

**MENGUKUR KINERJA PERUSAHAAN MENGGUNAKAN ANALISA  
LAPORAN KEUANGAN DAN PETA NILAI PERTUMBUHAN  
DENGAN MEMANFAATKAN METODE FCFE  
SEBAGAI PENILAI HARGA SAHAM  
(Studi Kasus Industri Barang Konsumsi)**

**TESIS**

**IRFAN HASMAN**

**0606161501**



**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
APRIL 2009**

**MENGUKUR KINERJA PERUSAHAAN MENGGUNAKAN ANALISA  
LAPORAN KEUANGAN DAN PETA NILAI PERTUMBUHAN  
DENGAN MEMANFAATKAN METODE FCFE  
SEBAGAI PENILAI HARGA SAHAM  
(Studi Kasus Industri Barang Konsumsi)**

**TESIS**

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen

**IRFAN HASMAN**

0606161501



**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN  
JAKARTA  
APRIL 2009**

**PERPUSTAKAAN PUSAT  
UNIVERSITAS INDONESIA**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Irfan Hasman

NPM : 0606161501

Tanda Tangan : 

Tanggal : 28 April 2009

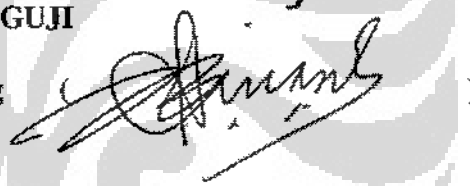
## HALAMAN PENGESAHAN

Karya Akhir ini diajukan oleh :  
Nama : **Irfan Hasman**  
NPM : 0606161501  
Program Studi : **MAGISTER MANAJEMEN**  
Judul Karya Akhir : Mengukur Kinerja Perusahaan Menggunakan  
Analisa Laporan Keuangan Dan Peta Nilai  
Pertumbuhan Dengan Memanfaatkan Metode  
FCFF Sebagai Penilai Harga Saham.

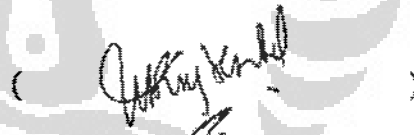
Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

### DEWAN PENGUJI

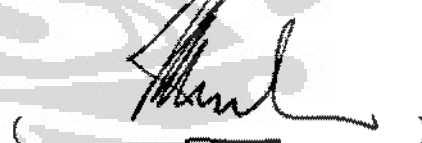
Pembimbing : Prof. Dr. Adler H. Manurung



Penguji : Prof. Dr. Roy HM. Sembel



Penguji : Dr. Muhammad Muslich



Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 14 April 2009

## KATA PENGANTAR

Dengan mengucapkan Alhamdulillah dan puji syukur ke hadirat Allah SWT atas karunia, rahmat, dan Hidayah-Nya, penulisan karya ilmiah ini dapat diselesaikan tepat pada waktunya. Penulis menyadari dalam penulisan ini masih banyak kekurangan yang disebabkan oleh keterbatasan penulis, namun demikian Penulis telah berusaha semaksimal mungkin untuk dapat memberikan yang terbaik dalam penulisan karya ilmiah ini supaya dapat berguna bagi kalangan pendidikan maupun masyarakat umum.

Karya ilmiah ini disusun sebagai salah satu syarat dalam menyelesaikan program pendidikan Pascasarjana Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia dan meraih gelar Magister Manajemen.

Selama penyusunan karya akhir ini, penulis banyak mendapatkan bantuan dan dorongan dari berbagai pihak. Oleh karena itu pada kesempatan ini, penulis ingin menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada

1. Bapak Rhenald Kasali, Ph.D selaku ketua program MMUI
2. Bapak Prof. Dr. Adler Haymans Manurung, M.Com., ME, ChFC, RFC, sebagai dosen pembimbing yang telah memberikan masukan, pengarahan, dan bimbingan hingga selesainya karya ilmiah ini.
3. Seluruh dosen Program Pasca Sarjana MMUI yang telah memberikan pengajaran dan *sharing* pengalamannya.
4. Seluruh Staff Administrasi dan Perpustakaan MMUI yang selalu membantu kelangsungan pelajaran supaya berjalan dengan baik.
5. Kakak-kakak tercinta, yang selalu memberikan kasih sayang, bimbingan, dan dukungan selama program perkuliahan di MMUI.
6. Teman-teman MMUI kelas G-064, kelas Keuangan, kelas Pasar Modal yang telah membantu dan memberikan sumbangan pikiran baik selama perkuliahan maupun dalam proses penyusunan karya ilmiah ini.
7. Ibu Minon Almasyhur, Ibu Michiko Tobing yang telah memberikan kesempatan dan dukungan kepada penulis untuk mengikuti Program Studi Magister Manajemen dan seluruh rekan-rekan kantor di Moody's Indonesia.

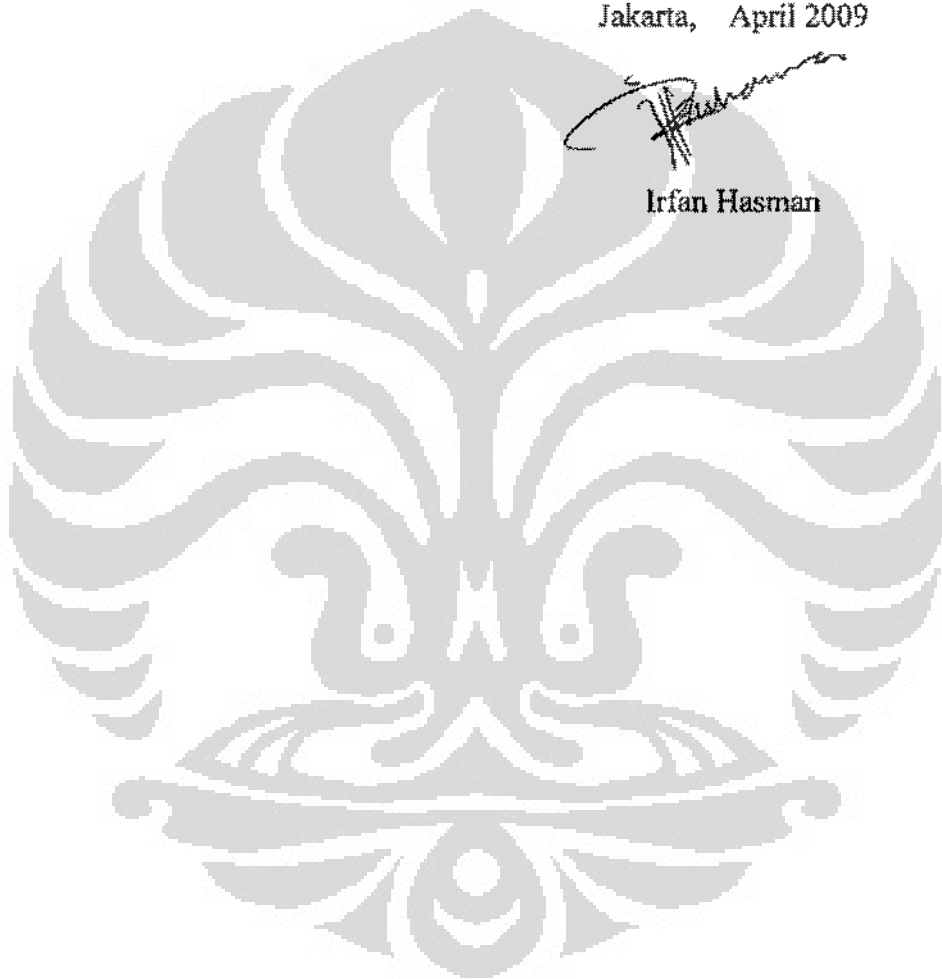
8. Ibu Rossa de Lima dan Bapak Gede Karya, yang telah memberikan rekomendasi terhadap penulis sehingga dapat mengikuti program perkuliahan di MMUI.

Akhirnya penulis berharap semoga karya akhir ini dapat memberi manfaat bagi pihak-pihak yang memerlukannya.

Jakarta, April 2009



Irfan Hasman



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

---

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

Nama : Irfan Hasman  
NPM : 0606161501  
Program Studi : Magister Manajemen  
Konsentrasi : Manajemen Keuangan  
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:

**Mengukur Kinerja Perusahaan Menggunakan Analisis Laporan Keuangan  
Dan Peta Nilai Pertumbuhan Dengan Memanfaatkan Metode FCFF Sebagai  
Penilai Harga Saham (Studi Kasus Industri Barang Konsumsi)**

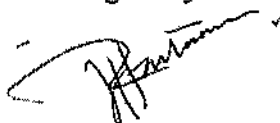
beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan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

Demikianlah pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal :

Yang menyatakan



(Irfan Hasman)

vi

## ABSTRAK

Nama : Irfan Hasman  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul : Mengukur Kinerja Perusahaan Menggunakan Analisis Laporan Keuangan Dan Peta Nilai Pertumbuhan Dengan Memanfaatkan Metode FCFE Sebagai Penilai Harga Saham (Studi Kasus Industri Barang Konsumsi)

Penelitian ini ditujukan untuk mengukur bagaimana kinerja suatu perusahaan dan membandingkannya dengan perusahaan lain yang sejenis dalam satu industri serta bagaimana ekspektasi pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Penelitian dilakukan terhadap lima perusahaan pada industri barang konsumsi antara lain Ades, Indofood, Mayora, Ultrajaya, dan Unilever. Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah kuantitatif dengan menggunakan teori analisis laporan keuangan dan peta nilai pertumbuhan. Untuk mengukur peta nilai pertumbuhan digunakan metode Free Cash Flow to the Firm dalam menilai harga saham wajar. Hasil dari penelitian ini memberikan kesimpulan akan kinerja perusahaan saat ini dan ekspektasi pertumbuhan perusahaan tersebut di masa yang akan datang dalam suatu industri.

Kata kunci:  
Penilaian Perusahaan, Peta Nilai Pertumbuhan, FCFE



## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	vi
ABSTRAK.....	vii
ABSTRACT.....	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR GRAFIK.....	xiii
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
BAB 1 PENDAHULUAN.....	1
1. 1. Latar Belakang Penelitian.....	1
1. 2. Perumusan Masalah.....	2
1. 3. Tujuan Penelitian.....	2
1. 4. Ruang Lingkup Penelitian.....	3
1. 5. Metode Penelitian.....	3
1. 6. Sistematika Pembahasan.....	4
BAB 2 TELAAH KEPUSTAKAAN.....	6
2.1. Laporan Keuangan.....	6
2.2. Neraca (Balance Sheet).....	6
2.2.1. Laporan laba rugi ( <i>income statement</i> ).....	7
2.2.2. Laporan modal pemegang saham ( <i>statement of stockholders' equity</i> ) 7	7
2.2.3. Laporan arus kas ( <i>statement of cash flows</i> ).....	7
2.2.4. Informasi Tambahan ( <i>Additional Information</i> ).....	8
2.3. Analisis Laporan Keuangan.....	9
2.3.1. Rasio Likuiditas ( <i>Liquidity</i> ).....	9
2.3.2. Rasio Solvabilitas ( <i>Solvability</i> ).....	10
2.3.3. Rasio Profitabilitas.....	11
2.3.4. Rasio Aktifitas.....	13
2.3.5. Rasio Penilaian Ekuitas.....	14
2.4. Penilaian Perusahaan.....	15
2.4.1. Rata-rata tertimbang biaya modal ( <i>Weighted Average Cost Capital - WACC</i> ) 16	16
2.4.2. Model Penilaian Free Cash Flow to the Firm (FCFF).....	16
2.5. Terminal Value.....	18
2.5.1. Nilai Liquidasi ( <i>Liquidation Value</i> ).....	19
2.5.2. Pendekatan Perkalian ( <i>Multiple Approach</i> ).....	19
2.5.3. Model Pertumbuhan Stabil ( <i>Stable Growth Model</i> ).....	20

