

**PENGGUNAAN ANALISIS FUNDAMENTAL DAN TEKNIKAL
UNTUK BERINVESTASI PADA SAHAM *HOT COMMODITIES*
(STUDI KASUS SAHAM PT. BUMI RESOURCES TBK)**

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen

**M. ARIF
0606147604**




**UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
AGUSTUS 2008**



HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : M. ARIF
NPM : 0606147604
Tanda Tangan : 
Tanggal : 22 Agustus 2008

HALAMAN PENGESAHAN

Karya Akhir ini diajukan oleh :
Nama : **M. ARIF**
NPM : **0606147604**
Program Studi : **MAGISTER MANAJEMEN**
Judul Karya Akhir : **PENGUNAAN ANALISIS
FUNDAMENTAL & TEKNIKAL UNTUK
BERINVESTASI PADA SAHAM (HOT
COMMODITIES" (SAHAM BUMI
RESOURCES).**

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

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : **Dr. Indra Widjaja**

Penguji : **Prof. Heru Subianto, Ph.D.**

Penguji : **Dr. Irwan Adi Ekaputra**

Ditetapkan di : **Jakarta**

Tanggal : **22 Agustus 2008**

KATA PENGANTAR

Syukur Alhamdulillah atas segala rahmat Allah SWT, maka akhirnya penulis dapat menyelesaikan Karya Akhir dengan judul **PENGGUNAAN ANALISIS FUNDAMENTAL DAN TEKNIKAL UNTUK BERINVESTASI PADA SAHAM “HOT COMMODITIES” (STUDI KASUS SAHAM PT. BUMI RESOURCES TBK).**

Karya Akhir ini merupakan tulisan hasil penelitian yang disusun guna memenuhi sebagian syarat dalam menyelesaikan program S2 dan memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Program Pasca Sarjana, Universitas Indonesia.

Karya Akhir ini dipersiapkan penulis dengan tujuan untuk memberikan rekomendasi bagi investor yang ingin berinvestasi pada saham “hot commodities” seperti saham Bumi Resources sebagai salah satu peluang investasi yang masih sangat menarik karena memiliki pertumbuhan kinerja saham yang tinggi.

Penulis sangat memahami bahwa tulisan ini masih jauh dari sempurna, karena itu penulis mengharapkan adanya masukan dari berbagai pihak, terutama berupa masukan dan saran yang sifatnya membangun.

Karya Akhir ini tidak akan terwujud tanpa adanya dukungan dan bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan Karya Akhir ini, yaitu :

1. Bapak Dr. Indra Widjaja selaku pembimbing yang telah memberikan petunjuk, bimbingan, arahan dan waktunya kepada penulis dalam menyusun Karya Akhir ini.
2. Bapak Rhenald Kasali Ph.D. selaku ketua Program Magister Manajemen, Universitas Indonesia.
3. Dosen – dosen di lingkungan Program Studi Magister Manajemen, Program Pasca Sarjana, Universitas Indonesia yang telah memberikan ilmu, pengalaman dan waktunya yang sangat berharga bagi penulis.
4. Kedua orang tua serta kakak dan adik penulis yang telah memberikan dukungan moral serta doa kepada penulis dan juga *the special one*.

5. Jajaran manajemen, atasan dan rekan kerja penulis di PT Agung Sedayu Group atas dukungan waktu yang telah diberikan selama menjalani program studi,.
6. Rekan-rekan penulis terutama eks kelas H-06 yaitu Anto, Johannes, Ecim, Nila, Mirna, Imel, Nanny, Micky, Ketut, Abdi, Yudi, Miranti, Lily, Andre, Irwan, Yogi, Isa, Pak Rofiq, Pak Indra, Pak Miftah, Pak Iwa, Pak Masrul Iwan, Purwo, Naniel, Harun serta Rini, Tere, Mbak Inne, Widodo dan seluruh mahasiswa kelas sore angkatan 2006 yang tak dapat disebutkan semua dalam tulisan ini, terima kasih atas segala kegembiraan dan kebersamaan selama dua tahun terakhir ini.

Jakarta, 20 Agustus 2008

M. Arif

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

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

Nama : M. Arif
NPM : 060614 7604
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 Royalty-Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul :

Penggunaan Analisis Fundamental dan Teknikal Untuk Berinvestasi Pada Saham *Hot Commodities* (Studi Kasus Saham PT. BUMI RESOURCES Tbk)

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 memublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin 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 : 22 Agustus 2008

Yang menyatakan



(M. Arif)

ABSTRAK

Nama : M.Arif
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Penggunaan Analisis Fundamental dan Teknikal untuk Berinvestasi pada Saham *Hot Commodities* (Studi Kasus Saham PT. Bumi Resources Tbk)

Pada tahun 2007 bursa saham di Indonesia berhasil mencatat pertumbuhan signifikan yang ditopang oleh kinerja cemerlang saham-saham energi dan pertambangan yang sering disebut dengan istilah saham "*hot commodities*". Saham-saham tersebut mendapatkan berkah dari melonjaknya harga komoditas dunia yang mengikuti kenaikan harga minyak dunia sehingga berpengaruh pada profitabilitas perusahaan. Saham-saham seperti INCO, ANTM, TINS, AALI, LSIP, PTBA dan BUMI telah mengalami kenaikan harga saham yang fantastis sehingga menjadi primadona bagi investor di bursa saham Indonesia karena mampu memberikan *capital gain* yang tinggi.

Salah satu saham yang banyak diburu oleh investor asing maupun domestik akibat kenaikan harga komoditas dunia adalah saham BUMI (PT. Bumi Resources Tbk). Perusahaan yang bisnis utamanya bergerak dalam bidang pertambangan batubara ini merupakan salah satu produsen utama dalam industri batubara di Indonesia. Pergerakan saham ini telah memberikan *capital gain* lebih dari 500 % sepanjang tahun 2007, sehingga investasi pada saham ini menjadi pilihan yang sangat menarik bagi investor. Namun prinsip dasar investasi adalah semakin tinggi tingkat pengembalian (*return*) semakin tinggi pula risiko (*risk*) yang menyertainya. Berinvestasi pada saham berbasis komoditas seperti Bumi Resources juga memiliki risiko yang tinggi karena kinerja pendapatannya sangat terkait dengan fluktuasi harga komoditas batubara.

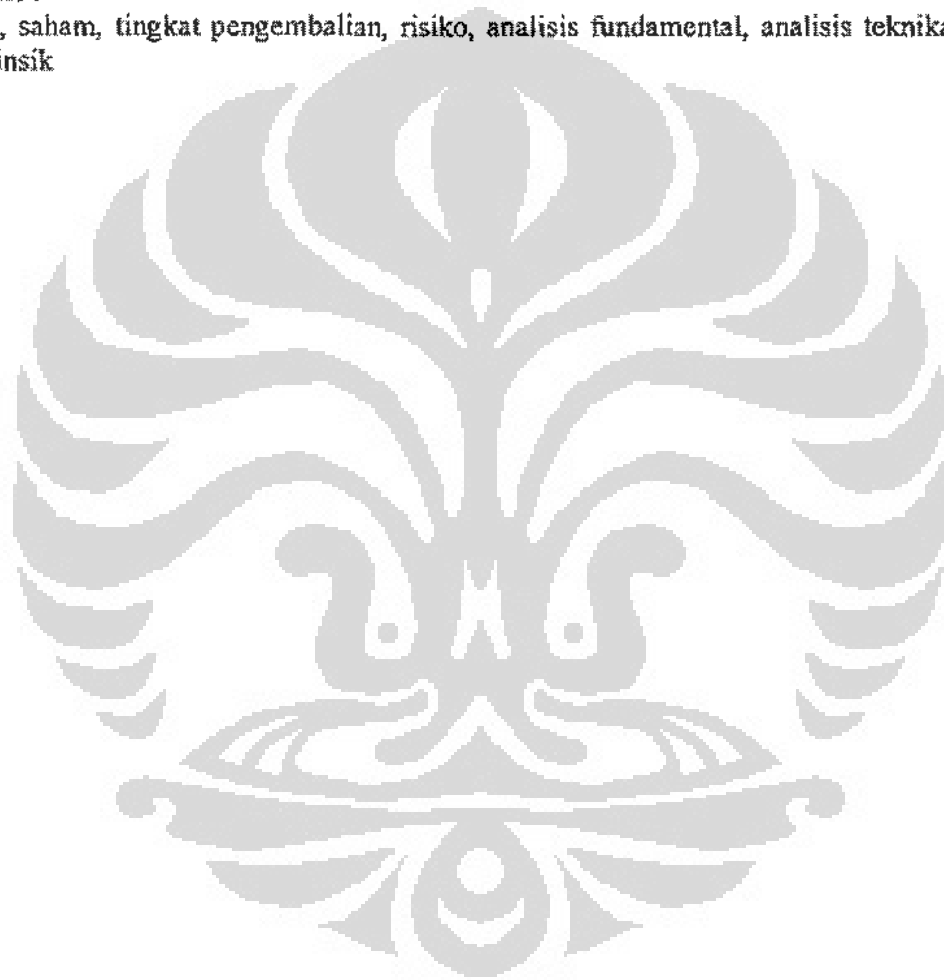
Sebelum mengambil keputusan investasi diperlukan serangkaian analisis yang tepat agar dapat memberikan keuntungan yang optimal dan mengurangi risiko yang ada. Analisis yang dapat digunakan oleh investor dapat berupa analisis fundamental maupun analisis teknikal. Analisis fundamental dilakukan untuk mencari nilai intrinsik (nilai wajar) dari suatu saham, sedangkan analisis teknikal digunakan untuk memperkirakan tren harga saham di masa datang dengan data harga saham atau pola pergerakan saham di masa lalu. Kedua metode analisis tersebut dapat saling mendukung dalam membuat keputusan investasi baik membeli, menjual ataupun menahan saham.

Berdasarkan hasil perhitungan valuasi Bumi Resources secara fundamental dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)* didapatkan nilai intrinsik perusahaan adalah sebesar US\$ 13,689,692,563 dengan nilai saham sebesar Rp.6.239 per lembar saham. Dengan melakukan analisis skenario, nilai perusahaan berkisar antara Rp 4.790/lembar untuk skenario pesimis dan Rp 7.165/lembar untuk skenario optimis. Adapun harga saham BUMI di pasar pada tanggal 28 Desember 2007 adalah sebesar Rp.6000 sehingga dapat dikatakan nilai di pasar telah mendekati nilai wajar meskipun dalam posisi *undervalued* terhadap nilai wajar. Hal tersebut juga diperkuat dengan analisis teknikal dasar yang dapat memberikan tren pergerakan harga ke depannya. Dengan model *simple moving average* diperkirakan per tanggal 28 Desember 2007 tren penguatan saham BUMI masih tetap berlanjut dan masih berada dalam area beli.

Dengan hasil perhitungan analisis fundamental dan teknikal pada akhir tahun 2007, keputusan yang sebaiknya diambil oleh investor yang ingin berinvestasi pada saham Bumi Resources pada awal tahun 2008 adalah memegang (*hold*) saham dengan pembelian saat terkoreksi (*buy on weakness*) dan penjualan saat menguat (*sell on strength*) secara hati-hati karena pada saat itu harganya sudah mendekati nilai wajar setelah *rally* panjang selama tahun 2007.

Kata kunci :

Investasi, saham, tingkat pengembalian, risiko, analisis fundamental, analisis teknikal, nilai intrinsik



ABSTRACT

Name : M. Arif
Study Program: Magister of Management
Title : *Fundamental and Technical Analysis for Investing in Hot Commodities Shares (Case Study PT. Bumi Resources Tbk Shares)*

Strong performance from energy and mining shares put Indonesian stock market in an impressive growth in the year 2007. Energy and mining shares which is often called by hot commodities or hot stocks is the beneficiary of the high commodities price that has been triggered by higher oil price and strong demand. Stocks like INCO, ANTM, TINS, AALI, LSIP, PTBA and BUMI has experienced an increasing share price that attract many investors to get its capital gain.

Bumi Resources (BUMI) is one of hot commodities stocks in Indonesia. Its share movement has given capital gain more than 500 % during the year 2007. The solid performance in 2007 has maintained BUMI as the most favourite share in Indonesia capital market. Since basic principle invesment is high return and high risk, investing in commodities share likes Bumi Resources also contains high risk because its earnings performance is very related with coal price fluctuation.

Before taking invesment decision, investor needed to conduct a comprehensive analysis in order to get optimal return and to reduce risk. Analysis methods that can be used can be in the form of fundamental analysis or technical analysis. Fundamental analysis is used to determine the intrinsic value (fair value) from a share, while technical analysis is used to predict share price movement in the future from share movement pattern or share price data in the past. Both of methods can support each other to make right decision in buy, hold or sell a share.

Based on valuation of Bumi Resources by using FCF method, the company's fair value is equal to US\$ 13,689,692,563 while its stocks price was equal to Rp.6.239 per share. With analysis scenario, Bumi stock's valuation lied in the range of Rp 4.790 per share for the pessimistic scenario and Rp 7.165 per share for the optimistic scenario. As BUMI share's price in market on 28 December 2007 was equal to Rp.6000 so it appears that Bumi's market price had come near to fair value though it still undervalued. This result is also strenghtened with technical analysis by simple moving average that predicted on 28 December 2007 BUMI's price movement still continue to rise and still stay in buying area.

With the result of fundamental and technical analysis, in the early 2008 it is recommended to investor to hold BUMI's shares with buy on weakness and sell on strength because at that moment its market price had come near to fair value after long rally during 2007.

Key words :

Investment, shares, return, risk, fundamental analysis, technical analysis, intrinsic value

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
LEMBAR PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	vi
ABSTRAK	vii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Identifikasi Masalah	2
1.3. Tujuan Penulisan	3
1.4. Ruang Lingkup Penulisan	3
1.5. Metodologi Penelitian	4
1.6. Sistematika Penulisan	5
BAB 2 LANDASAN TEORI	7
2.1. Investasi	7
2.2. Valuasi	7
2.2.1. Analisis Teknikal	8
2.2.2. Analisis Fundamental	11
2.3. Pendekatan Valuasi	14
2.3.1 <i>Discounted Cash Flow Valuation</i>	14
2.3.1.1 Estimasi Input Valuasi	17
2.3.2 <i>Relative Valuation</i>	18
2.3.3 <i>Contingent Claim Valuation</i>	19
2.4. Perbedaan Analisis Fundamental dan Analisis Teknikal	19
BAB 3 TINJAUAN UMUM INDUSTRI DAN PERUSAHAAN	20
3.1. Perkembangan Industri Batubara	20
3.1.1. Pasokan Batubara	21
3.1.2. Permintaan Batubara	22
3.1.3. Perkembangan Harga Batubara	23
3.1.4. Posisi Indonesia dalam Industri Batubara Dunia	24
3.2. Gambaran Umum Perusahaan	25
3.2.1. Sejarah Singkat Perusahaan	25
3.2.2. Visi, Misi dan Strategi Perusahaan	26
3.2.3. Struktur Perusahaan dan Anak Perusahaan	27
3.3. Kinerja Operasi Perusahaan Tahun 2007	30
3.4. Kinerja Keuangan Perusahaan Tahun 2007	32
BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN	39
4.1. Analisis Makro Ekonomi	39
4.1.1. Perekonomian Dunia	39
4.1.2. Perekonomian Indonesia	41

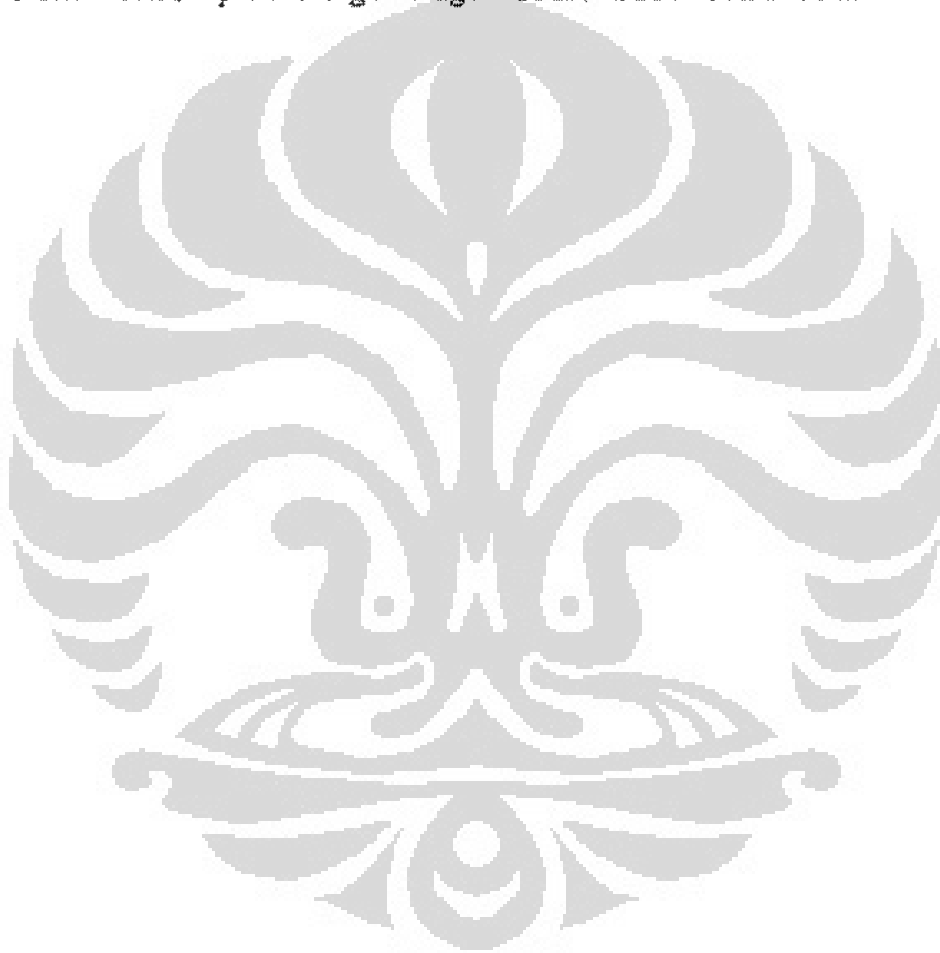
4.2. Analisis Industri	43
4.2.1. Analisis Struktural Industri (<i>Five Forces</i>)	44
4.2.2. Analisis Siklus Bisnis dan Siklus Hidup Industri	48
4.3. Analisis Perusahaan	49
4.4. Perhitungan nilai perusahaan dengan Metode DCF	51
4.4.1. Proyeksi Laporan Keuangan	51
4.4.1.1 Proyeksi <i>Income Statement</i>	51
4.4.1.2 Proyeksi <i>Balance Sheet</i>	55
4.4.2. Perhitungan <i>Discount Rate</i>	56
4.4.2.1 <i>Cost of Equity</i>	57
4.4.2.2 <i>Cost of Debt</i>	57
4.4.2.3 <i>Weighted Average Cost of Capital (WACC)</i>	58
4.4.3. Perhitungan <i>Free Cash Flow</i>	59
4.4.4. Hasil perhitungan Nilai Perusahaan dan Nilai Saham.....	60
4.4.5. Analisis Sensitivitas	61
4.5. Perbandingan Nilai Intrinsik dan Nilai Pasar	63
4.6. Analisis Teknikal Pergerakan Harga Saham	63
4.7. Perbandingan Analisis Fundamental dan Analisis Teknikal	66
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN	68
5.1. Kesimpulan	68
5.2. Saran	69
DAFTAR REFERENSI	
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

Tabel.1.1	Kinerja Harga Saham "Hot Commodities" 2006-2007	2
Tabel 3.1	Produksi Batubara Indonesia 2004-2007	20
Tabel 3.2	Harga Batubara Dunia 2003-2007	24
Tabel 3.3	Struktur Kepemilikan Anak Perusahaan Bumi Resources	28
Tabel 3.4	Jumlah Produksi Kotor dan Harga Penjualan Rata-rata 2003-2007	31
Tabel 3.5	<i>Financial Highlight</i> PT. Bumi Resources Tbk	34
Tabel 4.1	Proyeksi perekonomian global tahun 2008 – 2012	41
Tabel 4.2	Data indikator makro ekonomi Indonesia tahun 2003 – 2007	41
Tabel 4.3	Proyeksi indikator makro ekonomi Indonesia tahun 2008 – 2012	43
Tabel 4.4	Lima besar perusahaan ekspor batubara Indonesia tahun 2006	45
Tabel 4.5	Rasio Keuangan Bumi Resources 2003 – 2007	49
Tabel 4.6	Pertumbuhan penjualan Bumi Resources 2003-2007	51
Tabel 4.7	Rata-rata volume penjualan dan harga jual batubara Bumi Resources 2003-2007	52
Tabel 4.8	Proyeksi pertumbuhan penjualan Bumi Resources 2008 – 2012	54
Tabel 4.9	Perhitungan <i>Free Cash Flow</i> Bumi Resources tahun 2008-2012	60
Tabel 4.10	Perhitungan Nilai Perusahaan Bumi Resources	61
Tabel 4.11	Perhitungan Nilai Saham Bumi Resources	61
Tabel 4.12	Perhitungan Analisis Sensitivitas	63
Tabel 4.13	Perbandingan Analisa Fundamental dan Analisa Teknikal Saham Bumi Resources per 28 Des 2007	67

DAFTAR GAMBAR

Gambar 4.1 Pertumbuhan konsumsi energi utama dunia 2003-2007	47
Gambar 4.2 Harga Kontrak Batubara Thermal Australia 2003-2008	53
Gambar 4.3 Indonesia Government Securities Yield Curve 2 Jan 2008	58
Gambar 4.4 <i>Lines Chart</i> Pergerakan Harga Saham BUMI Jan 2007-Juni 2008	64
Gambar 4.5 <i>Lines Chart</i> dan <i>Simple Moving Average</i> BUMI Jan 2007-Juli 2008	65



DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 : Laporan *Income Statements* PT.Bumi Resources Tbk 2003 – 2007
- Lampiran 2 : Laporan *Balance Sheets* PT.Bumi Resources Tbk 2003 – 2007
- Lampiran 3 : Asumsi-asumsi dalam Perhitungan DCF
- Lampiran 4 : Proyeksi *Income Statements* PT.Bumi Resources Tbk 2008 – 2012
(Skenario Moderat)
- Lampiran 5 : Proyeksi *Income Statements* PT.Bumi Resources Tbk 2008 – 2012
(Skenario Pesimis)
- Lampiran 6 : Proyeksi *Income Statements* PT.Bumi Resources Tbk 2008 – 2012
(Skenario Optimis)
- Lampiran 7 : Proyeksi *Balance Sheets* PT.Bumi Resources Tbk 2008 – 2012

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Melesatnya harga minyak dunia di pasar internasional dan semakin tingginya kebutuhan energi dunia telah membuat harga komoditi tambang, khususnya yang terkait dengan energi ikut merambat naik. Harga minyak bumi pada awal 2008 ini telah melewati US\$ 100 per barrel, bahkan pada bulan Juni 2008 telah mencapai rekor tertingginya pada harga US\$ 139 per barrel, suatu harga yang jauh dari perkiraan banyak orang. Barang-barang hasil pertambangan seperti nikel, emas, timah dan batubara adalah produk pertambangan yang ikut mengalami kenaikan harga sejalan dengan kenaikan harga minyak bumi dunia tersebut. Selain itu sektor perkebunan khususnya komoditas CPO atau minyak kelapa sawit juga ikut mendapatkan berkah karena semakin banyaknya pengembangan bahan bakar *biofuel* sebagai alternatif energi minyak bumi. Perusahaan-perusahaan dalam sektor pertambangan dan perkebunan pun menikmati keuntungan yang berlipat dari kenaikan harga yang melonjak di tingkat global.

Kinerja yang positif membuat saham-saham sektor tambang dan perkebunan seperti ANTM (PT.Aneka Tambang Tbk), INCO (PT. International Nickel Indonesia Tbk), AALI (PT.Astra Agro Lestari Tbk), LSIP (PT. London Sumatera Plantations Tbk), PTBA (PT. Tambang Batubara Bukit Asam Tbk) dan BUMI (PT.Bumi Resources Tbk) semakin diburu oleh investor. Dalam beberapa tahun terakhir, saham-saham yang dapat disebut dengan istilah saham "*hot commodities*" tersebut telah mengalami kenaikan yang fantastis sehingga menjadi primadona bagi investor di bursa Indonesia karena mampu memberikan *gain* yang tinggi, khususnya untuk sektor yang terkait energi seperti tambang batubara dan perkebunan kelapa sawit (CPO) sepanjang tahun 2007.

Tabel 1.1 Kinerja harga saham "Hot Commodities" 2006-2007

Perusahaan	Harga Penutupan		% Gain
	2006	2007	
AALI	12600	28000	122.22%
LSIP	6600	10650	61.36%
PTBA	3525	12000	240.43%
BUMI	900	6000	566.67%

Sumber : Bursa Efek Indonesia

Dari tabel diatas terlihat tingginya *gain* yang telah dihasilkan oleh saham-saham komoditas yang sedang *booming* di tahun-tahun terakhir ini. Saham BUMI (Bumi Resources) sendiri memberikan keuntungan yang sangat cemerlang dengan kenaikan harga lebih dari 500% sepanjang tahun 2007. Hal ini menjadi suatu bahan yang menarik untuk diangkat untuk melakukan penilaian secara fundamental maupun kinerja teknikal pada perusahaan berbasis komoditas khususnya pertambangan batu bara dengan faktor-faktor yang mempengaruhinya dan melihat peluang pertumbuhan yang dimiliki dengan membandingkan harga intrinsik dan harga pasar yang terjadi. Untuk selanjutnya, hasil dari penilaian harga saham tersebut dapat dijadikan patokan bagi investor dalam mengambil keputusan jual, beli ataupun menahan saham.

