menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kemampuan untuk melunasi seluruh kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan *current asset*.

Tabel 4.2 Rasio Likuiditas

Liquidity Ratio	2005	2006	2007	2008	2009
Current Ratio	133,7%	117,4%	122,5%	314,8%	181,1%
Quick Ratio	122,9%	107,9%	111,9%	301,4%	169,8%
Cash Ratio	71,4%	61,1%	63,3%	242,8%	130,9%

Sumber : Laporan keuangan MedcoEnergi. Data diolah



Gambar 4.3 Grafik Rasio Likuiditas

Sumber : Laporan keuangan MedcoEnergi. Data diolah

Pada tahun 2008 terlihat bahwa terjadi lonjakan yang cukup signifikan, hal ini dikarenakan adanya penjualan salah satu anak perusahaan MedcoEnergi yaitu Apexindo Pratama Duta dengan nilai mencapai USD 340 juta yang menambah posisi *cash* MedcoEnergi cukup tinggi. Sedangkan posisi *cash ratio* 2009 sebesar 130,9% menunjukkan kemampuan perusahaan untuk melunasi seluruh kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan kas yang tersedia.

4.3.3.2 Rasio Solvabilitas

Rasio Times Interest Earned digunakan untuk menghitung seberapa laba sebelum pajak dan bunga yang tersedia untuk menutup beban tetap bunga. Rasio yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar bunga atas hutang-hutang perusahaan. Sebaliknya rasio yang rendah menggambarkan ketidakmampuan perusahaan untuk membayar bunga atas hutang-hutang perusahaan dan bagi investor dapat menjadi rambu hati-hati.

konstan 2000 besarnya mencapai Rp558,1 triliun. Pertumbuhan ekonomi Indonesia pada Triwulan I-2010 dibandingkan Triwulan IV-2009, yang diukur dari kenaikan Produk Domestik Bruto (PDB) meningkat sebesar 1,9 % (q-to-q). PDB Indonesia pada Triwulan I-2010 dibandingkan triwulan yang sama tahun 2009 (y-on-y) mengalami pertumbuhan sebesar 5,7 %. Pertumbuhan ekonomi Indonesia pada Triwulan I-2010 dibandingkan triwulan yang sama tahun 2009 didukung oleh kenaikan pengeluaran konsumsi rumah tangga sebesar 3,9 %, pembentukan modal tetap bruto sebesar 7,9 %, dan juga surplus neraca perdagangan yaitu ekspor naik sebesar 19,6 % dan impor 22,6 %. Sementara komponen pengeluaran konsumsi pemerintah turun 8,8 %. Data tersebut menunjukkan fundamental ekonomi Indonesia yang semakin baik.

4.1.2.2 Inflasi

Laju inflasi akhir tahun 2009 yang hanya 2,78 % (tahunan) merupakan salah satu figur inflasi terendah dalam sejarah Indonesia. Sejak tahun 1970, hanya ada dua periode dengan laju inflasi tercatat lebih rendah, yaitu tahun 1971 yang mencapai 2,56 % dan tahun 1999 sebesar 2,01 %. Pada kondisi normal (bukan krisis atau pasca krisis), tekanan inflasi di akhir atau awal tahun memang cenderung meningkat. Pada 2005-2008, inflasi yang terjadi pada Januari selalu berada di atas 1 %. Pada 2005 sebesar 1,43 %, pada 2006 sebesar 1,36 %, tahun 2007 sebesar 1,04 %, dan tahun 2008 sebesar 1,7 % (Surendro, 2010).

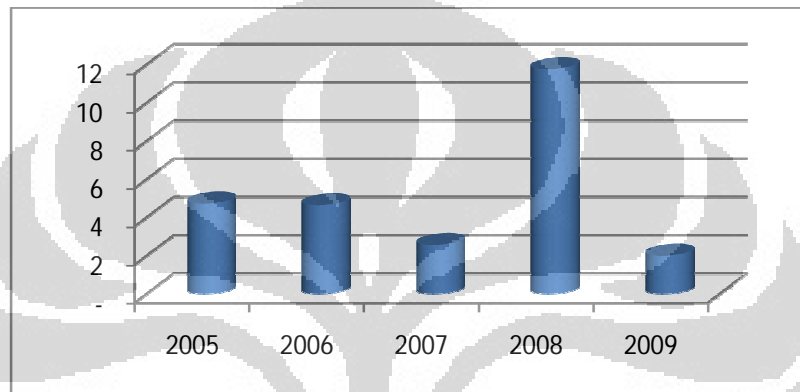
Beras biasanya jadi komoditas utama yang memengaruhi tekanan inflasi pada bulan Januari. Pada Januari 2010, beras memberi andil inflasi 0,35 %. Pada Januari 2009, beras masih memberi andil inflasi sebesar 0,06 % meski secara umum terjadi deflasi pada waktu itu. Seterusnya, untuk 2005-2008, beras umumnya selalu menjadi komoditas yang memberi andil terbesar terhadap total inflasi pada Januari.

Sejumlah indikator menunjukkan bahwa aktivitas ekonomi Indonesia berpotensi untuk terus meningkat dalam beberapa waktu mendatang. Peningkatan aktivitas ekonomi itu sangat mungkin mendorong naiknya daya beli masyarakat. Naiknya daya beli masyarakat memberi insentif bagi pengusaha untuk menaikkan harga jual produk, yang pada akhirnya berdampak pada naiknya tekanan inflasi.

Tabel 4.3 Rasio *Times Interest Earned*

<i>Solvability Ratio</i>	2005	2006	2007	2008	2009
EBIT	229.671.598	216.054.399	183.198.146	543.394.356	100.693.861
<i>Interest Expense</i>	48.559.773	46.504.639	71.447.157	46.162.729	50.143.505
<i>Times Interest Earned</i>	4,73	4,65	2,56	11,77	2,01

Sumber : Laporan keuangan MedcoEnergi. Data diolah

**Gambar 4.4 Grafik Rasio *Times Interest Earned***

Sumber : Laporan keuangan MedcoEnergi. Data diolah

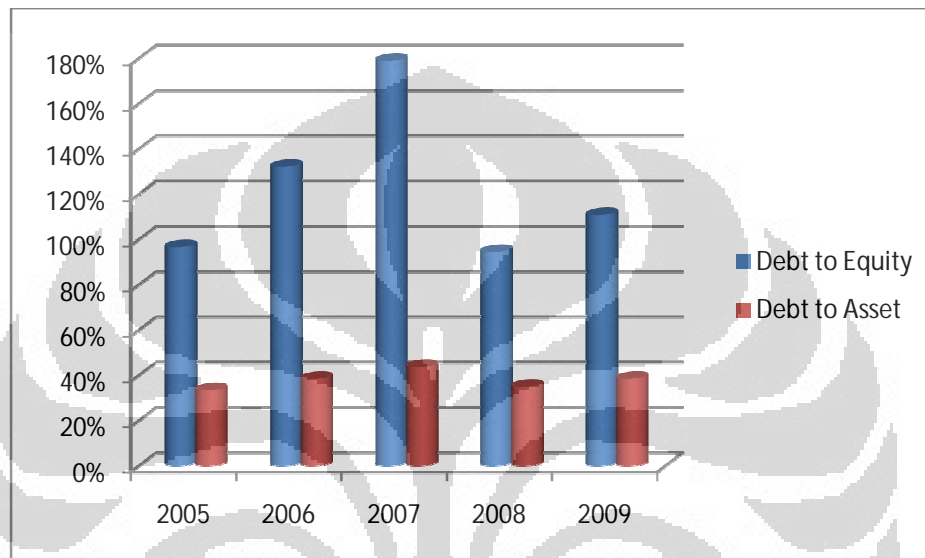
Dari tabel dan grafik di atas walaupun fluktuatif dan mengalami tren penurunan, namun posisi perusahaan masih memiliki kemampuan yang cukup untuk membayar bunga atas hutang-hutang perusahaan. Pada tahun 2008 terjadi lonjakan yang cukup signifikan, karena adanya tambahan *revenue* dari penjualan salah satu anak perusahaan MedcoEnergi yaitu Apexindo Pratama Duta pada September 2008.

Sedangkan untuk rasio *debt to equity* merupakan perbandingan antara hutang-hutang dengan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajibannya, dan rasio *debt to asset* sama seperti *debt to equity* namun yang menjadi pembanding adalah *asset*.

Tabel 4.4 Rasio *Debt to Equity* dan *Debt to Asset*

<i>Solvability Ratio</i>	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Debt to Equity</i>	96,6%	132,1%	179,0%	94,5%	110,8%
<i>Debt to Asset</i>	33,4%	38,4%	43,7%	35,0%	38,5%

Sumber : Laporan keuangan MedcoEnergi. Data diolah



Gambar 4.5 Grafik Rasio *Debt to Equity* dan *Debt to Asset*

Sumber : Laporan keuangan MedcoEnergi. Data diolah

Dari tabel dan grafik terlihat bahwa rasio *debt to equity* maupun *debt to asset* fluktuatif dengan tren cenderung meningkat. Penting bagi perusahaan untuk mengatur tingkat *debt to equity* hingga batas optimumnya. Tahun 2009 *debt to equity* MedcoEnergi adalah 110,8%, walaupun jumlah hutang perusahaan melebihi ekuitas yang dimiliki perusahaan namun masih dapat dikatakan perusahaan memiliki cukup kemampuan untuk melunasi hutang-hutangnya, hal ini juga di dukung oleh rasio *debt to asset* sebesar 38,5%.