2.6.	Pertumbuhan Konstan .....	20
2.7.	Teori Harga Pasar Aset Model ( <i>Capital Asset Pricing Model - CAPM</i> )	21
2.8.	Peta nilai pertumbuhan ( <i>Growth Value Map</i> ) .....	23
BAB 3 TINJAUAN MAKROEKONOMI DAN INDUSTRI.....		26
3.1.	Pertumbuhan Ekonomi Indonesia.....	26
3.2.	Laju Inflasi .....	27
3.3.	Nilai Tukar Rupiah.....	29
3.4.	Tingkat Suku Bunga.....	30
3.5.	Harga Komoditi Dunia .....	32
3.6.	Indeks Keyakinan Konsumen ( <i>Consumer Confidence Index</i> ).....	35
3.7.	Prospek Pertumbuhan Ekonomi .....	36
3.8.	Industri Barang Konsumsi.....	37
BAB 4 ANALISIS PEMBAHASAN.....		39
4.1.	Analisis Perusahaan.....	39
4.1.1.	PT. Indofood Sukses Makmur (Indofood) .....	39
4.1.1.1.	Latar Belakang Perusahaan .....	39
4.1.1.2.	Kinerja Perusahaan.....	41
4.1.1.3.	Pandangan Indofood Tahun 2008 .....	44
4.1.2.	PT. Unilever Indonesia, Tbk (Unilever) .....	45
4.1.2.1.	Latar Belakang Perusahaan .....	45
4.1.2.2.	Kinerja Perusahaan.....	46
4.1.2.3.	Pandangan Unilever Tahun 2008 .....	47
4.1.3.	PT. Ultrajaya Milk Industry & Trading Co. Tbk (Ultrajaya).....	47
4.1.3.1.	Latar Belakang Perusahaan .....	47
4.1.3.2.	Kinerja Perusahaan.....	48
4.1.3.3.	Pandangan Ultrajaya Tahun 2008 .....	49
4.1.4.	PT. Mayora Indah, Tbk (Mayora).....	50
4.1.4.1.	Latar Belakang Perusahaan .....	50
4.1.4.2.	Kinerja Perusahaan.....	51
4.1.5.	PT. AdeS Waters Indonesia, Tbk (Ades).....	51
4.1.5.1.	Latar Belakang Perusahaan .....	51
4.1.5.2.	Kinerja Perusahaan.....	52
4.2.	Analisis dan Proyeksi Laporan Keuangan.....	53
4.2.1.	Analisis dan Proyeksi Laporan Keuangan Indofood.....	54
4.2.1.1.	Profitabilitas .....	55
4.2.1.2.	Aktifitas .....	57
4.2.1.3.	Liquiditas .....	57
4.2.1.4.	Solvabilitas.....	58
4.2.2.	Analisis dan Proyeksi Laporan Keuangan Unilever .....	59
4.2.2.1.	Profitabilitas .....	60
4.2.2.2.	Aktifitas.....	61
4.2.2.3.	Liquiditas .....	62
4.2.2.4.	Solvabilitas.....	63
4.2.3.	Analisis dan Proyeksi Laporan Keuangan Ultrajaya .....	63
4.2.3.1.	Profitabilitas .....	65
4.2.3.2.	Aktifitas.....	66

4.2.3.3. Liquiditas .....	68
4.2.3.4. Solvabilitas.....	69
4.2.4. Analisis dan Proyeksi Laporan Keuangan Mayora.....	70
4.2.4.1. Profitabilitas.....	71
4.2.4.2. Aktifitas.....	72
4.2.4.3. Liquiditas .....	73
4.2.4.4. Solvabilitas.....	73
4.2.5. Analisis dan Proyeksi Laporan Keuangan Ades .....	74
4.2.5.1. Profitabilitas .....	75
4.2.5.2. Aktifitas.....	76
4.2.5.3. Liquiditas .....	77
4.2.5.4. Solvabilitas.....	78
4.2.6. Analisis Laporan Keuangan Secara Umum .....	78
4.3. Penilaian Perusahaan ( <i>Valuation</i> ) .....	81
4.3.1. Nilai Bebas Resiko ( <i>Risk Free – Rf</i> ) .....	81
4.3.2. Tingkat Pengembalian Pasar ( <i>Market Return – Rm</i> ).....	82
4.3.3. Nilai Beta Perusahaan ( $\beta$ ) .....	82
4.3.4. Cost of Equity ( <i>Ke</i> ).....	84
4.3.5. Skenario Pertumbuhan Konstan ( <i>Stable Growth</i> ) .....	85
4.3.6. Penilaian dengan Metode <i>Free Cash Flow to the Firm</i> .....	86
4.4. Peta Nilai Pertumbuhan ( <i>Growth Value Map</i> ) .....	94
4.4.1. Perhitungan Peta Nilai Pertumbuhan .....	95
4.4.2. Pemetaan Pada Peta Nilai Pertumbuhan .....	96
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN .....	98
5.1. Kesimpulan.....	98
5.2. Saran.....	100
DAFTAR PUSTAKA .....	102

## DAFTAR GRAFIK

Grafik 3. 1 Pertumbuhan Ekonomi Indonesia (y-o-y) .....	27
Grafik 3. 2 Inflasi Tahunan (y-o-y).....	28
Grafik 3. 3 Pergerakan Nilai Tukar Dollar Terhadap Rupiah.....	30
Grafik 3. 4 Tingkat Suku Bunga Bank Indonesia .....	31
Grafik 3. 5 Perkembangan Harga Minyak Mentah Dunia .....	32
Grafik 3. 6 Grafik Perkembangan Harga Gandum.....	33
Grafik 3. 7 Grafik Perkembangan Harga Minyak Kelapa Sawit (CPO).....	34
Grafik 3. 8 Indeks Keyakinanana Konsumen dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Dollar .....	35
Grafik 4. 1 Pertumbuhan Penjualan Indofood Tahun 2007 .....	44
Grafik 4. 2 Pertumbuhan Penjualan Unilever Tahun 2007.....	47
Grafik 4. 3 Pertumbuhan Penjualan Ultrajaya Tahun 2007 .....	49
Grafik 4. 4 Pertumbuhan Penjualan dan Pendapatan Bersih Indofood .....	55
Grafik 4. 5 Pertumbuhan Pendapatan Operasi Indofood .....	56
Grafik 4. 6 Pertumbuhan Penjualan dan Pendapatan Bersih Unilever.....	59
Grafik 4. 7 Pertumbuhan Pendapatan Operasi Unilever .....	61
Grafik 4. 8 Pertumbuhan Penjualan dan Pendapatan Bersih Ultrajaya.....	64
Grafik 4. 9 Pertumbuhan Pendapatan Operasi Ultrajaya .....	66
Grafik 4. 10 Pertumbuhan Penjualan dan Pendapatan Bersih Mayora .....	70
Grafik 4. 11 Pertumbuhan Pendapatan Operasi Mayora.....	71
Grafik 4. 12 Pertumbuhan Penjualan dan Pendapatan Bersih Ades .....	75
Grafik 4. 13 Pertumbuhan Pendapatan Operasi Ades.....	76
Grafik 4. 14 Kinerja Perusahaan Tahun 2007 Menurut Profitabilitas .....	79
Grafik 4. 15 Kinerja Perusahaan Tahun 2007 Menurut Aktifitas .....	79
Grafik 4. 16 Kinerja Perusahaan Tahun 2007 Menurut Liquiditas .....	80
Grafik 4. 17 Kinerja Perusahaan Tahun 2007 Menurut Solvabilitas .....	81

## DAFTAR TABEL

Tabel 4. 1 Merek Dagang Produk-Produk Indofood.....	40
Tabel 4. 2 Divisi dan Merek Dagang Mayora.....	50
Tabel 4. 3 Komponen dan Nilai <i>Cost of Equity</i> Masing-Masing Perusahaan.....	85
Tabel 4. 4 Hasil Perhitungan WACC Indofood .....	87
Tabel 4. 5 Hasil Perhitungan FCFF Indofood.....	87
Tabel 4. 6 Hasil Perhitungan <i>Terminal Value</i> dan <i>Present Value</i> Indofood.....	87
Tabel 4. 7 Hasil Perhitungan Nilai Perusahaan dan Nilai Intrinsik Indofood.....	88
Tabel 4. 8 Hasil Perhitungan WACC Unilever.....	88
Tabel 4. 9 Hasil Perhitungan FCFF Unilever .....	89
Tabel 4. 10 Hasil Perhitungan <i>Terminal Value</i> dan <i>Present Value</i> Unilever .....	89
Tabel 4. 11 Hasil Perhitungan Nilai Perusahaan dan Nilai Intrinsik Unilever .....	89
Tabel 4. 12 Hasil Perhitungan WACC Ultrajaya.....	90
Tabel 4. 13 Hasil Perhitungan FCFF Ultrajaya.....	90
Tabel 4. 14 Hasil Perhitungan <i>Terminal Value</i> dan <i>Present Value</i> Ultrajaya.....	90
Tabel 4. 15 Hasil Perhitungan Nilai Perusahaan dan Nilai Intrinsik Ultrajaya .....	91
Tabel 4. 16 Hasil Perhitungan WACC Mayora .....	91
Tabel 4. 17 Hasil Perhitungan FCFF Mayora.....	92
Tabel 4. 18 Hasil Perhitungan <i>Terminal Value</i> dan <i>Present Value</i> Mayora.....	92
Tabel 4. 19 Hasil Perhitungan Nilai Perusahaan dan Nilai Intrinsik Mayora .....	92
Tabel 4. 20 Hasil Perhitungan WACC Ades.....	93
Tabel 4. 21 Hasil Perhitungan FCFF Ades .....	93
Tabel 4. 22 Hasil Perhitungan <i>Terminal Value</i> dan <i>Present Value</i> Ades .....	93
Tabel 4. 23 Hasil Perhitungan Nilai Perusahaan dan Nilai Intrinsik Ades.....	94
Tabel 4. 24 Data Perhitungan Peta Nilai Pertumbuhan.....	95
Tabel 4. 25 Hasil Perhitungan Sumbu X dan Y Untuk Setiap Perusahaan.....	95

# BAB 1 PENDAHULUAN

## 1.1. Latar Belakang Penelitian

Mengukur kinerja perusahaan dapat dilakukan melalui analisis terhadap hasil laporan keuangan. Perusahaan terbuka secara rutin akan menerbitkan laporan keuangannya dan diumumkan hasilnya kepada publik.

Pengukuran dapat dilakukan melalui analisis laporan keuangan itu sendiri baik membandingkannya dengan hasil laporan keuangan pada periode sebelumnya atau membandingkannya dengan perusahaan sejenis. Selain itu pengukuran kinerja perusahaan dapat dilakukan dengan metode penilaian harga saham khususnya bagi perusahaan terbuka yang sudah terdaftar di Bursa Efek.

Pengukuran dengan penilaian harga saham dapat dilakukan dengan membandingkan hasil penilaian melalui pemilihan salah satu metode penilaian dengan harga saham yang berlaku di pasar. Jika harga saham yang berlaku di pasar lebih rendah dari pada harga saham yang diperoleh melalui penilaian maka harga saham yang berlaku di pasar tersebut *undervalue* atau artinya murah dan ini dapat bernilai positif bagi para investor untuk membelinya. Sebaliknya jika harga saham yang berlaku di pasar lebih tinggi harganya maka harga saham tersebut *overvalue*. Hal ini dapat menjadi pertimbangan bagi investor untuk melakukan penjualan terhadap saham tersebut.