1.2 Identifikasi Masalah

Salah satu saham yang banyak diburu oleh investor asing maupun domestik akibat kenaikan harga komoditas pertambangan terutama batu bara adalah BUMI (PT. Bumi Resources Tbk). Pergerakan saham ini menjadi sangat atraktif sebagai imbas dari kinerjanya yang terus membaik. Saham BUMI yang pada awal Januari 2006 masih berada di kisaran Rp 760 per saham, pada tahun 2008 ini telah melewati harga Rp.8000 per saham atau meningkat lebih dari 900% selama dua tahun terakhir. Bahkan karena besarnya minat investor, pada tahun 2008 ini BUMI telah menjadi salah satu saham dengan kapitalisasi terbesar di Bursa Efek Indonesia.

Namun pergerakan saham berbasis komoditas memiliki resiko yang lebih dibandingkan saham-saham lainnya karena saham ini banyak tergantung oleh fluktuasi harga di pasar internasional. Terdapat ketidakpastian atas harga

komoditas tersebut di masa depan yang akan mempengaruhi kinerja perusahaan. Terlebih lagi dengan kenaikan harga minyak dunia saat ini yang sangat tak terkendali menjadi faktor penting yang harus diperhatikan dalam penilaian saham tersebut. Untuk itu karya akhir ini mencoba untuk melakukan valuasi atas saham perseroan guna menentukan berapa harga yang layak untuk BUMI pada saat ini dan melakukan analisis terhadap kinerja teknikal dari pergerakan saham yang sangat menonjol selama tahun 2007 hingga 2008 sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan investasi.

1.3 Tujuan Penulisan

Tujuan penulisan Karya Akhir ini adalah :

- Melakukan perhitungan valuasi nilai wajar dari PT. Bumi Resources Tbk dengan analisis fundamental
- Membandingkan harga saham hasil perhitungan valuasi dengan harga pasar saat ini untuk melihat apakah harga saat ini *overvalued* atau *undervalued*.
- Melakukan analisis teknikal dasar untuk melihat dan memprediksi tren pergerakan saham ke depannya.
- Memberikan rekomendasi strategi berinvestasi pada saham Bumi Resources berdasarkan hasil analisa fundamental dan teknikal tersebut

1.4 Ruang Lingkup Penulisan

Dalam melakukan penelitian ini, penulis menetapkan ruang lingkup pembatasan masalah sebagai berikut :

- saham yang menjadi obyek penelitian adalah saham Bumi Resources yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia
- model yang digunakan dalam analisa fundamental adalah *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), pembatasan ini dilakukan mengingat terdapat beberapa model lainnya yang juga dapat digunakan
- kinerja teknikal yang dilihat adalah data pergerakan harga saham penutupan pada periode Januari 2007 hingga akhir Juli 2008. Adapun analisis teknikal yang digunakan adalah dengan menggunakan *Lines Chart*

dengan *trendlines* serta *Support and Resistance* yang dikombinasikan dengan *Simple Moving Average*.

- data laporan keuangan perusahaan yang dipakai adalah periode 2003- 2007 untuk melakukan proyeksi arus kas pada model FCFE dan data terkait lainnya termasuk data pada tahun 2008
- proyeksi arus kas dalam analisis fundamental dilakukan untuk 5 tahun ke depan yaitu untuk tahun 2008 – 2012

1.5 Metodologi Penelitian

Penulisan karya akhir ini dilakukan dengan mengumpulkan data-data sekunder, seperti laporan keuangan perusahaan, laporan tahunan perusahaan dan informasi lainnya mengenai perusahaan dan industri dimana perusahaan beroperasi yang diperoleh dari berbagai artikel di majalah, koran, internet dan bahan publikasi lainnya. Selain itu, data-data tentang kondisi makro ekonomi dunia maupun Indonesia juga dikumpulkan dari berbagai sumber terkait.

Selanjutnya untuk melakukan penelitian ini, analisis yang dilakukan adalah dengan menggunakan *top down approach* yang dimulai dari analisis kondisi lingkungan makro ekonomi serta analisis industri dimana perusahaan beroperasi dan kemudian dilanjutkan dengan penilaian perusahaan berdasarkan proyeksi keuangan perusahaan untuk 5 tahun mendatang hingga didapatkan nilai intrinsik perusahaan.

Metode penelitian yang digunakan meliputi analisis kualitatif dan juga kuantitatif . Dalam analisis kualitatif akan dijabarkan kondisi makro ekonomi dunia dan Indonesia dan melihat dampak perubahan variabel perekonomian makro serta analisis mengenai lingkungan industri dimana perusahaan berada. Sedangkan analisis kuantitatif digunakan untuk mendapatkan nilai intrinsik perusahaan yang berasal dari analisis laporan keuangan 5 tahun terakhir dan proyeksi arus kas perusahaan ke depan. Analisis kuantitatif ini akan menggunakan pendekatan *Discounted Cash Flow* yaitu *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF). FCFF merupakan arus kas yang tersedia untuk seluruh penyedia modal. Selain dengan analisis fundamental, juga akan dilakukan analisis terhadap data historis dari pergerakan harga saham perusahaan dengan menggunakan *Lines Chart* dengan

trendlines beserta *Support and Resistance* yang dikombinasikan dengan *Simple Moving Average*

1.6 Sistematika Penulisan

Untuk memudahkan pembahasan masalah, penulisan karya akhir ini dibagi menjadi 5 bab dengan sistematika sebagai berikut :

- Bab I PENDAHULUAN

Bab ini menguraikan mengenai latar belakang penulisan, perumusan masalah, tujuan penelitian, metodologi penelitian serta sistematika penulisan.

- Bab II LANDASAN TEORI

Bab ini berisi landasan teori yang dijadikan dasar dalam penyusunan tugas akhir ini.

- Bab III TINJAUAN UMUM INDUSTRI DAN PERUSAHAAN

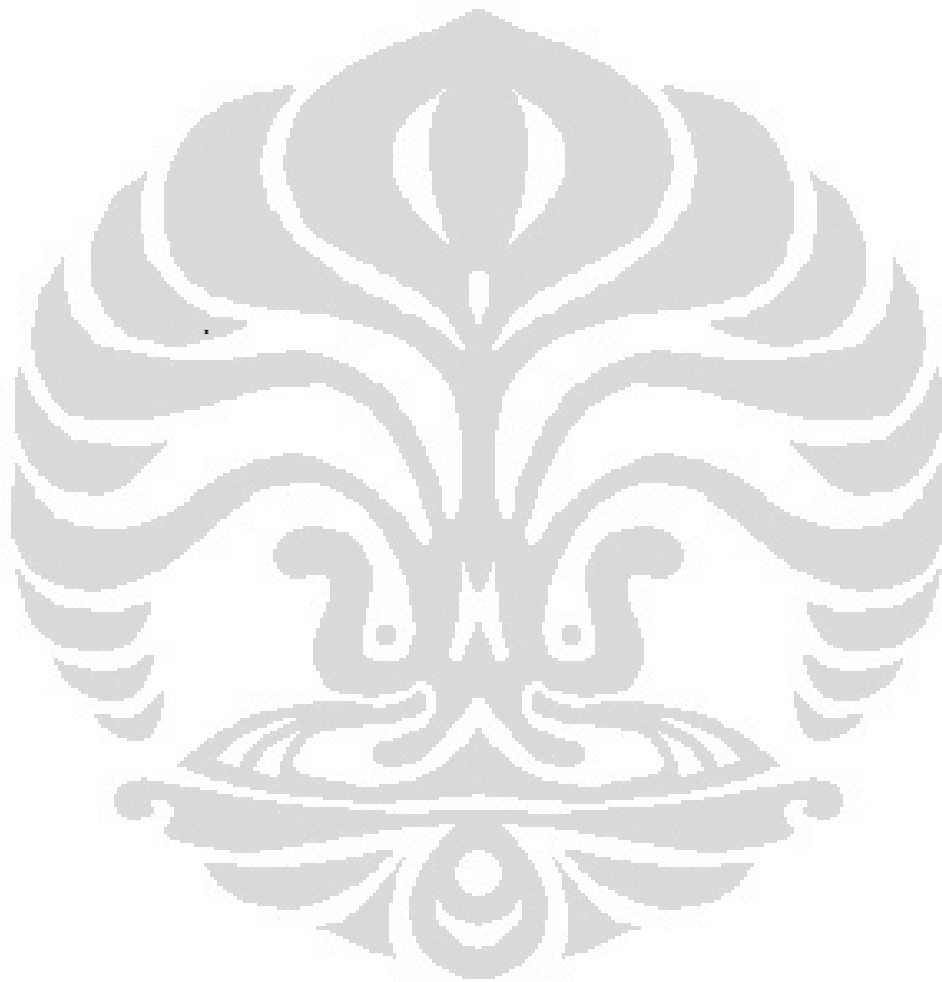
Bab ini akan menguraikan gambaran umum tentang industri dimana perusahaan berada. Selanjutnya juga akan diberikan gambaran umum perusahaan yang menjadi objek penelitian yang meliputi sejarah singkat, struktur organisasi, kegiatan usaha serta kinerja keuangan dan operasional perusahaan. Bab ini digunakan untuk memberikan gambaran yang jelas dalam melakukan analisis perusahaan ke depannya

- Bab IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan menjabarkan tahapan dalam melakukan penilaian perusahaan dengan analisis fundamental. Pembahasan akan dimulai dari analisis makro ekonomi, analisis industri serta analisis tentang PT. Bumi Resources sebagai objek penelitian. Selanjutnya akan dibuat proyeksi laporan keuangan berdasarkan asumsi-asumsi yang telah didapat dari analisis fundamental. Dari proyeksi laporan keuangan maka dibuat penilaian perusahaan dengan metode yang dipilih yaitu *free cash flow to the firm*. Sebagai bahan tambahan juga akan dilakukan analisis terhadap pergerakan saham dengan menggunakan alat teknikal dasar *Lines Chart* dengan *Support and Resistance* dan metode *Simple Moving Average*.

- **BAB V KESIMPULAN DAN SARAN**

Bab ini merupakan kesimpulan hasil analisis yang telah dibuat, serta rekomendasi bagi investor sehubungan dengan keputusan investasi yang akan dibuat.



BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Investasi

Pengertian dasar investasi adalah kegiatan menunda konsumsi dana hari ini dengan harapan untuk mendapatkan imbal hasil (*return*) di masa datang yang dapat berupa penerimaan uang tunai atau kenaikan dari nilai investasinya. Namun setiap investasi selalu terdapat unsur risiko (*risk*) yang merupakan cerminan dari ketidakpastian pengembalian investasi di masa datang. Semakin besar imbal hasil yang diharapkan semakin besar pula risiko yang dihadapi oleh investor (*high risk – high return*).

Salah satu bentuk investasi yang cukup populer bagi investor adalah investasi dalam bentuk saham. Saham merupakan surat berharga yang merupakan bukti penyertaan modal dalam suatu kepemilikan saham perusahaan. Untuk investasi berbentuk saham penerimaan tunainya adalah berupa dividen kas, sedangkan kenaikan nilai investasinya dapat berupa dividen saham ataupun kenaikan dari harga saham (*capital gain*).

2.2. Valuasi

Setiap aset, baik itu aset finansial maupun aset riil memiliki nilai atau *value*. Mengetahui nilai suatu aset dan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai suatu aset merupakan syarat dalam suatu pengambilan keputusan bisnis yang baik, misalnya memilih investasi yang tepat dalam suatu portofolio, menentukan harga yang layak dalam suatu penjualan atau pembelian perusahaan dan saham, atau dalam merestrukturisasi suatu perusahaan.

Yang melatarbelakangi *value* sebagai penyebab dilakukannya investasi adalah bahwa suatu aset dibeli atas dasar arus kas (*cash flow*) yang diharapkan dari aset tersebut di masa yang akan datang. Sebagai contohnya, untuk aset yang berbentuk investasi saham, maka salah satu bentuk *cash flow* yang diharapkan oleh investor di masa yang akan datang adalah dividen dan *capital gain* dari saham yang dimiliki.

Perhitungan nilai suatu aset (valuasi) dapat dilakukan dengan bermacam-macam model. Meskipun model-model yang digunakan dalam valuasi bersifat kuantitatif, akan tetapi dalam prosesnya tetap membutuhkan asumsi yang subjektif dari tiap pelaku valuasi. Asumsi-asumsi yang digunakan dalam valuasi sangat ditentukan oleh informasi-informasi spesifik tentang perusahaan dan informasi lainnya dari pasar. Akan tetapi perlu diingat, bahwa hasil akhir yang diperoleh tetap mengandung unsur ketidakpastian dari proyeksi tentang masa depan perusahaan maupun kondisi ekonomi.

Pada dasarnya nilai suatu perusahaan merupakan jumlah dari nilai ekuitasnya (*equity*) dan nilai hutangnya (*debt*) yang dimilikinya saat itu. Untuk mendapatkan nilai ekuitas dari pemegang saham adalah dengan mengurangi *value of the firm* dengan komponen hutang yang dimiliki perusahaan. Hubungan tersebut dapat dituliskan dalam persamaan sebagai berikut :

$$\text{Value of the firm} = \text{value of equity} + \text{value of debt} \quad (2.1)$$

Adapun untuk melakukan analisis dan penilaian terhadap suatu saham secara umum terdapat 2 model dasar yang digunakan, yakni analisis teknikal dan analisis fundamental.

2.2.1 Analisis Teknikal

Analisis teknikal merupakan suatu metode pencarian dan peramalan pola harga saham. Dalam analisis teknikal digunakan data historikal harga saham atau pola pergerakan saham di masa lalu untuk memperkirakan harga saham di masa datang. Dapat pula dikatakan analisis teknikal berisi metode untuk mengevaluasi sekuritas dengan analisa statistik hasil dari aktivitas pasar, seperti harga masa lalu dan volume. Analisis teknikal dibentuk dari teori bahwa harga menunjukkan pola berulang yang dapat digunakan untuk meramalkan pergerakan harga saham ke depan.

Selain persamaan penawaran dan permintaan, terdapat banyak faktor yang berpengaruh terhadap kecenderungan pergerakan harga. Harga pasar tidak hanya merefleksikan perbedaan pendapatan terhadap penilaian sekuritas tetapi juga faktor psikologis seperti harapan dan ketakutan, perkiraan dan mood, rasional dan irasional dari ratusan pembeli dan penjual potensial sesuai kebutuhan dan sumber daya yang dimiliki. Hal-hal tersebut kemudian menyatu dan terekspresikan dalam

figure tertentu dimana pembeli dan penjual yang kemudian bersama-sama membentuk harga.

Charts

Alat kerja utama yang digunakan dalam melakukan analisis teknikal adalah grafik pergerakan harga saham atau *charts*. Beberapa jenis grafik yang biasa digunakan antara lain adalah :

- a. *Lines chart* ; Merupakan bentuk yang paling sederhana dari berbagai jenis grafik dalam analisis teknikal. Dalam *lines chart* hanya harga penutupan (*closing price*) yang diplot setiap harinya.
- b. *Bar chart* ; Model ini menggambarkan pergerakan saham setiap hari dengan *vertical bar*. Dalam *bar chart* biasanya ditampilkan harga tertinggi (*high*), harga terendah (*low*) dan harga penutupan (*closing prices*).
- c. *Candlestick chart* ; Model ini terkait dengan *bar chart* namun lebih kompleks karena ditampilkan dengan struktur yang terdiri dari harga *high*, *low*, *open* dan *close*. Kelebihan dari *chart* ini karena dapat memberikan sinyal *trading* untuk *closing* dan *opening prices*.
- d. *Point and figure chart (P&F)* ; Jenis grafik ini menggunakan data berdasarkan perubahan harga saham. *P&F charts* menampilkan penawaran dan permintaan pada harga. Kolom yang berisi "X" menunjukkan permintaan melebihi penawaran (*rally*), sedangkan kolom "O" menunjukkan penawaran melebihi permintaan (penurunan), dan beberapa deretan kolom yang pendek menunjukkan bahwa penawaran dan permintaan relatif sama.

Trend

Trend merupakan pola yang menunjukkan ke arah mana harga saham akan bergerak. Menurut Charles Dow dalam Dow Theory harga saham mempunyai *trend* yang diukur atau diidentifikasi dengan *trendlines*. *Trendlines* adalah garis slope yang digambarkan antara dua atau lebih titik dalam *chart*. *Rising trends* didefinisikan sebagai *trendline* yang digambarkan di antara dua atau lebih *troughs* (*low point*) untuk mengidentifikasi *support* harga. *Falling trends* didefinisikan dengan *trendlines* yang digambarkan di antara dua atau lebih *peaks* (*high points*) untuk mengidentifikasi *resistance* harga.

Support dan *resistence* adalah *demand* dan *supply*. Terjadinya *support* apabila volume beli lebih besar dari volume jual, sehingga bila harga turun mendekati level *support* maka ia akan bergerak naik kembali. Demikian pula *resistence* yang merupakan kebalikan dari *support*.

Pattern

Setiap *trend* tidak bertahan selamanya, ia dapat berubah arah dan biasanya perubahan harga akan berkurang kecepatannya, berhenti, kemudian berbalik. Perubahan ekspektasi investor seringkali menimbulkan pola harga (*price pattern*) dari suatu *chart*. *Chart pattern* dapat bertahan dari beberapa hari ke beberapa bulan bahkan tahunan. Secara umum dapat dikatakan semakin panjang bentuk patternnya, maka semakin dramatis pergerakan harga berikutnya. *Price pattern* yang umum terjadi antara lain *Head & Shoulder*, *Double Tops / Bottoms*, *Triangles*, *Rounding Tops / Bottoms*.

Indikator Analisis Teknikal

Indikator-indikator analisis teknikal biasanya digunakan dalam *advance technical analysis* dengan menggunakan software yang didasarkan pada formula matematis. Terdapat beberapa jenis indikator analisis teknikal mulai dari yang sederhana seperti *Moving Average* hingga ke yang lebih kompleks seperti *Stochastic Oscillator*, (RSI) *Relative Strength Index Analysis* dan lain-lain. Berikut ini hanya akan dijelaskan tentang *Moving Average* yang akan digunakan dalam analisis teknikal pada bab selanjutnya.

Moving Average

Moving Average adalah analisis teknikal saham yang didasarkan pada pergerakan rata-rata harga saham dalam periode tertentu (harian, mingguan atau bulanan) yang dibuat untuk menurunkan tingkat fluktuasi harga menjadi *trend* yang lebih halus sehingga distorsi nya dapat ditekan seminimal mungkin. Terdapat beberapa variasi dari *moving average* dalam *technical analysis*, namun ada 3 yang umumnya diketahui yaitu *simple*, *weighted*, dan *exponential*.

a. *Simple Moving Average* (SMA)

Perhitungan *simple moving average* berasal dari penjumlahan sekelompok harga terakhir penutupan saham pada periode tertentu dan membagi jumlahnya dengan jumlah hari pada periode tersebut, selanjutnya

perhitungan tersebut berlanjut ke periode berikutnya dengan cara yang sama. SMA dapat dimanfaatkan untuk mendapatkan sinyal beli dan sinyal jual, Pada saat harga saham memotong SMA ke arah atas maka akan tampak sinyal beli, sedangkan bila harga saham memotong SMA ke arah bawah maka akan tampak sinyal jual.

b. *Weighted Moving Average (WMA)*

Pada perhitungan *weighted moving average* ini harga pada tiap periode diberi bobot berdasarkan waktu atau umurnya. Dengan WMA maka indikator yang menunjukkan *reversal direction* lebih cepat dibandingkan SMA. Perhitungan WMA yang dikenal secara umum adalah teknik dimana data periode pertama dikalikan dengan 1, yang kedua di kali 2, yang ketiga di kali 3 dan seterusnya. Hasil perkalian ini kemudian dijumlahkan lalu dibagi dengan jumlah bobot totalnya.

c. *Exponential Moving Average*

Pada *exponential moving average*, data hari ini dan data yang lampau diberi bobot. Rumus untuk menghitungnya agak rumit sehingga sebaiknya dibantu oleh *software* komputer. Sebagai gambaran, eksponen untuk periode waktu tertentu dihitung dengan membagi bilangan dua dengan jumlah periode waktu pada *exponential moving average*.

2.2.2 Analisis Fundamental

Analisis fundamental dilakukan untuk mencari nilai intrinsik (nilai wajar) dari suatu saham. Perkiraan nilai intrinsik ini dapat diperoleh dengan melakukan estimasi terhadap dua variabel utama yakni variabel arus kas (*cash flow*) dan tingkat disonto (*discount rate*). Nilai intrinsik yang diperoleh selanjutnya dibandingkan dengan harga saham tersebut di pasar untuk melihat apakah saham tersebut *undervalued* (terlalu murah) atau *overvalued* (terlalu mahal). Suatu saham disebut *undervalued* apabila nilai intrinsiknya lebih tinggi dibandingkan dengan harga saham di pasar, sebaliknya disebut *overvalued* apabila nilai intrinsiknya lebih rendah dibandingkan harga pasarnya. Penilaian ini selanjutnya digunakan untuk pengambilan keputusan apakah suatu saham sebaiknya dibeli atau dijual. Dalam analisis fundamental perlu dilakukan beberapa tahapan analisis sebagai berikut :

a. Analisis ekonomi makro

Yang termasuk dalam analisis ekonomi makro adalah analisis terhadap kondisi perekonomian seperti tingkat pertumbuhan ekonomi negara (PDB), tingkat suku bunga, tingkat inflasi, nilai tukar rupiah dan sebagainya. Analisis ini sangat diperlukan mengingat kondisi ekonomi makro memberikan pengaruh terhadap kondisi pasar secara umum dan kinerja saham secara khusus.

b. Analisis industri

Analisis industri dilakukan untuk menilai pengaruh dari tingkat pertumbuhan dan juga persaingan dalam industri tempat perusahaan berada terhadap tingkat profitabilitas di masa datang. Selain itu, analisis ini juga dilakukan untuk mengetahui tingkat risiko usaha dalam industri tersebut. Terdapat beberapa aspek analisis yang dapat digunakan, antara lain adalah analisis struktural industri, analisis siklus industri, analisis siklus hidup industri, dan analisis tingkat risiko. Salah satu pendekatan yang sering digunakan dalam analisis industri adalah model *5-forces* yang diperkenalkan oleh Michael Porter. Lima aspek tersebut meliputi persaingan dalam industri, ancaman pendatang baru, ancaman produk substitusi, kekuatan tawar pembeli dan kekuatan tawar penjual.

c. Analisis Perusahaan

Analisis perusahaan diperlukan untuk menilai posisi dan kinerja perusahaan dalam industri tersebut. Hal itu dapat dilakukan dengan menganalisis laporan-laporan yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut, terutama laporan keuangannya.

Teknik analisis laporan keuangan dapat menggunakan berbagai jenis, salah satunya adalah analisis rasio. Analisis rasio merupakan analisis yang menggunakan angka yang diperoleh dari hasil perbandingan dari satu pos laporan keuangan dengan pos lainnya yang mempunyai hubungan yang relevan dan signifikan (berarti), seperti hutang dan modal, laba dan penjualan dan sebagainya. Salah satu model yang biasa digunakan dalam analisis rasio adalah DuPont Model. Model ini menghubungkan

antara tingkat profitabilitas dan manajemen aset dengan menggunakan *Return on Assets* (ROA). Kemudian model ROA ini dimodifikasi menjadi *Return on Equity* (ROE). Model ROE ini mempunyai cakupan yang lebih luas yaitu meliputi operasional, investasi, kebijakan pendanaan perusahaan.

$$\text{ROA} = \text{Net Profit Margin} \times \text{Asset Turnover} \quad (2.2)$$

$$\text{ROE} = \text{ROA} \times \text{Financial Leverage}$$

$$\text{ROE} = (\text{NPM} \times \text{Asset Turnover}) \times \text{Financial Leverage} \quad (2.3)$$

Berdasarkan rumus diatas, berikut ini akan dibahas komponen utama yang mempengaruhi ROE model tersebut untuk melihat kinerja perusahaan secara umum.

Net Profit Margin

Angka ini menunjukkan berapa besar persentase pendapatan bersih yang diperoleh dari setiap penjualan. Semakin besar rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba semakin tinggi.

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Sales}} \quad (2.4)$$

Total Assets Turnover

Rasio ini mengukur tingkat efisiensi perusahaan dalam menggunakan total aktiva yang dimilikinya untuk menghasilkan penjualan. Semakin tinggi angka yang didapatkan semakin baik efisiensi perusahaan dalam pengelolaan aktiva yang digunakan dalam menghasilkan pendapatan.

$$\text{Total Assets Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Average Total Assets}} \quad (2.5)$$

Financial Leverage

Financial leverage terkait kebijakan pendanaan perusahaan karena merupakan nilai yang menunjukkan seberapa besar penggunaan modal ekuitas dalam membiayai asetnya. *Financial leverage* juga termasuk dalam analisis terhadap likuiditas dan struktur modal dan solvabilitas. Masing-masing dapat ditunjukkan dengan rasio likuiditas dan rasio solvabilitas. Rasio Likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Rasio ini dihitung berdasarkan komponen dari modal kerja, yaitu aktiva lancar dan hutang lancar.

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}} \quad (2.6)$$

Sedangkan rasio solvabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjang atau kewajiban lainnya apabila perusahaan dilikuidasi. Rasio ini biasanya dihitung dari pos-pos yang sifatnya jangka panjang seperti hutang jangka panjang.

2.2.2 Pendekatan Valuasi

Pada dasarnya terdapat tiga pendekatan yang sering digunakan dalam melakukan valuasi, yakni pendekatan *discounted cash flow*, *relative valuation* dan *contingent claim valuation*. Berikut ini akan dijelaskan masing-masing dari pendekatan tersebut.

2.2.3 Discounted Cash Flow Valuation

Pendekatan *discounted cash flow* (DCF) merupakan model yang paling sering digunakan karena menjadi dasar dari model-model *valuation* yang lain. Model ini menyatakan bahwa nilai suatu aset merupakan *present value* dari ekspektasi *cash flow* yang akan dihasilkan di masa depan pada tingkat suku bunga diskonto tertentu.