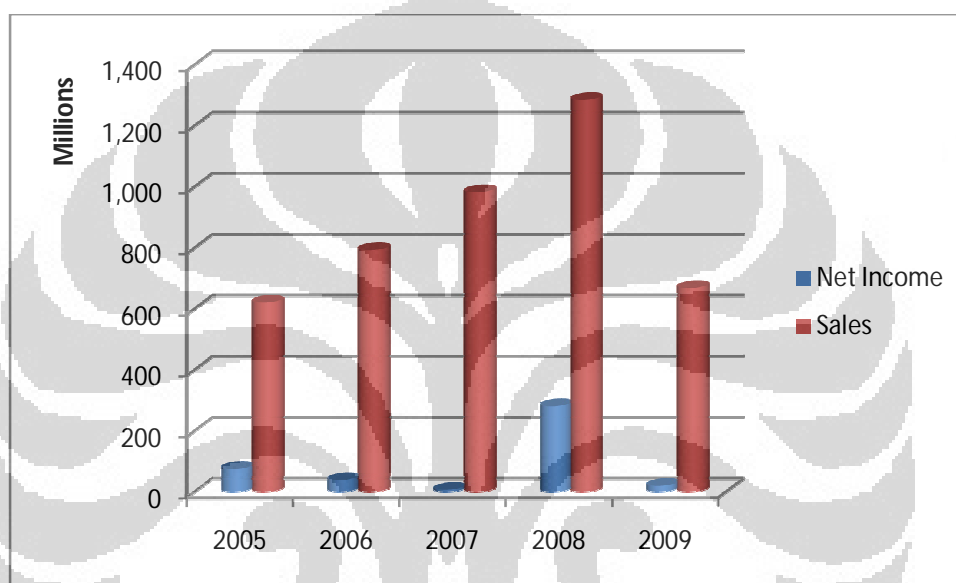
4.3.3.3. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas adalah ukuran mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan selama periode tertentu. Dalam rasio profitabilitas ini dapat dikatakan sampai sejauh mana keefektifan dari keseluruhan manajemen dalam menciptakan keuntungan bagi perusahaan

Tabel 4.5 Profit Margin

<i>Profitability Ratio</i>	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Net Income</i>	74.697.259	38.170.368	6.544.508	280.204.095	19.231.994
<i>Sales</i>	620.153.418	792.405.487	981.876.534	1.283.818.230	667.801.378
<i>Profit Margin</i>	12,0%	4,8%	0,7%	21,8%	2,9%

Sumber : Laporan keuangan MedcoEnergi. Data diolah

**Gambar 4.6 Grafik sales dan net income**

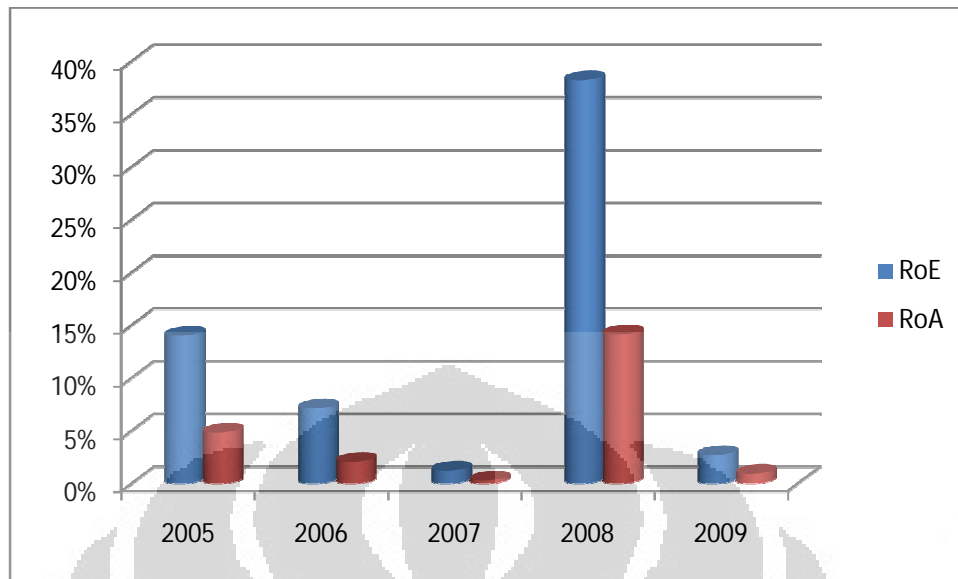
Sumber : Laporan keuangan MedcoEnergi. Data diolah

Net Profit Margin menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dibandingkan dengan penjualan yang dicapai. Dari tabel dan grafik terlihat nilai *profit margin* yang cukup rendah, hal ini menggambarkan bahwa perusahaan belum dapat dan perlu meningkatkan produktivitasnya.

Tabel 4.6 Return on Equity dan Return on Asset

<i>Profitability Ratio</i>	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Return on Equity</i>	14,0%	7,1%	1,2%	38,2%	2,7%
<i>Return on Asset</i>	4,8%	2,1%	0,3%	14,2%	0,9%

Sumber : Laporan keuangan MedcoEnergi. Data diolah



Gambar 4.7 Grafik RoE dan RoA

Sumber : Laporan keuangan MedcoEnergi. Data diolah

Profitabilitas suatu perusahaan juga dapat diukur dengan menghubungkan antara keuntungan atau laba yang diperoleh dari kegiatan pokok perusahaan dengan kekayaan atau aset dan juga ekuitas yang dimiliki untuk menghasilkan keuntungan perusahaan (*operating asset*). Rasio dengan menggunakan ekuitas disebut *Return on Equity*, sedangkan dengan menggunakan aset disebut *Return on Asset*. Kedua rasio itu menunjukkan bagaimana kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dan juga menggambarkan efisiensi perusahaan dalam mengelola asetnya. Dari rasio yang cenderung menurun maka perusahaan perlu meningkatkan produktivitas dan efisiensi dalam melakukan usahanya sehingga laba yang dihasilkan dapat meningkat. Rasio Profitabilitas MedcoEnergi pada tahun 2008 terlihat lonjakan yang cukup signifikan, hal ini dipengaruhi dipengaruhi oleh penjualan salah satu anak perusahaan MedcoEnergi yaitu Apexindo Pratama Duta pada September 2008.

4.4 Valuasi

Dalam melakukan valuasi terhadap MedcoEnergi harus disusun terlebih dahulu proyeksi laporan keuangan di masa mendatang dengan memperhatikan data historis yang sudah ada. Data historis yang digunakan adalah berdasarkan laporan keuangan tahun 2005 sampai dengan tahun 2009. Proyeksi laporan keuangan akan dibuat berdasarkan asumsi-asumsi yang akan dijelaskan lebih lanjut.

4.4.1 Skenario pertumbuhan perusahaan

Diluncurkannya Strategi Korporasi yang baru pada triwulan kedua 2008, yang memusatkan kegiatan usaha MedcoEnergi menjadi tiga bidang usaha, yaitu eksplorasi dan produksi migas, ketenagalistrikan dan industri hilir, telah membulatkan keputusan Direksi untuk melepas bidang usaha penyedia jasa pemboran, dimana pelepasan diselesaikan pada bulan September 2008. Disamping itu, MedcoEnergi juga memulai penerapan program optimalisasi nilai aset.

Dari informasi tersebut terlihat bahwa MedcoEnergi ingin mengoptimalkan pertumbuhan di masa depan. Terdapat 3 skenario pertumbuhan penjualan yang digunakan untuk melakukan valuasi terhadap MedcoEnergi, yaitu

- Skenario pesimis
- Skenario moderat
- Skenario optimis

Faktor-faktor yang mempengaruhi fundamental perusahaan diasumsikan sama pada ketiga skenario tersebut, sehingga pada masa stable growth tingkat pertumbuhannya sama yaitu 6%.

Untuk asumsi pertumbuhan masing-masing skenario digunakan data historis pertumbuhan penjualan dari tahun 2001 hingga 2009, pertumbuhan tahun 2009 bernilai negatif karena pada tahun 2008 terjadi kejadian *extraordinary gain* yaitu penjualan salah satu anak perusahaan yaitu Apexindo Pratama Duta yang menyebabkan tingginya nilai penjualan yang terjadi di tahun tersebut.

Tabel 4.7 Historis Pertumbuhan Penjualan

Tahun	Penjualan	Pertumbuhan
2000	349.841.844	
2001	384.848.921	10,0%
2002	420.717.522	9,32%
2003	463.372.790	10,1%
2004	550.115.424	18,7%
2005	620.153.418	12,7%
2006	792.405.487	27,8%
2007	981.876.534	23,9%
2008	1.283.818.230	30,8%
2009	667.801.378	-48,0%
	Rata-rata	10,6%

Sumber : Laporan keuangan MedcoEnergi. Data diolah

a. Skenario Pesimis

Untuk skenario pesimis, penulis menggunakan nilai pertumbuhan minimum historis yang pernah terjadi. Dari tabel terlihat bahwa pertumbuhan terkecil adalah -48% dan penulis mengasumsikan bahwa pertumbuhan ini terlalu jauh dari rata-rata dan tidak mencerminkan pertumbuhan setiap tahunnya, oleh karena itu penulis menganggap bahwa nilai minimum yang cocok sebagai referensi untuk skenario pesimis adalah 9,32%. Angka ini digunakan sebagai proyeksi tingkat pertumbuhan penjualan dalam 5 tahun ke depan (2010 – 2014). Dalam skenario pesimis ini diasumsikan bahwa faktor fundamental tidak sepenuhnya mendukung pertumbuhan yang diharapkan oleh perusahaan. Diasumsikan bahwa walaupun keadaan sangat sulit, perusahaan masih mampu untuk tumbuh sebesar mendekati pertumbuhan historis yang terkecil yaitu 9%. Pergerakan harga minyak menjadi salah satu faktor kunci karena nilai penjualan akan sangat bergantung pada harga minyak. Penurunan harga minyak terjadi pada skenario ini namun dari sisi produksi akan mengalami

peningkatan dengan akan dimulainya produksi pada blok Singa dan blok Lematang sehingga tingkat pertumbuhan 9% tetap dapat dicapai.

b. Skenario Moderat

Berdasarkan data historis pertumbuhan, rata-rata pertumbuhan dari tahun 2001 hingga tahun 2009 adalah sebesar 10,6%. Angka rata-rata ini menurut penulis paling cocok untuk digunakan dalam skenario moderat dikarenakan mewakili tingkat pertumbuhan dari yang terendah hingga tertinggi. Angka ini digunakan sebagai proyeksi tingkat pertumbuhan penjualan dalam 5 tahun ke depan (2010 – 2014). Dalam skenario moderat ini diasumsikan faktor fundamental cukup mendukung strategi yang dilakukan oleh MedcoEnergi. Harga minyak yang cenderung stabil diasumsikan terjadi pada skenario ini. Selain itu perusahaan berhasil meningkatkan produksi dengan akan dimulainya produksi pada blok Singa dan blok Lematang selain itu juga operasi di blok Oman berhasil dilakukan.

c. Skenario Optimis

Untuk skenario Optimis, penulis menggunakan rata-rata dari pertumbuhan yang berada di atas nilai rata-rata 10,6%, dan nilai pertumbuhan yang didapatkan adalah 23%. Angka ini menurut penulis paling cocok untuk skenario optimis karena mewakili tingkat pertumbuhan historis yang tertinggi. Angka ini digunakan sebagai proyeksi tingkat pertumbuhan penjualan dalam 5 tahun ke depan (2010 – 2014). Dalam skenario optimis ini diasumsikan faktor fundamental mendukung dan perusahaan berhasil menjalankan strateginya. Perusahaan berhasil meningkatkan produktifitas dan efisiensi. Pada skenario ini diasumsikan harga minyak cenderung meningkat dan terjadi peningkatan produksi yang cukup signifikan karena berhasilnya pengembangan dari sumur-sumur eksplorasi khususnya pada blok-blok di Timur Tengah. Dengan asumsi-asumsi tersebut tingkat pertumbuhan *sales* sebesar 23% dapat tercapai.