Hasil pengukuran kinerja perusahaan baik melalui analisis laporan keuangan maupun penilaian perusahaan sangat diperlukan baik oleh perusahaan terkait maupun oleh masyarakat umum terutama para investor yang ingin dan atau ikut terlibat dalam jalannya bisnis perusahaan dalam pengambilan keputusan yang diperlukan.

Proses pengukuran kinerja perusahaan dipengaruhi oleh kondisi internal perusahaan itu sendiri dan juga kondisi makroekonomi dimana perusahaan tersebut menjalankan bisnisnya. Sehingga, dalam melakukan pengukuran kinerja perusahaan diperlukan analisis yang menyeluruh terhadap pengukuran kinerja perusahaan baik didalam perusahaan itu sendiri maupun dilingkungan perusahaan-

perusahaan lain terutama dalam satu lingkungan industri. Selain itu dari hasil tersebut diperlukan informasi mengenai bagaimana prospek pertumbuhan perusahaan tersebut pada masa yang akan datang. Sehingga hasil dari pengukuran kinerja perusahaan ini dapat memberikan pengambilan keputusan yang tepat baik bagi perusahaan itu sendiri maupun masyarakat umum yang membutuhkannya.

### 1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang permasalahan tersebut di atas, maka dalam melakukan penelitian karya ilmiah ini dapat dirumuskan permasalahannya sebagai berikut.

- Bagaimana kinerja perusahaan saat ini dan dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan lain sejenis dalam satu industri jika dilihat dari sisi laporan keuangannya?
- Apakah kinerja perusahaan saat ini sesuai dengan ekpektasi pasar?
- Bagaimana kinerja pertumbuhan perusahaan tersebut di masa yang akan datang?

### 1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah

- Menganalisis laporan keuangan dan membandingkannya dengan perusahaan lain yang sejenis.
- Menilai perusahaan dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to The Firm* atas dasar proyeksi laporan keuangan yang ditujukan untuk mendapatkan nilai intrinsik dari masing-masing perusahaan. Proyeksi laporan keuangan mengacu kepada hasil analisis kinerja perusahaan beberapa periode sebelumnya.
- Membandingkan nilai intrinsik dengan harga saham yang dijual di pasar untuk melihat apakah nilai intrinsik tersebut berada di atas harga pasar (*undervalue*) atau berada di bawah harga pasar (*overvalue*).
- Mengukur kinerja perusahaan dengan menggunakan peta nilai pertumbuhan untuk mengetahui kinerja perusahaan saat ini dan ekpekstasi pertumbuhan perusahaan dalam waktu jangka panjang.

#### 1. 4. Ruang Lingkup Penelitian

Ruang lingkup pembahasan pada karya akhir ini dibatasi pada industri barang konsumsi, dan adapun perusahaan-perusahaan yang dijadikan sebagai bahan penelitian adalah perusahaan yang sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Pada pembahasan karya akhir ini tidak terlepas kepada sumber data perusahaan dan data makroekonomi suatu negara dimana perusahaan tersebut mengembangkan bisnisnya. Data-data tersebut akan sangat berpengaruh pada proyeksi laporan keuangan masing-masing perusahaan. Untuk menjaga konsistensi pembahasan dan penulisan karya ilmiah ini, maka penulis akan membatasi periode dari waktu pengambilan data.

- Perusahaan yang akan dijadikan sebagai objek penelitian adalah perusahaan terbuka yang sudah terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan industri yang dipilih adalah industri barang konsumsi, yaitu terdiri dari Ades, Indofood, Mayora, Ultrajaya, dan Unilever.
- Data laporan keuangan perusahaan adalah data akhir tahun 2005 sampai dengan akhir tahun 2007 yang telah diaudit oleh lembaga terkait.
- Data laporan keuangan kuartal pertama tahun 2008 sebagai pembanding.
- Data makroekonomi yang akan menjadi acuan pada proyeksi laporan keuangan pada tahun 2008 adalah data terakhir yang diperoleh pada saat penulisan karya ilmiah ini dimulai, yaitu sampai dengan akhir dari bulan Agustus 2008.

#### 1. 5. Metode Penelitian

Metode penelitian yang digunakan yaitu dengan menggunakan data yang diperoleh untuk melakukan analisis sesuai dengan tujuan yang telah ditetapkan di awal penelitian.

Sumber data yang digunakan ada dua jenis, yaitu data primer dan data sekunder. Data primer merupakan data mengenai internal perusahaan masing-masing yang akan dijadikan sebagai sumber referensi yaitu baik mengenai strategik bisnis yang sedang dilakukan maupun rencana bisnis kedepan. Pada umumnya data diperoleh dari perusahaan masing-masing.



Sedangkan data sekunder diperoleh dari laporan keuangan masing-masing perusahaan dengan periode laporan keuangan yang digunakan adalah periode dari akhir tahun 2005 sampai dengan akhir tahun 2007, serta periode kuartal kedua tahun 2008 yang akan dijadikan sebagai pembandingan. Selain itu data juga diperoleh dari studi pustaka berupa buku atau literatur, artikel atau jurnal, baik dari institusi-institusi maupun dari media cetak, serta dari situs-situs internet.

Data primer dan data sekunder digunakan untuk melakukan proyeksi laporan keuangan selama lima tahun kedepan. Hasil proyeksi laporan keuangan merupakan dasar untuk menghitung nilai perusahaan dan mendapatkan prediksi dari harga per lembar saham, yang selanjutnya dari data tersebut juga akan digunakan untuk menghitung dan menganalisis pemetaan pada peta nilai pertumbuhan (*growth value map*).

#### **1.6. Sistematika Pembahasan**

Karya tulis ini ditulis dalam lima bab dengan menggunakan sistematika pembahasan sebagai berikut

##### **BAB 1 Pendahuluan**

Bab ini membahas mengenai latar belakang penulisan karya akhir, perumusan masalah, tujuan penelitian, ruang lingkup penelitian, metode penelitian, dan sistematika pembahasan.

##### **BAB 2 Landasan Teori**

Bab ini membahas mengenai landasan teori yang digunakan secara menyeluruh pada penulisan karya ilmiah ini, yaitu meliputi laporan keuangan, analisis laporan keuangan, penilaian perusahaan, *terminal value*, pertumbuhan konstan, dan peta nilai pertumbuhan (*growth value map*).

##### **BAB 3 Tinjauan Makroekonomi dan Industri**

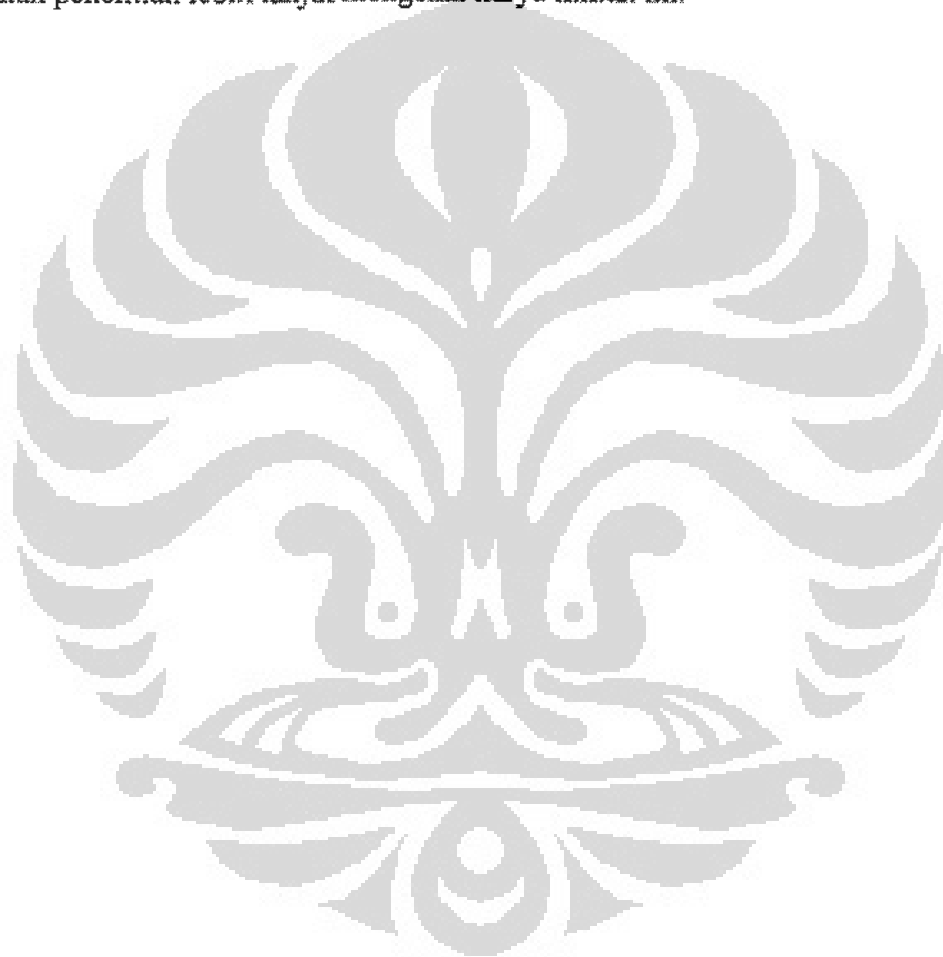
Bab ini membahas gambaran umum mengenai pertumbuhan ekonomi Indonesia, laju inflasi, nilai tukar rupiah, tingkat suku bunga, harga komoditi dunia, indeks keyakinan konsumen, prospek pertumbuhan ekonomi, industri barang konsumsi.

**BAB 4 Analisis Pembahasan**

Bab ini berisi pembahasan mengenai analisis perusahaan, analisis dan proyeksi laporan keuangan, penilaian perusahaan (*valuation*), dan peta nilai pertumbuhan.

**BAB 5 Kesimpulan dan Saran**

Bab ini membahas kesimpulan berdasarkan hasil analisis dari data yang ada dan interpretasi penulis. Pada bab ini juga disampaikan saran penulis terhadap hasil analisis yang telah diperoleh dan masukan bagi para peneliti yang ingin melakukan penelitian lebih lanjut mengenai karya ilmiah ini.



## BAB 2 TELAAH KEPUSTAKAAN

### 2.1. Laporan Keuangan

Dalam melakukan penilaian terhadap perusahaan, sumber data utama yang digunakan adalah laporan keuangan perusahaan. Laporan keuangan merupakan suatu perkiraan terhadap kejadian perekonomian yang sebenarnya karena akunting sistem melaporkan kejadian ekonomi dalam bentuk beberapa laporan. ditambah dengan beberapa alternatif metode akunting dan estimasi (White, Sondhi, and Fried, 2003).

Tujuan penyusunan laporan keuangan adalah untuk memberikan informasi tentang posisi keuangan, kinerja, perubahan ekuitas, arus kas dan informasi lainnya yang bermanfaat bagi pengguna laporan dalam rangka membuat keputusan ekonomi serta menunjukkan pertanggungjawaban manajemen atas penggunaan sumber daya yang dipercayakan kepada mereka (Bank Indonesia, 2008).

Menurut White, et.al (2003) sistem laporan keuangan menghasilkan informasi keuangan perusahaan yang meliputi

### 2.2. Neraca (*Balance Sheet*)

Neraca melaporkan beberapa kelompok dan jumlah dari aktiva, yaitu sumber daya yang dikontrol dan dimiliki oleh perusahaan, kewajiban (*liabilities*) yaitu tagihan/klaim yang berasal dari luar perusahaan pada aset-aset tersebut, dan yang terakhir adalah ekuitas (*Stockholders' equity*) yaitu kontribusi pemilik modal dan hal lain dari kegiatan perusahaan yang menghasilkan sumber pemodalannya perusahaan. Ekuitas dan kewajiban dikelompokkan ke dalam besaran pasiva. Bentuk neraca seperti huruf T dimana besaran aktiva terletak pada sisi kiri dan besaran pasiva disisi kanan, sehingga total aset harus sama dengan jumlah kewajiban dan ekuitas.