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (2.7)$$

dimana :

- n = usia aset
- CF_t = *Cash flow* pada periode t
- r = suku bunga diskonto

Penggunaan suku bunga diskonto menggambarkan risiko yang terkait dengan besar kecilnya estimasi *cash flow* yang akan diterima. Semakin tinggi risiko yang terkait dengan suatu aset, semakin tinggi pula suku bunga yang digunakan, dan juga sebaliknya. Model DCF sendiri memiliki banyak varian yang beragam sesuai dengan kebutuhannya masing-masing. Namun pada umumnya model DCF ini dapat dibagi menjadi tiga pendekatan utama yaitu *dividend discount model* (DDM), *free cash flow to equity* (FCFE) dan *free cash flow to firm* (FCFF).

Pendekatan *Dividend Discount Model* dilakukan ketika perusahaan secara konsisten membagikan dividen kepada para pemegang saham. Dalam pengertian

yang paling sederhana, satu-satunya sumber *cash flow* yang akan didapat oleh investor dari membeli saham perusahaan yang telah *go public* adalah dalam bentuk dividen. Oleh karena itulah pendekatan DDM menyatakan bahwa nilai wajar dari suatu aset, dalam hal ini saham perusahaan public adalah *present value* dari ekspektasi seluruh dividen yang akan diterima di masa depan, selama perusahaan tersebut beroperasi.

Sedangkan pendekatan FCFE menyatakan bahwa indikator yang lebih akurat dalam menghitung *cash flow* yang diterima oleh pemegang saham adalah *free cash flow to equity*. Hal ini karena sebagian besar pemegang saham tidak akan pernah mengetahui apakah dividen yang diterimanya telah mencerminkan kemampuan perusahaan yang sesungguhnya. Hasil perhitungan valuasi antara pendekatan ini dengan DDM akan berbeda apabila tidak seluruh FCFE dibayarkan sebagai dividen. *Free cash flow to equity* merupakan kas yang tersedia untuk pemegang saham setelah perusahaan memenuhi seluruh *capital expenditure*, modal kerjanya dan kewajiban hutangnya. Secara umum, FCFE dapat dihitung dengan menggunakan persamaan berikut :

$$FCFE = \text{Net Income} - (\text{Capital Expenditures} - \text{Depreciation}) - (\text{Change in noncash working capital}) + (\text{New debt issued} - \text{Debt repayment}) \quad (2.8)$$

Sama seperti DDM, FCFE juga sangat tergantung dengan pertumbuhan perusahaan. Estimasi pertumbuhan pendapatan perusahaan merupakan fungsi dari besarnya *cash flow* yang ditanamkan kembali ke dalam perusahaan dan *return on equity* perusahaan tersebut.

Adapun pendekatan *Free Cash Flow to Firm* memberikan alternatif valuasi yang lebih detail karena selain *cash flow* kepada pemegang saham (FCFE dan dividen), pendekatan ini menghitung besarnya *cash flow* kepada seluruh *claimholders*, termasuk kreditur dan juga pemegang saham preferen. Perhitungan FCFF dapat dijabarkan sebagai berikut :

$$FCFF = EBIT (1 - \text{Tax}) + \text{Depreciation} - \text{Capital Expenditure} - \text{Change in noncash Working Capital} \quad (2.9)$$

Setelah mendapatkan FCFF, langkah selanjutnya adalah mendiskontokannya dengan *weighted average cost of capital* (WACC) untuk mendapatkan apa yang disebut *value of the firm*.

Semua pendekatan valuasi dengan DCF dapat dibagi dalam beberapa model pertumbuhan, yaitu pertumbuhan stabil untuk selamanya (*one-stage model*), pertumbuhan 2 tahap (*two-stage model*) dan pertumbuhan 3 tahap (*three-stage model*). Untuk perusahaan yang diasumsikan memiliki pertumbuhan yang stabil (*one-stage model*), dengan menggunakan model FCFF bisa dihitung dengan menggunakan persamaan :

$$\text{Value of the firm} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (2.10)$$

dimana : FCFF = Proyeksi FCFF pada periode t
WACC = *Weighted average cost of capital*

Sedangkan untuk pertumbuhan dua tahap, perusahaan pada awalnya diasumsikan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi dan kemudian diteruskan dengan tingkat pertumbuhan yang stabil untuk selamanya, maka *value of the firm* adalah :

$$\begin{aligned} \text{Value of the firm} &= PV \left(\sum_{t=1}^n FCFF_t + \text{Terminal Value} \right) \\ \text{Value of the firm} &= \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{(FCFF_{n+1} / (WACC - g_n))}{(1+WACC)^n} \end{aligned} \quad (2.11)$$

dimana : FCFF = Proyeksi FCFF pada periode t
WACC = *Weighted average cost of capital*
 g_n = tingkat pertumbuhan stabil

Pada model pertumbuhan tiga tahap, perusahaan diasumsikan mengalami tiga jenis pertumbuhan yang berbeda, yakni pertumbuhan yang tinggi, pertumbuhan yang menurun, dan berakhir pada pertumbuhan yang stabil. Hal ini biasanya terjadi pada perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan yang pesat namun menghadapi persaingan yang ketat sehingga pertumbuhannya menjadi menurun menuju titik stabilnya.

2.2.3.1 Estimasi input valuasi

Tingkat pertumbuhan

Untuk menentukan nilai FCFF diperlukan faktor pertumbuhan (*growth*) dari perusahaan di masa datang. Pada umumnya *growth* dilihat dari pertumbuhan penjualan, dimana estimasinya dapat dilakukan dengan beberapa cara, yakni dengan melihat historikal pertumbuhan di masa lalu, estimasi yang dilakukan oleh pihak lain (misalnya analis) atau melihat faktor fundamental perusahaan yang akan mempengaruhi pertumbuhan perusahaan di masa datang.

Selanjutnya, input lain yang diperlukan dalam proses valuasi adalah *discount rates* yang akan digunakan untuk mendiskontokan arus kas perusahaan di masa datang (FCFF), yang besarnya sangat tergantung dari tingkat resiko arus kas di masa datang serta umur hidup suatu aset. Secara umum, tingkat resiko perusahaan dapat dilihat dari beberapa parameter, yakni *cost of equity*, *cost of debt*, *cost of capital* serta Beta sebagai indikator resiko pasar.

Cost of Equity

Cost of Equity adalah tingkat pengembalian yang diinginkan investor atas investasi ekuitas dalam perusahaan. Ada dua pendekatan untuk memperkirakan *cost of equity*, namun umumnya analis menggunakan model CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Teori CAPM menerangkan hubungan antara *expected return* dari suatu aset dan resiko aset itu sendiri. Persamaan CAPM adalah sebagai berikut :

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (2.12)$$

dimana :

K_e	=	<i>Expected return</i> dari aset (<i>cost of equity</i>)
R_f	=	<i>Risk-free rate</i>
$R_m - R_f$	=	<i>Market risk premium</i>
β	=	Beta (<i>systematic risk of equity</i>)

Cost of debt

Cost of debt mengukur biaya perusahaan saat ini dari dana pinjaman atau hutang. Parameter ini merupakan indikator besarnya resiko (*default risk*) perusahaan dan juga indikator terhadap tingkat suku bunga di pasar. *Cost of debt* dari total hutang perusahaan merupakan *weighted average* dari nilai masing-masing pinjaman terhadap total hutang. Dalam proses valuasi, *cost of debt* yang digunakan adalah *cost of debt* setelah dikurangi pajak (*After tax cost of debt*).

Cost of Capital

Cost of Capital atau biaya modal merupakan biaya tertimbang atas berbagai komponen pembiayaan yang meliputi biaya ekuitas dan biaya hutang. Parameter ini akan digunakan dalam perhitungan valuasi dari arus kas bebas perusahaan (*Free Cash Flow to the Firm*). Rumus untuk menghitung besarnya *cost of capital* adalah sebagai berikut :

$$WACC = K_e \left(\frac{E}{E+D} \right) + K_d (1-T) \left(\frac{D}{E+D} \right) \quad (2.13)$$

dimana :

WACC	= <i>Weighted Average Cost of Capital</i>
K_e	= <i>Cost of Equity</i>
K_d	= <i>Cost of Debt</i>
E	= Harga pasar dari ekuitas
D	= Harga pasar dari hutang
T	= <i>Tax rate</i>

2.2.4 *Relative valuation*

Dalam model *relative valuation*, nilai suatu aset ditentukan berdasarkan perbandingan dengan aset-aset lain yang sejenis. Perbandingan dilakukan terhadap beberapa variabel standar seperti pendapatan, laba bersih, *cash flow* atau nilai buku. Beberapa variabel perbandingan yang paling sering dipakai adalah *price/earnings ratio* (PER) dan *price to book value ratio* (PBV).

Asumsi utama dalam *relative valuation* adalah nilai aset yang akan dinilai cenderung sama dengan aset-aset yang memiliki karakteristik yang sama di pasar, yang mana aset-aset tersebut secara rata-rata juga telah dihargai secara wajar oleh mekanisme pasar.

Salah satu bentuk *relative valuation* yang paling umum adalah *Price-Earning Ratio* (PER), yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$PER = \text{Harga saham} / \text{EPS} \quad (2.14)$$

Dalam pendekatan ini, PER dari perusahaan yang dianalisa akan dibandingkan dengan PER dari perusahaan lain yang sejenis. Bila nilai PER perusahaan tersebut masih rendah dan lebih kecil dibandingkan perusahaan lain yang sejenis maka dapat dikatakan perusahaan tersebut *undervalued* dan menjadi pilihan investasi yang menarik. Namun pendekatan ini tetap memiliki kelemahan,

dimana walaupun perbandingan dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan dari industri yang sama, tiap-tiap perusahaan memiliki perbedaan-perbedaan yang mendasar yang membuat mereka unik satu dengan yang lainnya. Akibatnya, menggunakan pendekatan PER tanpa mengetahui karakteristik dari masing-masing perusahaan yang dibandingkan bisa memberikan hasil yang kurang tepat.

2.2.5 *Contingent claim valuation*

Model *Contingent claim valuation* merupakan pendekatan valuasi yang menggunakan model pricing dari suatu option untuk mengukur nilai dari suatu aset yang memiliki karakteristik seperti *option*. Adapun karakteristik dari suatu option adalah nilainya berasal dari nilai aset yang mendasarinya (*underlying asset*), dan nilainya baru akan berharga bila *underlying asset*-nya mencapai nilai tertentu mengacu pada *exercise price*-nya. Sebuah call option baru berharga bila nilai dari *underlying asset*-nya lebih besar daripada *exercise price*-nya pada waktu *option* dibuat. Sebuah *put option* baru berharga bila nilai dari *underlying asset*-nya lebih kecil daripada *exercise price*-nya. Sebaliknya, maka option dikatakan tidak berharga.

2.4 Perbedaan Analisis Fundamental dan Analisis Teknikal

Dari pembahasan sebelumnya dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan antara analisis fundamental dan analisis teknikal. Analisis teknikal mempelajari tren dan efek perubahan harga, sedangkan fundamental mempelajari penyebab pergerakan dari harga/market. Analisis teknikal dibentuk dari teori bahwa harga menunjukkan pola berulang. Pola ini dapat digunakan untuk meramalkan pergerakan ke depan dan peluang potensi laba. Sedangkan analisis fundamental adalah riset yang digunakan untuk memprediksi pergerakan harga pasar di masa datang berdasarkan *underlying factor* untuk berkontribusi permintaan dan penawaran dari suatu aset. Jika *technician* mempunyai kelebihan untuk menyesuaikan secara virtual semua *trading* jangka pendek dan medium dalam dimensi waktu yang fleksibel maka *fundamental analysis* cenderung menggunakan metode *trading buy and hold* untuk jangka panjang.

BAB 3

TINJAUAN UMUM INDUSTRI DAN PERUSAHAAN

3.1 Perkembangan Industri Batubara

Saat ini industri batubara termasuk industri yang sangat prospektif karena batubara merupakan salah satu sumber energi alternatif selain minyak bumi. Ketersediaan pasokan minyak dunia yang semakin terbatas membuat harga minyak bumi dalam beberapa tahun terakhir terus mengalami peningkatan. Hal ini membuat penggunaan energi alternatif seperti batubara semakin meningkat. Kenaikan harga batubara yang semakin tinggi, membuat perusahaan batubara menikmati pertumbuhan laba yang tinggi dalam beberapa tahun terakhir terutama untuk yang berorientasi pada ekspor.

Meski tergolong masih baru, industri batubara Indonesia memperlihatkan pertumbuhan yang terus meningkat. Produksinya mengalami peningkatan yang tajam. Kemampuan menembus pasar ekspor maupun memenuhi kebutuhan dalam negeri terus bertambah. Padahal, dibanding negara lain industri batubara Indonesia belakangan berkembangnya yakni dimulai sekitar akhir tahun 1980-an. Melihat permintaan yang terus bertambah, produksi tersebut juga akan terus meningkat dalam beberapa tahun ke depan. Pada tahun 2010 diperkirakan akan mencapai lebih dari 240 juta ton sebesar 150 juta ton diantaranya untuk memenuhi pasar ekspor. Sedang untuk kebutuhan dalam negeri mulai tahun 2009 akan meningkat tajam menjadi sekitar 75 juta ton dengan adanya program pembangunan PLTU 10 ribu MW.

Tabel 3.1 Produksi Batubara Indonesia 2004-2007

	2004	2005	2006	2007
Produksi	129,156,475	152,707,607	181,060,907	174,832,672
Domestik	32,882,669	39,336,322	42,519,036	45,217,244
Ekspor	93,292,374	106,298,552	129,504,080	140,598,606

Sumber : Departemen ESDM

3.1.1 Pasokan Batubara

Seperti komoditas energi utama lainnya, batubara merupakan produk yang tak terbarukan dan semakin lama pasokannya akan semakin menipis. Namun, batubara diperkirakan akan memiliki cadangan jauh lebih panjang hingga lebih dari 100 tahun ke depan. Cadangan terbukti (*proven reserves*) batubara dunia hingga tahun 2007 mencapai 847.488 juta ton dimana sebagian besar terdapat di Eropa, Asia Pasifik dan Amerika Utara. Negara yang memiliki cadangan terbesar antara lain adalah Amerika Serikat sebesar 242.721 juta ton, Russia 157.010 juta ton, China 114.500 juta ton, Australia 76.600 juta ton dan India 56.498 juta ton.

Indonesia sendiri merupakan salah satu negara potensial dalam industri ini karena masih memiliki deposit batubara yang cukup besar sebesar 4.328 juta ton. Dari deposit batu bara tersebut sebagian besar terdapat di wilayah Sumatera, dan Kalimantan dan sisanya masing-masing tersebar di pulau Jawa, Sulawesi dan Irian Jaya. Terakhir diketahui bahwa Kalimantan Timur mempunyai potensi batu bara yang cukup besar. Propinsi ini merupakan produsen batubara terbesar yang ada saat ini, menyusul kemudian Kalimantan Selatan dan Sumatera Selatan.

Adapun tingkat pasokan batubara dunia dalam lima tahun terakhir terus meningkat. Hingga tahun 2007, produksi batubara dunia telah mencapai 3.135,6 juta ton yang sebagian besar disumbangkan oleh negara-negara Asia Pasifik.

Selama tiga tahun belakangan ini Indonesia menempati posisi eksportir batubara terbesar setelah Australia dan Afrika Selatan. Perkembangan ini antara lain dipicu oleh menurunnya ekspor batubara China dan meningkatnya harga minyak mentah. Pada tahun 2006, menurut data departemen ESDM produksi batubara telah mencapai 181 juta ton. Sebesar 129 juta ton untuk memenuhi pasar ekspor dan 42 juta ton untuk memenuhi kebutuhan pasar dalam negeri. Angka ini jauh lebih besar jika dibandingkan dengan kondisi tahun 1996. Saat itu produksi batubara sekitar 12,1 juta ton, sebesar 9,7 juta ton untuk ekspor dan 3,3 juta ton untuk kebutuhan domestik.

3.1.2 Permintaan Batubara

Permintaan batu bara di dalam negeri maupun luar negeri terus mengalami peningkatan yang signifikan seiring semakin tingginya kebutuhan akan energi selain minyak bumi. Batubara sebagian besar diserap oleh industri pembangkit tenaga listrik berbahan bakar batubara, industri semen serta industri lainnya termasuk industri peleburan timah, industri briket, keramik dan lain-lain.

Dalam lingkungan global, batubara telah digunakan sebagai sumber bahan bakar utama pembangkit listrik. Berdasarkan data *Energy Information Administration* (EIA), pembangkit listrik batubara telah memasok 40% dari pasokan listrik dunia. Penggunaan batubara yang semakin tinggi didorong oleh tingginya harga minyak dunia, transportasi yang relatif mudah, dan juga cadangan batubara yang menyebar di dunia. Data *BP Statistical Review 2008* menunjukkan konsumsi batubara sebagai sumber energi di dunia dalam beberapa tahun terakhir memiliki tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi dibandingkan minyak dan gas bumi.

Pertumbuhan ekonomi dan penambahan penduduk terutama di Cina maupun India menyebabkan meningkatnya permintaan atas segala bentuk energi terutama batubara sebagai bahan bakar pembangkit listrik. Sejalan dengan pertumbuhan ekonomi yang tinggi, China telah mencanangkan pembangunan pembangkit listrik 250 GW selama 2006 hingga 2010 yang membutuhkan pasokan batubara yang sangat besar. Untuk memenuhi kebutuhan domestiknya, pemerintah China menerapkan kebijakan yang membatasi ekspor batubara ke luar negeri dan sebaliknya mendorong impor. Hal ini akan menjadi peluang bagi negara-negara pengekspor batubara untuk meningkatkan penjualannya ke China.

Selain China, negara dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi di dunia saat ini adalah India. Negara ini juga memiliki rencana pengembangan pembangkit listrik hingga mencapai dua kali lipat dari 128 GW menjadi 278 GW selama 10 tahun ke depan dimana penggunaan batubara sebagai sumber bahan bakar utama untuk pembangkit listrik di India mencapai 96%. Seperti di China, India juga memiliki masalah dengan infrastruktur dari pengangkutan batubara dari area produksi ke pusat konsumsi sehingga India juga menerapkan kebijakan impor yang lebih besar untuk memenuhi kebutuhan domestiknya.

Adapun permintaan domestik terhadap batubara telah mencapai 42 juta ton pada tahun 2006, meningkat 6% dari tahun sebelumnya. Konsumsi tersebut terdiri dari sektor pembangkit listrik sebesar 77%, disusul oleh semen 15% dan lain-lain sebesar 8%. (*Departemen Energi dan Sumber Daya Mineral*). Permintaan batubara tersebut diperkirakan akan mencapai 100 juta ton di tahun 2008 ini.

Di Indonesia penggunaan batubara sebagai pembangkit listrik sudah lama dilakukan, namun pada skala besar baru dimulai periode tahun 1984 setelah mulai beroperasinya PLTU Suralaya Unit I dan disusul dengan unit II pada tahun berikutnya. Dalam beberapa tahun terakhir perkembangan produksi listrik dari jenis pembangkit listrik uap berbahan bakar batubara terus mengalami peningkatan.

Selama ini, bahan bakar dari pembangkit listrik PLN masih didominasi oleh minyak sebesar 34%, lalu disusul oleh batu bara 26% dan gas alam sebesar 24%. Dengan semakin tingginya harga minyak dunia dapat membuat biaya operasi semakin besar sehingga ketergantungan terhadap bahan bakar minyak akan menjadi masalah serius bagi PLN dalam menjamin pasokan listrik. Terlebih lagi, dalam lima tahun terakhir konsumsi listrik meningkat rata-rata sebesar 6,6% per tahun sementara pertumbuhan kapasitas pembangkit listrik hanya meningkat sebesar 4,4%.

Untuk memenuhi pertumbuhan konsumsi tersebut, PLN berusaha mengurangi beban operasional yang besar dengan mengurangi proporsi penggunaan minyak bumi untuk bahan bakar pembangkit listriknya. Strategi yang dilakukan adalah dengan meningkatkan penggunaan batubara maupun gas alam sebagai sumber bahan bakar utama menggantikan minyak. Ditargetkan penggunaan batu bara sebagai bahan bakar pembangkit listrik dapat mencapai 60% dari total komposisi bahan bakar di tahun 2010. Hal ini untuk mendukung program PLN untuk membuat program pembangunan pembangkit listrik yang baru sebesar 20.000 MW hingga 2010 untuk mengantisipasi melonjaknya kebutuhan listrik yang semakin besar di masa datang.

3.1.3 Perkembangan Harga Batubara

Sebagai produk komoditi, harga batubara global secara prinsip tergantung pada dinamika permintaan dan penawaran pasar ekspor batubara dunia. Kondisi di

pasar ini sangat kompetitif dan sensitif terhadap hasil produksi pertambangan, gangguan terhadap distribusi batubara, permintaan dari pengguna akhir batubara dan perubahan ekonomi global. Selain itu, tingginya harga dan perubahan harga minyak secara jangka panjang mengakibatkan batubara menjadi lebih diminati untuk menjadi sumber energi yang ekonomis. Hal inilah yang menyebabkan harga batubara juga cenderung naik mengikuti harga minyak bumi yang meningkat.

Tabel 3.2 Harga Batubara Dunia 2003 - 2007

Coal Prices	2003	2004	2005	2006	2007
Japan steam coal import (US\$)	34.74	51.34	62.91	63.04	69.86
Northwest europe (US\$)	42.52	71.9	61.07	63.67	85.6

Sumber : BP Statistical Review June 2008

3.1.4 Posisi Indonesia dalam Industri Batubara Dunia

Indonesia adalah salah satu negara yang diuntungkan dari pertumbuhan industri ini karena deposit batubara di dalam negeri masih besar dan tingkat produksinya dalam beberapa tahun terakhir ini mengalami perkembangan yang sangat pesat. Dengan pertumbuhan ekspor serta permintaan domestik yang meningkat pesat akan dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan batubara Indonesia.

Posisi Indonesia yang kompetitif dalam industri batubara dunia disebabkan oleh beberapa keunggulan yang dimiliki, yaitu antara lain :

- Memiliki lebih dari 4 miliar ton cadangan batubara, Indonesia adalah eksportir terbesar di dunia untuk batubara termal dengan kandungan sulfur rendah, yang merupakan salah satu batubara paling bersih di dunia, serta batubara bituminous dan subbituminous yang sesuai untuk penggunaan pembangkit listrik serta juga digunakan di industri semen dan baja.
- Permintaan batubara yang tinggi dari China maupun India akan memberikan keuntungan bagi Indonesia dengan keunggulan posisi geografis yang strategis dan kondisi infrastruktur yang lebih baik.

Berdasarkan data dari *World Coal Institute* pada tahun 2006 volume pengapalan batubara dalam perdagangan internasional mencapai 508 juta ton.

Dari jumlah tersebut kontribusi batubara asal Indonesia mencapai 21 %. Sedangkan jika untuk perdagangan kawasan Asia, batubara Indonesia memiliki kontribusi sebesar 36%. Importir utama batubara dari Indonesia adalah Jepang, Taiwan, Korea Selatan, India, dan Hong Kong.

3.2. Gambaran Umum Perusahaan

PT. Bumi Resources adalah perusahaan yang bergerak dalam bidang energi dan pertambangan yang meliputi unit usaha pertambangan batubara, tembaga, emas dan bijih besi. Pertambangan batubara masih menjadi bisnis utama yang menjadi sumber pendapatan usaha bagi perusahaan hingga saat ini. Saat ini perusahaan merupakan salah satu produsen batubara terbesar di Indonesia melalui anak perusahaannya PT Kaltim Prima Coal dan PT Arutmin Indonesia.

3.2.1 Sejarah Singkat Perusahaan

Perseroan menjadi perusahaan terbuka melalui Penawaran Umum Perdana saham pada tahun 1990, yang seluruh sahamnya telah tercatat di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya. Pada tahun 1997, PT Bakrie Capital Indonesia mengambil alih saham-saham yang dimiliki Asuransi Jiwa Bersama Bumiputera 1912 (AJB Bumiputera) sejumlah 26.328.600 saham, atau sama dengan 58,51% dari total saham yang dikeluarkan Perseroan. Pada tanggal 13 Agustus 1998, RUPS Luar Biasa memutuskan merubah usaha inti Perseroan dari perhotelan dan pariwisata menjadi perusahaan investasi di bidang minyak, gas alam, dan pertambangan, perdagangan umum, industri hotel dan pariwisata bersama jasa-jasa lainnya yang terkait. Pada tahun 2000, Perseroan mengakuisisi saham Gallo Oil (Jersey), Ltd. sebesar 97,5%. Gallo oil didirikan di Jersey, Chanel Island pada tanggal 17 Desember 1997. Berdasarkan SK Menteri Kehakiman Republik Indonesia No. C-21041 HT.01.04.-TH.2000 tertanggal 20 September 2000, nama Perseroan berubah dari PT Bumi Modern Tbk menjadi PT BUMI Resources Tbk. Pada bulan November 2001, Perseroan mengakuisisi 80% saham PT Arutmin Indonesia dari BHP Minerals Exploration Inc. PT Arutmin Indonesia adalah produsen batubara terbesar ke empat di Indonesia dengan empat tambang batubara terbuka yaitu Senakin, Satui, Asamasam, dan Batulicin di Kalimantan Selatan. Pada bulan Oktober 2003, Perseroan membeli 100% kepemilikan PT Kaltim

Prima Coal (KPC) melalui Sangatta Holdings Limited (SHL) dan Kalimantan Coal Limited (KCL) sebagai langkah lebih lanjut dalam melakukan ekspansi usaha. Dengan mengakuisisi KPC, Perseroan menjadi produsen batubara terbesar di Indonesia. Selain itu Perseroan juga merupakan salah satu eksportir batubara thermal terbesar di dunia yang memasok sekitar 8% batubara thermal di pasar internasional pada tahun 2004. Pada bulan April 2004, Perseroan telah membeli 19,99% saham PT Arutmin Indonesia dari PT Ekakarsa Yasakarya Indonesia. Dengan Pembelian tersebut kepemilikan saham Perseroan pada PT Arutmin Indonesia menjadi 99,99%. Pada bulan Desember 2005, Perseroan telah pula berhasil menyelesaikan seluruh proses divestasi saham PT Kaltim Prima Coal (KPC) sebagaimana disyaratkan dalam pasal 26 Perjanjian Karya Pengusahaan Pertambangan Batubara (PKP2B). Setelah selesainya proses Divestasi tersebut maka kepemilikan KPC menjadi sebagai berikut; SHL dan KCL yang merupakan unit usaha Perseroan memiliki masing-masing 24,5% dan PT Kutal Timur Energi, Perusahaan Daerah memiliki 5% saham, serta 32,4% dimiliki oleh PT Sitrade Coal, yang merupakan unit usaha Perseroan. Pada tahun 2006, perseroan melakukan pembelian kembali saham sebanyak 10% dari total saham, dan di tahun 2007 30% kepemilikan di PT Arutmin dan KPC dijual kepada Tata Power India.