4.4.2 Proyeksi Laporan Keuangan

Untuk melakukan valuasi, harus terlebih dahulu dibuat proyeksi laporan keuangan. Proyeksi laporan keuangan dibuat yaitu untuk periode 2010 hingga 2015. Pendekatan yang umum digunakan untuk melakukan proyeksi terhadap laporan keuangan adalah dengan menggunakan pendekatan penjualan. Komponen dan variabel lain akan turut berubah seiring dengan perubahan penjualan yang terjadi. Penggunaan pendekatan penjualan ini akan membantu terjadinya konsistensi di dalam pembuatan proyeksi laporan keuangan.

Asumsi-asumsi dalam pembuatan proyeksi laporan keuangan adalah sebagai berikut:

- a. Pertumbuhan *sales* diasumsikan sesuai dengan skenario pesimis, skenario moderat dan skenario optimis.
- b. Penyusutan atau depresiasi menggunakan rata-rata historis dari perbandingan antara biaya depresiasi dengan aktiva tetap.
- c. Biaya produksi, beban usaha, dan beban lain-lain menggunakan rata-rata *common size historical* terhadap *sales* sedangkan beban pajak menggunakan rata-rata historis dari perbandingan antara beban pajak dengan laba sebelum pajak.
- d. Piutang usaha didapat dengan menggunakan rata-rata *account receivable turnover* historis. Sedangkan persediaan didapat dengan menggunakan rata-rata rasio *inventory turnover*.
- e. Untuk aktiva tetap dan aktiva lain menggunakan pertumbuhan terkecil historis, hal ini dikarenakan tidak didapatkannya informasi yang mencukupi yang dapat dijadikan dasar untuk menentukan proyeksi. Sedangkan untuk aktiva minyak dan gas bumi menggunakan rata-rata pertumbuhan historis.
- f. Proyeksi *capital expenditure* menggunakan proyeksi *capital expenditure* Medco E&P Indonesia sebagai anak perusahaan yang bergerak di bidang pertambangan minyak dan gas bumi. Penulis menganggap ini mewakili dikarenakan Medco E&P Indonesia merupakan anak perusahaan terbesar MedcoEnergi.

- g. Akun kewajiban menggunakan rata-rata historis dari *rasio debt to equity*. Untuk hutang usaha menggunakan rata-rata rasio *account payable turnover* dan proyeksi biaya produksi. Untuk hutang pajak menggunakan rata-rata historis perbandingan antara hutang pajak dengan beban pajak. Untuk *goodwill* menggunakan data probabilitas tertinggi dari historis yaitu penurunan sebesar 6%.
- h. Untuk ekuitas diasumsikan tidak ada penerbitan saham baru oleh perusahaan, dan dividen menggunakan rata-rata historis rasio *payout*.

4.4.3 Perhitungan *cost of equity*

Untuk menghitung *cost of equity* yang akan digunakan sebagai *discount factor* dalam perhitungan menggunakan FCFE digunakan rumus CAPM (persamaan 2.12) yaitu :

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Untuk nilai *rf* (*risk free*) menggunakan SBI periode Desember 2009 sebesar 6,46%. Untuk nilai *risk premium* ($r_m - r_f$) untuk Indonesia didapatkan dari Damodaran (2010) yaitu sebesar 9,00%. Untuk nilai β didapatkan dengan melakukan regresi dari nilai mingguan antara *variable dependen* (saham MedcoEnergi) dengan *variable independen* (IHSG). Regresi dilakukan dengan bantuan aplikasi Excel dengan menggunakan *return* mingguan dari IHSG dan MEDC. Nilai β yang didapatkan adalah sebesar 0,72. Nilai tersebut adalah nilai *unlevered beta*, untuk itu perlu dikonversikan terlebih dahulu ke dalam *levered beta* dengan menggunakan persamaan :

$$\text{Levered beta} = \text{Unlevered Beta} \times \left\{ 1 + (1 - \text{tax rate}) \times \frac{\text{debt}}{\text{equity}} \right\} \quad (4.1)$$

Dengan demikian didapatkan *levered beta* sebesar :

$$\begin{aligned} \text{Levered beta} &= 0,72 \times \{ 1 + (1 - 43\%) \times 1,2 \} \\ &= 1,2 \end{aligned}$$

Tabel 4.8 Statistik hasil uji regresi nilai Beta

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.581526358
R Square	0.338172905
Adjusted R Square	0.328649095
Standard Error	0.101391017
Observations	106

Sumber : Data diolah peneliti

Nilai *adjusted R square* sebesar 32,86% menunjukkan bahwa 32,86% risiko berasal dari pergerakan pasar sedangkan sisanya sebesar 67,14% berasal dari *firm specific*.

Dengan memasukkan nilai-nilai yang telah didapatkan di atas ke dalam persamaan, maka di dapat :

$$r_e = 6,46\% + 1,2 (9.00\%)$$

$$r_e = 17,4\%$$

Dengan demikian didapatkan nilai *cost of equity* untuk MedcoEnergi adalah sebesar 17,4%.

4.4.4 Free Cash Flow to Equity

Untuk melakukan valuasi MedcoEnergi akan digunakan model *free cash flow to equity* (FCFE). Perhitungan FCFE akan dilakukan untuk masing-masing skenario yaitu skenario pesimis, skenario moderat dan skenario optimis.

Untuk perhitungan terminal value diperlukan asumsi pertumbuhan yang terjadi pada saat kondisi perusahaan mengalami pertumbuhan yang stabil. Untuk pertumbuhan ini digunakan nilai *sustainable growth* yaitu pertumbuhan yang dapat dicapai perusahaan dengan tanpa harus menambah hutangnya (*capital structure* tetap). Persamaan untuk mendapatkan *sustainable growth* adalah :

$$\text{Sustainable growth (g)} = \text{ROE} \times (1 - \text{Dividend Payout Ratio}) \quad (4.2)$$

ROE dan dividend payout ratio yang digunakan adalah rata-rata historis dari tahun 2005 hingga 2009. ROE yang didapatkan adalah 12,7% dan *Dividend Payout Ratio* sebesar 0,53. Dengan memasukkan angkut tersebut ke dalam persamaan:

$$\begin{aligned} \text{Sustainable growth (g)} &= 12,7\% \times (1 - 0,53) \\ &= 5,97\% \end{aligned}$$

Sustainable growth yang didapatkan adalah sebesar 6% dan angka ini akan digunakan sebagai *growth* untuk perhitungan terminal value.

a. Skenario Pesimis

Tabel 4.9 FCFE Skenario Pesimis

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Net Income	48,298,166	53,446,738	59,114,803	65,353,043	72,216,980	79,767,421
Depreciation	130,381,293	140,111,267	150,576,635	161,833,761	173,943,394	186,971,016
Capex	245,042,690	222,988,848	202,919,851	184,657,065	168,037,929	152,914,515
(Capex - Depreciation) (1-d)	69,880,001	52,440,174	34,224,799	15,359,711	(4,076,651)	(24,044,767)
Change in WC	27,581,871	6,901,811	7,486,776	8,121,853	8,811,377	9,560,056
(Change in WC) (1-d)	16,809,678	4,367,070	4,895,255	5,465,875	6,082,654	6,749,646
FCFE	(38,391,513)	(3,360,506)	19,994,749	44,527,458	70,210,976	97,062,542

Sumber : Laporan keuangan MedcoEnergi. Data diolah

Present value dari FCFE per 31 Desember 2009 adalah sebagai berikut:

$$PV_{Low} = \frac{FCFE_{2010}}{(1+re)} + \frac{FCFE_{2011}}{(1+re)^2} + \frac{FCFE_{2012}}{(1+re)^3} + \frac{FCFE_{2013}}{(1+re)^4} + \frac{FCFE_{2014}}{(1+re)^5}$$

dengan memasukkan nilai FCFE masing-masing dan r_e sebesar 17,4%, maka didapatkan nilai *present value* sebesar US\$ 37.979.432. Sedangkan untuk mendapatkan *present value* dari *terminal value*, perhitungan dilakukan sebagai berikut

$$PV_{TM} = \frac{FCFE_{2015}}{(re - g)(1 + re)^5}$$

Didapatkan nilai *present value* dari *terminal value* sebesar US\$ 374.365.055

$$\begin{aligned}
 \text{Value of equity} &= PV_{Low} + PV_{TM} \\
 &= \text{US\$ } 37.979.432 + \text{US\$ } 374.365.055 \\
 &= \text{US\$ } 412.344.487
 \end{aligned}$$

Value per share didapatkan dengan membagi *value of equity* dengan jumlah saham beredar sebanyak 3.332.451.450. Didapatkan nilai *value per share* sebesar US \$ 0,12, dengan asumsi nilai tukar rupiah adalah Rp 9.115 per Dollar, maka *value per share* skenario pesimis adalah Rp 1.127.

b. Skenario Moderat

Tabel 4.10 FCFE Skenario Moderat

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Net Income	50,141,298	57,501,628	65,805,555	75,166,688	85,711,856	97,582,621
Depreciation	130,381,293	140,111,267	150,576,635	161,833,761	173,943,394	186,971,016
Capex	245,042,690	222,988,848	202,919,851	184,657,065	168,037,929	152,914,515
(Capex - Depreciation) (1-d)	69,826,898	52,328,514	34,087,961	15,263,185	(4,040,268)	(23,759,363)
Change in WC	28,477,177	7,976,179	8,767,153	9,638,807	10,599,545	11,658,665
(Change in WC) (1-d)	17,342,131	5,036,122	5,709,515	6,445,995	7,251,758	8,133,614
FCFE	(37,027,731)	136,992	26,008,080	53,457,508	82,500,366	113,208,369