Aktiva dikelompokkan menjadi dua, pertama kelompok aktiva lancar yaitu aktiva yang umurnya kurang dari satu tahun, kedua aktiva tidak lancar yaitu kelompok aktiva yang umurnya lebih dari satu tahun. Sama halnya dengan

kewajiban juga dikelompokkan menjadi dua yaitu kewajiban lancar dan kewajiban tidak lancar.

### **2.2.1. Laporan laba rugi (*income statement*)**

Laporan laba rugi melaporkan kinerja perusahaan sebagai hasil dari aktivitas operasi perusahaan. Laporan laba rugi juga menjelaskan beberapa perubahan dari aktiva, kewajiban, dan ekuitas perusahaan diantara dua laporan neraca yang tanggalnya bertalian.

Uraian laporan laba rugi dimulai dari penjualan bersih perusahaan dikurangi dengan beban pokok penjualan yang menghasilkan laba kotor. Selanjutnya laba kotor dikurangi dengan beban usaha yang terdiri dari penjualan dan administrasi yang menghasilkan laba usaha. Selanjutnya laba usaha ditambah dengan penghasilan/beban lain-lain untuk mendapatkan laba sebelum pajak. Laba bersih akan diperoleh jika laba sebelum pajak ditambah dengan total manfaat/beban pajak penghasilan.

### **2.2.2. Laporan modal pemegang saham (*statement of stockholders' equity*)**

Laporan ini melaporkan jumlah dan sumber perubahan modal perusahaan yang berasal dari transaksi modal baik dengan pemilik perusahaan maupun karena komponen saham perefereh, saham biasa, agio saham, laba ditahan, modal saham yang diperoleh kembali, penyesuaian rencana kepemilikan saham karyawan. (*Employee Stock Ownership Plan (ESOP)*)

Periode laporan perubahan modal ini harus sama dengan periode laporan laba rugi, karena kedua laporan ini saling berkaitan.

### **2.2.3. Laporan arus kas (*statement of cash flows*)**

Laporan arus kas melaporkan penerimaan dan pembayaran secara kas pada periode kejadiannya. Laporan ini dikelompokkan menjadi arus kas dari aktivitas operasi, arus kas dari aktivitas investasi, dan arus kas dari aktivitas pendanaan. Laporan arus kas membantu menjelaskan perubahan dalam neraca dan informasi yang dihasilkan oleh laporan laba rugi.

#### 2.2.4. Informasi Tambahan (*Additional Information*)

Menurut Wild, Subramanyan, and Halsey (2007), laporan keuangan tidak hanya memberikan informasi mengenai keuangan perusahaan saja tetapi juga memberikan informasi mengenai perusahaan tersebut, diantaranya

- Pembahasan management dan analisis. Management harus menyoroti semua kejadian di dalam perusahaan baik yang menyenangkan maupun yang tidak menyenangkan, mengidentifikasi kejadian yang signifikan dan tidak pasti yang mempengaruhi terhadap likuiditas perusahaan, sumber pendanaan, dan hasil pekerjaan.
- Laporan manajemen. Tujuan laporan ini adalah untuk menguatkan, pertama kewajiban manajemen senior dalam mengontrol keuangan perusahaan dan sistem internal. Kedua, peran manajemen, direktur, dan auditor dalam menyiapkan laporan keuangan.
- Laporan Auditor. Analisis laporan keuangan memerlukan peninjauan dari auditor untuk memastikan apakah perusahaan memperoleh opini yang tidak memenuhi syarat!
- Catatan Penjelasan. Catatan merupakan tambahan informasi yang merupakan maksud/arti dari isi bagian laporan keuangan baik yang disertakan maupun yang tidak disertakan. Catatan penjelasan meliputi (1) metode dan prinsip-prinsip akunting; (2) pemberitahuan rinci dari masing-masing bagian laporan keuangan; (3) komitmen dan kemungkinan; (4) gabungan bisnis; (5) transaksi dengan yang memiliki hubungan istimewa; (6) rencana stock option; (7) tindak tanduk hukum; (8) pelanggan penting
- Informasi Pelengkap. Informasi pelengkap dalam laporan keuangan meliputi informasi (1) data jaringan bisnis perusahaan; (2) penjualan ekspor; (3) investasi efek; (4) penilaian laporan keuangan; (5) pinjaman jangka pendek; (6) data keuangan per kwartal.
- Pernyataan Kuasa. Berisi informasi yang diperlukan para pemegang saham dalam memberikan suara yang melibatkan wali/pemberian kuasa kepada pihak lain.

## 2.3. Analisis Laporan Keuangan

Tujuan analisis laporan keuangan untuk mengukur posisi keuangan dan hasil-hasil yang telah dicapai oleh perusahaan. Dalam melakukan analisis, dianjurkan untuk melakukan perbandingan terhadap dua periode atau lebih agar dapat mengukur tingkat pencapaian kinerja perusahaan dan akan lebih baik lagi jika membandingkan dengan perusahaan sejenis yang masih termasuk ke dalam satu industri.

Salah satu cara untuk menganalisis laporan keuangan adalah dengan menggunakan analisis rasio. Salah satu keuntungan menggunakan analisis rasio adalah dapat digunakan sebagai pembanding hubungan tingkat resiko dan pengembalian suatu perusahaan dari beberapa ukuran perusahaan yang berbeda. Rasio dapat memberikan gambaran perusahaan, karakteristik ekonomi dan strategi kompetitif, dan juga dapat memberikan gambaran terhadap karakteristik operasi, finansial, dan investasi perusahaan yang khas (White, Sondhi, and Fried, 2003). White, Sondhi, dan Fried mengkategorikan analisis rasio menjadi :

### 2.3.1. Rasio Likuiditas (*Liquidity*)

Liquiditas digunakan untuk menunjukkan kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangannya yang harus segera dipenuhi, atau kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan pada saat ditagih. Untuk mengukur liquiditas dapat menggunakan rasio berikut

#### 1. *Current Ratio*

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liability}} \dots\dots\dots (2.1)$$

Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana kemampuan perusahaan untuk dapat memenuhi kewajiban keuangan dibandingkan dengan jumlah aktiva lancar yang dimilikinya. Jika jumlah aktiva lancar lebih besar atau dengan kata lain rasio tersebut bernilai lebih dari 1 kali, maka perusahaan tersebut akan terhindar dari resiko gagal bayar, dimana resiko tersebut dapat ditutupi oleh jumlah aktiva lancar yang dimiliki perusahaan.

## 2. Quick Ratio

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{Marketable Securities} + \text{Account Receivable}}{\text{Current Liability}} \dots\dots\dots (2.2)$$

Rasio ini sama dengan *current ratio* namun yang akan menjadi pembanding terhadap kewajiban lancar adalah persediaan kas, *marketable securities*, dan *account receivable*. Jika jumlah ketiga variabel tersebut lebih besar atau nilai rasio lebih besar dari 1 kali maka jumlah kewajiban dapat tertutupi dan perusahaan akan terhindar dari resiko gagal bayar

### 2.3.2. Rasio Solvabilitas (*Solvability*)

Solvabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya apabila perusahaan tersebut dilikuidasi baik kewajiban keuangan jangka pendek maupun jangka panjang. Suatu perusahaan dapat dikatakan *solvable* apabila perusahaan tersebut mempunyai aktiva atau kekayaan yang cukup untuk membayar semua hutang-hutangnya.

Untuk mengukur solvabilitas, rasio yang umum digunakan adalah sebagai berikut

#### 1. Debt to Asset

$$\text{Debt to Asset} = \frac{\text{Total Liability}}{\text{Total Asset}} \dots\dots\dots (2.3)$$

Rasio ini menunjukkan berapa tingkat pinjaman baik pinjaman jangka pendek maupun pinjaman jangka panjang yang dimiliki oleh perusahaan dengan jumlah aktiva yang dimilikinya. Semakin besar rasio ini menunjukkan bahwa sebagian besar jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan dibiayai dari pinjaman, sehingga akan semakin beresiko jika terjadi likuidasi dalam memenuhi kewajiban keuangan yang bersumber dari total aktiva.

#### 2. Debt to Equity

$$\text{Debt to Asset} = \frac{\text{Total Liability}}{\text{Total Equity}} \dots\dots\dots (2.4)$$

Rasio ini menunjukkan berapa tingkat pinjaman yang dimiliki perusahaan dengan modal sendiri. Semakin tinggi nilai rasio ini maka semakin besar modal perusahaan yang dibiayai dari pinjaman.

### 3. *Times Interest Earned*

$$\text{Times Interest Earned} = \frac{\text{Earning Before Interest and Tax}}{\text{Interest Expense}} \dots\dots\dots (2.5)$$

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar bunga kepada kreditur. Semakin tinggi nilai rasio ini menunjukkan perusahaan semakin mampu dalam membayar bunganya kepada kreditur.

### 2.3.3. Rasio Profitabilitas

*Profitability* menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu yang diukur dengan keberhasilan perusahaan dan kemampuannya menggunakan aktivasinya secara produktif, dengan demikian profitabilitas suatu perusahaan dapat diketahui dengan membandingkan antara laba yang diperoleh dalam suatu periode dengan jumlah aktiva atau jumlah modal perusahaan tersebut. Rasio-rasio berikut pada umumnya sering digunakan untuk mengukur *profitability*

#### 1. *Gross Margin*

$$\text{Gross Margin} = \frac{\text{Cost of Goods Sold}}{\text{Sales}} \dots\dots\dots (2.6)$$

*Gross profit margin* digunakan untuk mengukur persediaan keuangan perusahaan dengan melihat proporsi dari selisih keuntungan penjualan dengan beban pokok penjualan terhadap keuntungan penjualan. *Gross profit margin* dinyatakan dengan presentase, dimana semakin tinggi nilai persentasenya maka perusahaan semakin dapat dimungkinkan untuk memperoleh keuntungan dari penjualannya.

#### 2. *Operating Margin*

$$\text{Operating Profit Margin} = \frac{\text{Operating Income}}{\text{Sales}} \dots\dots\dots (2.7)$$

*Operating profit margin* dinyatakan dengan presentase, digunakan untuk mengukur seberapa besar proporsi keuntungan perusahaan yang tersisa setelah



membayar biaya operasi perusahaan. *Operating profit margin* dapat dijadikan indikator pembandingan dengan periode sebelumnya apakah biaya operasi mengalami peningkatan atau memberikan peningkatan efektifitas sehingga dapat memberikan keuntungan yang maksimum terhadap perusahaan.

### 3. *Net Profit Margin*

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Sales}} \dots\dots\dots (2.8)$$

*Net profit margin* digunakan untuk mengukur seberapa besar profit yang diperoleh oleh perusahaan terhadap total penjualan atau berapa besar profit yang dapat diperoleh oleh perusahaan setiap Rp. 1 perusahaan memperoleh penjualan bersih. Semakin tinggi profit margin maka perusahaan tersebut semakin efektif dalam mengelola pendapatan atas hasil penjualan sampai dengan mendapatkan laba bersih.

### 4. *Return of Asset (ROA)*

$$\text{ROA} = \frac{\text{Net Income} \times \text{After Tax Interest Expense}}{\text{Average Total Asset}} \dots\dots\dots (2.9)$$

ROA dapat digunakan sebagai indikator seberapa besar profit yang dapat diperoleh oleh perusahaan atas total aktiva yang dimilikinya. Dengan demikian ini menunjukkan efisiensi bagaimana tim manajemen perusahaan dalam mengelola aktiva untuk memperoleh laba yang sebesar-besarnya.