3.2.2 Visi, Misi dan Strategi Perusahaan

Visi : Menjadi perusahaan operator bertaraf internasional dalam sektor energi dan pertambangan.

Misi : Menjaga kesinambungan usaha dan daya saing Perseroan dalam

menghadapi persaingan terbuka di masa mendatang dengan tujuan untuk :

- Meningkatkan hasil yang optimal bagi Pemegang Saham
- Meningkatkan kesejahteraan para karyawan
- Meningkatkan kesejahteraan masyarakat di daerah operasi pertambangan
- Menjaga kelestarian lingkungan di seluruh areal operasi pertambangan

Strategi Perusahaan :

- Membangun kerja sama strategis dengan perusahaan bertaraf internasional guna meningkatkan kinerja Perseroan

- Mendapatkan cadangan baru melalui eksplorasi dan mengidentifikasi sumber daya yang berprospek.
- Memanfaatkan pengalaman, kompetensi dan keunggulan kompetitif di bidang eksplorasi, pengembangan, produksi dan pemasaran.
- Meningkatkan kegiatan ekplorasi, khususnya untuk komoditas batubara, serta memelihara kerja sama yang baik dengan *stakeholder* daerah setempat dalam melaksanakan setiap kegiatan usaha pertambangan.
- Menyeimbangkan portofolio bisnis dengan terus mencari tambang-tambang baru serta berbagai peluang potensial dalam pembangunan dan operasional pertambangan baik di dalam maupun luar negeri, serta mengupayakan kesinambungan portofolio bisnis dan komposisi pendapatannya melalui diversifikasi sumber daya lain seperti tembaga, emas dan bijih besi.
- Menganangkan program *farm in* dan *farm out* atas portofolio aset migas Perseroan.
- Meningkatkan kualitas produk, memelihara kelestarian lingkungan, keselamatan kerja, pengembangan masyarakat dan berusaha memuaskan pelanggan dengan pengiriman tepat waktu, serta memenuhi tuntutan pasar yang dinamis.
- Mengembangkan kemampuan dan kompetensi karyawan guna menghasilkan produk berkualitas tinggi dan meningkatkan produktivitas.
- Secara konsisten melaksanakan prinsip-prinsip *corporate governance* yang baik.

3.2.3 Struktur Perusahaan dan Anak Perusahaan

Perseroan memiliki kepemilikan pada beberapa anak perusahaan yang bergerak dalam bidang sumber daya mineral, yang meliputi pertambangan batubara, emas, tembaga, bijih besi serta minyak dan gas. Selain itu perseroan juga memiliki kepemilikan saham pada perusahaan jasa pemasaran untuk produk-produk perseroan.

Tabel 3.3 Struktur Kepemilikan Anak Perusahaan Bumi Resources

Nama Perusahaan	Kepemilikan	Bidang Usaha
PT Kaltim Prima Coal	70%	Pertambangan Batubara
PT Arutmin Indonesia	69.99%	Pertambangan Batubara
PT Citra Palu Minerals	99.99%	Eksplorasi Emas
PT Gorontalo Minerals	80%	Eksplorasi Tembaga/Emas
Bumi Mauritania, S.A.	60%	Eksplorasi Bijih Besi
Gallo Oil (Jersey) Ltd	99.99%	Eksplorasi Minyak & Gas
Enercorp Ltd	50%	Perusahaan Jasa

Sumber : Diolah dari laporan keuangan PT.Bumi Resources 2003 – 2007

Berikut akan dijelaskan lebih lanjut mengenai anak perusahaan yang bergerak dalam bidang pertambangan batubara sebagai bisnis utama perseroan, yaitu PT.Arutmin Indonesia dan PT.Kaltim Prima Coal.

PT. Arutmin Indonesia

Kepemilikan di PT Arutmin Indonesia mengalami perubahan signifikan di tahun 2007. Di awal tahun, kepemilikan Perseroan adalah 99,99%, dimana 80% diambil alih dari BHP Minerals Exploration Inc. pada bulan Oktober 2001 dan 19,99% diambil alih dari PT Ekakarsa Yasa Karya Indonesia pada April 2004. Pada tanggal 26 Juni 2007, BUMI menyelesaikan penjualan 30% kepemilikan saham di Arutmin kepada Tata Power dari India. Saat ini, BUMI memiliki 69,99% dan Tata Power 30% kepemilikan di pertambangan tersebut.

Sejak tahun 1981, Arutmin telah memiliki ijin eksplorasi dan eksploitasi batubara di Blok 6, Kalimantan Selatan, berdasarkan Perjanjian Karya Pengusahaan Pertambangan Batubara (PKP2B) generasi pertama, dimana Arutmin memiliki hak penambangan batubara di areal konsesi seluas sekitar 70.153 hektar untuk periode 30 tahun sejak tanggal 1 Oktober 1989. Arutmin saat ini merupakan salah satu perusahaan pertambangan batubara utama di Indonesia yang mengekspor sebagian besar produknya ke pasar internasional. Arutmin memproduksi batubara bitumen berkualitas tinggi dengan nilai kalori tinggi dan kandungan abu rendah sampai sedang dari tambang Satu, Senakin dan Batulicin, yang terutama dipergunakan untuk kebutuhan industri dan pembangkit listrik. Selain itu, Arutmin juga memproduksi batubara Ecocoal yang lebih rendah kualitasnya namun lebih ekonomis dari tambang Mulia Asam-Asam. Ecocoal

adalah batubara sub-bitumen kalori rendah dan kelembaban tinggi dengan kandungan abu dan sulfur yang sangat rendah, yang dipasarkan sebagai produk batubara ramah lingkungan. Total produksi kotor dari ke empat tambang batubara tersebut mencapai 15,3 juta ton pada tahun 2007.

Per 31 Desember 2007, perkiraan sumber daya batubara Arutmin adalah sebesar 2,4 miliar ton Cadangan terbukti dan terkira adalah 462 juta ton. Di tahun 2007, Arutmin mengekspor sekitar 90% dari penjualan batubara termal berkualitas tinggi sebanyak 14,1 juta ton ke pasar internasional. Negara tujuan ekspor utama adalah Jepang dan negara-negara Asia lainnya. Arutmin juga mengekspor batubara dalam jumlah lebih kecil ke negara-negara Eropa dan Amerika Selatan. Keunggulan utama Arutmin adalah posisi yang kuat di pasar dunia, daya saing ekonomis yang tinggi dengan lokasi tambang yang strategis di dekat pantai, serta terkenal dengan batubaranya yang bermutu tinggi.

PT. Kaltim Prima Coal

Pada tahun 2007 terjadi perubahan kepemilikan yang signifikan di KPC. Pada awal tahun, Perseroan masih memiliki 100% saham melalui pembelian seluruh saham di SHL dan KCL masing-masing dari British Petroleum (UK) dan Rio Tinto (UK dan Australia) di tahun 2003. Pada tanggal 26 Juni 2007, Perseroan melakukan penjualan 30% saham yang dimiliki anak perusahaan, antara lain SHL dan KCL, kepada Tata Power dari India. Dengan demikian, kepemilikan Perseroan saat ini adalah 70% dan Tata Power 30%.

Produksi KPC di tahun 2007 mencapai 35,4 juta ton, dimana sekitar 93% untuk keperluan ekspor. Per tanggal 31 Desember 2007, KPC memiliki perkiraan sumber daya batubara sebesar 4,3 miliar ton. Cadangan terbukti dan terkira adalah 640 juta ton. Pada tahun 1982, KPC yang berlokasi di Sangatta, pantai timur Kalimantan, menandatangani Perjanjian Karya Pengusahaan Pertambangan Batubara (PKP2B), yang akan berakhir di tahun 2021 dan bisa diperpanjang kembali, untuk kegiatan eksplorasi, penambangan dan pemasaran batubara dari area konsesi seluas 90.938 hektar.

KPC memproduksi tiga jenis produk batubara, yaitu Prima, Pinang dan Melawan. Prima adalah produk andalan KPC, karena memiliki kualitas bagus dengan kalori tinggi, abu sangat rendah, serta sulfur dan kelembaban sedang.

Pinang memiliki karakteristik serupa dengan Prima namun dengan kandungan kelembaban yang lebih tinggi. Sementara Melawan adalah produk batubara sub-bitumen dengan kandungan abu dan sulfur yang rendah serta kelembaban lebih tinggi. Pada tahun 2005, KPC mulai mengembangkan tambang Bengalon (sekitar 35 kilometer sebelah utara lapangan Sangatta). Lokasi tersebut saat ini telah dilengkapi dengan fasilitas transportasi batubara dan pelabuhan. Di tahun 2007, tambang Bengalon memproduksi 5,8 juta ton batubara yang dipasarkan dengan nama Pinang-B, karena karakteristik yang mirip dengan Pinang namun dengan kalori sedikit lebih rendah. Target perusahaan ke depan, tambang ini dapat memproduksi lebih dari 8,5 juta ton batubara per tahun.

3.3 Kinerja Operasi Perusahaan Tahun 2007

Operasional pertambangan batubara Perseroan dilakukan melalui dua anak perusahaan utamanya, yaitu KPC dan Arutmin, berlokasi masing-masing di Kalimantan Timur dan Kalimantan Selatan. Bersama-sama, keduanya merupakan produsen batubara terbesar di Indonesia dengan pangsa pasar sekitar 33% dan salah satu dari tiga besar perusahaan pengekspor batubara di pasar internasional dengan produksi kotor di tahun 2007 mencapai 55,4 juta ton. Melalui KPC dan Arutmin, Perseroan memiliki konsesi pertambangan yang telah diberikan oleh Pemerintah Indonesia di dalam Kontrak Karya Pertambangan Batubara generasi pertama dan telah berjalan selama 15 tahun.

Selama tahun 2007, Perseroan melaporkan pertumbuhan produksi sebesar 10,8% dari 50 juta ton di tahun 2006 menjadi 55,4 juta ton di tahun 2007. Sekitar 30% produksi merupakan hasil dari armada penambangan Perseroan serta sisanya sebesar 70% dilakukan oleh kontraktor independen. Dengan mengalihkan beberapa aktivitas pertambangan kepada pihak ketiga Perseroan mampu memperoleh efisiensi dari biaya biaya serta mampu menurunkan biaya modal dari operasionalnya. Volume penjualan kotor Perseroan meningkat sebesar 13,4% dari 45 juta ton di tahun 2006 menjadi 51,4 juta ton di tahun 2007. Total penjualan Perseroan di tahun 2007 merupakan hasil kontribusi KPC sebesar 39,72 juta ton dan kontribusi Arutmin sebesar 15,71 juta ton. Harga penjualan rata-rata tertimbang (FOB) Perseroan mengalami kenaikan ke level yang cukup tinggi,

yaitu AS\$ 44/ton di tahun 2007 dibandingkan dengan tahun 2006 sebesar AS\$ 40,8/ton. Peningkatan harga rata-rata ini terutama disebabkan oleh tingginya permintaan batubara yang sejalan dengan tingkat pertumbuhan konsumsi energi dunia. Untuk menjamin pendapatan yang stabil dalam jangka panjang, strategi Perseroan lebih ditekankan pada kontrak jangka panjang dalam upaya menghindari risiko fluktuasi harga jual.

Tabel 3.4 Jumlah Produksi Kotor dan Harga Penjualan Rata-rata 2003-2007

	2003	2004	2005	2006	2007
Harga Jual Rata2	24.8	32.2	40.1	40.8	44
Volume Produksi Kotor	29.9	36	44.4	50	55.4

Sumber : Diolah dari laporan keuangan PT.Bumi Resources 2003 – 2007

PT. Arutmin Indonesia

Arutmin adalah salah satu produsen batubara terbesar di Indonesia dengan produksi sebanyak 15,5 juta ton, menyumbangkan lebih dari 10% dari total produksi batubara Indonesia di tahun 2007. Tambang utama Arutmin adalah Senakin, Satui, Batulicin, dan Mulia Asam-asam di Kalimantan Selatan. Lokasi tambang Arutmin strategis karena dekat dengan fasilitas pelabuhan milik Perseroan di NPLCT di pantai utara Pulau Laut.

Berdasarkan Laporan Cadangan Tambang Terbuka oleh MineConsult pada Desember 2005, Arutmin diperkirakan memiliki total cadangan batubara terbukti sekitar 303 juta ton, yang berasal dari tambang Senakin 26 juta ton, Satui 54 juta ton, Batulicin 17 juta ton, dan Mulia Asam-asam 204 juta ton. Selain itu, cadangan batubara terukur dan terindikasi diperkirakan mencapai 2.399 juta ton. Batubara Arutmin yang berasal dari Senakin, Satui dan Batulicin memiliki kandungan kalori tinggi antara 6.700 kkal/kg and 6.800 kkal/kg ADB, sedangkan batubara yang berasal dari Mulia Asam-asam memiliki kandungan kalori yang lebih rendah berkisar pada 5.000 kkal/kg ADB.

Arutmin menjual 15,71 juta ton batubara di tahun 2007, porsi terbesar berasal dari tambang Satui, diikuti oleh tambang Senakin, dan sisanya merupakan kontribusi tambang Asam-asam dan Batulicin. Penjualan batubara Arutmin tahun 2007 masih didominasi oleh negara Asia Timur seperti Jepang dan Hong Kong, yang sebagian besar digunakan sebagai pembangkit tenaga listrik.

PT. Kaltim Prima Coal

PT Kaltim Prima Coal (KPC) merupakan salah satu perusahaan tambang terbesar di dunia dengan mengoperasikan lebih dari 500 alat berat. KPC pada awalnya adalah perusahaan patungan antara Rio Tinto dan BP, kemudian pada Oktober 2003 dijual kepada Perseroan. Wilayah konsesi KPC mencapai 90.960 hektar dengan 60% diantaranya belum tereksplorasi. KPC berada di cekungan Kutai yang berasal dari era geologi Mioscene. Wilayah konsesi KPC meliputi Lembak sinklin. Selama tahun 2007, penjualan batubara KPC mencapai 39.72 juta ton, meningkat dibandingkan 35,4 juta ton di tahun 2006.

Berdasarkan Laporan Cadangan Batubara Tambang Terbuka dari MineConsult pada Desember 2005, KPC memiliki cadangan batubara terbukti dan terkira sekitar 815 juta ton, yaitu terdiri dari Sangatta 650 juta ton dan Bengalon 265 juta ton. Pada tahun 2007, produksi batubara KPC sebesar 36,4 juta ton, menurun dari 38,2 juta ton di tahun 2006 akibat curah hujan yang tinggi dan kinerja kontraktor yang rendah. Produksi ini diperoleh dari sepuluh tambang terbuka, sembilan di Sangatta dan satu di Bengalon.

Volume penjualan KPC di tahun 2007 sebesar 39.72 juta ton, rekor tertinggi yang pernah dicapai, dan meningkat 14,1% dibandingkan tahun 2006 sebesar 34,9 juta ton. Sebagian besar batubara KPC diekspor ke berbagai perusahaan pembangkit tenaga listrik di Asia dan Eropa, adapun sisanya digunakan untuk pasar domestik. Volume penjualan batubara KPC yang dijual di pasar domestik pada tahun 2007 mencapai 7% sedangkan 93% di ekspor. Pasar ekspor utama KPC di Asia antara lain adalah Taiwan (24%), Jepang (22%), Korea (6%) dan China (4%). Terutama untuk China dan India, peningkatan permintaan batubara akan terus berlanjut untuk semua jenis kualitas batubara yang dihasilkan perusahaan, karena pertumbuhan ekonomi di kedua negara tersebut menyebabkan permintaan yang semakin besar atas segala bentuk energi terutama batubara sebagai bahan bakar pembangkit listrik.

3.4 Kinerja Keuangan Perusahaan Tahun 2007

Pada tahun 2007, Perusahaan berhasil meningkatkan perolehan laba secara substansial, baik berdasarkan kinerja operasional maupun pendapatan pos luar

biasa dari penjualan aktiva. Di sisi operasional, selain peningkatan harga bahan bakar akibat harga di pasar internasional yang tinggi, perseroan berhasil mempertahankan biaya produksi pada tingkat yang sama dengan tahun lalu, meskipun terdapat tekanan peningkatan biaya di industri pertambangan dunia. Sejumlah transaksi keuangan yang strategis telah diselesaikan di tahun 2007, yang membawa Perseroan menuju posisi finansial yang stabil dan struktur modal yang kuat, antara lain, melalui penjualan 30% saham pada perusahaan batubara kepada Tata Power dan penerbitan Obligasi Konversi I dan II. Keseluruhannya bertujuan untuk memberikan manfaat kepada para pemegang saham Perseroan.

Pembahasan kinerja keuangan ini didasarkan pada laporan keuangan konsolidasi tahun buku 2007 dari PT Bumi Resources Tbk., termasuk laporan keuangan Perseroan dan anak-anak perusahaan yang dimiliki BUMI secara langsung maupun tidak langsung, dengan kepemilikan 50% atau lebih. Untuk perusahaan afiliasi dimana BUMI hanya memegang saham kurang dari 50%, atau dimana berlaku pembatasan kontraktual, maka metode ekuitas digunakan dalam pelaporan Perseroan.

Sebagian besar pendapatan Perseroan dihasilkan melalui aktivitas pertambangan batubara dari anak perusahaan, maka dari itu, pendapatan dan biaya merefleksikan kondisi normal pada industri ini. Selain itu Perseroan membukukan beban penjualan dan administrasi yang umum terdapat pada setiap usaha komersial.

Tabel 3.5 *Financial Highlight* PT. Bumi Resources Tbk

(dalam US\$)

	2003	2004	2005	2006	2007
Total Sales	408,231,640	1,047,506,069	1,751,248,015	1,851,550,950	2,265,468,068
Cost of Good Sold	342,039,841	656,752,860	1,309,355,216	1,322,107,769	1,511,230,903
Gross Profit	66,191,799	390,753,209	441,892,799	529,443,181	754,237,165
Operating Expenses	55,686,812	127,094,327	178,474,484	201,958,940	347,907,597
Operating Income	10,504,987	263,658,882	263,418,315	327,484,241	406,329,568
Other Income / Exp	-14,858,972	-74,679,183	-83,704,585	-102,538,692	448,618,234
Earning Before Tax	-4,353,985	188,979,699	179,713,730	224,945,549	854,947,802
Tax Expense	4,533,546	-69,247,370	-56,300,452	-2,521,907	-14,646,544
Net Income	-4,520,956	119,448,504	123,263,070	222,304,589	789,003,841
EBITDA	68,066,821	347,619,056	334,713,876	430,102,740	951,160,162
Earning Per Share	-0.23	6.16	6.35	11.46	43.07
Current Assets	276,885,537	443,838,768	577,373,270	1,056,671,232	1,204,388,919
Total Assets	1,335,688,244	1,525,617,654	1,721,819,268	2,513,535,949	2,819,419,180
Current Liabilities	507,967,713	660,491,621	659,128,912	802,689,345	849,636,137
Total Liabilities	1,300,884,715	1,407,195,630	1,475,067,922	2,143,355,680	1,417,693,057
Stockholders' Equity	11,120,306	117,622,040	235,345,560	359,946,091	1,121,961,373

Sumber : Annual Report BUMI 2007

Penjualan Bersih

Penjualan bersih perusahaan di tahun 2007 meningkat sebesar 22,4% dibandingkan tahun 2006, menjadi AS\$ 2,265 miliar. Hal ini dicapai berkat adanya peningkatan volume penjualan menjadi 55,4 juta ton serta kenaikan harga jual rata-rata FOB batubara menjadi sebesar AS\$ 44,0 per ton. Volume produksi ditingkatkan untuk memanfaatkan kenaikan harga batubara thermal di pasar dunia. Perseroan mengupayakan perimbangan yang optimal antara penjualan kontrak jangka panjang berbasis indeks dan penjualan jangka pendek di pasar spot. Lebih dari 92% penjualan dibukukan di pasar internasional, dimana baik KPC maupun Arutmin mencatatkan rekor penjualan sebanyak masing-masing 39,72 juta ton dan 15,71 juta ton. Volume penjualan tersebut adalah setara dengan 109% dari produksi KPC dan 101% dari produksi Arutmin, sehingga tingkat persediaan berkurang sebesar 50%.

Beban Pokok Penjualan

Beban pokok penjualan pada tahun 2007 meningkat 14,3% sesuai dengan peningkatan volume produksi dan kenaikan biaya seiring peningkatan biaya bahan bakar secara internasional. Selain itu, aktivitas penambangan sepanjang tahun 2007 juga dipengaruhi oleh cuaca buruk dengan curah hujan yang tinggi. Sekalipun demikian, tingkat produksi masih lebih tinggi dibandingkan periode sebelumnya. Manajemen Perseroan merencanakan untuk mempergunakan batubara bagi bahan bakar diesel (dipergunakan dalam produksi dan pengangkutan batubara) serta mengganti sebagian dari armada truk pengangkut dengan conveyor belt, dalam rangka mengendalikan pemakaian bahan bakar dan menyasiasi biaya-biaya yang umumnya ada di industri pertambangan.

Biaya Produksi Tunai

Biaya produksi tunai (beban langsung di luar depresiasi dan amortisasi) tercatat sedikit menurun dari AS\$ 1.355 juta di 2006 menjadi AS\$ 1.335 juta di 2007, terutama akibat hujan yang mempengaruhi aktivitas penambangan pada tahun 2007. Pada tahun 2007 Perseroan juga melakukan serangkaian upaya penghematan biaya yang berhasil mengurangi biaya produksi tunai per unit (per ton batubara yang ditambang) menjadi AS\$ 25,9/ton, dari AS\$ 26,1/ton. Komponen yang meningkat tajam adalah biaya bahan bakar, dimana Perseroan telah mengambil langkah-langkah pengurangan ketergantungan kepada minyak diesel seperti disebutkan di atas. Strip ratio adalah 8,7 bcm/ton pada tahun 2007, dibandingkan 8,8 bcm/ton pada tahun sebelumnya, sejalan dengan rencana penambangan jangka panjang.

Persediaan Batubara

Pada tahun 2007, Perseroan mengurangi tingkat persediaan seiring dengan menguatnya permintaan pasar, sehingga beban pokok penjualan meningkat sebesar AS\$ 113 juta sejalan dengan pengurangan persediaan. Tingkat persediaan di akhir 2007 adalah kurang dari separo dari persediaan di akhir 2006. Sekalipun masih pada tingkat yang dapat diterima, peningkatan persediaan tetap menjadi prioritas utama aktivitas keuangan, produksi dan pemasaran Perseroan untuk tahun ini.

Laba Kotor

Laba kotor meningkat sebesar 42% dari AS\$ 529 juta di 2006 menjadi AS\$ 754 juta di 2007. Selain itu, margin laba kotor meningkat dari 28,6% di 2006 menjadi 33,3% di tahun 2007, sejalan dengan peningkatan produksi dan kenaikan harga di pasar spot.

Beban Operasional

Beban operasional meningkat dari AS\$ 202 juta di tahun 2006 menjadi AS\$ 348 juta tahun 2007, akibat kenaikan beban pemasaran seiring dengan meningkatnya pendapatan dan aktivitas pemasaran. Selain itu, pada tahun 2006 Perseroan membukukan penyesuaian fee jasa pemasaran yang mengurangi beban komisi penjualan pada tahun tersebut. Komponen beban lainnya seperti pengangkutan dan demurrage juga meningkat seiring peningkatan pada pasar internasional. Di lain pihak, komponen beban umum dan administrasi berkurang dari AS\$ 74 juta menjadi AS\$ 63 juta, sejalan dengan upayaupaya penghematan biaya.

Laba Usaha

Laba usaha meningkat sebesar 24% menjadi AS\$ 406 juta di tahun 2007 dari AS\$ 327 juta di 2006, yang mencerminkan peningkatan margin laba usaha dari 17,7% di 2006 menjadi 17,9% di 2007.

Pendapatan (Beban) Lain-Lain

Pendapatan lainnya meningkat signifikan akibat adanya pendapatan dari penjualan investasi di anak perusahaan. Pada 26 Juni 2007, Perseroan menuntaskan divestasi 30% kepemilikan di anak perusahaan pertambangan batubara. Pendapatan dari penjualan tersebut mencapai AS\$ 1,2 miliar, dimana sebagian besar digunakan untuk melunasi fasilitas Structure Export Notes senilai AS\$ 900 juta serta pelunasan hutang antar-perusahaan pertambangan batubara. Akibatnya, beban bunga bersih berkurang dari AS\$ 98 juta di 2006 menjadi AS\$ 39 juta di 2007. Per 31 Desember 2007, pendapatan bersih dari penjualan investasi tersebut, setelah dikurangi biaya investasi, beban fasilitas pembiayaan dan biaya-biaya divestasi lainnya, adalah sebesar AS\$ 472 juta.

Laba Sebelum Pajak

Laba sebelum pajak sebesar AS\$ 854 juta pada tahun 2007 adalah termasuk pendapatan pos luar biasa sebesar AS\$ 472 juta dari penjualan 30% kepemilikan saham di anak perusahaan batubara. Tanpa pendapatan pos luar biasa, laba sebelum pajak tercatat meningkat 99% menjadi AS\$ 383 juta, dari AS\$ 193 juta tahun 2006, akibat kinerja operasional yang baik dan tingginya harga batubara thermal.

EBITDA

Pada tahun 2007, EBITDA dari aktivitas operasi meningkat menjadi AS\$ 480 juta dari AS\$ 398 juta di tahun 2006, akibat harga jual yang lebih tinggi serta kenaikan volume penjualan selama periode tersebut. Apabila memperhitungkan pendapatan pos luar biasa, angka EBITDA tahun 2007 adalah sebesar AS\$ 951 juta.