Sumber : Laporan keuangan MedcoEnergi. Data diolah

Present value dari FCFE per 31 Desember 2009 adalah sebagai berikut:

$$PV_{Mod} = \frac{FCFE_{2010}}{(1+re)} + \frac{FCFE_{2011}}{(1+re)^2} + \frac{FCFE_{2012}}{(1+re)^3} + \frac{FCFE_{2013}}{(1+re)^4} + \frac{FCFE_{2014}}{(1+re)^5}$$

dengan memasukkan nilai FCFE masing-masing dan r_e sebesar 17,4%, maka didapatkan nilai *present value* sebesar US\$ 51.768.694. Sedangkan untuk mendapatkan *present value* dari *terminal value*, perhitungan dilakukan sebagai berikut

$$PV_{TM} = \frac{FCFE_{2015}}{(re - g)(1 + re)^5}$$

Didapatkan nilai *present value* dari *terminal value* sebesar US\$ 425.838.058

$$\begin{aligned}
 \text{Value of equity} &= PV_{Mod} + PV_{TM} \\
 &= \text{US\$ } 51.768.694 + \text{US\$ } 425.838.058 \\
 &= \text{US\$ } 477.606.752
 \end{aligned}$$

Value per share didapatkan dengan membagi *value of equity* dengan jumlah saham beredar sebanyak 3.332.451.450. Didapatkan nilai *value per share* sebesar US \$ 0,14, dengan asumsi nilai tukar rupiah adalah Rp 9.115 per Dollar, maka *value per share* skenario moderat adalah Rp 1.306.

c. Skenario Optimis

Tabel 4.11 FCFE Skenario Optimis

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Net Income	61,200,089	83,379,198	111,260,503	146,200,619	189,871,614	244,333,829
Depreciation	130,381,293	140,111,267	150,576,635	161,833,761	173,943,394	186,971,016
Capex	245,042,690	222,988,848	202,919,851	184,657,065	168,037,929	152,914,515
(Capex - Depretiation) (1-d)	69,508,278	51,629,242	33,192,381	14,602,119	(3,779,201)	(21,610,904)
Change in WC	33,849,015	15,174,442	18,276,919	22,063,869	26,690,508	32,347,580
(Change in WC) (1-d)	20,519,432	9,453,038	11,589,935	14,116,240	17,080,585	20,526,490
FCFE	(28,827,622)	22,296,919	66,478,188	117,482,260	176,570,231	245,418,243

Sumber : Laporan keuangan MedcoEnergi. Data diolah

Present value dari *FCFE* per 31 Desember 2009 adalah sebagai berikut:

$$PV_{High} = \frac{FCFE_{2010}}{(1+re)} + \frac{FCFE_{2011}}{(1+re)^2} + \frac{FCFE_{2012}}{(1+re)^3} + \frac{FCFE_{2013}}{(1+re)^4} + \frac{FCFE_{2014}}{(1+re)^5}$$

dengan memasukkan nilai *FCFE* masing-masing dan r_e sebesar 17,4%, maka didapatkan nilai *present value* sebesar US\$ 176.564.800. Sedangkan untuk mendapatkan *present value* dari *terminal value*, perhitungan dilakukan sebagai berikut

$$PV_{TM} = \frac{FCFE_{2015}}{(re - g)(1 + re)^5}$$

Didapatkan nilai *present value* dari *terminal value* sebesar US\$ 965.289.955

$$\begin{aligned} \text{Value of equity} &= PV_{High} + PV_{TM} \\ &= \text{US\$ } 176.564.800 + \text{US\$ } 965.289.955 \\ &= \text{US\$ } 1.141.854.755 \end{aligned}$$

Value per share didapatkan dengan membagi *value of equity* dengan jumlah saham beredar sebanyak 3.332.451.450. Didapatkan nilai *value per share* sebesar

US \$ 0,34, dengan asumsi nilai tukar rupiah adalah Rp 9.115 per Dollar, maka *value per share* skenario optimis adalah Rp 3.123.

Dengan menghubungkan nilai saham dari masing-masing skenario dengan tingkat probabilitas terjadinya masing-masing skenario, maka akan didapatkan nilai saham MedcoEnergi dengan menggunakan metode *FCFE* yaitu sebesar Rp 1.815 per lembar saham.

Tabel 4.12 Harga saham berdasarkan *FCFE*

Skenario	Probabilitas	Harga	Harga * Prob
Pesimis	20%	1.127	225
Moderat	50%	1.306	653
Optimis	30%	2.222	937
Harga Saham			1.815

Dibandingkan dengan harga saham per 31 Desember 2009 sebesar Rp 2.450 maka dapat dikatakan harga saham di pasar dalam posisi *overvalued*.

4.4.5 *Relative Valuation*

Perhitungan *relative valuation* dilakukan dengan menggunakan PER dari perusahaan-perusahaan yang dianggap oleh penulis berada di industri yang sama dengan MedcoEnergi.

Tabel 4.13 PER 2009 Emiten Pertambangan

Emiten	PER 2009
ADRO	9.3
BUMI	6.6
PTBA	10.6
INDY	14
MEDC	8.6
Average	9.82

Sumber : idxreview.com

Karena PER dapat sangat fluktuatif maka akan sangat sulit untuk menggunakannya sebagai indikator jika dilakukan untuk jangka waktu yang pendek, atas dasar hal tersebut penulis menggunakan rata-rata PER Industri dalam jangka waktu 1 tahun untuk mengurangi efek volatilitas. Untuk menggunakan PER sebagai dasar maka perlu diasumsikan bahwa PER perusahaan akan berada pada nilai rata-rata PER industri.

Dari tabel terlihat bahwa PER MedcoEnergi masih di bawah rata-rata industri. Hal ini dapat dikarenakan pasar menganggap bahwa MedcoEnergi memiliki risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan lainnya yang bergerak di industri pertambangan, sehingga pasar menginginkan tingkat pengembalian (*required rate of return*) yang lebih besar sehingga menyebabkan lebih rendahnya PER saham MedcoEnergi. Hal ini dapat dibuktikan dengan menggunakan persamaan PER di mana PER berbubungan negatif dengan tingkat pengembalian yang diinginkan dan jika faktor lain dianggap tetap maka tingginya tingkat risiko saham akan menyebabkan PER bernilai rendah (Jogiyanto, 1998),.

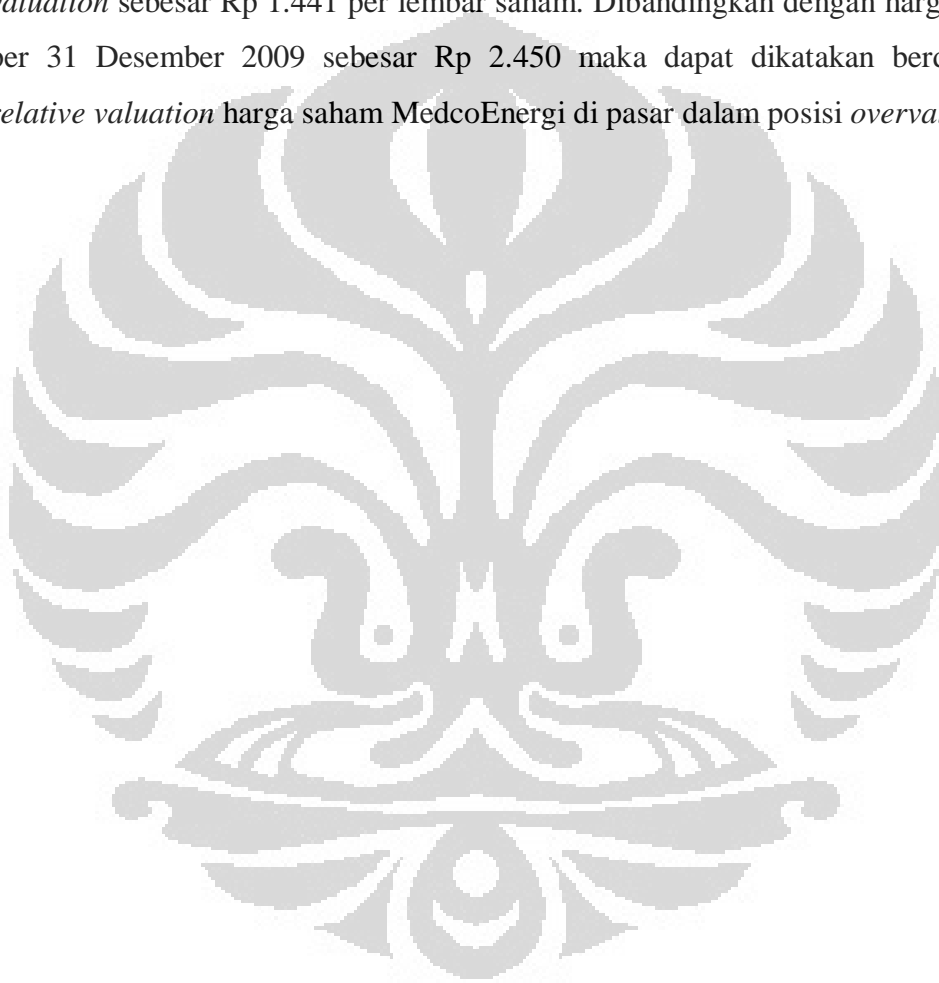
Selain itu, MedcoEnergi merupakan perusahaan konglomerasi, yaitu perusahaan yang memiliki berbagai bidang usaha dengan wilayah kerja yang sangat luas, hingga internasional, hal ini menyebabkan sulitnya melakukan valuasi perusahaan secara akurat.

Tabel 4.14 Harga Saham Berdasarkan *Relative Valuation*

Skenario	Probabilitas	EPS	EPS * Prob
Pesimis	20%	0,014493	0,002899
Moderat	50%	0,015046	0,007523
Optimis	30%	0,018918	0,005675
Total Earning per Share (a)			0,016097
PER (b)			9,82
Harga Saham (a)*(b)			0,16
Kurs Rupiah			9.115
Harga Saham (Rp)			1.441

Diasumsikan bahwa rata-rata PER industri dapat mewakili dan dapat digunakan untuk melakukan penilaian secara relatif. Dengan menggunakan rata-rata PER dari industri, dan kemudian menghubungkannya dengan *earnings per share* untuk masing-masing skenario pertumbuhan, maka didapatkan harga saham secara *relative*. *Earnings per share* didapatkan dengan cara membagi *earnings* yang dihasilkan oleh perusahaan dan membaginya dengan jumlah saham beredar.