### 5. *Return of Equity*

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Common Equity}} \dots\dots\dots (2.10)$$

$$\frac{\text{Net Income}}{\text{Common Equity}} = \text{Net Profit Margin} \times \text{Total Asset Turnover} \times \text{Financial Leverage} \dots\dots (2.11)$$

ROE dinyatakan dalam bentuk presentase, digunakan untuk mengukur tingkat efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba dari setiap rupiah atau dollar yang terdapat dalam ekuitas pemegang saham. Rasio ini menunjukkan seberapa bagus perusahaan dalam menggunakan uang investasinya untuk menghasilkan laba.

### 2.3.4. Rasio Aktifitas

Rasio aktifitas menjelaskan hubungan antara tingkat operasi (biasanya di definisikan dengan tingkat penjualan) dengan jumlah aktiva yang diperlukan untuk menjaga aktifitas operasi perusahaan. Semakin tinggi rasio ini maka tingkat operasi perusahaan akan semakin efisien, yang mana kebutuhan akan aktiva menjadi semakin kecil tetapi tingkat operasi perusahaan (penjualan) dapat tetap terjaga.

#### 1. *Inventory Turnover*

$$\text{Inventory Turnover} = \frac{\text{Cost of Goods Sold}}{\text{Average Inventory}} \dots\dots\dots (2.12)$$

*Inventory Turnover* digunakan untuk mengukur berapa kali persediaan *inventory* perusahaan dapat terjual atau digantikan yang terjadi dalam satu periode.

#### 2. *Average number days of inventory in stock*

$$\text{Days of Inventory} = \frac{365}{\text{Inventory Turnover}} \dots\dots\dots (2.13)$$

Untuk menghitung berapa hari yang dibutuhkan untuk menjual barang yang ada di *inventory* dapat menggunakan rasio *average number days of inventory in stock*, yaitu dengan membagi jumlah hari dalam setahun dengan *inventory turnover*.

#### 3. *Receivable Turnover*

$$\text{Receivable Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Average Account Receivable}} \dots\dots\dots (2.14)$$

*Receivable Turnover* digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam memperpanjang kredit terhadap pihutang usaha atau dalam menagih hutang.

#### 4. *Average number days receivable outstanding ratio*

$$\text{Days of Receivable} = \frac{365}{\text{Receivable Turnover}} \dots\dots\dots (2.15)$$

Untuk menghitung berapa rata-rata hari yang diperlukan dalam satu periode dalam menagih hutang atau mengumpulkan uang atas pihutang usaha, dapat menggunakan rasio ini.

### 5. *Payable Turnover*

$$\text{Payable Turnover} = \frac{\text{Cost of Goods Sold}}{\text{Average Account Payable}} \dots\dots\dots (2.16)$$

*Payable Turnover* digunakan untuk mengukur rata-rata berapa kali dalam satu periode, perusahaan melakukan pembayaran terhadap *supplier* atau membayar hutang dagangnya.

### 6. *Average number days payable outstanding ratio*

$$\text{Days of Payable} = \frac{365}{\text{Payable Turnover}} \dots\dots\dots (2.17)$$

Rasio ini digunakan untuk menghitung berapa hari rata-rata yang diperlukan dalam satu periode perusahaan melakukan pembayaran atas hutang dagang atau pembayaran terhadap *supplier*.

### 7. *Asset Turnover*

$$\text{Asset Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Average Total Asset}} \dots\dots\dots (2.18)$$

Jumlah penjualan bersih yang dapat dihasilkan dari setiap satu rupiah atau dollar aktiva yang dimiliki perusahaan dapat diukur dengan menggunakan rasio *asset turnover*.

### 8. *Cash Conversion Cycle*

$$\text{Cash Cycle} = \text{Days Inventory} + \text{Days Receivable} - \text{Days Payable} \dots\dots\dots (2.19)$$

*Cash Conversion Cycle* adalah waktu yang diperlukan dimana perusahaan dapat mengkonversikan kekayaannya menjadi kas atau dengan kata lain waktu yang diperlukan untuk mengumpulkan kas atas penjualan setelah melakukan pembayaran terhadap kekayaan yang diakui oleh perusahaan.

## 2.3.5. Rasio Penilaian Ekuitas

Selain rasio yang telah disebutkan di atas, ada beberapa rasio lain yang digunakan untuk menilai kinerja ekuitas perusahaan, seperti *Earning Per Share* dan *Book Value Per Share*.

### 1. *Earning Per Share (EPS)*

EPS merupakan rasio yang umum digunakan untuk mengukur kinerja Perseroan terbuka, yaitu jumlah pendapatan bersih setelah dikurangi dengan *preferred dividend* dibagi dengan rata-rata jumlah saham yang beredar. EPS digunakan untuk memabandingkan kinerja dari operasi perusahaan dan ditujukan untuk penilaian perusahaan.

$$EPS = \frac{\text{Earning Available to Common Shareholders}}{\text{Avg Nmbr of Shares of Common Stock Outstanding}} \dots\dots\dots (2.20)$$

## 2. Book Value Per Share (BVPS)

Rasio ini menunjukkan jumlah ekuitas dalam tiap lembar saham dan ini biasanya digunakan sebagai patokan perbandingan dengan harga saham di pasar.

$$BPVS = \frac{\text{Total Sharehoukder' s Equity}}{\text{Avg Nmbr of Shares of Common Stock Outstanding}} \dots\dots\dots (2.21)$$

## 2.4. Penilaian Perusahaan (Valuation)

Penilaian perusahaan pada dasarnya adalah untuk mengestimasi nilai dasar dari perusahaan dan analisis laporan keuangan. Penilaian perusahaan sangat penting untuk kepentingan semua kalangan baik stakeholder perusahaan maupun masyarakat umum dalam rangka mengetahui perkembangan kinerja perusahaan. Untuk menentukan nilai perusahaan, seorang analis harus selektif dalam menentukan model penilaian disamping mengestimasi biaya modal perusahaan.

Menurut Wild, Subramanyan, and Halsey (2007), dasar penilaian perusahaan adalah teori nilai saat ini (*present value*). Teori ini menyatakan bahwa nilai surat hutang atau saham adalah sama dengan jumlah dari semua perkiraan pembayaran dimasa yang akan datang dari nilai ekuitas yang di diskonto pada harga sekarang dengan menggunakan nilai diskonto yang sesuai.

Dalam menganalisis perusahaan ada dua pendekatan yang dapat dilakukan, yaitu pendekatan *top-down (top-down approach)* dan pendekatan *bottom-up (bottom-up approach)*. Pendekatan *top-down* adalah pendekatan analisis yang dimulai dengan menganalisis sisuasi negara, selanjutnya menganalisis sektor-sektor ekonomi, kemudian sub sektor ekonomi dan terakhir menganalisis perusahaan yang bersangkutan. Sedangkan pendekatan *bottom-up* adalah

kebalikan dari pendekatan *top-down* yaitu dimulai dari menganalisis perusahaan yang memberikan keuntungan terhadap investasi dan selanjutnya menganalisis ke industri dan terakhir menganalisis negara.

Dalam tujuan pengambilan keputusan, analisis perusahaan dibagi menjadi dua metode, yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal. Menurut Manurung (2006), analisis fundamental adalah analisis yang menilai perusahaan berdasarkan informasi yang berasal dari perusahaan dan dikaitkan dengan lingkungan makro serta estimasi ke masa mendatang. Analisis fundamental ini sebenarnya untuk mendapatkan nilai intrinsik (*value intrinsic*) dari perusahaan yang bersangkutan. Sedangkan analisis teknikal, adalah analisis perusahaan dengan melakukan analisis harga saham dan volume transaksi saham di bursa saham atau pasar modal. Data harga saham dan volume transaksi ini dibuat dalam bentuk gambar/grafik yang dipegunakan untuk mengambil keputusan membeli atau tidak membeli harga saham yang bersangkutan.

#### 2.4.1. Rata-rata tertimbang biaya modal (*Weighted Average Cost Capital - WACC*)

WACC merupakan biaya dari komponen-komponen pembiayaan yang berbeda yang digunakan oleh perusahaan (Damodaran, 2002). WACC diformulasikan sebagai berikut

$$WACC = \frac{E}{E + D} K_e + \frac{D}{E + D} K_d (1 - Tax) \dots\dots\dots (2.22)$$

dimana E adalah total equity, yang merupakan perkalian harga saham yang berlaku pada saat ini dengan jumlah saham yang beredar, D adalah total hutang yang dimiliki oleh perusahaan.  $K_d$  adalah *cost of debt*, yaitu biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan atas dana pinjaman yang digunakan untuk membiayai proyek-proyek perusahaan (Damodaran, 2002). *Cost of debt* dapat dihitung dengan membagi suku bunga pinjaman yang berlaku pada periode tersebut dengan rata-rata jumlah pinjaman.

#### 2.4.2. Model Penilaian (*Free Cash Flow to the Firm - FCFF*)

Model penilaian dengan *Free Cash Flow to the Firm* merupakan penjumlahan terhadap semua pemilik tagihan di dalam perusahaan termasuk didalamnya adalah

pemegang saham, pemilik obligasi, dan pemegang saham istimewa (Damodaran, 2002).

Pendekatan model ini merupakan pendekatan yang menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan arus kas yang masuk ke perusahaan selama perusahaan masih hidup (Manurung, 2006).

Ada dua cara dalam menghitung *Free Cash Flow to the Firm* (Damodaran, 2002), pertama adalah dengan menambahkan arus kas terhadap pemilik tagihan, yaitu yang terdiri dari arus kas terhadap ekuitas, arus kas terhadap peminjam, dan arus kas terhadap pemegang saham istimewa. Jika diformulasikan maka

FCFF =

Arus kas pada ekuitas + Beban biaya bunga (1 – tarif pajak) + Pokok pembayaran – pengeluaran piutang baru + pembayaran dividend istimewa  
..... (2.23)

Cara yang kedua dalam menghitung *Free Cash Flow to the Firm* adalah dengan mengestimasi arus kas sebelum tagihan-tagihan tersebut di atas, yaitu perhitungan dilakukan mulai dari laba perusahaan sebelum beban bunga, dan kebutuhan penanaman modal kembali. Jika diformulasikan maka

FCFF =

EBIT x (1 – beban pajak) + beban penyusutan – pengeluaran modal (*capital expenditure*) – perubahan terhadap modal kerja (*working capital*) ..... (2.24)

EBIT (*Earning Before Interest Tax*) merupakan laba sebelum beban pajak dan bunga. Beban penyusutan adalah alokasi biaya yang dikeluarkan untuk bangunan dan peralatan berdasarkan masa manfaatnya, namun beban penyusutan tersebut dananya tidak dialokasikan untuk biaya penggantian asset tersebut. (Wild, Subramanyan, and Halsey 2007). Menurut Manurung (2006), “Beban penyusutan (*depreciation*) merupakan pengurang dari pengeluaran kapital karena penyusutan merupakan pengeluaran bukan cash dan hanya merupakan pencatatan dalam akuntansi dengan adanya penggunaan aset perusahaan”.

Capital expenditure adalah pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan untuk memiliki aset secara fisik seperti tanah, bangunan, dan peralatan. Didalam

akunting, capital expenditure ditambahkan pada akun aset (dikapitalisasi) sehingga dapat meningkatkan jumlah aset.

Perubahan modal kerja (*net working capital*) didefinisikan sebagai kelebihan aktiva lancar (*current asset*) terhadap kewajiban lancar (*current liabilities*) (Wild, Subramanyan, and Halsey 2007). Untuk tujuan penilaian perusahaan, pengertian perubahan modal kerja mengalami perubahan (Damodaran, 2002). Perubahan pertama, kas dan investasi pada efek dari aktiva lancar tidak disertakan dalam perhitungan, hal ini disebabkan kas biasanya diinvestasikan oleh perusahaan dalam bentuk *treasury bills*, efek pemerintah jangka pendek, atau *commercial papper*. Perubahan lainnya yaitu tidak disertakannya semua *interest-bearing debt* dari kewajiban lancar, yaitu pinjaman jangka pendek dan bagian dari pinjaman jangka panjang yang jatuh tempo pada periode berjalan.