Laba Bersih

Perseroan membukukan laba bersih operasional (setelah hak minoritas) sebesar AS\$ 317 juta, meningkat 67% dari jumlah pada tahun sebelumnya. Dengan memperhitungkan pendapatan dari penjualan aset, laba bersih setelah pajak mencapai AS\$ 789 juta, dengan laba per saham sebesar US\$ 4.307. Pertumbuhan laba per saham, di luar pendapatan pos luar biasa, mencerminkan kinerja keuangan yang kokoh dan peningkatan pada nilai pemegang saham.

Neraca

Komposisi neraca Perseroan memperlihatkan perbaikan signifikan, antara lain akibat peningkatan laba dari usaha serta adanya pendapatan dari penjualan 30% saham di anak perusahaan batubara.

Aktiva

Total Aktiva meningkat sebesar AS\$ 306 juta atau sebesar 12%, yang disebabkan oleh peningkatan Aktiva lancar akibat peningkatan Kas dan Bank sebesar AS\$ 92 juta menjadi AS\$ 143 juta dari AS\$ 51 juta di tahun 2006, dan tambahan Investasi Jangka Pendek sebesar AS\$ 118 juta. Hal ini merupakan hasil dari pendapatan penjualan bersih yang berasal dari divestasi perusahaan batubara. Di lain pihak, Persediaan menurun sebesar AS\$ 112 juta menjadi AS\$ 94 juta dari

AS\$ 206 juta di tahun 2006, yang disebabkan oleh tingginya volume penjualan batubara dan rendahnya produksi akibat musim hujan selama periode tersebut. Aktiva tidak Lancar meningkat terutama akibat peningkatan Biaya Ekplorasi yang Ditangguhkan sebesar AS\$ 90 juta dan Biaya Stripping yang Ditangguhkan sebesar AS\$ 84 juta, yang ditunjukkan dengan peningkatan eksplorasi dan pengembangan baik di anak perusahaan batubara maupun non-batubara. Saat ini dengan hampir 13.4% dari total aktiva yaitu Kas atau setara Kas, tidak ada kekhawatiran mengenai likuiditas dan modal kerja.

Kewajiban

Kewajiban menurun sebesar 34% atau AS\$ 725 juta dari 2006. Penurunan drastis terjadi pada kewajiban tidak lancar, dari AS\$ 1.340 juta di tahun 2006 menjadi AS\$ 568 juta di tahun 2007 sebagai akibat penyelesaian hutang jangka panjang serta hutang antar perusahaan di tingkat anak perusahaan dengan dana yang diperoleh dari divestasi.

Hutang Jangka Panjang

Karena Perseroan telah melunasi penuh Surat Hutang Seri 2006-2 dan fasilitas kredit sebesar AS\$ 300 juta di bulan Juni 2007, total pinjaman jangka panjang (termasuk yang jatuh tempo dalam waktu satu tahun) per 31 Desember 2007 adalah AS\$ 8 juta yang terdiri dari pembayaran uang muka pinjaman dari Rio Tinto sehubungan dengan aktivitas eksplorasi Citra Palu Mineral. Rasio Hutang terhadap Total Aktiva turun drastis menjadi 4,18% dari semula sebesar 40,37% di tahun 2006. Selain itu, Pinjaman Bersih terhadap Modal menurun sampai di bawah nol, berkat pendapatan divestasi.

Modal

Modal meningkat drastis dari AS\$ 360 juta di tahun 2006 menjadi AS\$ 1.122 juta di tahun 2007. Peningkatan ini menunjukkan baik konversi dari obligasi yang diterbitkan, sebesar AS\$ 221 juta, dan peningkatan laba ditahan sebesar AS\$ 489, yang sebagian besar berasal dari divestasi.

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Sebelum melakukan valuasi perusahaan PT. Bumi Resources Tbk maka terlebih dahulu dilakukan analisis fundamental mengenai keadaan makro ekonomi dan analisis industri terkait. Analisis fundamental ini bertujuan untuk memudahkan analisis dalam melakukan proyeksi ke depan karena kondisi makro ekonomi dan industri merupakan lingkungan dimana perusahaan beroperasi dan mempunyai pengaruh penting terhadap prospek perusahaan. Untuk mendapatkan gambaran yang jelas mengenai kondisi ekonomi dapat dimulai dengan menganalisa pertumbuhan ekonomi dunia yang diikuti dengan analisis makro ekonomi Indonesia.

4.1 Analisis Makro Ekonomi

4.1.1 Perekonomian Dunia

Dalam lima tahun terakhir, perkembangan ekonomi dunia ditandai dengan pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi dari rata-rata historisnya (di atas 4%), aliran FDI global yang terus meningkat dan melambungnya harga komoditas minyak serta non-minyak dunia, sehingga menyebabkan tekanan inflasi dunia semakin tinggi.

Ekonomi dunia yang tumbuh di atas 4% terutama didorong oleh pesatnya pertumbuhan ekonomi di negara berkembang (China dan India) serta kawasan Eropa. Pertumbuhan ekonomi yang pesat di negara-negara sedang berkembang, khususnya di China, India dan Rusia telah berhasil menutupi perlambatan ekonomi AS akibat dampak krisis pasar keuangan yang dipicu krisis kredit perumahan (*subprime mortgage*).

Harga komoditas primer non-migas juga menunjukkan tren yang terus meningkat akibat dampak kenaikan harga minyak dunia. Kenaikan harga yang terjadi terutama dipicu oleh tingginya permintaan dunia serta terbatasnya pasokan. Selain komoditas logam, kenaikan harga juga diikuti dengan kenaikan harga pangan akibat terganggunya pasokan dan juga didorong oleh meningkatnya permintaan komoditas pangan yang digunakan sebagai bahan pembuatan *biofuel*.

Terus naiknya harga komoditas bersama dengan tetap tingginya pertumbuhan ekonomi dunia menyebabkan tekanan inflasi meningkat.

Untuk pertumbuhan ekonomi dunia di tahun 2008 diperkirakan akan melambat. Bergejolaknya pasar keuangan, tetap tingginya harga komoditas dan lesunya perekonomian AS menyebabkan pertumbuhan ekonomi dunia 2008 diperkirakan mengalami perlambatan menjadi 4%, lebih rendah dari 2007 yang sebesar 4,9%. Prediksi ekonomi yang melambat ini terutama disebabkan oleh semakin meluasnya dampak krisis finansial yang diawali krisis *subprime mortgage* di AS dan lesunya perekonomian negara-negara besar di dunia. Meskipun melambatnya pertumbuhan ekonomi dunia ini diperkirakan akan berdampak negatif pada kinerja ekspor banyak negara, namun perekonomian negara-negara sedang berkembang diperkirakan akan tetap tumbuh tinggi. Negara-negara berkembang diperkirakan mendapatkan keuntungan dari permintaan domestiknya yang masih kuat serta kebijakan ekonomi makro yang telah disiplin dijalankan. Negara-negara pengekspor barang-barang komoditas juga masih diuntungkan dengan harga energi dan bahan makanan yang masih tinggi. Oleh karena itu, negara-negara berkembang yang besar seperti Cina, India dan Rusia diperkirakan masih akan menjadi motor pertumbuhan ekonomi dunia ke depannya. Selanjutnya dalam jangka menengah selama 2009-2012 perekonomian dunia diperkirakan akan mulai tumbuh dalam kisaran 4,5%-5% per tahun dan masih di atas rata-rata historisnya (3,7%).

Harga minyak diperkirakan akan tetap tinggi yaitu dalam kisaran 100-120 US\$/barel di tahun 2008 namun berangsur-angsur diprediksi akan cenderung turun dan stabil di kisaran 100 US\$/barel di tahun 2009 dan 2010 akibat perbaikan sisi suplai dan adanya kontraksi permintaan global, sebagai dampak melemahnya pertumbuhan ekonomi dunia. Pada tahun-tahun berikutnya diproyeksikan akan kembali naik seiring pulihnya pertumbuhan ekonomi dunia ke level yang moderat. Sedangkan harga komoditas primer non minyak diperkirakan tetap berada pada level yang tinggi walaupun akan turun secara gradual sebagai akibat peringkatan pasokan global.

Tabel 4.1 Proyeksi perekonomian global tahun 2008 – 2012

Indikator Makro Ekonomi	2008	2009	2010	2011	2012
Pertumbuhan ekonomi (% yoy)	4,00	4,50	5,00	5,20	5,50
Harga Minyak (US\$/barel)	120	100	100	110	120

Sumber : Diolah dari Bank Indonesia dan berbagai sumber

4.1.2 Perekonomian Indonesia

Beberapa indikator ekonomi dapat digunakan untuk memprediksi kondisi makro ekonomi di Indonesia untuk masa-masa yang akan datang.. Nilai tukar Rupiah terhadap US\$, tingkat pendapatan domestik bruto (PDB), tingkat suku bunga dan tingkat inflasi dalam negeri adalah faktor-faktor makro ekonomi yang merupakan *key-drivers* industri secara umum, dan pada akhirnya akan mempengaruhi kinerja pendapatan dan profitabilitas perusahaan serta beban biaya bagi perusahaan. Berikut ini adalah data historis dan proyeksi beberapa indikator makro ekonomi Indonesia dari tahun 2003 – 2012.

Tabel 4.2 Data indikator makro ekonomi Indonesia tahun 2003 - 2007

Indikator Makro Ekonomi	2003	2004	2005	2006	2007
Pertumbuhan ekonomi (% yoy)	4,78	5,05	5,70	5,50	6,30
Inflasi (% yoy)	5,06	6,40	17,11	6,60	6,59
Suku bunga (SBI 1 bulan)	8,31	7,43	12,75	9,75	8,00
Nilai tukar (Rp/\$) Rata-rata	8.572	8.940	9.713	9.167	9.140

Sumber : Bank Indonesia, Badan Pusat Statistik

Dari data-data variabel makro diatas terlihat bahwa kondisi ekonomi dalam negeri pada beberapa tahun terakhir menunjukkan kinerja yang semakin baik dan stabil. Hal ini tercermin dari pertumbuhan ekonomi yang meningkat dan tertinggi pasca krisis yang ditopang oleh stabilitas makroekonomi yang semakin kokoh dan terjaga, seperti laju inflasi dan suku bunga yang menurun, serta nilai tukar rupiah yang menguat dengan pergerakan yang lebih stabil. Meskipun dari sisi eksternal, yaitu dampak lonjakan harga minyak dan krisis *subprime mortgage* di AS turut mempengaruhi negara-negara lain di dunia termasuk Indonesia, namun hal itu dapat diminimalkan sehingga stabilitas nilai tukar rupiah, inflasi dan defisit fiskal tetap terjaga.

Selama lima tahun terakhir nilai tukar rupiah dapat dikatakan stabil dan cenderung menguat dengan rata-rata di kisaran Rp 9.000 per dolar AS. Perkembangan nilai tukar rupiah pada tahun 2007 sendiri secara keseluruhan tetap relatif stabil dengan nilai tukar rata-rata sebesar Rp 9.140 per dolar AS. Kestabilan nilai tukar selama tahun 2007 didukung oleh perkembangan positif fundamental ekonomi nasional yang konsisten dengan pencapaian keseimbangan internal dan eksternal perekonomian.

Perkembangan nilai tukar yang relatif stabil juga memberikan dampak positif terhadap stabilitas harga dengan inflasi yang stabil dan berada pada kisaran sasaran yang ditetapkan. Laju inflasi dalam lima tahun terakhir semakin rendah di kisaran 5% - 6%, walaupun sempat mengalami kenaikan cukup tinggi hingga 17,11 % pada tahun 2005 akibat kenaikan harga BBM namun inflasi dapat kembali menurun signifikan di tahun-tahun berikutnya yaitu sebesar 6,6% di tahun 2006 dan 6,59 % di tahun 2007. Stabilitas nilai tukar dan rendahnya tekanan inflasi tersebut memberikan peluang bagi Bank Indonesia untuk melakukan kebijakan moneter yang tepat dan dijalankan secara berhati-hati melalui penurunan suku bunga SBI (BI Rate) secara bertahap. Bank Indonesia telah menurunkan BI Rate hingga mencapai 8% atau 175 *basis points* dibandingkan dengan akhir tahun 2006. Penurunan suku bunga SBI ini otomatis diikuti oleh penurunan pada suku bunga pasar, termasuk suku bunga simpanan dan suku bunga kredit yang selanjutnya akan menciptakan iklim kondusif bagi sektor riil, baik terhadap kegiatan investasi maupun konsumsi. Sejalan dengan stabilitas makroekonomi yang terjaga tersebut, pertumbuhan ekonomi selama lima tahun terakhir terus mengalami pertumbuhan hingga pada tahun 2007 dapat mencapai 6,3 % yang merupakan tingkat tertinggi pasca krisis.

Dengan indikator makro yang semakin baik dan stabil tersebut, diperkirakan perekonomian Indonesia di masa yang akan datang tetap akan mengalami pertumbuhan yang cukup baik. Namun untuk prospek perekonomian Indonesia di tahun 2008 dan lima tahun ke depan akan sangat dipengaruhi oleh faktor eksternal dari lingkungan global selain lingkungan domestik sendiri.

Faktor dari lingkungan global yang menjadi tantangan bagi ekonomi Indonesia di tahun 2008 ini antara lain adalah melambatnya pertumbuhan

ekonomi dunia akibat krisis keuangan global yang dipicu *subprime mortgage* di Amerika Serikat, dan juga kenaikan harga komoditas minyak dan non migas dunia. Hal ini akan membuat variabel ekonomi makro yang sudah cukup baik pada beberapa tahun terakhir akan mengalami perlambatan. Terutama dari kenaikan harga minyak dan komoditas pangan akan membuat harga-harga kebutuhan pokok semakin tinggi sehingga akan menimbulkan inflasi yang cukup tinggi di tahun 2008 ini. Sementara dari lingkungan domestik, dampak dari penyelenggaraan pemilu di tahun 2009 akan turut mempengaruhi kestabilan dan pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Tabel 4.3 Proyeksi indikator makro ekonomi Indonesia tahun 2008 – 2012

Indikator Makro Ekonomi	2008	2009	2010	2011	2012
Pertumbuhan ekonomi (% yoy)	6,00	6,20	6,50	7,00	7,20
Inflasi (% yoy)	10,00	6,50	6,00	5,50	5,00
Suku bunga (SBI 1 bulan)	9,0	8,50	8,0	8,0	8,0
Nilai tukar rupiah	9.100	9.100	9.100	9.100	9.100

Sumber : Diolah dari Bank Indonesia dan berbagai sumber

Berdasarkan data diatas terlihat bahwa akan terjadi penurunan ekonomi di tahun 2008 dan 2009 akibat faktor internal dan eksternal yang meliputi dampak melambatnya perekonomian global, kenaikan harga minyak dan komoditas energi dan pangan dunia, inflasi dalam negeri yang tinggi dan dampak dari iklim politik yang memanas akibat penyelenggaraan pemilu di tahun 2009. Namun untuk tahun-tahun berikutnya diproyeksikan pertumbuhan ekonomi Indonesia akan semakin membaik. Perekonomian Indonesia diperkirakan tetap mengalami pertumbuhan antara 6% hingga 6,2% pada tahun 2008 dan 2009, dan terus tumbuh pada tahun 2010 hingga 2012 sebesar 7% - 8% seiring dengan pulihnya perekonomian dunia yang diprediksi mulai tahun 2010.

4.2 Analisis Industri

Sebagai sebuah perusahaan pertambangan, maka PT. Bumi Resources Tbk tidak dapat dipisahkan dari prospek dalam industri pertambangan itu sendiri. Oleh karena pendapatan terbesar PT. Bumi Resources berasal dari penambangan batu

bara maka analisis industri lebih diarahkan kepada industri pertambangan batubara.

Selanjutnya dalam analisis industri akan digunakan analisis *five-forces* oleh Porter yang dapat digunakan untuk melihat seberapa jauh tingkat “*attractiveness*” dari suatu industri. Analisis ini akan mengkaji kekuatan-kekuatan yang ada dalam suatu industri yang mempengaruhi posisi suatu perusahaan yang akan dan atau sudah bermain dalam industri tersebut. Selanjutnya juga dilakukan analisis terhadap siklus bisnis dan hidup industri.

4.2.1 Analisis Struktural Industri (*Five Forces*)

1. Persaingan dalam industri (*rivalry among competitive firms*)

Persaingan antara perusahaan batu bara di wilayah Indonesia termasuk pada tahap medium, karena setiap perusahaan mempunyai wilayah operasi masing-masing maupun pasarnya. Meskipun pemain dalam industri batubara baik skala besar maupun kecil mulai banyak bermunculan namun dengan karakteristik industri yang membutuhkan pembiayaan investasi yang besar menyebabkan tingkat persaingan masih relatif sedang. Di Indonesia penguasaan batubara dapat digolongkan menjadi empat kelompok, yaitu perusahaan pemegang Kuasa Pertambangan (KP) milik negara (BUMN), perusahaan swasta dalam rangka kontrak kerja (KKS), perusahaan KP swasta nasional serta koperasi pemegang KP. Namun peningkatan produksi pada tahun-tahun terakhir lebih banyak dihasilkan oleh perusahaan swasta terutama KKS.

Selama ini pemasok utama batu bara di Indonesia antara lain adalah Kaltim Prima Coal, Adaro Indonesia, Berau Coal, Kideco Jaya Agung, Arutmin Indonesia dan PTBA (Tambang Batubara Bukit Asam). PT. Bumi Resources sendiri merupakan induk perusahaan dari Kaltim Prima Coal dan Arutmin Indonesia yang menguasai sekitar 50% produksi batu bara Indonesia.

Tabel 4.4 Lima besar perusahaan ekspor batubara Indonesia tahun 2006

Perusahaan	Produksi (juta ton)	% Produksi Nasional
Kaltim Prima Coal	34.2	23.1%
Adaro Indonesia	24.1	16.3%
Arutmin Indonesia	13.3	9.0%
Kideco Jaya Agung	11	7.4%
Indominco Mandiri	10.5	7.1%

Sumber : Asosiasi Perusahaan Batubara Indonesia (APBI).

Dalam lingkungan global, perusahaan batu bara Indonesia juga memiliki kompetitor dari negara-negara produsen batubara seperti Australia, China dan Afrika Selatan. Namun perusahaan batubara Indonesia menjadi sangat kompetitif karena permintaan batubara yang tinggi dari China maupun India dan memiliki keuntungan dengan keunggulan posisi geografis yang strategis dan kondisi infrastruktur pertambangan yang relatif baik. Dengan asumsi pasokan cadangan batu bara nasional lebih dari 4 miliar ton dan volume produksi per tahun sekitar 190 juta ton diperkirakan merupakan kekuatan utama yang menjadikan Indonesia tetap sebagai pemasok batu bara dunia paling tidak dalam 5 tahun mendatang meskipun tingkat persaingan dalam industri semakin tinggi.

2. Ancaman pendatang baru (*threat of new entrants*)

Seiring semakin baiknya prospek industri batubara sebagai komoditas energi alternatif selain minyak bumi, tingkat pertumbuhan pemain baru dalam industri ini termasuk cukup tinggi. Perusahaan lokal maupun asing banyak yang tergiur untuk masuk ke dalam bisnis ini karena menjanjikan profitabilitas yang tinggi dari harga batubara yang terus bergerak naik.

Dalam lingkungan global, pertumbuhan pemain dalam industri ini juga semakin tinggi. Untuk mengeliminasi ketergantungan terhadap minyak, negara-negara industri di dunia seperti India dan China memilih melakukan strategi jangka panjang, berupa kebijakan pengamanan energi dengan mengejar sumber energi selain minyak yang berada di berbagai belahan dunia, termasuk pertambangan batu bara di Indonesia. Setidaknya, sampai tahun 2008 ada 15 perusahaan asing dari India dan China yang kini

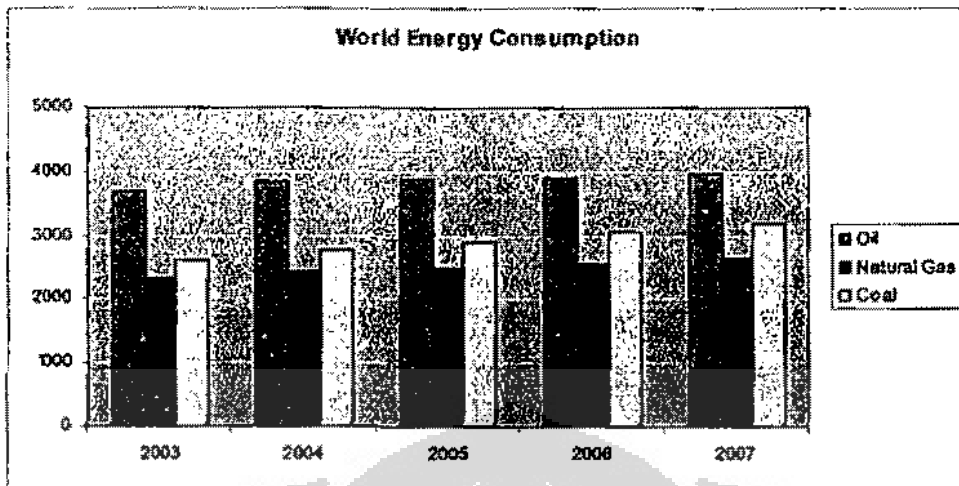
mengincar tambang batu bara Indonesia seperti National Thermal Power Corp (NTPC), Power Trading Company (PTC), Reliance, dan Agrawal Coal asal India maupun Watien dari China. Puluhan perusahaan India dan Cina tersebut berburu batubara di lahan pertambangan Indonesia. karena besarnya cadangan batu bara di Indonesia.

Meskipun banyak perusahaan batubara asing yang mengincar tambang batubara Indonesia, namun regulasi dari pemerintah melarang Kuasa Pertambangan (KP) di Indonesia untuk dijual ke perusahaan asing. Perusahaan-perusahaan India dan Cina tersebut hanya boleh membeli produksi batu bara dari KP atau perusahaan lokal. Sehingga pembelian batubara hanya dapat dilakukan secara *business to business*.

Selain faktor regulasi, *entry barrier* bagi investor yang ingin masuk ke dalam industri ini juga memerlukan pembiayaan investasi yang besar, penguasaan teknologi (R&D) maupun kompetensi manajemen sehingga praktis keberadaan pemain dalam industri ini hanya didominasi oleh perusahaan tertentu yang memiliki kemampuan / kapabilitas tersebut. Hal itu menunjukkan untuk konteks perusahaan batubara Indonesia ancaman pendatang baru (*threat of new entrants*) bagi masih relatif rendah.

3. Ancaman produk substitusi (*threat of substitute product*)

Sebagai komoditas energi, batu bara diperlukan sebagai bahan bakar untuk berbagai jenis industri, terutama untuk pembangkit listrik dan industri lainnya, seperti industri semen, industri peleburan logam, industri briket, keramik dan lain-lain. Untuk industri tertentu, batubara merupakan bahan bakar yang cukup banyak digunakan oleh pelaku industri selain bahan bakar lainnya. Dewasa ini, seiring dengan semakin tingginya harga dan perubahan harga minyak secara jangka panjang mengakibatkan batubara menjadi lebih diminati untuk menjadi sumber energi yang ekonomis. Berikut adalah konsumsi energi utama di dunia selama tahun 2003 hingga 2007.



Gambar 4.1 Pertumbuhan konsumsi energi utama dunia 2003-2007

Sumber : BP Statistical Review June 2008

Dari gambar diatas terlihat bahwa meskipun minyak bumi masih mendominasi kebutuhan energi di dunia namun tingkat pertumbuhan konsumsi batubara dari tahun ke tahun merupakan yang terbesar dibandingkan konsumsi energi minyak bumi maupun gas alam. Selain minyak, gas bumi dan batubara, penggunaan energi alternatif lain masih cukup rendah karena masih berada pada tahap pengembangan. Sekalipun ada, biaya pemrosesan energi alternatif masih lebih mahal dibandingkan dengan energi konvensional, sehingga ancaman dari produk substitusi untuk jangka pendek dan menengah masih relatif kecil. Yang harus diingat, batubara juga merupakan produk yang tak terbarukan dan semakin lama pasokannya akan semakin menipis. Namun, tidak seperti minyak dan gas yang diperkirakan akan habis dalam tempo 20 – 60 tahun mendatang, batubara diperkirakan akan memiliki cadangan jauh lebih panjang hingga lebih dari 100 tahun ke depan.

4. Kekuatan tawar pembeli (*bargaining power of buyer*)

Untuk harga batu bara, sensitivitas harga bagi konsumen tergantung pada sistem pembeliannya. Jika perusahaan sudah memiliki kontrak jangka panjang dengan setiap pembelinya kekuatan tawarnya relatif rendah. Sedangkan untuk penjualan jangka pendek di pasar spot kekuatan tawar menawar akan menjadi lebih besar. Namun, karena batubara masih

menjadi komoditas primer yang sangat vital dalam kebutuhan industri, selama tidak ada komoditas yang lebih ekonomis, harga tidak akan terlalu mempengaruhi keputusan untuk membelinya. Namun kekuatan tawar pembeli dalam penetapan harga dapat menjadi besar, bila pembelinya dalam hal ini adalah pemerintah karena merupakan kebijakan untuk memenuhi kebutuhan energi nasional.

5. Kekuatan tawar pemasok (*bargaining power of supplier*)

Untuk industri pertambangan, pasokan utamanya adalah bahan baku dan energi. Dalam hal ini, biaya yang dibebankan kepada industri bergantung dari kebijakan pemerintah. Dengan keinginan pemerintah untuk menarik investor agar melakukan investasi di Indonesia, diperkirakan pemerintah mengeluarkan kebijakan yang moderat dan tidak memberatkan investor meskipun pemerintah juga perlu melakukan penyesuaian biaya. Hal ini membuat kekuatan tawar pemasok dapat dikategorikan sedang.

Secara keseluruhan, dengan melakukan analisis struktural industri dengan *five forces* Porter maka diperkirakan untuk lima tahun ke depan industri pertambangan batubara masih sangat menarik.