Dengan perhitungan di atas didapatkan harga saham berdasarkan *relative valuation* sebesar Rp 1.441 per lembar saham. Dibandingkan dengan harga saham per 31 Desember 2009 sebesar Rp 2.450 maka dapat dikatakan berdasarkan *relative valuation* harga saham MedcoEnergi di pasar dalam posisi *overvalued*.



BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

- Analisis rasio laporan keuangan walaupun fluktuatif dan menunjukkan tren penurunan, namun secara fundamental MedcoEnergi merupakan perusahaan yang sehat dan masih memiliki kinerja yang cukup baik terlihat dari analisis rasio likuiditas, profitabilitas dan solvabilitas. Dari sisi likuiditas dan solvabilitas terlihat bahwa MedcoEnergi memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek dan jangka panjangnya. Dari sisi profitabilitas, MedcoEnergi perlu meningkatkan terus produktivitas dan terus melakukan efisiensi dalam operasinya agar potensi MedcoEnergi untuk berkembang dapat dimaksimalkan.
- Dengan menggunakan perhitungan DCF – *Free Cash Flow to Equity* nilai intrinsik yang didapatkan adalah sebesar Rp 1.815 per lembar saham. Sedangkan dengan menggunakan perhitungan *relative valuation* nilai intrinsik yang didapatkan adalah sebesar Rp 1.441.
- Dibandingkan dengan *market value* ketika per 31 Desember 2009 sebesar Rp 2.450 per lembar saham, kedua metode tersebut menghasilkan persamaan yaitu harga saham MedcoEnergi dalam posisi *overvalued*.

5.2 Saran

- Hasil analisis dengan menggunakan metode DCF – *free cash flow to equity* dan *relative valuation* menghasilkan nilai yang sama. Metode DCF menggunakan asumsi-asumsi yang merupakan proyeksi pertumbuhan di masa yang akan datang, sedangkan *relative valuation* menggunakan kondisi yang ada pada saat perhitungan. Karena adanya persamaan tersebut maka investor direkomendasikan untuk mengambil posisi *sell*, namun dengan melihat potensi yang sangat besar dari MedcoEnergi untuk berkembang, rekomendasi posisi *hold* atau *buy* akan dimungkinkan dengan

menunggu perkembangan lebih lanjut dari MedcoEnergi khususnya mengenai berhasil tidaknya operasi di kawasan Timur Tengah

- Dengan banyaknya asumsi yang digunakan dalam metode DCF, potensi adanya kesalahan dalam perhitungan menjadi besar, khususnya bila asumsi yang tidak sesuai atau tidak menggambarkan proyeksi masa yang akan datang. Perbedaan asumsi akan menimbulkan perbedaan hasil akhir. Untuk itu diperlukan asumsi yang benar dan konsisten sehingga proyeksi nilai yang dihasilkan juga akan makin akurat untuk dijadikan sebagai rekomendasi bagi investor.
- Metode *relative valuation* memiliki kelemahan pada faktor pembanding yang diambil. Akan sangat sulit untuk menemukan satu perusahaan atau satu industri yang dapat diperbandingkan dengan perusahaan yang akan dinilai. Perbedaan dalam memilih perusahaan yang akan menjadi pembanding akan menghasilkan perbedaan nilai akhir. Memilih perusahaan atau industri yang tepat akan menjadi faktor penentu akurat atau tidaknya dalam perhitungan dengan menggunakan metode ini. Selain itu lamanya periode pengamatan juga harus diperhatikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Bank Indonesia (2010, April). Laporan perekonomian Indonesia 2009. June 20, 2010. http://www.bi.go.id/web/id/Publikasi/Laporan+Tahunan/Laporan+Perekonomian+Indonesia/lpi_09.htm
- Bodie, Z; Kane, A; Marcus, A.J. (2009). *Investment 8th ed.* Singapore : Irwin-McGraw Hill.
- Berstein, L.A. (1998) *Valuation*. Irwin McGraw-Hill.
- Surendro, B. (2010, February). Prospek Inflasi dan kebijakan moneter 2010. June 21, 2010. <http://www.danareksa-research.com/economy/media-newspaper/388-prospek-inflasi-dan-kebijakan-moneter-2010>
- Damodaran, A (2010, January). *Country default spreads and risk premiums*. June 18, 2010. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any assets*. New York : John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, A. (2001). *The dark side of valuation*. Prentice Hall, Inc.
- Harianto, F; Sudomo, S. (1998). *Perangkat dan teknik analisis investasi di pasar modal Indonesia*. PT Bursa Efek Jakarta. Jakarta.
- Higgins, R.C. (2001). *Analysis for financial management 6th ed.*, New York : Irwin McGraw-Hill.
- Gill, J.O. (2003). *Memahami laporan keuangan – terjemahan*. Jakarta: Penerbit PPM.
- Jogiyanto, H. M. (2000). *Teori portofolio dan analisis investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Keown, A.J; Martin, J.; Petty, W; Scott D. (2005). *Financial management: Principles and applications, 10th ed.*, New Jersey: Prentice-Hall.
- Laporan Keuangan PT Medco Energi Internasional, Tbk. 2005 – 2009
- Miles, D; Scott A (2005). *Macroeconomics: Understanding the wealth of nations*. England: John Wiley & Sons, Ltd.
- Plosser, C. I. (1989). Understanding real business cycles. *The Journal of Economic Perspectives* 3 (Summer 1989), 51-78.

- Porter, M. E. (1990). *The Competitive Advantage of Nations*. New York : The Free Press.
- Resmi, S. (2002). *Keterkaitan kinerja keuangan perusahaan dengan return saham*. Jakarta: Kompas.
- Ross, S.A; Westerfield, R.W; Jaffe, J.F. (2001). *Corporate finance*. New York : McGraw-Hill.
- Salim, R. (2010, June 10). *Negara berkembang memimpin pemulihan, hutang negara maju membayangi prospek*. June 18, 2010. <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWS/0,,contentMDK:22610473~pagePK:64257043~piPK:437376~theSitePK:4607,00.html>
- Tuller, L. W. (1994). *High-risk, high return investing*. New York: John Willey & Sons, Inc.
- White,G. (1998). *The analysis and use of financial statement, 2nd ed*, New York : John Willey & Sons.
- Wild, C. (2009, October). *Quantifying risk: PIMCO's approach to credit research*. June 19, 2010. <http://singapore.pimco.com/LeftNav/Bond+Basics/2009/Bond+Basics+Quantifying+Risk+PIMCOs+Approach+to+Credit+Research.htm>
- Wild, J. (2007). *Financial statement analysis, 9th ed*, New York:McGraw-Hill

Lampiran 1 - Neraca MedcoEnergi 2005-2009

	2005	2006	2007	2008	2009
AKTIVA					
Aktiva Lancar					
Total Kas dan setara Kas	248,383,504	309,835,542	386,631,786	579,788,076	462,943,521
Total Piutang Usaha	179,261,743	237,005,388	296,487,540	139,970,308	137,285,087
Persediaan NET	37,455,385	48,501,422	64,799,824	31,991,299	39,973,612
Aktiva Tetap NET	321,665,873	469,533,870	506,608,477	157,416,423	235,921,275
Aktiva Minyak dan Gas Bumi NET	607,683,229	577,677,233	685,983,615	757,319,052	798,472,696
Total aktiva lain lain NET	148,483,194	199,039,368	207,019,250	313,738,488	365,913,187
Jumlah Aktiva	1,542,932,928	1,841,592,823	2,147,530,492	1,980,223,646	2,040,509,378
KEWAJIBAN					
Hutang bank	0	0	57,592,673	50,198,115	60,982,254
- Hutang bank jangka panjang	16,091,336	14,235,729	30,175,539	9,861,934	67,265,025
- Hutang bank jangka panjang	23,632,981	54,651,171	217,925,799	288,387,656	368,491,424
- Wesel Bayar	276,101,648	429,738,508	431,723,772	88,676,776	88,075,075
- Obligasi rupiah	192,610,115	209,238,087	201,566,071	255,937,194	158,686,102
- Medium-term Notes	6,657,986	-	-	-	41,829,672
Interest Bearing Loan	515,094,066	707,863,495	938,983,854	693,061,675	785,329,552
Total Hutang Usaha	49,112,900	63,024,432	91,131,172	90,044,202	95,374,974
Hutang Pajak	32,680,750	41,849,118	51,043,140	46,066,447	27,033,024
Total Hutang Lain lain	316,763,688	370,295,006	414,330,925	405,667,509	405,088,739
Total Kewajiban	913,651,404	1,183,032,051	1,495,489,091	1,234,839,833	1,312,826,289
Goodwill Negatif NET	953,520	898,940	844,364	58,672	35,242
Hak Minoritas	95,157,229	121,794,081	126,493,308	12,172,226	18,883,307
EKUITAS					
Modal saham nilai nominal Rp 100 per saham					
- Modal dasar 4.000.000.000 saham					
- Diterbitkan dan disetor penuh 3.332.451.450 saham	101,154,464	101,154,464	101,154,464	101,154,464	101,154,464
- Saham treasuri 223.597.000	(3,147,999)	(3,147,999)	(3,147,999)	(5,574,755)	(5,574,755)
Tambahan modal disetor	123,187,436	123,187,436	123,187,436	108,626,898	108,626,898
Selisih penilaian kembali aktiva tetap	99,597	99,597	99,597		
Dampak perubahan transaksi ekuitas anak perusahaan	17,483,742	15,472,122	15,858,446	107,870	107,870
Selisih kurs karena penjabaran laporan keuangan	(520,427)	850,456	570,230	437,914	947,501
Saldo Laba					
- Ditentukan penggunaannya	6,492,210	6,492,210	6,492,210	6,492,210	6,492,210
- Tidak ditentukan penggunaannya					
Saldo akhir tahun sebelumnya		288,421,752	291,749,465	280,489,345	521,908,314
Dividen Tunai		(34,842,655)	(17,804,628)	(38,785,126)	(44,129,956)
Laba Bersih	74,697,259	38,170,368	6,544,508	280,204,095	19,231,994
- Tidak ditentukan penggunaannya	288,421,752	291,749,465	280,489,345	521,908,314	497,010,352
Ekuitas NET	533,170,775	535,857,751	524,703,729	733,152,915	708,764,540
Jumlah KEWAJIBAN DAN EKUITAS	1,542,932,928	1,841,582,823	2,147,530,492	1,980,223,646	2,040,509,378