Penilaian perusahaan berdasarkan pendekatan metode *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) diperoleh dengan melakukan pemotongan terhadap *Free Cash Flow to the Firm* dengan rata-rata tertimbang pembiayaan modal (*Weighted Average Cost Of Capital*) sebagai nilai sekarang dari perkiraan FCFF (Damodaran, 2002).

$$\text{Nilai Perusahaan} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} \dots\dots\dots (2.25)$$

dimana n adalah jumlah tahun proyeksi kedepan dalam melakukan penilaian perusahaan.

Dalam melakukan perhitungan penilaian perusahaan tersebut, lama n tahun tidak bisa dilakukan selamanya diperlukan adanya batasan disebabkan semakin lama n tahun maka nilai perkiraan perusahaan akan semakin berkurang ketepatannya, hal ini disebabkan kita tidak bisa mengestimasi kondisi perusahaan dan kondisi makroekonomi yang mempengaruhi perusahaan tersebut dalam jangka waktu yang panjang, oleh karena itu nilai n harus ditentukan untuk berapa lama dan ditambah dengan menghitung nilai batasan (*terminal value*)-nya.

## 2.5. Terminal Value

*Terminal Value* adalah nilai perusahaan pada periode ke-n dan selanjutnya (Manurung, 2002).

Sehingga dengan menambahkan perhitungan *terminal value*, perhitungan nilai perusahaan pada persamaan 2.1 di atas, dapat di ubah menjadi

$$\text{Nilai Perusahaan} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{TV}}{(1 + \text{WACC})^n} \dots\dots\dots (2.26)$$

Ada tiga metode yang dapat digunakan dalam melakukan perhitungan *terminal value* (Damodaran, 2002).

### 2.5.1. Nilai Liquidasi (*Liquidation Value*)

Pada metode ini, kita mengasumsikan bahwa perusahaan akan berhenti beroperasi pada suatu periode waktu tertentu di masa yang akan datang dan perusahaan tersebut dijual, biasanya melalui lelang, dengan harga yang terbaik. Untuk menghitung nilai liquidasi dapat dilakukan dengan dua cara. Pertama, berdasarkan nilai buku dari aktiva yang disesuaikan dengan inflasi selama periode nilai aset, dan jika dirumuskan menjadi

$$\text{ELV} = \text{BV} \times (1 + f)^t \dots\dots\dots (2.27)$$

Dimana ELV adalah estimasi nilai liquidasi, BV adalah nilai buku, f adalah estimasi inflasi pertahun, dan t adalah umur aset.

Sedangkan metode yang ke dua dalam menghitung nilai liquidasi adalah dengan menghitung berdasarkan kemampuan menghasilkan pendapatan (*earning power*), yaitu dengan menghitung nilai estimasi dari arus kas (*cash flow*) dari aset dan melakukan diskonto terhadap arus kas tersebut dengan menggunakan nilai diskonto yang sesuai, atau jika dirumuskan menjadi

$$\text{ELV} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF}}{(1 + \text{CoC})^t} \dots\dots\dots (2.28)$$

Dimana ELV adalah estimasi nilai liquidasi, CF adalah arus kas (*cash flow*) selama periode selanjutnya, dan CoC adalah biaya modal perusahaan (*Cost of Capital*). Kemudian nilai hutang yang masih belum dibayarkan pada *terminal value* harus dikurangi dari nilai likuiditas untuk mendapatkan nilai bagi investor.

### 2.5.2. Pendekatan Perkalian (*Multiple Approach*)

Pada metode ini, nilai perusahaan di masa yang akan datang di estimasi dengan melakukan perkalian terhadap pendapatan atau penghasilan perusahaan



pada tahun tersebut. Perkalian di estimasi dengan melihat pada perusahaan sejenis pada situasi pasar sekarang sehingga nilai yang diperoleh ada nilai relatif. Menurut Manurung (2006), “metode ini dipergunakan bila sangat sulit memperhitungkan variabel yang lain”.

### 2.5.3. Model Pertumbuhan Stabil (*Stable Growth Model*)

Dengan menggunakan model pertumbuhan stabil (Damodaran, 2002), kita mengasumsikan bahwa perusahaan memiliki umur yang terbatas dan akan dilikuidasi pada akhir tahun terbatas tersebut meskipun perusahaan dapat menginvestasikan kembali arus kasnya untuk aset-aset yang baru dan melanjutkan masa hidupnya. Apabila kita mengasumsikan bahwa arus kas akan tumbuh dengan nilai konstan selamanya setelah batas tahun, maka terminal value dapat dihitung dengan

$$\text{Terminal Value}_t = \frac{\text{Cash Flows}_{t+1}}{(r - \text{Constant Growth})} \dots\dots\dots (2.29)$$

Arus kas dan nilai diskonto digunakan berdasarkan pemilihan penilaian apakah berdasarkan penilaian perusahaan atau penilaian ekuitas. Untuk penilaian perusahaan berdasarkan ekuitas dimana arus kas yang diestimasi merupakan arus kas yang diterima investor yaitu dividend atau arus kas yang bebas terhadap ekuitas (Manurung, 2006) maka persamaan 2.5 menjadi sebagai berikut

$$\text{Terminal Value Ekuitas}_n = \frac{\text{Cash Flow Equity}_{n+1}}{(\text{Cost of Equity}_{n+1} - g_u)} \dots\dots\dots (2.30)$$

Sedangkan untuk penilaian berdasarkan penilaian perusahaan dimana arus kas dapat diestimasi sebagai arus kas yang bebas (*Free Cash Flow*) untuk perusahaan dan dianggap konstan termasuk pertumbuhannya (Damodaran, 2002) maka persamaan 2.5 menjadi sebagai berikut

$$\text{Terminal Value}_n = \frac{\text{FCFF}_{n+1}}{(\text{Cost of Equity}_{n+1} - g_n)} \dots\dots\dots (2.31)$$

## 2.6. Pertumbuhan Konstan

Pertumbuhan konstan merupakan pertumbuhan yang konstan untuk selamanya, dalam menentukan berapa besarnya pertumbuhan tersebut adalah hal yang sulit, namun besarnya pertumbuhan konstan tidak akan melebihi

pertumbuhan ekonomi negara tersebut. Oleh karena itu dalam menentukan pertumbuhan konstan harus mempertimbangkan tiga hal berikut ini (Damodaran, 2002).

1. Ruang lingkup operasi perusahaan, apakah perusahaan lokal atau perusahaan multinasional. Perusahaan lokal akan dipengaruhi oleh kondisi ekonomi domestik, sedangkan perusahaan multinasional akan dipengaruhi oleh kondisi global ekonomi.
2. Apakah penilaian dilakukan dalam nilai nominal atau nilai ril. Jika penilaian dilakukan dalam bentuk nilai nominal maka pertumbuhan konstan akan dalam bentuk nominal termasuk dengan komponen inflasi, akan tetapi jika penilaian dalam nilai ril maka pertumbuhan konstan akan lebih kecil dibandingkan dengan nilai nominal.
3. Jenis mata uang yang digunakan pada saat mengestimasi arus kas dan nilai diskonto oleh perusahaan untuk menilai perusahaan. Pertumbuhan konstan pada saat inflasi terhadap mata uan tinggi akan lebih tinggi dibandingkan pada saat kondisi inflasi rendah.

## 2.7. Teori Harga Pasar Aset Model (*Capital Asset Pricing Model - CAPM*)

Model CAPM yaitu sekumpulan perkiraan mengenai keseimbangan tingkat pembembalian yang diharapkan pada aset-aset yang beresiko (Bodie, Kane, and Marcus, 2008). Teori CAPM ini dikembangkan 12 tahun setelah Harry Markowitz mengemukakan mengenai manajemen portfolio modern pada tahun 1952 oleh William Sharpe, John Lintner, dan Jan Mossin.

CAPM sering digunakan untuk harga aset beresiko pada kondisi ketidakpastian dan juga digunakan untuk menghitung biaya saham (*cost of equity*) (Manurung, 2006).

Persamaan CAPM dituliskan sebagai berikut

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [R_p] \dots\dots\dots (2.32)$$

dimana  $E(r_i)$  merupakan perkiraan tingkat pengembalian portfolio,  $r_f$  adalah tingkat pengembalian aset bebas resiko,  $\beta$  adalah beta yang merupakan sensitifitas koefisien, yaitu regresi *slope* yang menyatakan model indeks, dan  $R_p$

adalah *risk premium* pada portfolio pasar, yaitu perkiraan tingkat pengembalian pasar dikurangi dengan tingkat pengembalian bebas resiko, atau diformulasikan dengan

$$R_p = E(r_M) - r_f \dots\dots\dots (2.33)$$

Nilai beta dapat diperoleh dengan menggunakan persamaan berikut

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_M)}{\sigma_M^2} \dots\dots\dots (2.34)$$

dimana cov adalah kovarian, dan  $\sigma^2$  adalah *variance* dari portfolio.

Beta dari aset bebas resiko adalah nol karena hubungannya terhadap portfolio pasar adalah nol. Sedangkan beta dari portfolio pasar adalah satu karena memiliki kovarian yang sama.

Formula CAPM di atas dibuat dengan berdasarkan atas beberapa asumsi, yang mana harus dibuat oleh investor dan kumpulan dari *opportunity* (Manurung, 2006)

1. Investor adalah individu penghindar resiko yang memaksimalkan ekspektasi utilitaas dari akhir periode kekayaannya
2. Investor adalah pengambil harga dan memiliki ekspektasi yang homogen mengenai tingkat pengembalian aset yang mempunyai distribusi gabungan normal.
3. Adanya tingkat pengembalian aset bebas resiko, dimana investor dapat meminjam dan meminjamkan sampai tidak terbatas dengan tingkat bunga bebas resiko.
4. Jumlah aset tetap, dimana seluruh aset dapat diperdagangkan serta dapat dibagi-bagi secara sempurna.
5. Pasar aset bebas dari segala hambatan (*frictionless*) dan informasi tidak mempunyai harga serta tersedia secara terus menerus kepada semua investor, dan
6. Tidak ada pasar yang tidak sempurna (*market imperfection*) misalnya regulasi pajak dan pembatasan pada *short selling*.

## 2.8. Peta nilai pertumbuhan (*Growth Value Map*)

Menurut Ringbeck dan Bockum (2000), *Growth Value Map* digunakan sebagai alat bantu untuk menggambarkan kinerja perusahaan saat ini dan sekaligus menggambarkan harapan terhadap pertumbuhan di masa depan. *Growth Value Map* dihitung berdasarkan unsur-unsur *metrics* tradisional yang menggambarkan kondisi saat ini dan unsur *metrics* yang menggambarkan harapan pertumbuhan masa depan, seperti kapitalisasi pasar.

*Growth Value Map* ini dapat disusun dengan memanfaatkan informasi yang terdapat di pasar modal maupun dari laporan keuangan publik yang dikeluarkan oleh perusahaan.

*Growth Value Map* dibagi menjadi 4 kuadran yang dipisahkan oleh nilai taraf (*benchmark value*) dan masing-masing kuadran memberikan gambaran mengenai kinerja perusahaan baik saat ini maupun masa depan.

### 1. *Excellent Value Managers.*

Pasar modal mengharapkan *excellent value managers* dapat melampaui target dalam profitabilitas dan pertumbuhan yang lebih baik dibandingkan dengan pesaing-pesaingnya.