4.2.2 Analisis Siklus Bisnis dan Siklus Hidup Industri

Secara umum, industri pertambangan dapat dikategorikan sebagai industri yang sensitif terhadap kondisi ekonomi sehingga dapat dikatakan industri ini memiliki siklus bisnis yang siklikal (*cyclical industry*). Hal ini dapat diartikan kinerja industri pertambangan akan cenderung mengikuti kinerja pasar secara keseluruhan. Saat pasar menunjukkan pertumbuhan, maka pertumbuhan industri pertambangan akan lebih tinggi dari pertumbuhan pasar, begitu juga sebaliknya. Namun, khusus untuk sektor pertambangan yang terkait dengan energi seperti batubara juga dapat dikatakan memiliki siklus bisnis yang sedang tumbuh (*growth industry*) karena permintaan terhadap kebutuhan energi tetap tinggi dan cenderung meningkat dari tahun ke tahun. Dengan analisis siklus hidup industri juga menunjukkan industri batubara khususnya di Indonesia sedang mengalami periode pertumbuhan dan ekspansi dengan tingkat profitabilitas dari pelaku industri batubara yang meningkat akibat permintaan global yang tinggi.

4.3 Analisis Perusahaan

Dalam melakukan analisis terhadap perusahaan akan difokuskan pada analisis laporan keuangan Bumi Resources dengan menggunakan ROE Model.

Tabel 4.5 Rasio Keuangan Bumi Resources 2003 – 2007

	2003	2004	2005	2006	2007
Net profit margin	0.07%	11.40%	7.04%	12.01%	34.83%
Asset turnover	0.29	0.69	1.02	0.74	0.80
ROA	0.02%	7.83%	7.16%	8.84%	27.98%
Financial leverage	134.50	13.04	7.32	6.99	2.51
ROE	2.69%	102.07%	52.38%	61.76%	70.32%

Sumber : Diolah dari laporan keuangan PT.Bumi Resources 2003 – 2007

Net Profit Margin

Berdasarkan data *net profit margin* Bumi Resources selama periode 2003-2007 terlihat tren peningkatan, dimana dari tahun 2003 nilai profit margin hanya sebesar 0.07% namun terus meningkat dari tahun ke tahun hingga mencapai 34.83% di tahun 2007. Peningkatan yang cukup signifikan terjadi di tahun 2007 terutama selain disebabkan karena kinerja operasional yang baik dan tingginya harga batubara di pasar internasional juga disebabkan oleh pendapatan dari penjualan investasi saham anak perusahaan, yaitu KPC dan Arutmin kepada Tata Power asal India.

Asset turnover

Terdapat hubungan yang erat antara keefektifan perusahaan dalam menggunakan aset yang dimiliki dengan tingkat profitabilitas yang diperoleh perusahaan. Dari data pada tabel 4.5, terlihat bahwa nilai *asset turnover* cukup bervariasi dalam kisaran 0,29 hingga 1,02 selama 5 tahun terakhir. Pada tahun 2003 – 2007 terlihat tren peningkatan kecuali di tahun 2006 namun dalam dua tahun terakhir relatif stabil di angka 0,8. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat produktivitas dari *operating asset* yang dimiliki perusahaan masih relatif stabil.

Return on Asset (ROA)

Selama tahun 2003 hingga 2007 nilai rasio *Return on Asset* (ROA) juga mengalami tren peningkatan. Kenaikan nilai rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam pengelolaan aktiva untuk menghasilkan laba yang semakin efektif. Hal ini sejalan dengan peningkatan *net profit margin* yang cukup signifikan dalam periode tersebut, sedangkan pengaruh dari *asset turnover* relatif sedikit karena nilainya cukup stabil.

Financial leverage

Berdasarkan data yang terdapat pada tabel 4.5, terlihat bahwa *financial leverage* mengalami tren penurunan yang konsisten dari tahun ke tahun. Penurunan nilai *financial leverage* mencerminkan perbaikan struktur modal terutama disebabkan oleh menurunnya struktur pendanaan eksternal karena kemampuan perusahaan untuk membayar cicilan hutang jangka panjangnya. Penurunan *financial leverage ratio* ini direfleksikan juga dari analisis terhadap likuiditas dan solvabilitas perusahaan yang menunjukkan kinerja yang positif. Nilai *current ratio* menunjukkan kenaikan yang konsisten dari tahun ke tahun, mengindikasikan perbaikan modal kerja dan likuiditas perusahaan. Sedangkan solvabilitas perusahaan juga menunjukkan kinerja yang positif. Hal ini terlihat dengan menurunnya nilai DER (*Debt to Equity Ratio*) dari tahun 2006 ke 2007.

Return on Equity (ROE)

Nilai ROE dari Bumi Resources secara umum mengalami tren peningkatan dari tahun 2003 hingga 2007. Namun untuk tahun 2004 terjadi lonjakan yang signifikan dari tahun sebelumnya yang dipengaruhi oleh perubahan yang cukup besar baik dari nilai ROA dan *financial leverage*. Untuk tahun 2007 terlihat peningkatan ROE lebih banyak dipengaruhi oleh nilai ROA yang meningkat cukup signifikan dari tahun sebelumnya. Hal ini mengindikasikan tingkat pengembalian dari investasi pemegang saham masih tinggi dan cukup menjanjikan.

4.4. Perhitungan nilai perusahaan dengan Metode DCF

Untuk membuat perhitungan nilai saham PT.Bumi Resources Tbk maka diperlukan proyeksi terhadap laporan keuangan untuk lima tahun ke depan, sebagai dasar untuk perhitungan arus kas.

4.4.1. Proyeksi Laporan Keuangan

Dalam melakukan proyeksi keuangan ini, maka data keuangan yang akan diamati adalah laporan keuangan perusahaan dari tahun 2003 – 2007. Dari data-data keuangan yang ada yaitu laporan laba rugi, neraca dan arus kas maka dapat dianalisis berapa besarnya prosentase atau pertumbuhan dari masing-masing pos. Berdasarkan analisis tersebut, maka akan dibuat suatu proyeksi untuk lima tahun ke depan dengan tetap mengacu pada analisis makro ekonomi dan industri yang terkait.

4.4.1.1. Proyeksi *Income Statement*

Proyeksi *Income Statement* dibuat dengan menggunakan asumsi-asumsi sebagai berikut :

Penjualan

Salah satu pendekatan yang umum dalam menentukan tingkat pertumbuhan suatu perusahaan adalah dengan melihat tingkat pertumbuhan penjualannya. Salah satunya adalah dengan menggunakan rata-rata pertumbuhan dari data historis selama 5 tahun.

Tabel 4.6 Pertumbuhan penjualan Bumi Resources 2003-2007

	2003	2004	2005	2006	2007
Penjualan (US\$)	408,231,640	1,047,506,069	1,751,248,015	1,851,550,950	2,265,468,068
Pertumbuhan		156.60%	67.20%	5.70%	22.40%
Rata-rata pertumbuhan					62.98%

Sumber : Diolah dari laporan keuangan PT.Bumi Resources 2003 – 2007

Data penjualan PT.Bumi Resources, Tbk dalam lima tahun terakhir menunjukkan kinerja yang sangat baik dengan pertumbuhan rata-rata sebesar 62,98 %. Kecenderungan pertumbuhan penjualan yang tinggi tersebut berasal dari kenaikan volume produksi akibat permintaan yang tinggi dan juga terus melonjaknya harga batubara di pasar internasional.

Namun untuk menyusun proyeksi pendapatan selain melihat data historis juga perlu memperhatikan perkembangan makro ekonomi dan perkembangan industri batubara untuk tahun-tahun berikutnya terutama harga batu bara di pasar global dalam 5 tahun ke depan. Faktor utama yang akan sangat berpengaruh terhadap proyeksi pertumbuhan adalah perkiraan proyeksi harga batu bara, dan tingkat produksi mengingat sebagian besar produk batubara yang dihasilkan oleh perusahaan berorientasi ekspor. Untuk itu, penulis akan mencoba menjabarkan komponen utama dari penjualan sebagai dasar asumsi dalam proyeksi untuk 5 tahun ke depan, yaitu volume penjualan dan harga jual rata-rata. Berikut adalah data historis kedua komponen tersebut dari tahun 2003-2007.

Tabel 4.7 Rata-rata Volume Penjualan & Harga Jual Batubara Bumi Resources 2003-2007

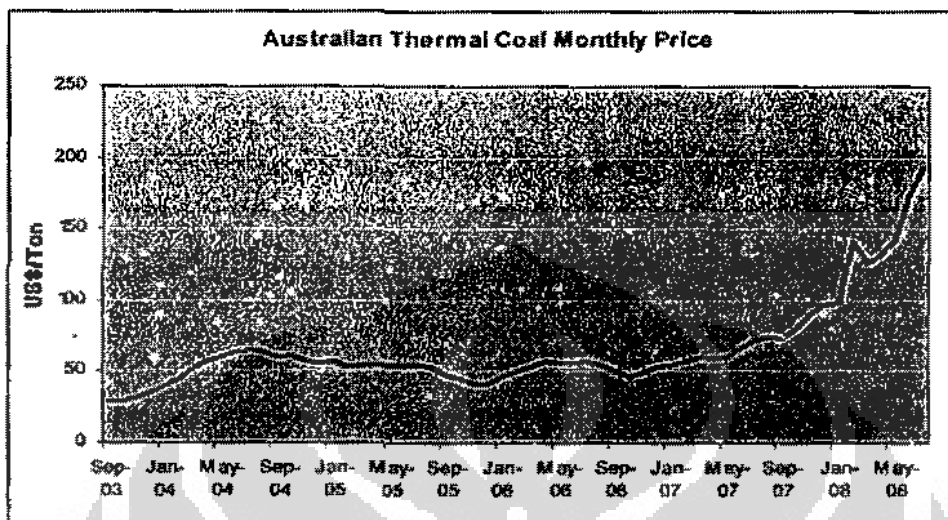
	2003	2004	2005	2006	2007
Volume penjualan (jt ton)	35.9	36.0	44.4	50.0	55.4
Harga jual (A\$/ton)	24.8	32.2	40.1	40.8	44.0

Sumber : Diolah dari laporan keuangan PT. Bumi Resources 2003 – 2007

Harga jual yang dicatat oleh perusahaan tersebut merupakan harga rata-rata dari penjualan kontrak jangka panjang berbasis indeks dan penjualan jangka pendek di pasar spot. Terdapat beberapa standar untuk patokan harga batubara global, salah satunya adalah indeks harga Newcastle, Australia yang sering disebut dengan NEWC Index, yang sering digunakan sebagai salah satu acuan harga batubara di Asia. Pada tahun 2006 Indonesia sendiri telah memiliki suatu standar harga yang disebut dengan *Indonesian coal index* (ICI) yang mulai dijadikan patokan dalam transaksi batubara untuk domestik.

Harga minyak bumi dunia merupakan salah satu indikator penting dalam penentuan asumsi harga jual batubara. Pada saat penulisan, harga minyak bumi telah mencapai level 125 US\$/bareil. Dalam asumsi moderat (*most likely*) harga minyak diperkirakan akan tetap tinggi yaitu dalam kisaran 100-130 US\$/bareil di tahun 2008 namun diprediksi akan relatif menurun hingga sekitar 100 US\$/bareil mulai tahun 2009 akibat perbaikan sisi suplai dan adanya kontraksi permintaan global, sebagai dampak melemahnya pertumbuhan ekonomi dunia. Selanjutnya

berangsur-angsur mulai naik lagi dari tahun 2010-2012 sejalan dengan membaiknya pertumbuhan ekonomi dunia.



Gambar 4.2 Harga Kontrak Batubara Thermal Australia 2003-2008

Sumber : Index Mundi, IMF

Dengan korelasi yang kuat antara harga minyak dan harga batubara maka kenaikan harga minyak di tahun 2008 akan berimbas pada naiknya harga penjualan rata-rata batubara. Hal ini terlihat oleh grafik pergerakan harga kontrak batubara pada Australian Thermal Coal pada tahun 2008 yang terus naik dan telah menembus US\$ 100/ton. Untuk harga jual rata-rata yang menjadi asumsi bagi perusahaan juga akan melonjak dari US\$ 44/ton pada tahun 2007 menjadi sebesar US\$ 80/ton berdasarkan harga rata-rata dari penjualan kontrak jangka panjang dan penjualan jangka pendek. Asumsi kenaikan yang cukup signifikan pada tahun 2008 didasarkan pada semakin tingginya permintaan terhadap batubara dan tingginya harga minyak dunia.

Selain faktor harga jual, tingkat volume produksi juga menjadi faktor yang sangat mempengaruhi tingkat penjualan. Tingkat pertumbuhan rata-rata volume produksi perusahaan dalam 5 tahun terakhir mencapai 16,8 %. Untuk asumsi moderat, perusahaan diperkirakan dapat mencapai rata-rata tingkat produksi historisnya. Bila produksi BUMI pada tahun 2007 adalah sebesar 55,4 juta ton/tahun, maka diproyeksikan perusahaan dapat menaikkan produksinya pada tahun 2008 sebesar 16 % menjadi 64 juta ton/tahun untuk memenuhi permintaan

batubara yang tinggi di pasar global. Hal itu didasarkan pada penambahan peralatan dan pembangkit listrik untuk meningkatkan produktivitas operasional pertambangan serta faktor lain seperti kondisi cuaca yang membaik serta persediaan batubara yang memadai.

Dari berbagai asumsi tersebut, pertumbuhan penjualan pada tahun 2008 diproyeksikan akan mencapai 127 % lalu tumbuh berdasarkan asumsi pertumbuhan rata-rata sebesar 30% -35 % pada tahun 2009-2012. Hal ini sesuai dengan asumsi masih tingginya tren permintaan dan harga batubara untuk lima tahun kedepan dan peningkatan produktivitas operasional yang dapat meningkatkan volume produksi. Nilai pertumbuhan 30%-35% untuk tahun 2009-2012 didasarkan atas kenaikan harga batubara yang tumbuh rata-rata 10% per tahun dan peningkatan volume produksi sebesar 17% berdasarkan tingkat pertumbuhan rata-rata volume produksi perusahaan dalam 5 tahun terakhir yang mencapai 16,8 %.

Semua asumsi yang dibuat didukung oleh keunggulan perusahaan sebagai produsen batubara termal terbesar di Indonesia dan eksportir terbesar batubara termal kedua terbesar di dunia, yang memiliki kemampuan untuk menciptakan skala ekonomi yang signifikan dan juga ketentuan harga yang kompetitif.

Tabel 4.8 Proyeksi pertumbuhan penjualan Bumi Resources 2008 - 2012

	2003E	2009E	2010E	2011E	2012E
Penjualan (US\$)	5,142,612,514	6,942,526,694	9,025,284,963	11,732,870,452	15,252,731,587
Pertumbuhan	127.0%	35.0%	30.0%	30.0%	30.0%

Sumber : Diolah dari laporan keuangan PT. Bumi Resources 2003 - 2007

Beban Pokok Penjualan, Beban Usaha dan Pendapatan/Beban lain-lain

Untuk membuat proyeksi pos-pos lain diluar penjualan bersih pada laporan laba rugi dilakukan dengan melakukan analisis *common-size* atas laporan laba rugi periode lima tahun sebelumnya. Untuk pos Beban Pokok Penjualan (COGS) pada tahun 2008 diproyeksikan sebesar 70% dari penjualan yang berasal dari rata-rata prosentase COGS terhadap penjualan yang sebesar 71.87 % dalam 5 tahun terakhir. Nilai ini meningkat dari tahun 2007 yang sebesar 66,7% karena

faktor meningkatnya biaya bahan bakar minyak dunia. Selanjutnya, seiring dengan rencana perusahaan untuk menggunakan batubara bagi bahan bakar dan pengendalian biaya pengangkut maka diasumsikan prosentase COGS terhadap penjualan dapat ditekan hingga sebesar 68% di tahun 2009 hingga 2012.

Untuk pos beban usaha diproyeksikan sebesar 16% dari penjualan. Nilai ini sedikit meningkat dari tahun 2007 yang sebesar 15,4% akibat dampak kenaikan BBM di tahun 2008 yang berpengaruh pada biaya pengangkutan namun masih tetap berkisar dalam rata-rata 5 tahun terakhir yaitu sebesar 12,45%. Untuk tahun 2009-2012 diasumsikan prosentase beban usaha terhadap penjualan sebesar 15%.

Selanjutnya untuk pos-pos yang terdapat pada pendapatan/beban lain-lain diasumsikan nilainya menggunakan rata-rata *common size* dari data historis dalam beberapa tahun terakhir. Nilai rata-rata selama 5 tahun berkisar 0,26%, namun karena nilai pendapatan/beban lain-lain pada tahun 2007 bersifat *outlier* karena terdapat nilai yang signifikan dari pos pendapatan lain sebagai akibat penjualan investasi di anak perusahaan maka data pada tahun 2007 dikeluarkan dari perhitungan sehingga didapatkan nilai sebesar 5,27%. Untuk proyeksi selama tahun 2008-2012 digunakan nilai pendapatan/beban lain-lain sebesar 6% terhadap penjualan. Untuk beban pajak penghasilan diasumsikan menggunakan tingkat pajak sebesar 30% terhadap laba sebelum pajak sesuai dengan yang telah ditetapkan oleh pemerintah. Hak minoritas atas laba bersih anak perusahaan juga dihitung dengan merata-ratakan prosentase data historis *common-size* dari 2003-2007 yang menghasilkan nilai sebesar 0,69% sehingga proyeksi yang digunakan sebesar 0,6%. Hasil proyeksi *income statement* dapat dilihat pada lampiran.

4.4.1.2 Proyeksi *Balance Sheet*

Untuk membuat proyeksi *Balance Sheet* digunakan beberapa asumsi sebagai berikut :

Aktiva lancar dihitung berdasarkan persentase dari penjualan. Persentase tersebut dihitung dengan merata-ratakan prosentase data historis dari semua pos aktiva lancar terhadap penjualan. Hal yang sama juga dilakukan untuk aktiva tidak lancar yang menggunakan rata-rata prosentase data historis 2003 – 2007.

Kewajiban lancar yang tidak dikenakan bunga dihitung dengan rata-rata prosentase terhadap penjualan dalam tahun 2003 – 2007. Hal yang sama juga dilakukan untuk kewajiban tidak lancar yang tidak dikenakan bunga.

Sedangkan untuk kewajiban lancar yang dikenakan bunga (pinjaman jangka panjang yang jatuh tempo dalam satu tahun) dan kewajiban tidak lancar yang dikenakan bunga (pinjaman jangka panjang) akan menggunakan asumsi dari kebijakan perusahaan. Dengan komitmen pinjaman dari pihak kreditor untuk rencana aksi korporasi perusahaan terkait akuisisi perusahaan pertambangan ke depan maka untuk tahun proyeksi 2008 pos pinjaman jangka panjang diasumsikan sebesar US\$ 450 juta. Untuk tahun-tahun proyeksi selanjutnya dengan asumsi jangka waktu 5 tahun, nilai pinjaman jangka panjang tersebut diasumsikan merupakan saldo pinjaman tahun sebelumnya dikurangi dengan saldo pinjaman yang dibagi secara proporsional dengan sisa tahun hingga jatuh tempo. Hak minoritas atas aktiva bersih anak perusahaan dihitung dengan rata-rata prosentase terhadap penjualan dalam tahun 2003 – 2007.

Ekuitas dianggap tetap dan tidak mengalami perubahan di masa depan, kecuali untuk pos laba ditahan. Pos laba dalam proyeksi ini digunakan sebagai pos penyeimbang antara aktiva dengan pasiva. Hasil proyeksi *balance sheet* dapat dilihat pada lampiran.

4.4.2 Perhitungan *Discount Rate*

Salah satu langkah yang diperlukan dalam melakukan perhitungan DCF adalah menentukan faktor diskonto (*discount rate*) sebagai tingkat hasil yang diharapkan oleh investor (*required rate of return*) yang akan digunakan untuk menilai arus kas perusahaan di masa depan pada saat ini (*present value*). Karena metode valuasi yang akan digunakan adalah model FCFF 2-stage, maka dibutuhkan dua nilai *discount rates*, yakni *discount rates* pada tahap *high growth* dan *discount rates* pada tahap *stable growth*.

Untuk tahap *high growth*, *discount rates* yang akan digunakan adalah WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), yakni biaya modal rata-rata tertimbang dari biaya hutang (*cost of debt*) dan biaya modal sendiri (*cost of equity*). Sedangkan *discount rates* di tahap *stable growth* akan dijelaskan lebih lanjut dalam pembahasan terminal value.

4.4.2.1 Cost of Equity

Perhitungan biaya modal sendiri (*cost of equity*) dapat dilakukan dengan menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

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

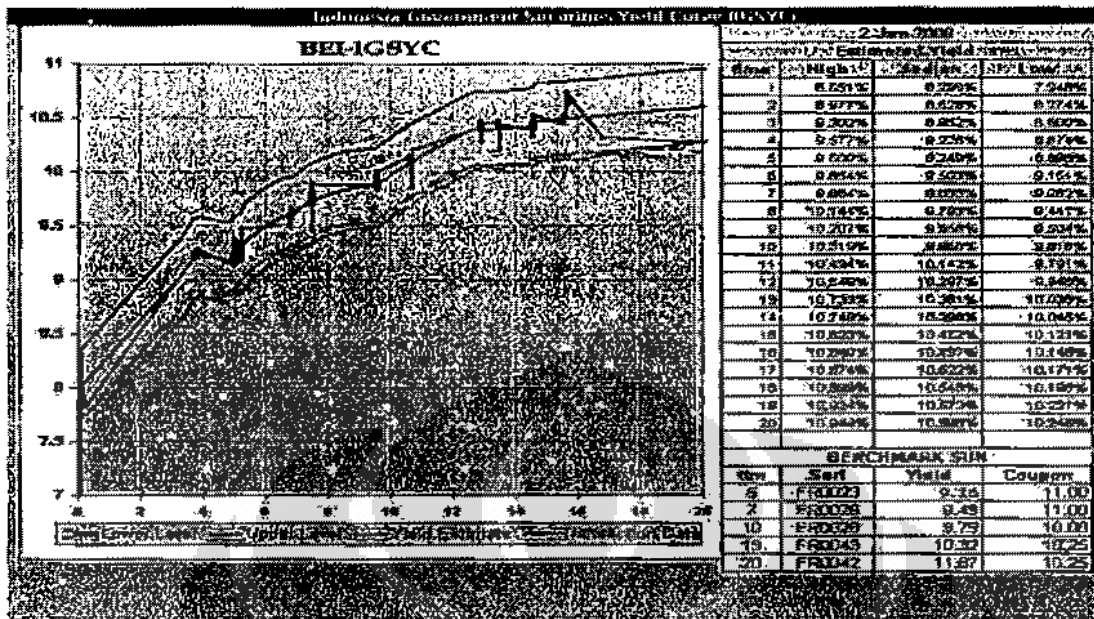
Perhitungan diatas membutuhkan nilai beta (β), *risk-free rate* (R_f) dan *risk premium* ($R_m - R_f$). Nilai beta diperoleh dari regresi antara *return* harga saham harian PT.Bumi Resources dengan *return* pasar (IHSG) selama 5 tahun terakhir. Untuk perhitungan ini yang akan digunakan adalah β yang didapat dari Bloomberg yaitu sebesar 1,29. Sedangkan untuk *risk-free rate* digunakan suku bunga rata-rata Sertifikat Bank Indonesia (SBI) untuk jangka waktu satu bulan dengan pertimbangan likuiditas SBI dijamin oleh pemerintah sehingga dianggap tidak memiliki risiko. *Risk free rate* rata-rata untuk tahun 2007 didapatkan sebesar 8,6%. Untuk nilai *risk premium* akan menggunakan nilai yang berasal dari pendekatan Damodaran untuk nilai *risk premium* untuk *emerging market* yaitu sebesar 7,5% dan diasumsikan tetap untuk 5 tahun ke depan. Berdasarkan data-data diatas didapatkan nilai biaya modal sendiri (K_e) adalah

$$K_e = 8,6\% + 1,29 * 7,5\%$$

$$K_e = 18,3\%$$

4.4.2.2 Cost of Debt

Penentuan *cost of debt* dilakukan berdasarkan estimasi *yield* pada nilai Indonesia Government Securities Yield Curve yang mencerminkan *market risk* dari obligasi pemerintah. Nilai yang diambil adalah IGSYC per tanggal 2 Januari 2008 untuk jangka waktu lima tahun yaitu sebesar 9,24%, lalu ditambah dengan asumsi premi risiko industri sehingga didapatkan nilai *cost of debt* sebesar 10,24%.



Gambar 4.3 Indonesia Government Securities Yield Curve 2 Jan 2008

Sumber : Bursa Efek Indonesia

4.4.2.3. Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Setelah menghitung besarnya *cost of equity* dan *cost of debt* selanjutnya dapat dihitung biaya modal tertimbang perusahaan (WACC) yang akan digunakan dalam menghitung nilai saat ini dari proyeksi arus kas perusahaan di masa depan. Berdasarkan hasil proyeksi laporan neraca tahun 2008 diasumsikan rasio hutang (*debt*) diperkirakan sebesar 23.5%. Yang dimasukkan sebagai komponen debt adalah pinjaman jangka pendek, pinjaman jangka panjang yang jatuh tempo dalam satu tahun, dan pinjaman jangka panjang. Sebaliknya rasio ekuitas menjadi 76.5% yang sejalan dengan perbaikan struktur modal yang ditunjang oleh peningkatan laba dan juga divestasi. Nilai rasio hutang dan ekuitas ini diasumsikan sama untuk setiap tahun proyeksi. Dengan menggunakan nilai *cost of equity*, *cost of debt* serta rasio hutang dan ekuitas maka diperoleh nilai WACC sebesar 15,26 %.

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= E/(D + E)K_e + D/(D + E)(K_d*(1-\text{Tax})) \\ &= 76.5\%*18.3\% + 23.5\%*8.18\%(1-30\%) = 15.3\% \end{aligned}$$

4.4.3 Perhitungan *Free Cash Flow*

Arus kas yang digunakan untuk melakukan valuasi nilai intrinsik saham perusahaan adalah *free cash flow to the firm* (FCFF). Data untuk perhitungan proyeksi arus kas perusahaan diperoleh dari proyeksi laporan keuangan Bumi Resources dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2007.