Lampiran 2 – Laporan Laba Rugi MedcoEnergi 2005 – 2009

INCOME STATEMENT	2005	2006	2007	2008	2009
Total Revenue	620,153,418	792,405,487	981,876,534	1,283,818,230	667,801,378
Biaya Produksi	(203,259,401)	(381,998,182)	(416,017,960)	(662,694,779)	(361,222,109)
Penyusutan, Deplesi, Amortisasi	(87,481,607)	(122,949,085)	(197,570,482)	(122,985,148)	(77,462,893)
Laba Kotor	329,412,410	287,458,220	368,288,092	498,138,303	229,116,376
Beban Usaha	(90,072,922)	(107,438,939)	(133,308,516)	(154,362,809)	(156,920,127)
Penghasilan (beban) Lain lain	(9,667,890)	36,035,118	(51,781,430)	199,618,862	28,497,612
EBIT	229,671,598	216,054,399	183,198,146	543,394,356	100,693,861
Beban bunga NET	(48,559,773)	(46,504,639)	(71,447,157)	(46,162,729)	(50,143,505)
Laba Sebelum Beban Pajak	181,111,825	169,549,760	111,750,989	497,231,627	50,550,356
Manfaat (Beban) Pajak	(103,492,999)	(119,038,828)	(85,227,717)	(208,170,830)	(28,167,426)
Laba Sebelum hak Minoritas	77,618,826	50,510,932	26,523,272	289,060,797	22,382,930
Bagian Minoritas atas Laba Bersih	(2,921,567)	(12,340,564)	(19,978,764)	(8,856,702)	(3,150,936)
Laba Bersih	74,697,259	38,170,368	6,544,508	280,204,095	19,231,994

Lampiran 3 – Neraca Proyeksi (Skenario Pesimis)

	2010 (P)	2011 (P)	2012 (P)	2013 (P)	2014 (P)	2015 (P)
AKTIVA						
Aktiva Lancar						
Total Kas dan setara Kas	504,262,823	501,350,932	501,503,301	505,219,055	513,058,296	525,648,818
Total Piutang Usaha	150,704,659	164,268,078	179,052,205	195,166,904	212,731,925	231,877,798
Persediaan NET	33,086,523	36,064,310	39,310,098	42,848,007	46,704,327	50,907,717
Aktiva Tetap NET	257,154,190	280,298,067	305,524,893	333,022,133	362,994,125	395,663,596
Aktiva Minyak dan Gas Bumi NET	854,365,785	914,171,390	978,163,387	1,046,634,824	1,119,899,262	1,198,292,210
Total aktiva lain lain NET	380,549,714	395,771,703	411,602,571	428,066,674	445,189,341	462,996,915
Jumlah Aktiva	2,180,123,693	2,291,924,479	2,415,156,455	2,550,957,596	2,700,577,276	2,865,387,054
KEWAJIBAN						
Interest Bearing Loan	876,620,612	906,764,573	940,105,321	976,964,438	1,017,694,814	1,062,683,640
Total Hutang Usaha	65,511,315	71,407,334	77,833,994	84,839,053	92,474,568	100,797,279
Hutang Pajak	35,847,295	39,590,672	43,707,151	48,232,845	53,207,296	58,673,792
Total Hutang Lain lain	445,597,613	490,157,374	539,173,112	593,090,423	652,399,465	717,639,412
Total Kewajiban	1,423,576,835	1,507,919,952	1,600,819,577	1,703,126,759	1,815,776,143	1,939,794,122
Goodwill Negatif NET	33,127	31,140	29,271	27,515	25,864	24,312
Hak Minoritas	25,996,554	28,336,243	30,886,505	33,666,291	36,696,257	39,998,920
EKUITAS						
Modal saham nilai nominal Rp 100 per saham						
- Modal dasar 4.000.000.000 saham						
- Diterbitkan dan disetor penuh 3.332.451.450 saham	101,154,464	101,154,464	101,154,464	101,154,464	101,154,464	101,154,464
- Saham treasury 223.597.000	(5,574,755)	(5,574,755)	(5,574,755)	(5,574,755)	(5,574,755)	(5,574,755)
Tambahan modal disetor	108,626,898	108,626,898	108,626,898	108,626,898	108,626,898	108,626,898
Selisih penilaian kembali aktiva tetap	-	-	-	-	-	-
Dampak perubahan transaksi ekuitas anak perusahaan	107,870	107,870	107,870	107,870	107,870	107,870
Selisih kurs karena penjabaran laporan keuangan	-	-	-	-	-	-
Saldo Laba						
- Ditentukan penggunaannya	6,492,210	6,492,210	6,492,210	6,492,210	6,492,210	6,492,210
- Tidak ditentukan penggunaannya						
Saldo akhir tahun sebelumnya	497,010,352	519,710,490	544,830,457	572,614,414	603,330,345	637,272,325
Dividen Tunai	(25,998,028)	(28,326,771)	(31,330,845)	(34,637,113)	(38,274,999)	(42,276,733)
Laba Bersih	48,298,166	53,446,738	59,114,803	65,353,043	72,216,980	79,767,421
- Tidak ditentukan penggunaannya	519,710,490	544,830,457	572,614,414	603,330,345	637,272,325	674,763,013
Ekuitas NET	730,517,177	755,637,144	783,421,101	814,137,032	848,079,012	885,569,700
Jumlah KEWAJIBAN DAN EKUITAS	2,180,123,693	2,291,924,479	2,415,156,455	2,550,957,596	2,700,577,276	2,865,387,054

Lampiran 4 – Laporan Laba Rugi Proyeksi (Skenario Pesimis)

INCOME STATEMENT	2010 (P)	2011 (P)	2012 (P)	2013 (P)	2014 (P)	2015 (P)
Total Revenue	727,903,502	793,414,817	864,822,151	942,656,144	1,027,495,197	1,119,969,765
Biaya Produksi	(327,556,576)	(357,036,668)	(389,169,968)	(424,195,265)	(462,372,839)	(503,986,394)
Penyusutan, Deplesi, Amortisasi	(130,381,293)	(140,111,267)	(150,576,635)	(161,833,761)	(173,943,394)	(186,971,016)
Laba Kotor	269,965,633	296,266,882	325,075,548	356,627,118	391,178,964	429,012,355
Beban Usaha	(109,185,525)	(119,012,223)	(129,723,323)	(141,398,422)	(154,124,280)	(167,995,465)
Penghasilan (beban) Lain lain	21,837,105	23,802,445	25,944,665	28,279,684	30,824,856	33,599,093
EBIT	182,617,213	201,057,104	221,296,890	243,508,381	267,879,541	294,615,983
Beban bunga NET	(43,674,210)	(47,604,889)	(51,889,329)	(56,559,369)	(61,649,712)	(67,198,186)
Laba Sebelum Beban Pajak	138,943,003	153,452,215	169,407,561	186,949,012	206,229,829	227,417,797
Manfaat (Beban) Pajak	(83,365,802)	(92,071,329)	(101,644,536)	(112,169,407)	(123,737,897)	(136,450,678)
Laba Sebelum hak Minoritas	55,577,201	61,380,886	67,763,024	74,779,605	82,491,931	90,967,119
Bagian Minoritas atas Laba Bersih	(7,279,035)	(7,934,148)	(8,648,222)	(9,426,561)	(10,274,952)	(11,199,698)
Laba Bersih	48,298,166	53,446,738	59,114,803	65,353,043	72,216,980	79,767,421

Lampiran 5 – Common Size Neraca (Skenario Pesimis)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (P)	2011 (P)	2012 (P)	2013 (P)	2014 (P)	2015 (P)
AKTIVA											
Aktiva Lancar											
Total Kas dan setara Kas	23%	22%	21%	20%	19%	23%	22%	21%	20%	19%	18%
Total Piutang Usaha	7%	7%	7%	8%	8%	7%	7%	7%	8%	8%	8%
Persediaan NET	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Aktiva Tetap NET	12%	12%	13%	13%	13%	12%	12%	13%	13%	13%	14%
Aktiva Minyak dan Gas Bumi NET	39%	40%	41%	41%	41%	39%	40%	41%	41%	41%	42%
Total aktiva lain lain NET	17%	17%	17%	17%	16%	17%	17%	17%	17%	16%	16%
Jumlah Aktiva											
KEWAJIBAN											
Interest Bearing Loan	40%	40%	39%	38%	38%	40%	40%	39%	38%	38%	37%
Total Hutang Usaha	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%
Hutang Pajak	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Total Hutang Lain lain	20%	21%	22%	23%	24%	20%	21%	22%	23%	24%	25%
Total kewajiban	65%	66%	66%	67%	67%	65%	66%	66%	67%	67%	68%
Goodwill Negatif NET	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Hak Minoritas	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EKUITAS											
Modal saham nilai nominal Rp 100 per saham											
- Modal dasar 4.000.000.000 saham											
- Diterbitkan dan disetor penuh 3.332.451.450 saham	5%	4%	4%	4%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
- Saham treasury 223.597.000	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Tambahan modal disetor	5%	5%	4%	4%	4%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
Selisih penilaian kembali aktiva tetap											
Dampak perubahan transaksi ekuitas anak perusahaan	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Selisih kurs karena penjabaran laporan keuangan											
Saldo Laba											
- Ditentukan penggunaannya	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
- Tidak ditentukan penggunaannya											
Saldo akhir tahun sebelumnya	23%	23%	23%	22%	22%	23%	23%	23%	22%	22%	22%
Dividen Tunai	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Laba Bersih	2%	2%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	3%	3%	3%
- Tidak ditentukan penggunaannya	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
Ekuitas NET											
Jumlah KEWAJIBAN DAN EKUITAS											

Lampiran 6 – Common Size Laporan Laba Rugi (Skenario Pesimis)