### 2. *Expectation builders*

Pasar modal mengharapkan keuntungan yang relatif rendah dari *expectation builder* pada jangka waktu jangka yang pendek akan tetapi mereka memiliki harapan untuk tumbuh meningkat.

### 3. *Traditionalists*

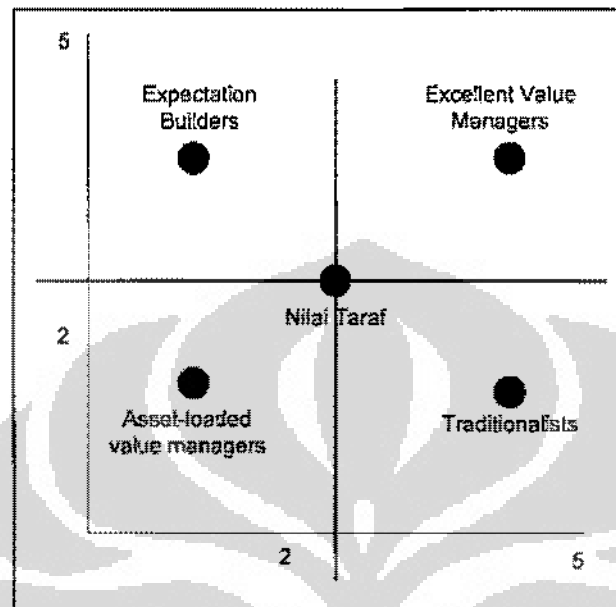
Pasar modal memiliki harapan yang rendah terhadap potensi pertumbuhan *traditionalists*, meskipun mereka memiliki keuntungan yang besar dalam kurun jangka waktu yang pendek.

### 4. *Asset-loaded value managers.*

Beberapa perusahaan tampaknya gagal dalam mencapai kinerja yang baik pada kedua sumbu. Jika nilai buku mereka tidak berubah dengan adanya penambahan saham yang baru maka pasar yang rendah mencerminkan kegagalan dalam menciptakan nilai yang efektif. Perusahaan-perusahaan seperti ini gagal untuk memuaskan para pemegang saham mengenai

profitabilitas jangka pendek atau prospek pertumbuhan jangka panjang dan demikian juga dengan harga.

Keempat kuadran tersebut di atas dapat digambarkan seperti berikut



Gambar 2. 1 Peta Nilai Pertumbuhan

Dalam melakukan pemetaan terhadap nilai pertumbuhan, perlu dilakukan perhitungan terhadap masing-masing sumbu yaitu sumbu horizontal (x) dan sumbu vertikal (y) untuk menentukan koordinat masing-masing perusahaan.

Nilai sumbu horizontal dapat diperoleh dengan menggunakan persamaan berikut (Ringbeck dan Bockum, 2000).

$$X = \frac{\text{Nilai Kinerja}}{\text{Harga Buku Per Saham (BVS)}} \quad (2.35)$$

sedangkan nilai sumbu vertikal diperoleh dengan persamaan berikut :

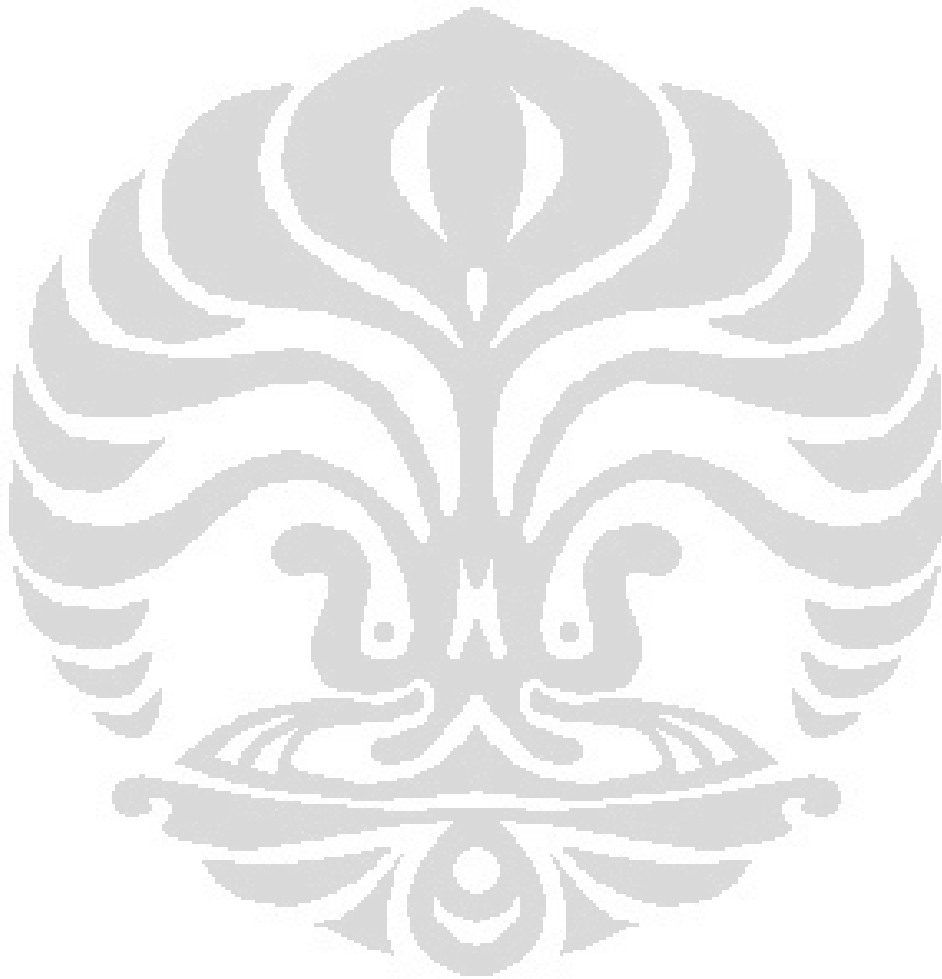
$$Y = \frac{\text{Harga Saham} - \text{Nilai Kinerja}}{\text{Harga Buku Per Saham (BVS)}} \quad (2.36)$$

dimana nilai kinerja perusahaan adalah

$$\text{Nilai Kinerja} = \frac{\text{Pendapatan Per Saham (EPS)}}{\text{Nilai Diskonto}} \quad (2.37)$$

*Benchmark value* yang digunakan sebagai pemisah dari keempat kuadran peta nilai pertumbuhan diperoleh dari nilai rata-rata dari masing-masing nilai

sumbu horisontal dan sumbu vertikal perusahaan-perusahaan yang akan dipetakan pada peta nilai pertumbuhan.



### BAB 3

## TINJAUAN MAKROEKONOMI DAN INDUSTRI

### 3.1. Pertumbuhan Ekonomi Indonesia

Pertumbuhan ekonomi pada tahun 2007 menunjukkan peningkatan di banding tahun 2006 dan bahkan merupakan pencapaian tingkat pertumbuhan tertinggi pasca krisis. Pertumbuhan ekonomi di tahun 2007 meningkat signifikan mencapai 6.3% (y-o-y) dibanding tahun 2006 yang hanya mencapai 5.5% (y-o-y). Pertumbuhan ini secara keseluruhan perekonomian menunjukkan telah berkembang menuju kondisi yang lebih baik meskipun masih dihadapkan pada sejumlah permasalahan yang bersumber baik dari sisi global maupun domestik.

Dilihat dari sisi global, dampak lonjakan dari harga minyak dan krisis *subprime mortgage* di Amerika Serikat dapat diminimalkan sehingga stabilitas nilai tukar rupiah, inflasi, dan defisit fiskal tetap terjaga.

Di sisi permintaan, peningkatan pertumbuhan ekonomi yang impresif tercermin pada peningkatan pertumbuhan permintaan domestik, serta meningkatnya jumlah ekspor.

Terciptanya stabilitas makroekonomi di dalam negeri serta perbaikan daya beli masyarakat memberikan landasan yang kokoh dan kondusif bagi penguatan pertumbuhan ekonomi pada tahun 2007.

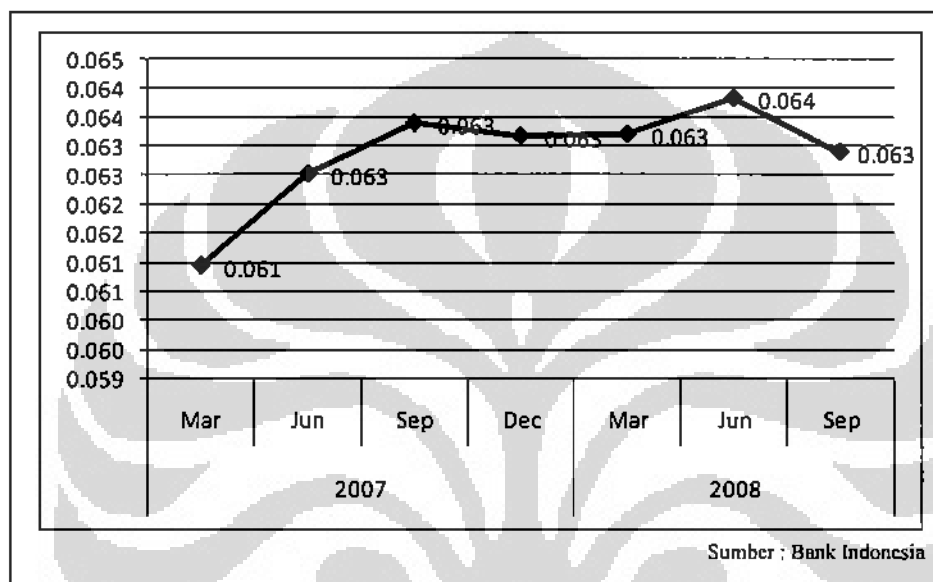
Di sisi sektoral, seluruh sektor tumbuh lebih tinggi dibanding dengan tahun sebelumnya. Sektor-sektor yang tumbuh signifikan adalah sektor transportasi dan komunikasi, sektor listrik, gas, dan air bersih, sektor bangunan, sektor keuangan, dan sektor perdagangan, hotel dan restoran. Sementara itu, sektor industri, perdagangan dan pengangkutan masih merupakan sektor penopang utama pertumbuhan.

Dari sisi permintaan, membaiknya daya beli masyarakat dan tingginya permintaan dunia terhadap produk ekspor Indonesia, menjadi faktor utama pendorong pertumbuhan ekonomi tahun 2007.

Sejalan dengan itu, impor terhadap barang dan jasa juga tumbuh lebih tinggi dibandingkan dengan tahun 2006. Pertumbuhan impor barang dan jasa yang

mencapai 8.9% (y-o-y) terutama ditunjang oleh pertumbuhan barang konsumsi dan bahan baku. Hal ini disebabkan tingkat konsumsi masyarakat yang semakin meningkat seiring dengan adanya perbaikan daya beli. Sementara kenaikan pertumbuhan impor bahan baku dan barang modal terkait dengan peningkatan kegiatan produksi dan investasi.

Berikut adalah pertumbuhan ekonomi (y-o-y) dari tahun 2007 hingga akhir triwulan ketiga tahun 2008.