Depresiasi

Angka beban penyusutan atau depresiasi diambil berdasarkan nilai beban penyusutan terhadap nilai aktiva tetap tahun berjalan. Dari laporan keuangan pada tahun 2005 – 2007 terlihat bahwa persentase beban penyusutan terhadap aktiva tetap adalah berkisar antara 9,7% hingga 11,5%. Untuk proyeksi tahun-tahun selanjutnya diasumsikan nilai beban penyusutan adalah sebesar 10 % dari aktiva tetap.

Capital Expenditure

Nilai *capital expenditure* atau pengeluaran modal merupakan pengeluaran yang digunakan untuk memperbaiki kinerja perusahaan dan memberikan manfaat untuk satu atau lebih periode akuntansi. Yang termasuk dalam *capital expenditure* ini adalah pengeluaran untuk investasi pada aktiva tetap yang digunakan untuk kegiatan usaha perusahaan. Data historis rata-rata capex/sales selama tahun 2003 hingga 2007 didapatkan 4,08 % maka diproyeksikan untuk 5 tahun ke depan persentase ini akan sebesar 5% yang juga didasarkan pada kebutuhan perusahaan dalam mendapatkan cadangan batu bara yang baru untuk mengantisipasi tingginya kebutuhan batu bara di masa depan.

Change in Net Working Capital

Net working capital (NWC) atau kebutuhan modal kerja merupakan selisih antara aktiva lancar dengan kewajiban lancar. Kebutuhan *working capital* dalam perhitungan *free cash flow* diperoleh dari selisih *working capital* tahun berjalan dengan tahun sebelumnya. Nilai *working capital* yang akan digunakan didapat dari proyeksi neraca untuk tahun 2008 - 2012 yang telah dihitung sebelumnya.

Tabel 4.9 Perhitungan *Free Cash Flow* Bumi Resources tahun 2008-2012

	2008	2009	2010	2011	2012
EBIT	719,965,752	1,180,229,572	1,534,298,444	1,994,587,977	2,592,964,370
Tax	215,989,726	354,068,872	460,289,533	598,376,393	777,889,311
EBIT (1-Tax)	503,976,026	826,160,700	1,074,008,911	1,396,211,584	1,815,075,059
+Depreciation	167,436,469	226,039,233	293,851,003	382,006,303	496,608,194
-Capital Expenditure	257,130,626	347,126,345	451,264,248	566,643,523	762,636,579
-Change in Working Capital	(243,600,840)	(40,324,181)	48,248,328	62,722,827	81,539,675
FCFF	557,682,709	745,397,769	868,347,337	1,128,851,538	1,467,506,996

Sumber : Data Diolah

Terminal Value (Tabap Stable Growth)

Pada tahap ini diasumsikan perusahaan akan tumbuh dengan tingkat pertumbuhan yang konstan sampai periode tak hingga. Periode ini dijadikan dasar untuk perhitungan *Terminal Value*. Karena periode high growth diasumsikan berlangsung sampai dengan tahun 2012, maka periode *stable growth* dimulai dari tahun 2013 hingga periode tak hingga (*perpetuity*)

Untuk menghitung *terminal value* tersebut maka *free cash flow* dari tahun yang sudah dianggap memiliki pertumbuhan yang tetap akan dibagi dengan tingkat kapitalisasi yang dapat diukur dengan cara mengurangi WACC dengan tingkat pertumbuhan konstan (*g*). Hasil pembagian tersebut akan dijumlahkan dengan *free cash flow* tahun terakhir dan dikalikan dengan tingkat diskonto seperti yang dilakukan di tahun-tahun sebelumnya. Tingkat pertumbuhan diasumsikan tetap sebesar 7 % yang diasumsikan dari nilai proyeksi GDP Indonesia di tahun 2012 sekitar 7% - 7.5% sehingga besarnya terminal rate dapat dihitung seperti dibawah ini.

$$\begin{aligned} \text{Terminal Rate} &= \text{WACC} - g \\ &= 15.65\% - 7\% = 8.65\% \end{aligned}$$

4.4.4 Hasil Perhitungan Nilai Perusahaan dan Nilai Saham

Nilai perusahaan atau *firm value* diperoleh dengan menghitung nilai saat ini dari proyeksi seluruh arus kas perusahaan yang akan terjadi di masa datang, yakni dengan mendiskontokan arus kas (FCFF) yang telah diperoleh sebelumnya

dengan nilai WACC. Dari hasil perhitungan diperoleh nilai perusahaan Bumi Resources sebesar US\$13,977,683,446 yang terlihat pada tabel dibawah ini.

Tabel 4.10 Perhitungan Nilai Perusahaan Bumi Resources

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
FCFF	857,882,709	745,397,769	868,347,337	1,128,851,538	1,467,506,999	1,907,759,099
Terminal Value						22,056,790,164
Discount factor (WACC = 15.6%)	0.864683102	0.747876867	0.646503553	0.559020698	0.483375751	0.483375751
PV	588,860,062	557,316,669	561,389,639	631,051,375	709,357,298	10,661,717,521
Total PV	13,689,692,563					

Sumber : Data Diolah

Dari nilai perusahaan yang diperoleh diatas selanjutnya dikurangi dengan nilai hutang perusahaan di tahun 2008 untuk mendapatkan nilai pasar dari ekuitas perusahaan. Nilai hutang perusahaan didapatkan dari proyeksi laporan neraca di tahun 2008 sebesar US\$ 457,979,733 sehingga didapatkan nilai ekuitas perusahaan sebesar US\$ 13,231,712,830. Lalu nilai ekuitas tersebut dibagi dengan jumlah saham yang beredar sebanyak 19.404.000.000 lembar saham sehingga didapatkan nilai saham Bumi Resources yang wajar adalah US\$ 0.682/lembar atau setara dengan Rp.6239/lembar (kurs Rp 9150 per US\$).

Tabel 4.11 Perhitungan Nilai Saham Bumi Resources

<i>Value of Firm (US\$)</i>	13,689,692,563
<i>Value of Debt (US\$)</i>	457,979,733
<i>Value of Equity (US\$)</i>	13,231,712,830
<i>Outstanding Shares</i>	19,404,000,000
<i>Value of Equity/Shares (US\$)</i>	0.682
<i>Value of Equity/Shares (Rp)</i>	6239

Sumber : Data Diolah

4.4.5. Analisis Sensitivitas

Untuk mengantisipasi perubahan kondisi lingkungan bisnis perusahaan, maka akan dikembangkan analisis sensitivitas. Hal ini dikarenakan oleh faktor ketidakpastian tentang bagaimana kondisi di masa depan yang nanti akan terjadi. Perhitungan ini dilakukan dengan mensimulasikan adanya perubahan angka proyeksi dengan skala atas – bawah (optimis – pesimis) dari kondisi normal (moderat) pada kinerja perusahaan yang telah dihitung sebelumnya.

Dalam analisis sensitivitas ini hanya akan dilihat beberapa faktor saja dari penggerak nilai (*value drivers*) yang sangat mempengaruhi pembentukan nilai. Tingkat pertumbuhan penjualan merupakan komponen utama yang akan mempengaruhi penilaian perusahaan, sehingga dalam analisis sensitivitas ini hanya akan dibuat skenario dari komponen tersebut.

Pada skenario optimis tingkat penjualan pada tahun 2008 akan meningkat signifikan hingga 164% berdasarkan kenaikan harga penjualan batubara hingga US\$ 85/ton akibat kenaikan harga minyak bumi yang menembus US\$ 140/barel dan juga peningkatan tingkat produksi yang mencapai pertumbuhan 20% dari tahun sebelumnya. Untuk tahun 2009-2012 pertumbuhan penjualan rata-rata diasumsikan sama dengan skenario moderat yaitu sebesar 30%-35%. Faktor kondisi perekonomian dunia yang membaik dan semakin tumbuh, faktor industri yang masih prospektif dengan masih tingginya permintaan batubara global serta keberhasilan program perusahaan dalam meningkatkan kinerja operasionalnya melandasi pertumbuhan penjualan yang cukup tinggi.

Sedangkan pada skenario pesimis tingkat penjualan pada tahun 2008 hanya akan meningkat sebesar 60% berdasarkan kenaikan harga penjualan batubara menjadi US\$ 60/ton yang mengikuti harga minyak yang diasumsikan sebesar US\$ 90/barel, sedangkan tingkat produksi yang berhasil dihasilkan perusahaan mencapai pertumbuhan 10% dari tahun sebelumnya (data peningkatan produksi di tahun 2007). Skenario ini didasarkan pada asumsi perekonomian yang mengalami perlambatan terutama di tahun 2008 sehingga menyebabkan penurunan permintaan komoditas minyak dan berimbas pada penurunan harga. Tahun 2009-2012 pertumbuhan rata-rata diasumsikan tidak sebesar skenario moderat namun masih dalam kisaran yang dapat dicapai oleh perusahaan yaitu

sebesar 30%. Nilai ini didasari oleh peningkatan harga jual batubara yang masih prospektif dalam 5 tahun terakhir dan peningkatan produksi sebesar 17% berdasarkan tingkat pertumbuhan rata-rata 5 tahun terakhir.

Untuk asumsi lain yang diperlukan untuk proyeksi laporan keuangan diasumsikan tidak mengalami perubahan untuk masing-masing skenario. Adapun untuk proyeksi lain pada periode *stable growth* diasumsikan sama dengan skenario moderat (*most likely*) yang telah dihitung sebelumnya, karena saat itu semua faktor yang mempengaruhi fundamental perusahaan dianggap sudah stabil. Hasil perhitungan nilai ekuitas/lembar saham untuk masing-masing skenario dapat dilihat pada tabel di bawah ini. Adapun untuk proyeksi laporan keuangan untuk masing-masing skenario dapat dilihat pada lampiran.

Tabel 4.12 Perhitungan Analisis Sensitivitas

Skenario	Value of Equity/Shares
Optimis	7,165.95
Moderat	6,239.44
Pesimis	4,790.54

Sumber : Data Diolah

4.5 Perbandingan Nilai Intrinsik dan Nilai Pasar

Dari hasil perhitungan yang telah dilakukan, didapatkan nilai wajar saham Bumi Resources dengan skenario optimis dan pesimis berada dalam kisaran Rp.4.790 – Rp.7.165 per lembar saham. dengan nilai moderat sebesar Rp.6239/lembar saham. Adapun harga saham BUMI di pasar pada tanggal 28 Desember 2007 adalah sebesar Rp.6000 sehingga dapat dikatakan nilai di pasar telah mendekati nilai wajar meskipun dalam posisi *undervalued* terhadap nilai wajar.

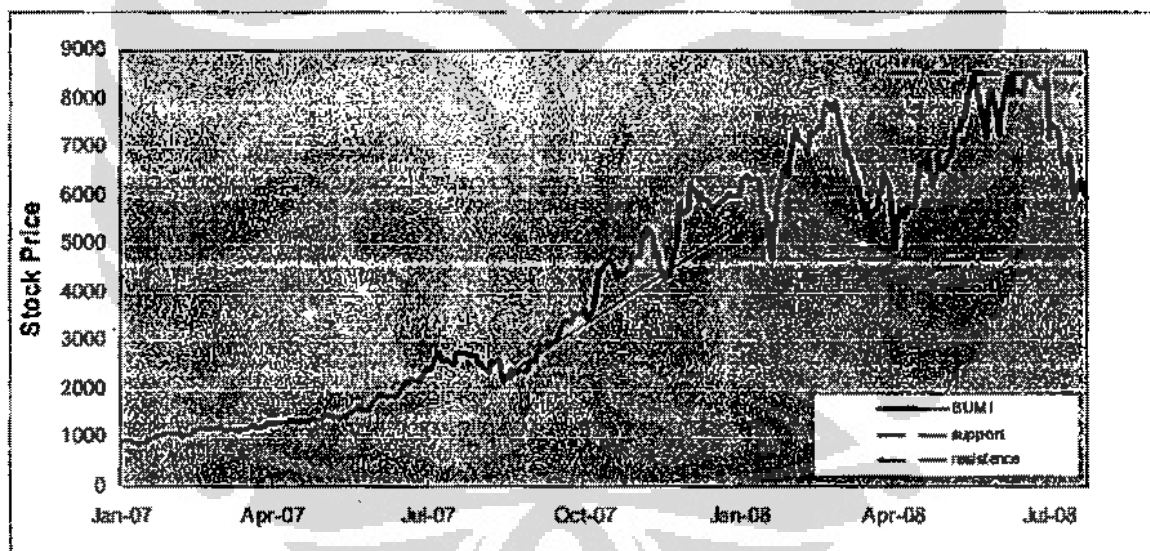
4.6 Analisis Teknikal Pergerakan Saham

Sebagai salah satu saham "hot commodities" yang sangat sensitif terhadap faktor harga global, pergerakan saham ini sangat menarik untuk diamati. Dengan menggunakan analisis teknikal dasar dengan *Lines Chart* beserta *Support and*

Resistance yang dikombinasikan dengan *Simple Moving Average* akan dilihat tren pergerakan saham ke depannya.

Yang akan menjadi dasar asumsi dalam melakukan analisis teknikal adalah data pasar yang tercatat dari kegiatan transaksi saham di Bursa Efek Indonesia terutama harga saham di pasar selama periode 2 Januari 2007 hingga 25 Juli 2008. Asumsi-asumsi fundamental yang mempengaruhi harga saham dianggap sudah direfleksikan pada harga saham.

Untuk periode pengamatan akan diambil periode 2007 hingga tengah tahun 2008 karena dianggap dapat mewakili pergerakan saham sebelum dan sesudah titik pengamatan pada akhir 2007 dalam analisis fundamental yang telah dilakukan. Berikut ini akan digambarkan data pergerakan harga saham penutupan periode 2007 hingga 2008 dengan menggunakan *lines chart*.



**Gambar 4.4 Lines Chart Pergerakan Harga Saham BUMI
Jan 2007-Juli 2008**

Sumber : Data Diolah

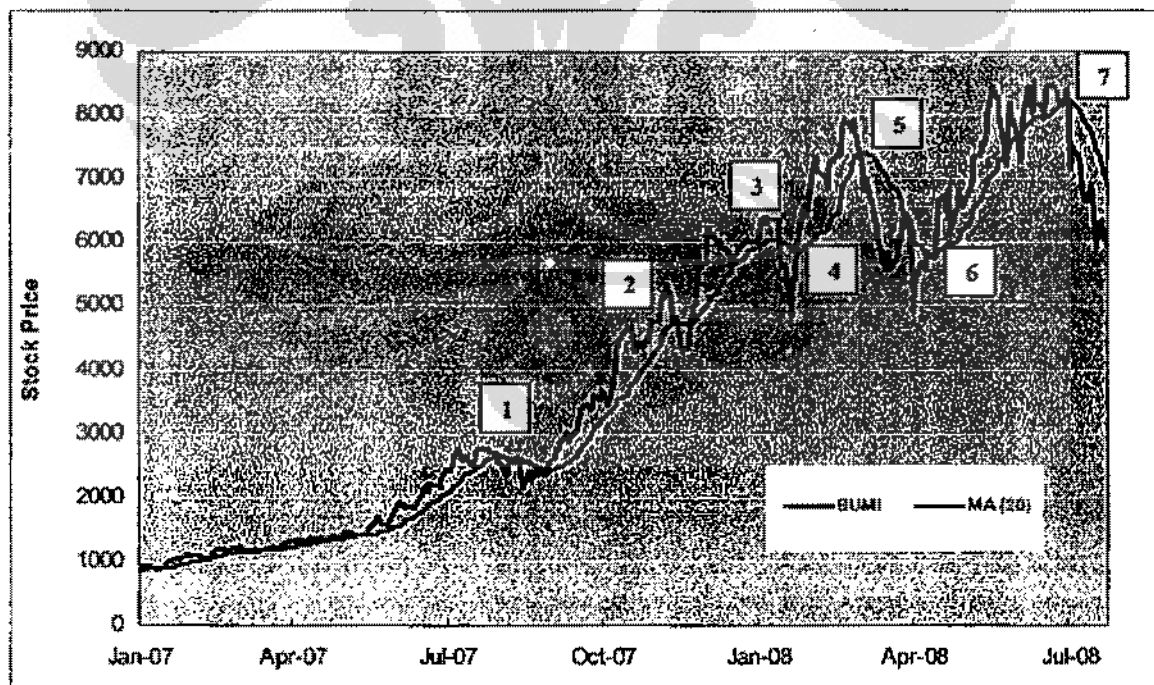
Berdasarkan gambar grafik pergerakan saham di atas dapat diidentifikasi beberapa hal sebagai berikut :

- Dari pergerakan harga saham BUMI pada periode awal 2007 hingga akhir 2007 terlihat bahwa saham ini sedang mengalami tren kenaikan. Periode pada tanggal 1 Januari 2007 hingga Desember 2007 bisa dikatakan saham

Bumi dalam posisi *up trend* dengan kenaikan yang terus-menerus meskipun dalam jangka pendek sempat terdapat beberapa koreksi yang wajar

- Selanjutnya sejak periode Januari 2008 hingga Juli 2008 pergerakan saham bisa dikategorikan berada dalam pola *sideways* karena menggambarkan situasi pergerakan harga yang mempunyai pola naik dan turun dalam kisaran harga tertentu. Pergerakan saham mulai berfluktuasi dalam range tertentu dengan support yang kuat dikisaran 4700 – 5000 dan resistance di level 8000 - 8550.

Selanjutnya untuk memperhalus fluktuasi harga dan membantu melihat kecenderungan, digunakan gabungan antara grafik garis dengan grafik *moving average* dengan periode 20 hari atau 1 bulan. Periode ini dipilih karena dianggap sudah cukup untuk memperhalus fluktuasi harga yang terjadi. *Buy signal* diindikasikan ketika grafik garis memotong grafik *moving average* dari bawah dan *sell signal* diindikasikan ketika grafik garis memotong grafik *moving average* dari atas.



**Gambar 4.5 Lines Chart dan Simple Moving Average BUMI
Jan 2007-Juli 2008**

Sumber : Data Diolah

Berdasarkan gambar grafik pergerakan saham di atas dapat diidentifikasi beberapa hal sebagai berikut :

- Dari grafik garis dan *moving average* terlihat bahwa pergerakan harga saham pada periode Januari 2007 hingga akhir Desember 2007 secara rata-rata grafik garis berada diatas grafik *moving average* dengan sedikit koreksi di titik 1 dan titik 2 dimana grafik garis sempat memotong *moving average* dari atas yang menunjukkan sinyal jual meskipun penurunan tidak terjadi secara signifikan dan hanya bersifat koreksi yang relatif kecil.
- Pada periode Januari 2008 hingga Juli 2008 terlihat bahwa pergerakan saham mengalami fluktuasi dengan indikasi grafik garis yang silih berganti berada di atas dan dibawah grafik *moving average*. Sinyal jual ditunjukkan pada titik 3, 5 dan 7 dimana grafik garis memotong *moving average* dari atas, sedangkan sinyal beli ditunjukkan oleh titik 4 dan 6 dimana grafik garis memotong *moving average* dari bawah.
- Untuk hasil analisis teknikal per tanggal 28 Desember 2007, grafik garis masih berada diatas grafik *moving average*, sehingga diperkirakan tren penguatan masih tetap berlanjut meskipun peluang koreksi dapat terjadi karena grafik garis cukup tipis di atas *moving average*.
- Sedangkan berdasarkan hasil pengamatan terakhir yaitu 25 Juli 2008, grafik garis masih tetap berada di bawah grafik *moving average* sehingga diperkirakan belum ada sinyal yang kuat bagi investor untuk membeli.

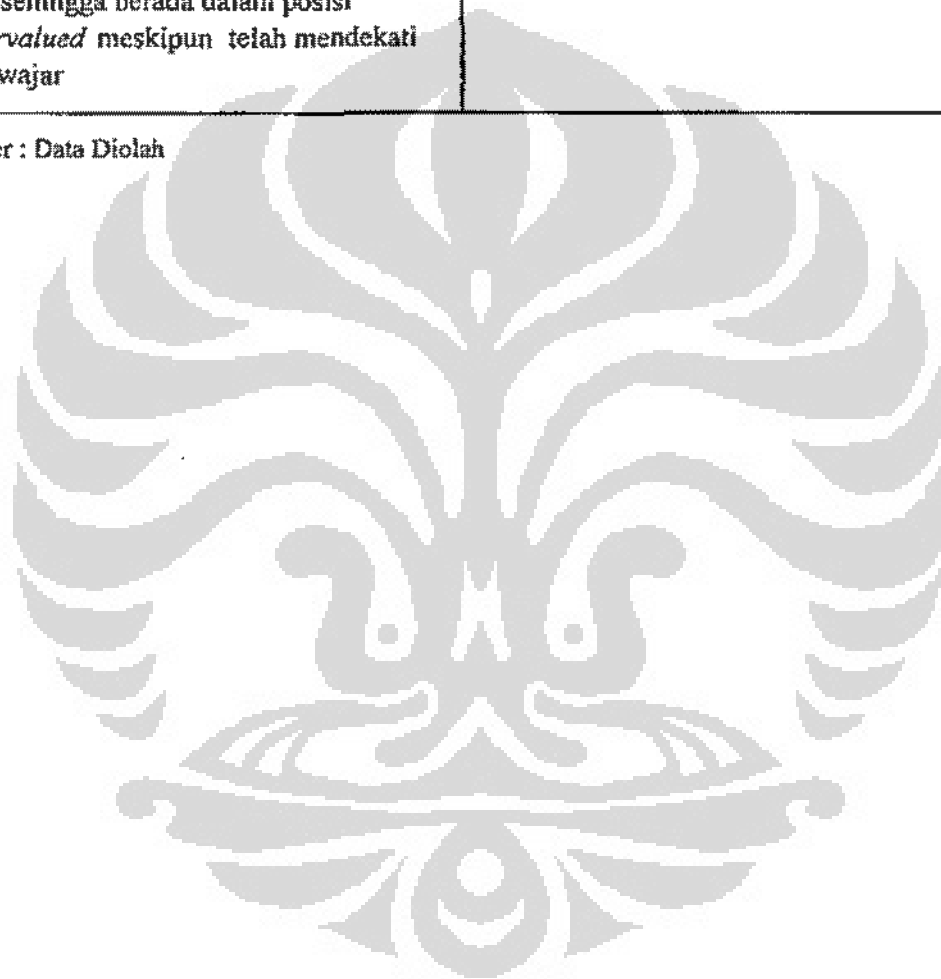
4.6 Perbandingan Analisis Fundamental dan Analisis Teknikal

Setelah melakukan analisis fundamental untuk mengetahui harga wajar saham perusahaan, analisis teknikal digunakan untuk melihat dan memprediksi tren pergerakan saham. Hal itu sangat berguna bagi investor dalam mengambil keputusan investasinya terkait waktu yang tepat (*timing*) kapan saat beli dan saat jual. Dari hasil perhitungan analisis fundamental dan analisis teknikal terlihat bahwa keduanya memberikan hasil yang saling mendukung.

Tabel 4.13 Perbandingan Analisa Fundamental dan Analisa Teknikal saham Bumi Resources per 28 Des 2007

Analisa Fundamental	Analisa Teknikal
<p>Nilai intrinsik saham didapatkan sebesar Rp. 6239 / lembar saham. Dengan skenario pesimis dan optimis nilai saham berkisar antara Rp 4790 - Rp 7165. Harga saham di pasar per tanggal 28 Des 2007 sebesar Rp 6000 sehingga berada dalam posisi <i>undervalued</i> meskipun telah mendekati nilai wajar</p>	<p>Harga saham sedang mengalami tren naik (<i>uptrend</i>). Dengan <i>simple moving average</i> diperkirakan tren penguatan masih dapat berlanjut dan masih berada dalam area beli meskipun peluang koreksi dapat terjadi</p>

Sumber : Data Diolah



BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

1. Berdasarkan hasil perhitungan valuasi perusahaan dengan menggunakan metode FCFF didapatkan nilai wajar perusahaan sebesar US\$ 13,689,692,563 dengan nilai saham sebesar Rp.6239 per lembar saham. Dengan melakukan analisis skenario, nilai perusahaan berkisar antara Rp 4790/lembar untuk skenario pesimis dan Rp 7165/lembar untuk skenario optimis.
2. Dengan membandingkan harga saham hasil perhitungan dengan harga pasar per tanggal 28 Desember 2007 maka saham ini termasuk *undervalued* meskipun masih dalam kisaran harga wajar. Pada saat pengamatan harga saham Bumi per tanggal 28 Desember 2007 tersebut adalah sebesar Rp 6000 per lembar saham yang masih berada di bawah harga wajar dengan skenario moderat yang sebesar Rp 6239 per lembar saham.
Dengan menggunakan analisis teknikal dasar dengan *Lines Chart* beserta *Support and Resistance* pergerakan harga saham BUMI pada periode Januari 2007 hingga Desember 2007 sedang mengalami tren kenaikan (*uptrend*). Selanjutnya periode Januari 2008 hingga Juli 2008 pergerakan saham berada dalam pola *sideways* dengan fluktuasi dalam range tertentu dengan *support* dikisaran 4700 ~ 5000 dan *resistance* di level 8000 - 8550. Untuk hasil analisis teknikal dengan *simple moving average* per tanggal 28 Desember 2007 diperkirakan tren penguatan masih tetap berlanjut meskipun terdapat peluang koreksi. Sedangkan hasil pengamatan terakhir per tanggal 25 Juli 2008, harga saham masih berada di bawah grafik moving average, maka diperkirakan belum ada sinyal yang kuat bagi investor untuk membeli.
3. Hasil perhitungan analisa fundamental maupun analisa teknikal menunjukkan bahwa harga pasar di awal tahun 2008 telah berada dalam kisaran harga wajar namun masih memiliki tren penguatan. Namun untuk

strategi bagi investor yang akan menanamkan modalnya pada saham Bumi Resources, pilihan investasi dalam jangka pendek (*trading*) cukup tepat untuk mendapatkan *capital gain* dari fluktuasi pergerakan saham. Hal ini disebabkan karakteristik harga saham Bumi yang termasuk "hot commodities" sangat sensitif terhadap perubahan kondisi eksternal dan internal yang dapat mempengaruhi nilai saham, terutama dari faktor harga batubara. Oleh karena itu penggunaan analisa teknikal dalam jangka pendek dan menengah diperlukan untuk investor dalam mengambil keputusan kapan saat beli dan saat jual dengan dilandasi harga wajar dari analisa fundamental.