INCOME STATEMENT (P)	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (P)	2011 (P)	2012 (P)	2013 (P)	2014 (P)	2015 (P)
Total Revenue											
Biaya Produksi	-33%	-48%	-42%	-52%	-54%	-45%	-45%	-45%	-45%	-45%	-45%
Penyusutan, Deplesi, Amortisasi	-14%	-16%	-20%	-10%	-12%	-18%	-18%	-17%	-17%	-17%	-17%
Laba Kotor	53%	36%	38%	39%	34%	37%	37%	38%	38%	38%	38%
Beban Usaha	-15%	-14%	-14%	-12%	-23%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%
Penghasilan (beban) Lain lain	-2%	5%	-5%	16%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
EBIT	37%	27%	19%	42%	15%	25%	25%	26%	26%	26%	26%
Beban bunga NET	-8%	-6%	-7%	-4%	-8%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%
Laba Sebelum Beban Pajak	29%	21%	11%	39%	8%	19%	19%	20%	20%	20%	20%
Manfaat (Beban) Pajak	-17%	-15%	-9%	-16%	-4%	-11%	-12%	-12%	-12%	-12%	-12%
Laba Sebelum hak Minoritas	13%	6%	3%	23%	3%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Bagian Minoritas atas Laba Bersih	0%	-2%	-2%	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Laba Bersih	12%	5%	1%	22%	3%	7%	7%	7%	7%	7%	7%

Lampiran 7 – Neraca Proyeksi (Skenario Moderat)

	2010 (P)	2011 (P)	2012 (P)	2013 (P)	2014 (P)	2015 (P)
AKTIVA						
Aktiva Lancar						
Total Kas dan setara Kas	505,750,316	506,529,214	513,001,604	526,155,914	547,113,389	577,144,315
Total Piutang Usaha	153,469,882	170,351,569	189,090,241	209,890,168	232,978,087	258,605,676
Persediaan NET	33,693,615	37,399,913	41,513,903	46,080,432	51,149,280	56,775,701
Aktiva Tetap NET	257,154,190	280,298,067	305,524,893	333,022,133	362,994,125	395,663,596
Aktiva Minyak dan Gas Bumi NET	854,365,785	914,171,390	978,163,387	1,046,634,824	1,119,899,262	1,198,292,210
Total aktiva lain lain NET	380,549,714	395,771,703	411,602,571	428,066,674	445,189,341	462,996,915
Jumlah Aktiva	2,184,983,502	2,304,521,855	2,438,896,599	2,589,850,146	2,759,323,484	2,949,478,413
KEWAJIBAN						
Interest Bearing Loan	877,660,139	910,091,057	947,205,390	989,599,402	1,037,940,889	1,092,977,487
Total Hutang Usaha	66,713,358	74,051,827	82,197,328	91,239,256	101,275,574	112,415,887
Hutang Pajak	37,122,261	42,395,598	48,335,406	55,021,327	62,542,230	70,997,262
Total Hutang Lain lain	445,597,613	490,157,374	539,173,112	593,090,423	652,399,465	717,639,412
Total Kewajiban	1,427,093,370	1,516,695,856	1,616,911,436	1,728,950,408	1,854,158,158	1,994,030,049
Goodwill Negatif NET	33,127	31,140	29,271	27,515	25,864	24,312
Hak Minoritas	26,473,555	29,385,646	32,618,067	36,206,054	40,188,720	44,609,479
EKUITAS						
Modal saham nilai nominal Rp 100 per saham						
- Modal dasar 4.000.000.000 saham						
- Diterbitkan dan disetor penuh 3.332.451.450 saham	101,154,464	101,154,464	101,154,464	101,154,464	101,154,464	101,154,464
- Saham treasury 223.597.000	(5,574,755)	(5,574,755)	(5,574,755)	(5,574,755)	(5,574,755)	(5,574,755)
Tambahan modal disetor	108,626,898	108,626,898	108,626,898	108,626,898	108,626,898	108,626,898
Selisih penilaian kembali aktiva tetap	-	-	-	-	-	-
Dampak perubahan transaksi ekuitas anak perusahaan	107,870	107,870	107,870	107,870	107,870	107,870
Selisih kurs karena penjabaran laporan keuangan	-	-	-	-	-	-
Saldo Laba						
- Ditentukan penggunaannya	6,492,210	6,492,210	6,492,210	6,492,210	6,492,210	6,492,210
- Tidak ditentukan penggunaannya						
Saldo akhir tahun sebelumnya	497,010,352	520,576,762	547,602,527	578,531,138	613,859,482	654,144,054
Dividen Tunai	(26,574,888)	(30,475,863)	(34,876,944)	(39,838,345)	(45,427,284)	(51,718,789)
Laba Bersih	50,141,298	57,501,628	65,805,555	75,166,688	85,711,856	97,582,621
- Tidak ditentukan penggunaannya	520,576,762	547,602,527	578,531,138	613,859,482	654,144,054	700,007,886
Ekuitas NET	731,383,449	758,409,214	789,337,825	824,666,169	864,950,741	910,814,573
Jumlah KEWAJIBAN DAN EKUITAS	2,184,983,502	2,304,521,855	2,438,896,599	2,589,850,146	2,759,323,484	2,949,478,413

Lampiran 9 – Laporan Laba Rugi Proyeksi (Skenario Moderat)

INCOME STATEMENT (P)	2010 (P)	2011 (P)	2012 (P)	2013 (P)	2014 (P)	2015 (P)
Total Revenue	741,259,530	822,798,078	913,305,866	1,013,769,512	1,125,284,158	1,249,065,415
Biaya Produksi	(333,566,788)	(370,259,135)	(410,987,640)	(456,196,280)	(506,377,871)	(562,079,437)
Penyusutan, Deplesi, Amortisasi	(130,381,293)	(140,111,267)	(150,576,635)	(161,833,761)	(173,943,394)	(186,971,016)
Laba Kotor	277,311,448	312,427,676	351,741,591	395,739,470	444,962,893	500,014,962
Beban Usaha	(111,188,929)	(123,419,712)	(136,995,880)	(152,065,427)	(168,792,624)	(187,359,812)
Penghasilan (beban) Lain lain	22,237,786	24,683,942	27,399,176	30,413,085	33,758,525	37,471,962
EBIT	188,360,305	213,691,906	242,144,887	274,087,129	309,928,794	350,127,113
Beban bunga NET	(44,475,572)	(49,367,885)	(54,798,352)	(60,826,171)	(67,517,049)	(74,943,925)
Laba Sebelum Beban Pajak	143,884,733	164,324,022	187,346,535	213,260,958	242,411,744	275,183,188
Manfaat (Beban) Pajak	(86,330,840)	(98,594,413)	(112,407,921)	(127,956,575)	(145,447,047)	(165,109,913)
Laba Sebelum hak Minoritas	57,553,893	65,729,609	74,938,614	85,304,383	96,964,698	110,073,275
Bagian Minoritas atas Laba Bersih	(7,412,595)	(8,227,981)	(9,133,059)	(10,137,695)	(11,252,842)	(12,490,654)
Laba Bersih	50,141,298	57,501,628	65,805,555	75,166,688	85,711,856	97,582,621

Lampiran 10 – Common Size Neraca (Skenario Moderat)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (P)	2011 (P)	2012 (P)	2013 (P)	2014 (P)	2015 (P)
AKTIVA											
Aktiva Lancar											
Total Kas dan setara Kas	23%	22%	21%	20%	20%	23%	22%	21%	20%	20%	20%
Total Piutang Usaha	7%	7%	8%	8%	8%	7%	7%	8%	8%	8%	9%
Persediaan NET	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Aktiva Tetap NET	12%	12%	13%	13%	13%	12%	12%	13%	13%	13%	13%
Aktiva Minyak dan Gas Bumi NET	39%	40%	40%	40%	41%	39%	40%	40%	40%	41%	41%
Total aktiva lain lain NET	17%	17%	17%	17%	16%	17%	17%	17%	17%	16%	16%
Jumlah Aktiva											
KEWAJIBAN											
Interest Bearing Loan	40%	39%	39%	38%	38%	40%	39%	39%	38%	35%	37%
Total Hutang Usaha	3%	3%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	4%	4%	4%
Hutang Pajak	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Total Hutang Lain lain	20%	21%	22%	23%	24%	20%	21%	22%	23%	24%	24%
Total Kewajiban	65%	65%	66%	67%	67%	65%	66%	66%	67%	67%	68%
Goodwill Negatif NET	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Hak Minoritas	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
EKUITAS											
Modal saham nilai nominal Rp 100 per saham											
- Modal dasar 4.000.000.000 saham											
- Diterbitkan dan disetor penuh 3.332.451.450 saham	5%	4%	4%	4%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	3%
- Saham treasuri 223.597.000	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Tambahan modal disetor	5%	5%	4%	4%	4%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
Selisih penilaian kembali aktiva tetap											
Dampak perubahan transaksi ekuitas anak perusahaan	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Selisih kurs karena penjabaran laporan keuangan											
Saldo Laba											
- Ditentukan penggunaannya	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
- Tidak ditentukan penggunaannya											
Saldo akhir tahun sebelumnya	23%	23%	22%	22%	22%	23%	23%	22%	22%	22%	22%
Dividen Tunai	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%
Laba Bersih	2%	2%	3%	3%	3%	2%	2%	3%	3%	3%	3%
- Tidak ditentukan penggunaannya	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
Ekuitas NET											
Jumlah KEWAJIBAN DAN EKUITAS											

Lampiran 11 – Common Size Laporan Laba Rugi (Skenario Moderat)

INCOME STATEMENT (P)	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (P)	2011 (P)	2012 (P)	2013 (P)	2014 (P)	2015 (P)
Total Revenue											
Biaya Produksi	-33%	-48%	-42%	-52%	-54%	-45%	-45%	-45%	-45%	-45%	-45%
Penyusutan, Deplesi, Amortisasi	-14%	-16%	-20%	-10%	-12%	-18%	-17%	-16%	-16%	-15%	-15%
Laba Kotor	53%	36%	38%	39%	34%	37%	38%	39%	39%	40%	40%
Beban Usaha	-15%	-14%	-14%	-12%	-23%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%
Penghasilan (beban) Lain lain	-2%	5%	-5%	16%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
EBIT	37%	27%	19%	42%	15%	25%	26%	27%	27%	28%	28%
Beban bunga NET	-8%	-6%	-7%	-4%	-8%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%
Laba Sebelum Beban Pajak	29%	21%	11%	39%	8%	19%	20%	21%	21%	22%	22%
Manfaat (Beban) Pajak	-17%	-15%	-9%	-16%	-4%	-12%	-12%	-12%	-13%	-13%	-13%
Laba Sebelum hak Minoritas	13%	6%	3%	23%	3%	8%	8%	8%	8%	9%	9%
Bagian Minoritas atas Laba Bersih	0%	-2%	-2%	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Laba Bersih	12%	5%	1%	22%	3%	7%	7%	7%	7%	8%	8%