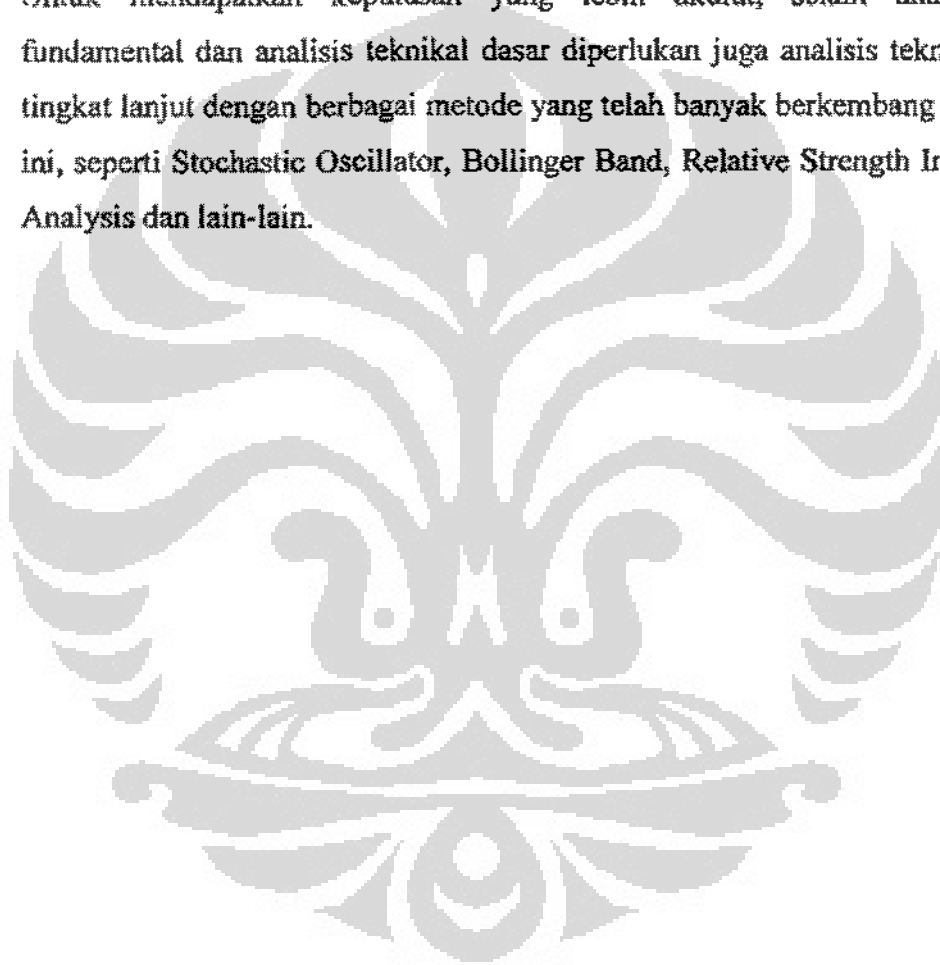
4. Dengan hasil perhitungan analisis fundamental dan teknikal pada akhir tahun 2007, keputusan yang sebaiknya diambil pada awal tahun 2008 bagi investor adalah memegang (*hold*) saham dengan pembelian saat terkoreksi (*buy on weakness*) dan penjualan saat menguat (*sell on strength*) secara hati-hati karena pada saat itu harganya sudah mendekati nilai wajar setelah *rally* panjang selama tahun 2007.

5.2 Saran

1. Investor harus selalu mengantisipasi dan mengikuti perkembangan faktor eksternal dan internal yang dapat mempengaruhi kinerja bisnis perusahaan, terutama dari faktor utama perkembangan harga batubara global dan juga faktor produksi. Perubahan faktor-faktor tersebut tersebut dapat mempengaruhi nilai perusahaan secara fundamental maupun teknikal.
2. Diperlukan strategi diversifikasi bagi investor dalam pemilihan porfolio saham dengan berinvestasi pada saham jenis *defensive stock* seperti saham Unilever, Indofood dan lain-lain selain saham jenis *growth stock* seperti Bumi Resources. Pergerakan saham "hot commodities" yang cenderung sensitif terhadap faktor eksternal sebagai penggerak nilai perusahaan seperti harga pasar komoditas akan membuat harga saham di pasar dapat naik dan turun secara fluktuatif. Oleh karena itu diversifikasi ini dapat

mengurangi risiko pada saat saham Bumi Resources itu jatuh dan mengalami penurunan harga.

3. Investor sebaiknya lebih selektif dan hati-hati dalam melakukan investasi pada saham "hot commodities" di saat kondisi *rally* yang panjang karena pergerakan harga pada saat itu selain faktor fundamental juga sangat dipengaruhi momentum dan sentimen dan lonjakan harga yang tinggi padahal harga pasar sudah melampaui harga wajarnya.
4. Untuk mendapatkan keputusan yang lebih akurat, selain analisis fundamental dan analisis teknikal dasar diperlukan juga analisis teknikal tingkat lanjut dengan berbagai metode yang telah banyak berkembang saat ini, seperti Stochastic Oscillator, Bollinger Band, Relative Strength Index Analysis dan lain-lain.



DAFTAR REFERENSI

Bodie, Zvi, Kane, Alex & Marcus, Alan J. *Investments*. 6th ed., New York: McGraw-Hill, 2005.

Copeland, Tom; Koller, Tim and Murrin, Jack. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Canada: John Wiley, Inc, 1990.

Damodaran, Aswath. *Investment Valuation: Tools & Technique for Determining The Value of any Asset*. 2nd ed., New York: John Wiley, Inc, 2002.

Damodaran, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed., New York: John Wiley, Inc, 2006.

Palepu, Khrisna G. et al. *Business Analysis and Valuation Using Financial Statements*. 3rd ed, Mason : Thomson South Western

Rahardjo, Sapto. *Panduan Investasi Saham dari A sampai Z*, Jakarta: Elex Media Computind, 2006.

Ross, Stephen A; Westerfield, Randolph W., Jaffe, Jeffrey. *Corporate Finance*, 6th ed. New York: McGraw-Hill, 2002.

Wild, John J, Subramanyan K.R., Halsey, Robert F. *Financial Statement Analysis*. 9th ed., New York : McGraw-Hill, 2007.

www.bloomberg.com

www.etrading.co.id

Lampiran 1 : Laporan *Income Statements* PT.Bumi Resources Tbk 2003 – 2007

Income Statement (Dalam US\$)

	2003	2004	2005	2006	2007
Total Sales	408,231,640	1,047,506,069	1,751,248,015	1,851,550,950	2,265,468,088
Cost of Good Sold	342,039,841	656,752,660	1,309,355,216	1,322,107,769	1,511,230,903
Gross Profit	66,191,799	390,753,209	441,892,799	529,443,181	754,237,165
Operating Expenses	55,686,812	127,094,327	176,474,484	201,958,940	347,907,597
Operating Income	10,504,987	263,658,882	263,418,315	327,484,241	406,329,568
Other Income / Expenses	-14,658,972	-74,679,183	-83,704,585	-102,538,692	448,618,234
Earning Before Tax	-4,353,985	188,979,699	179,713,730	224,945,549	854,947,802
Net Income After Tax	179,561	119,732,329	123,413,278	222,423,642	840,301,258
Minority Interest	-4,700,517	-283,825	-150,208	-119,053	-51,297,417
Net Income	-4,520,956	119,448,504	123,263,070	222,304,589	789,003,841

Lampiran 2 : Laporan *Balance Sheets* PT.Bumi Resources Tbk 2003 – 2007

<i>Balance Sheets</i>	(Dalam US\$)				
	2003	2004	2005	2006	2007
Cash and banks	37,681,477	89,072,079	57,160,044	51,241,023	143,695,527
Restricted cash in banks	8,515,576	35,117,549	27,337,572	138,265,430	124,345,262
Short-term investment	-	-	-	-	118,312,375
Trade receivables	47,788,356	84,262,112	125,614,347	162,652,004	209,063,356
Other receivables	22,199,160	22,132,507	61,753,899	162,607,987	89,294,025
Inventories	58,550,111	79,379,437	104,100,101	205,843,457	94,168,064
VAT recoverable	82,097,072	117,301,295	183,231,619	277,869,124	369,760,131
Prepaid expenses and deposit	7,518,376	16,573,789	12,439,972	39,603,800	14,765,925
Prepaid tax	2,266,130	-	-	12,813,216	15,984,254
Other current assets	10,269,280	-	5,735,716	5,775,191	25,000,000
Total Current Assets	276,885,537	443,838,768	577,373,270	1,056,671,232	1,204,388,919
Due from related parties	322,460	532,000	384,676	3,185,546	3,129,941
Deferred tax assets	16,330	17,642,688	11,992,271	33,254,198	36,885,089
Fixed assets	438,582,532	387,909,542	451,767,988	702,034,257	668,097,420
Oil and gas properties	51,714,925	62,284,768	65,583,312	83,857,752	111,069,347
Deferred exploration & development cost	74,530,005	83,368,320	78,462,513	96,289,103	190,656,481
Deferred financing cost	-	29,041,375	24,173,058	-	-
Investment in associates	-	-	-	3,317,219	16,265,196
Deferred stripping cost	-	-	-	54,733,133	138,341,910
Claim for tax refund	9,708,645	11,583,624	7,992,440	22,156,578	18,501,975
Goodwill	441,981,100	468,101,984	501,834,325	443,673,183	279,114,708
Advances and deposits	181,010	-	-	9,479,200	65,474,946
Deferred acquisition investment cost	23,630,660	20,235,488	-	-	-
Other non-current assets	18,135,040	1,078,896	2,265,415	5,384,548	87,493,248
Total Non-Current Assets	1,058,802,707	1,081,778,886	1,144,445,998	1,456,864,717	1,615,030,261
TOTAL ASSETS	1,335,688,244	1,525,617,654	1,721,819,268	2,513,535,949	2,819,419,180

	2003	2004	2005	2006	2007
Short-term loans	-	-	-	-	110,000,000
Trade payables	56,790,806	71,199,059	119,128,604	155,888,104	92,388,165
Other payables	96,707,907	181,785,216	302,368,499	296,570,912	443,988,429
Accrued expenses	40,986,116	51,686,327	116,382,469	194,582,899	157,446,854
Tax payable	45,078,637	93,768,419	85,654,517	68,298,609	12,713,908
Current maturities of					
Advances from customer	23,457,473	12,403,672	3,750,916	-	-
Long term loans	243,992,742	249,648,926	25,941,792	58,847,623	-
Obligation under capital leases	954,031	-	5,902,115	28,501,198	33,098,781
Total Current Liabilities	507,967,713	660,491,621	659,128,912	802,689,345	849,636,137
Due to related parties	46,473,356	18,871	91,265	5,048,886	1,625,242
Deferred tax liabilities	196,076,352	177,419,760	156,763,434	151,736,691	150,751,690
Employee benefits obligation	-	8,692,664	11,075,453	16,314,654	21,319,303
Est liability for restoration & rehabilitation	55,980,452	51,396,290	85,410,885	101,763,374	160,561,140
Deferred revenue	68,652,872	44,416,345	30,199,887	47,293,738	17,065,774
Long term liabilities					
Advances from customer	27,531,052	22,309,557	-	-	-
Long term loans	398,202,918	432,450,322	519,720,671	955,869,304	7,979,733
Obligation under capital leases	-	-	12,677,415	62,619,688	40,041,263
Convertible bonds	-	-	-	-	168,712,775
Total Non-Current Liabilities	792,917,002	746,704,009	815,939,010	1,340,666,335	568,056,920
Minority interest in subsidiaries	23,683,223	1,399,984	11,405,786	10,234,178	279,764,750
Capital stock	1,400,714,922	1,400,714,922	1,400,714,922	1,400,714,922	1,400,714,922
Add paid-in capital	-	-	-	-	221,862,066
Treasury stock	-	-	-	(63,938,442)	(22,179,662)
Share issuance cost	(1,830,367)	(1,830,367)	(1,830,367)	(1,830,367)	(1,830,367)
Translation adjustments	(170,612,604)	(104,059,588)	(3,857)	324,824	10,023,618
Revaluation increment in fixed assets	14,518	14,518	14,518	14,518	14,518
Difference in value fr restructuring trans	(1,235,521,547)	(1,235,521,547)	(1,235,521,547)	(1,233,700,656)	(1,233,700,656)
Retained earnings	18,355,384	57,704,100	71,971,891	258,361,292	747,056,934
Total Stockholders' equity	11,120,306	117,022,040	235,345,560	359,946,091	1,121,961,373
TOTAL LIABILITIES & EQUITY	1,335,688,244	1,525,617,654	1,721,819,268	2,513,535,949	2,819,419,180

Lampiran 3 : Asumsi-asumsi dalam Perhitungan DCF

No	Komponen	Asumsi
<i>Income Statements</i>		
1.	Penjualan	Hasil proyeksi volume penjualan dan harga jual rata-rata
2.	Beban Pokok Penjualan	Rata-rata prosentase COGS terhadap penjualan
3.	Beban Usaha	Rata-rata prosentase Beban Usaha terhadap penjualan
4.	Pendapatan/Beban Lain-lain	Rata-rata prosentase Pendapatan/Beban lain-lain terhadap penjualan
5.	Beban Pajak Penghasilan	Tingkat pajak sebesar 30%
6.	Hak minoritas atas laba bersih anak perusahaan	Rata-rata prosentase Hak minoritas atas laba bersih terhadap penjualan
<i>Balance Sheets</i>		
1.	Aktiva Lancar	Rata-rata prosentase Aktiva Lancar terhadap penjualan
2.	Aktiva Tidak Lancar	Rata-rata prosentase Aktiva Tidak Lancar terhadap penjualan
3.	Kewajiban Lancar yang tidak dikenakan bunga	Rata-rata prosentase Kewajiban Lancar terhadap penjualan
4.	Kewajiban Lancar yang dikenakan bunga	Asumsi berdasarkan kebijakan perusahaan
5.	Kewajiban Tidak Lancar yang tidak dikenakan bunga	Rata-rata prosentase Kewajiban Tidak Lancar terhadap penjualan
6.	Kewajiban Tidak Lancar yang dikenakan bunga	Asumsi berdasarkan kebijakan perusahaan
7.	Ekuitas	Tetap (kecuali pos laba ditahan)
<i>Others</i>		
1.	Depresiasi	Rata-rata persentase beban penyusutan terhadap aktiva tetap
2.	Capital Expenditure	Rata-rata persentase Capex terhadap penjualan
<i>Discount Rates</i>		
1.	Cost of Equity (Ke)	<i>risk-free rate</i> digunakan suku bunga rata-rata SBI 1 bulan, <i>Beta</i> berdasarkan data Bloomberg, <i>risk premium</i> dari pendekatan Damodaran untuk <i>emerging market</i>
2.	Cost of Debt (Kd)	Nilai Indonesia Government Securities Yield Curve (IGSYC) + premi risiko

Lampiran 4 : Proyeksi *Income Statements* PT.Bumi Resources Tbk 2008 – 2012 (Skenario Moderat)

(Dalam US\$)

	Pro	2008E		2009E		2010E		2011E		2012E
Total Sales	127.0%	5,142,612,514	35.0%	6,942,526,894	30.0%	9,025,284,963	30.0%	11,732,870,452	30.0%	15,252,731,587
Cost of Good Sold	70.0%	3,599,828,760	68.0%	4,720,918,288	68.0%	6,137,193,775	68.0%	7,978,351,907	68.0%	10,371,857,479
Gross Profit		1,542,783,754		2,221,608,606		2,888,091,188		3,754,518,544		4,880,874,108
Operating Expenses	16.0%	822,818,002	15.0%	1,041,379,034	15.0%	1,353,792,744	15.0%	1,759,930,568	15.0%	2,287,909,738
Operating Income		719,965,752		1,180,229,572		1,534,298,444		1,994,587,977		2,592,964,370
Other Income / Expenses	-6.0%	-308,556,751	-6.0%	-416,551,614	-6.0%	-541,517,098	-6.0%	-703,972,227	-6.0%	-915,163,895
Earning Before Tax		411,409,001		763,677,958		992,781,346		1,290,615,750		1,677,800,475
Tax Expense	30.0%									
Net Income After Tax	70.0%	287,986,301	70.0%	534,574,571	70.0%	694,946,942	70.0%	903,431,025	70.0%	1,174,460,332
Minority Interest	-0.6%	-30,855,675	-0.6%	-41,655,161	-0.6%	-54,151,710	-0.6%	-70,397,223	-0.6%	-91,516,390
Net Income		257,130,626		492,919,410		640,795,232		833,033,802		1,082,943,943

Lampiran 5 : Proyeksi *Income Statements* PT.Bumi Resources Tbk 2008 – 2012 (Skenario Pesimis)

(Dalam US\$)

	Pro	2008E		2009E		2010E		2011E		2012E
Total Sales	60.0%	3,624,748,909	30.0%	4,712,173,581	30.0%	6,125,825,656	30.0%	7,963,573,353	30.0%	10,352,645,358
Cost of Good Sold	70.0%	2,537,324,236	68.0%	3,204,278,035	68.0%	4,165,561,446	68.0%	5,415,229,880	68.0%	7,039,798,844
Gross Profit		1,087,424,673		1,507,895,546		1,960,264,210		2,548,343,473		3,312,846,515
Operating Expenses	16.0%	579,959,825	15.0%	706,826,037	15.0%	918,873,848	15.0%	1,194,536,003	15.0%	1,552,896,804
Operating Income		507,464,847	14.0%	801,069,509		1,041,390,361		1,353,807,470		1,759,949,711
Other Income / Expenses	-6.0%	-217,484,935	-6.0%	-282,730,415	-6.0%	-367,549,539	-6.0%	-477,814,401	-6.0%	-621,158,722
Earning Before Tax		289,979,913		518,339,094		673,840,822		875,993,069		1,138,790,989
Tax Expense	30.0%									
Net Income After Tax	70.0%	202,985,939	70.0%	362,837,366	70.0%	471,688,576	70.0%	613,195,148	70.0%	797,153,693
Minority Interest	-0.6%	-21,748,493	-0.6%	-28,273,041	-0.6%	-36,754,954	-0.6%	-47,781,440	-0.6%	-62,115,872
Net Income		181,237,445		334,564,324		434,933,622		565,413,708		735,037,820

Lampiran 6 : Proyeksi *Income Statements* PT.Bumi Resources Tbk 2008 – 2012 (Skenario Optimis)

(Dalam US\$)

	Pro	2008E		2009E		2010E		2011E		2012E
Total Sales (US\$)	164.0%	5,980,835,700	35.0%	8,074,128,194	35.0%	10,900,073,062	30.0%	14,170,094,981	30.0%	18,421,123,475
Cost of Good Sold	70.0%	4,186,584,990	68.0%	5,490,407,172	68.0%	7,412,049,682	68.0%	9,635,664,587	68.0%	12,526,363,963
Gross Profit		1,794,250,710		2,583,721,022		3,488,023,380		4,534,430,394		5,894,759,512
Operating Expenses	16.0%	956,933,712	15.0%	1,211,119,229	15.0%	1,635,010,959	15.0%	2,125,514,247	15.0%	2,763,168,521
Operating Income		837,316,998	14.0%	1,372,601,793		1,853,012,421		2,408,916,147		3,131,590,991
Other Income / Expenses	-6.0%	-358,850,142	-6.0%	-484,447,692	-6.0%	-654,004,384	-6.0%	-850,205,699	-6.0%	-1,105,267,409
Earning Before Tax		478,466,856		888,154,101		1,199,008,037		1,558,710,448		2,026,323,582
Tax Expense	30.0%									
Net Income After Tax	70.0%	334,926,799	70.0%	621,707,871	70.0%	839,305,626	70.0%	1,091,097,314	70.0%	1,418,426,508
Minority Interest	-0.6%	-35,885,014	-0.6%	-48,444,769	-0.6%	-65,400,438	-0.6%	-85,020,570	-0.6%	-110,526,741
Net Income		299,041,785		573,263,102		773,905,187		1,006,076,744		1,307,899,767

Lampiran 7 : Proyeksi *Balance Sheets* PT.Bumi Resources Tbk 2008 – 2012

<i>Balance Sheets</i>	(Dalam US\$)				
	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Cash and banks	182,218,104	245,994,440	332,092,495	448,324,868	605,238,571
Restricted cash in banks	153,178,740	206,791,299	279,168,253	376,877,142	508,784,141
Short-term investment	-	-	-	-	-
Trade receivables	366,666,007	494,999,109	668,248,797	902,135,876	1,217,883,433
Other receivables	198,794,823	268,373,011	362,303,565	489,109,813	660,298,247
Inventories	318,030,940	429,341,769	579,611,389	782,475,375	1,056,341,756
VAT recoverable	585,230,035	790,060,548	1,066,581,739	1,439,885,348	1,943,845,220
Prepaid expenses and deposit	53,011,953	71,566,136	96,614,284	130,429,283	176,079,533
Prepaid tax	26,505,976	35,783,068	48,307,142	65,214,642	88,039,766
Other current assets	44,178,627	59,638,447	80,511,903	108,691,069	146,732,944
Total Current Assets	1,927,813,205	2,602,547,827	3,513,438,567	4,743,143,415	6,403,243,611
Due from related parties	3,975,896	5,367,460	7,246,071	9,782,196	13,205,965
Deferred tax assets	51,220,181	69,147,246	93,348,780	126,020,853	170,128,152
Fixed assets	1,438,330,899	1,941,746,713	2,621,358,063	3,538,833,385	4,777,425,070
Oil and gas properties	210,896,054	298,192,234	402,559,517	543,455,347	733,664,719
Deferred exploration & development cost	287,759,289	388,475,040	524,441,304	707,995,760	955,794,276
Deferred financing cost	-	-	-	-	-
Investment in associates	19,815,885	26,761,445	36,114,450	48,754,506	65,818,586
Deferred stripping cost	200,177,953	270,240,236	364,824,319	492,512,830	664,892,321
Claim for tax refund	39,489,249	53,310,486	71,969,156	97,158,360	131,163,787
Goodwill	883,532,547	1,192,768,938	1,610,238,066	2,173,821,369	2,934,658,875
Advances and deposits	50,750,534	68,513,221	92,492,849	124,865,346	168,568,217
Deferred acquisition investment cost	-	-	-	-	-
Other non-current assets	48,430,925	65,381,748	88,265,360	119,158,236	160,863,619
Total Non-Current Assets	3,234,379,411	4,379,894,766	5,912,857,934	7,982,358,211	10,776,183,585
TOTAL ASSETS	5,162,192,617	6,982,442,594	9,426,297,501	12,725,501,627	17,179,427,196

	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Short-term loans					
Trade payables	353,486,812	477,207,196	644,229,715	869,710,115	1,174,108,656
Other payables	829,857,700	1,120,307,895	1,512,415,658	2,041,761,139	2,756,377,537
Accrued expenses	345,274,578	466,120,681	629,262,919	849,504,940	1,146,831,670
Tax payable	257,417,101	347,513,087	469,142,667	633,342,601	855,012,511
Current maturities of					
Advances from customer	-	-	-	-	-
Long term loans	7,979,733	90,000,000	90,000,000	90,000,000	90,000,000
Obligation under capital leases	39,439,231	53,242,962	71,877,999	97,035,298	130,997,653
Total Current Liabilities	1,833,455,156	2,554,391,821	3,416,928,958	4,581,354,094	6,153,328,027
Due to related parties	3,881,324	5,239,787	7,073,713	9,549,513	12,891,842
Deferred tax liabilities	350,482,168	473,150,927	638,753,751	862,317,564	1,164,128,712
Employee benefits obligation	36,274,362	48,970,388	66,110,024	89,248,533	120,485,519
Est liability for restoration & rehabilitation	257,569,325	347,718,589	469,420,095	633,717,128	855,518,123
Deferred revenue	74,099,740	100,034,649	135,048,776	162,313,148	246,122,750
Long term liabilities					
Advances from customer	-	-	-	-	-
Long term loans	450,000,000	360,000,000	270,000,000	180,000,000	90,000,000
Obligation under capital leases	66,264,941	89,457,670	120,767,855	163,036,604	220,099,416
Convertible bonds	168,712,775	168,712,775	168,712,775	168,712,775	-
Total Non-Current Liabilities	1,407,284,835	1,593,284,786	1,875,884,990	2,288,895,265	2,709,246,362
Minority interest in subsidiaries	441,766,273	596,384,469	805,119,033	1,086,910,695	1,467,329,438
Capital stock	1,400,714,922	1,400,714,922	1,400,714,922	1,400,714,922	1,400,714,922
Add paid-in capital	221,862,066	221,862,066	221,862,066	221,862,066	221,862,066
Treasury stock	(22,179,662)	(22,179,662)	(22,179,662)	(22,179,662)	(22,179,662)
Share issuance cost	(1,830,367)	(1,830,367)	(1,830,367)	(1,830,367)	(1,830,367)
Translation adjustments	4,417,663	5,963,845	8,051,190	10,869,107	14,673,294
Revaluation increment in fixed assets	14,518	14,518	14,518	14,518	14,518
Difference in value fr restructuring trans	(1,233,700,656)	(1,233,700,656)	(1,233,700,656)	(1,233,700,656)	(1,233,700,656)
Retained earnings	1,110,388,069	1,867,536,852	2,955,432,509	4,392,591,645	6,469,969,255
Total Stockholders' equity	1,479,686,552	2,238,381,518	3,328,364,520	4,768,341,573	6,849,523,370
TOTAL LIABILITIES & EQUITY	5,162,192,617	6,982,442,594	9,426,297,501	12,725,501,627	17,179,427,196