Lampiran 12 – Neraca Proyeksi (Skenario Optimis)

	2010 (P)	2011 (P)	2012 (P)	2013 (P)	2014 (P)	2015 (P)
AKTIVA						
Aktiva Lancar						
Total Kas dan setara Kas	514,675,273	538,848,404	587,878,053	668,676,206	789,816,845	961,922,238
Total Piutang Usaha	170,061,220	209,175,301	257,285,620	316,461,313	389,247,415	478,774,321
Persediaan NET	37,336,168	45,923,487	56,485,888	69,477,643	85,457,501	105,112,726
Aktiva Tetap NET	257,154,190	280,298,067	305,524,893	333,022,133	362,994,125	395,663,596
Aktiva Minyak dan Gas Bumi NET	854,365,785	914,171,390	978,163,387	1,046,634,824	1,119,899,262	1,198,292,210
Total aktiva lain lain NET	380,549,714	395,771,703	411,602,571	428,066,674	445,189,341	462,996,915
Jumlah Aktiva	2,214,142,350	2,384,188,351	2,596,940,413	2,862,338,794	3,192,604,489	3,602,762,005
KEWAJIBAN						
Interest Bearing Loan	883,897,297	930,923,165	993,674,089	1,076,131,238	1,183,218,828	1,321,023,108
Total Hutang Usaha	73,925,613	90,928,503	111,842,059	137,565,733	169,205,851	208,123,197
Hutang Pajak	44,772,059	60,296,126	79,778,372	104,158,277	134,593,611	172,510,816
Total Hutang Lain lain	445,597,613	490,157,374	539,173,112	593,090,423	652,399,465	717,639,412
Total Kewajiban	1,448,192,582	1,572,305,168	1,724,467,632	1,910,945,670	2,139,417,755	2,419,296,533
Goodwill Negatif NET	33,127	31,140	29,271	27,515	25,864	24,312
Hak Minoritas	29,335,661	36,082,739	44,381,770	54,589,577	67,145,179	82,588,570
EKUITAS						
Modal saham nilai nominal Rp 100 per saham						
- Modal dasar 4.000.000.000 saham						
- Diterbitkan dan disetor penuh 3.332.451.450 saham	101,154,464	101,154,464	101,154,464	101,154,464	101,154,464	101,154,464
- Saham treasuri 223.597.000	(5,574,755)	(5,574,755)	(5,574,755)	(5,574,755)	(5,574,755)	(5,574,755)
Tambah modal disetor	108,626,898	108,626,898	108,626,898	108,626,898	108,626,898	108,626,898
Selisih penilaian kembali aktiva tetap	-	-	-	-	-	-
Dampak perubahan transaksi ekuitas anak perusahaan	107,870	107,870	107,870	107,870	107,870	107,870
Selisih kurs karena penjabaran laporan keuangan	-	-	-	-	-	-
Saldo Laba						
- Ditentukan penggunaannya	6,492,210	6,492,210	6,492,210	6,492,210	6,492,210	6,492,210
- Tidak ditentukan penggunaannya						
Saldo akhir tahun sebelumnya	497,010,352	525,774,394	564,962,617	617,255,054	685,969,345	775,209,003
Dividen Tunai	(32,436,047)	(44,190,975)	(58,968,067)	(77,486,328)	(100,631,956)	(129,496,930)
Laba Bersih	61,200,089	83,379,198	111,260,503	146,200,619	189,871,614	244,333,829
- Tidak ditentukan penggunaannya	525,774,394	564,962,617	617,255,054	685,969,345	775,209,003	890,045,903
Ekuitas NET	736,581,081	775,769,304	828,061,741	896,776,032	986,015,690	1,100,852,590
Jumlah KEWAJIBAN DAN EKUITAS	2,214,142,350	2,384,188,351	2,596,940,413	2,862,338,794	3,192,604,489	3,602,762,005

Lampiran 13 – Laporan Laba Rugi Proyeksi (Skenario Optimis)

INCOME STATEMENT (P)	2010 (P)	2011 (P)	2012 (P)	2013 (P)	2014 (P)	2015 (P)
Total Revenue	821,395,695	1,010,316,705	1,242,689,547	1,528,508,143	1,880,065,015	2,312,479,969
Biaya Produksi	(369,628,063)	(454,642,517)	(559,210,296)	(687,828,664)	(846,029,257)	(1,040,615,986)
Penyusutan, Deplesi, Amortisasi	(130,381,293)	(140,111,267)	(150,576,635)	(161,833,761)	(173,943,394)	(186,971,016)
Laba Kotor	321,386,339	415,562,920	532,902,616	678,845,717	860,092,364	1,084,892,967
Beban Usaha	(123,209,354)	(151,547,506)	(186,403,432)	(229,276,221)	(282,009,752)	(346,871,995)
Penghasilan (beban) Lain lain	24,641,871	30,309,501	37,280,686	45,855,244	56,401,950	69,374,399
EBIT	222,818,856	294,324,916	383,779,870	495,424,740	634,484,562	807,395,371
Beban bunga NET	(49,283,742)	(60,619,002)	(74,561,373)	(91,710,489)	(112,803,901)	(138,748,798)
Laba Sebelum Beban Pajak	173,535,114	233,705,914	309,218,497	403,714,252	521,680,661	668,646,572
Manfaat (Beban) Pajak	(104,121,068)	(140,223,548)	(185,531,098)	(242,228,551)	(313,008,397)	(401,187,943)
Laba Sebelum hak Minoritas	69,414,046	93,482,365	123,687,399	161,485,701	208,672,265	267,458,629
Bagian Minoritas atas Laba Bersih	(8,213,957)	(10,103,167)	(12,426,895)	(15,285,081)	(18,800,650)	(23,124,800)
Laba Bersih	61,200,089	83,379,198	111,260,503	146,200,619	189,871,614	244,333,829

Lampiran 14 – Common Size Neraca (Skenario Optimis)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (P)	2011 (P)	2012 (P)	2013 (P)	2014 (P)	2015 (P)
AKTIVA											
Aktiva Lancar											
Total Kas dan setara Kas	23%	23%	23%	23%	25%	23%	23%	23%	23%	25%	27%
Total Piutang Usaha	8%	9%	10%	11%	12%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
Persediaan NET	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	3%	3%
Aktiva Tetap NET	12%	12%	12%	12%	11%	12%	12%	12%	12%	11%	11%
Aktiva Minyak dan Gas Bumi NET	39%	38%	38%	37%	35%	39%	38%	38%	37%	35%	33%
Total aktiva lain lain NET	17%	17%	16%	15%	14%	17%	17%	16%	15%	14%	13%
Jumlah Aktiva											
KEWAJIBAN											
Interest Bearing Loan	40%	39%	38%	38%	37%	40%	39%	38%	38%	37%	37%
Total Hutang Usaha	3%	4%	4%	5%	5%	3%	4%	4%	5%	5%	6%
Hutang Pajak	2%	3%	3%	4%	4%	2%	3%	3%	4%	4%	5%
Total Hutang Lain lain	20%	21%	21%	21%	20%	20%	21%	21%	21%	20%	20%
Total Kewajiban	65%	66%	66%	67%	67%	65%	66%	66%	67%	67%	67%
Goodwill Negatif NET	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Hak Minoritas	1%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
EKUITAS											
Modal saham nilai nominal Rp 100 per saham											
- Modal dasar 4.000.000.000 saham											
- Diterbitkan dan disetor penuh 3.332.451.450 saham	5%	4%	4%	4%	3%	5%	4%	4%	4%	3%	3%
- Saham treasury 223.597.000	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Tambahan modal disetor	5%	5%	4%	4%	3%	5%	5%	4%	4%	3%	3%
Selisih penilaian kembali aktiva tetap											
Dampak perubahan transaksi ekuitas anak perusahaan	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Selisih kurs karena penjabaran laporan keuangan											
Saldo Laba											
- Ditentukan penggunaannya	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
- Tidak ditentukan penggunaannya											
Saldo akhir tahun sebelumnya	22%	22%	22%	22%	21%	22%	22%	22%	22%	21%	22%
Dividen Tunai	-1%	-2%	-2%	-3%	-3%	-1%	-2%	-2%	-3%	-3%	-4%
Laba Bersih	3%	3%	4%	5%	6%	3%	3%	4%	5%	6%	7%
- Tidak ditentukan penggunaannya	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	25%
Ekuitas NET											
Jumlah KEWAJIBAN DAN EKUITAS											

Lampiran 15 – Common Size Laporan Laba Rugi (Skenario Optimis)

INCOME STATEMENT (P)	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (P)	2011 (P)	2012 (P)	2013 (P)	2014 (P)	2015 (P)
Total Revenue											
Biaya Produksi	-33%	-48%	-42%	-52%	-54%	-45%	-45%	-45%	-45%	-45%	-45%
Penyusutan, Deplesi, Amortisasi	-14%	-16%	-20%	-10%	-12%	-16%	-14%	-12%	-11%	-9%	-8%
Laba Kotor	53%	36%	38%	39%	34%	39%	41%	43%	44%	46%	47%
Beban Usaha	-15%	-14%	-14%	-12%	-23%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%
Penghasilan (beban) Lain lain	-2%	5%	-5%	16%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
EBIT	37%	27%	19%	42%	15%	27%	29%	31%	32%	34%	35%
Beban bunga NET	-8%	-6%	-7%	-4%	-8%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%
Laba Sebelum Beban Pajak	29%	21%	11%	39%	8%	21%	23%	25%	26%	28%	29%
Manfaat (Beban) Pajak	-17%	-15%	-9%	-16%	-4%	-13%	-14%	-15%	-16%	-17%	-17%
Laba Sebelum hak Minoritas	13%	6%	3%	23%	3%	8%	9%	10%	11%	11%	12%
Bagian Minoritas atas Laba Bersih	0%	-2%	-2%	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Laba Bersih	12%	5%	1%	22%	3%	7%	8%	9%	10%	10%	11%