Grafik 3. 1 Pertumbuhan Ekonomi Indonesia (y-o-y)

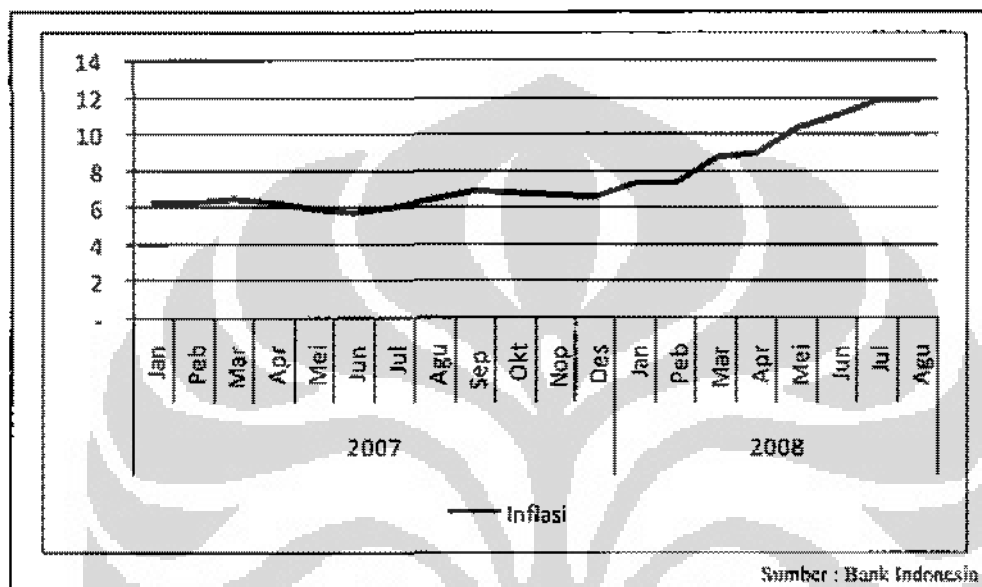
Pada tahun 2008 hingga pertengahan tahun, perekonomian Indonesia masih tetap terjaga. Ekonomi tumbuh hingga mencapai 6.4% (y-o-y) yang didukung oleh tingginya kinerja ekspor dan konsumsi. Di akhir triwulan ketiga pertumbuhan ekonomi terkoreksi satu persen menjadi 6.3% (y-o-y) sebagai akibat dari respon tingginya inflasi yang mulai terjadi sekitar bulan Mei 2008.

### 3.2. Laju Inflasi

Laju inflasi Indeks Harga Konsumen (IHK) tahun 2007 tercatat sebesar 6.59%, atau berada dalam kisaran sasaran inflasi IHK tahun 2007 yang ditetapkan oleh Pemerintah, yaitu sebesar  $6.0\% \pm 1.0\%$ . Tingkat inflasi tahun 2007 relatif stabil dibandingkan dengan tahun sebelumnya yang tercatat 6.60%.



Relatif stabilnya inflasi di tahun 2007 lebih disebabkan oleh membaiknya kondisi faktor-faktor nonfundamental, yaitu tidak adanya perubahan kebijakan pemerintah untuk barang-barang strategis, seperti bahan bakar minyak bersubsidi dan tarif dasar listrik. Sedangkan dari sisi fundamental, masih cukup terkendalinya inflasi internasional, hal ini dapat dilihat dari rata-rata nilai tukar rupiah yang cenderung menguat di tahun 2007.



Grafik 3. 2 Inflasi Tahunan (y-o-y)

Tingkat inflasi di tahun 2008 cenderung meningkat, peningkatan signifikan mulai terjadi pada bulan Mei 2008. Hal ini disebabkan adanya kebijakan pemerintah yang meningkatkan harga Bahan Bakar Minyak (BBM) bersubsidi rata-rata 28,7% per 24 Mei 2008. Disamping dengan adanya peningkatan harga BBM, selain itu juga dipengaruhi oleh peningkatan harga komoditas pangan internasional.

Kelompok yang mengalami inflasi tertinggi dan menjadi penyumbang utama inflasi di akhir kwartal ke dua tahun 2008 adalah kelompok bahan makanan dengan inflasi sebesar 18,18%. Kelompok lainnya yang memberikan sumbangan cukup tinggi adalah kelompok perumahan, air, listrik dan bahan bakar dengan inflasi sebesar 8,63%.

Inflasi *volatile food* meningkat dari 14,95% (yoy) pada bulan sebelumnya menjadi 17,68% (yoy). Peningkatan inflasi tersebut terkait dengan dampak pengumuman (*announcement effect*) dari dampak lanjutan kenaikan harga BBM

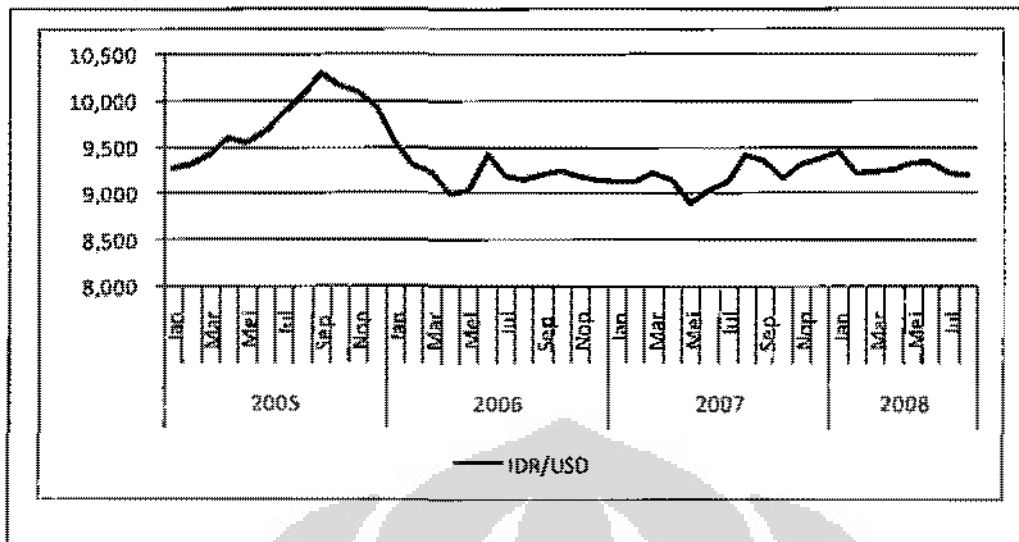
yang bersumber dari peningkatan ekspektasi inflasi para pedagang, kenaikan biaya distribusi dan masih berlanjutnya dampak peningkatan harga komoditas pangan internasional.

Dilihat dari grafik 3.2 di atas, laju inflasi hingga bulan Agustus 2008 cenderung tidak mengalami penurunan dan berada pada kisaran 11%. Kondisi ini masih tetap dipengaruhi oleh akibat dari adanya kenaikan harga BBM bersubsidi, kenaikan harga gas elpiji kemasan 12 Kg dan disertai adanya kelangkaan komoditas tersebut di beberapa kota besar, serta masih berlanjutnya penyesuaian tarif angkutan dalam kota. Selain itu faktor lain yang mendukung laju inflasi tetap tinggi yaitu masih tingginya harga komoditas pangan internasional.

### **3.3. Nilai Tukar Rupiah**

Perkembangan nilai tukar rupiah pada tahun 2007 secara umum stabil dengan kecenderungan menguat disertai volatilitas yang menurun. Nilai tukar rupiah terhadap dolar AS secara rata-rata menguat 0.3% dari Rp. 9.167/\$ pada tahun 2006 menjadi Rp. 9.140/\$. Meskipun demikian, secara point to point rupiah melemah 4.2% dari Rp. 8.995/\$ pada akhir tahun 2006 menjadi Rp. 9.393/\$ pada akhir tahun 2007.

Perkembangan nilai tukar rupiah yang stabil, di tengah perkembangan ekonomi dan pasar keuangan global yang kurang menguntungkan, ditopang oleh semakin membaiknya kepercayaan masyarakat, baik domestik maupun internasional, terhadap perekonomian Indonesia serta tingginya imbal hasil di pasar keuangan domestik.



Grafik 3. 3 Pergerakan Nilai Tukar Dollar Terhadap Rupiah

Pergerakan nilai rupiah dari awal tahun 2008 sampai dengan bulan Agustus terlihat fluktuatif meskipun mengalami peningkatan dan berada di bawah harga penutupan akhir tahun 2007 yang ditutup pada posisi Rp. 9.466/\$ .

Pergerakan ini dipengaruhi oleh tingkat inflasi yang cenderung meningkat dan pertumbuhan ekonomi yang tidak stabil. Para investor terutama investor asing cenderung lebih berhati-hati melihat kondisi seperti ini untuk menjaga dana yang diinvestasikan dapat memberikan imbal hasil yang baik.

Dari pemerintah sendiri, mengupayakan agar pergerakan nilai tukar rupiah terhadap dollar bergerak stabil, hal ini ditujukan untuk mendorong pertumbuhan kegiatan ekspor dan impor.

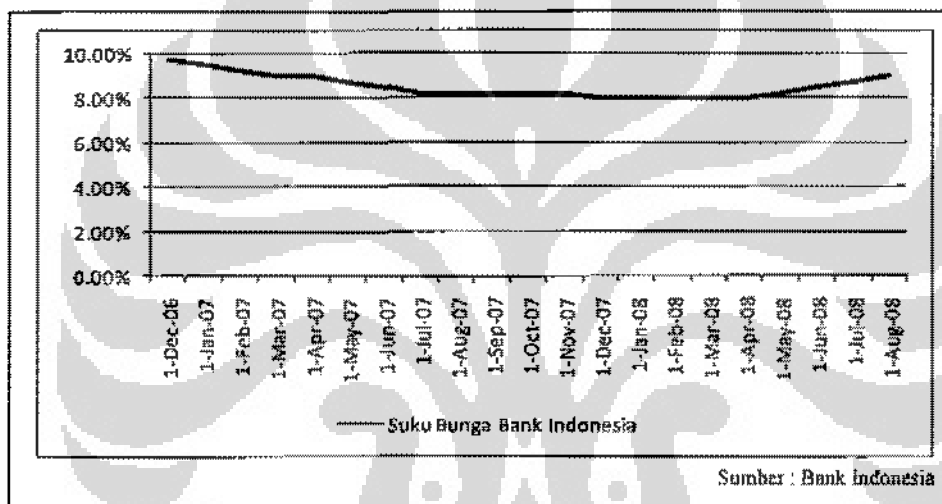
#### 3.4. Tingkat Suku Bunga

Kondisi perekonomian domestik memasuki tahun 2007 semakin menunjukkan perbaikan pasca kenaikan harga BBM pada tahun 2005. Perbaikan tersebut diperkuat oleh terpeliharanya stabilitas makroekonomi seperti tercermin pada nilai tukar rupiah yang stabil dan inflasi yang cenderung menurun.

Bank Indonesia melanjutkan kebijakan moneter yang cenderung longgar, yang telah dimulai sejak bulan Mei 2006 dimana suku bunga mengalami penurunan rata-rata sebesar 25 basis poin setiap bulannya hingga mencapai 8.25% di bulan Juli 2007.

Memasuki paruh kedua 2007, perekonomian dunia terkena imbas krisis *subprime mortgage* di Amerika Serikat. Gejolak tersebut menimbulkan sentimen negatif di pasar keuangan global yang kemudian berimplikasi pada pelemahan nilai tukar. Kondisi tersebut diperburuk oleh melambungnya harga minyak dunia sehingga beresiko pada peningkatan inflasi.

Sehubungan dengan resiko tersebut, sejak Agustus sampai dengan Nopember 2007 Bank Indonesia menahan penurunan BI rate. Pada akhir tahun BI rate kembali diturunkan sehingga menjadi 8% sejalan dengan indikasi meredanya tekanan inflasi kedepan dan sinyal dukungan terhadap kelanjutan ekspansi perekonomian.



Grafik 3. 4 Tingkat Suku Bunga Bank Indonesia

Di tahun 2008 Bank Indonesia menjaga tingkat suku bunga di 8 % sampai dengan awal bulan Mei. Pada tanggal 6 Mei 2008, Bank Indonesia memutuskan untuk menaikkan suku bunga sebesar 25 basis poin atau menjadi 8.25%, ini merupakan sebagai tanggapan dari pemerintah dalam menghadapi kondisi makroekonomi Indonesia dan mempertimbangkan perkembangan dan prospek ekonomi global.

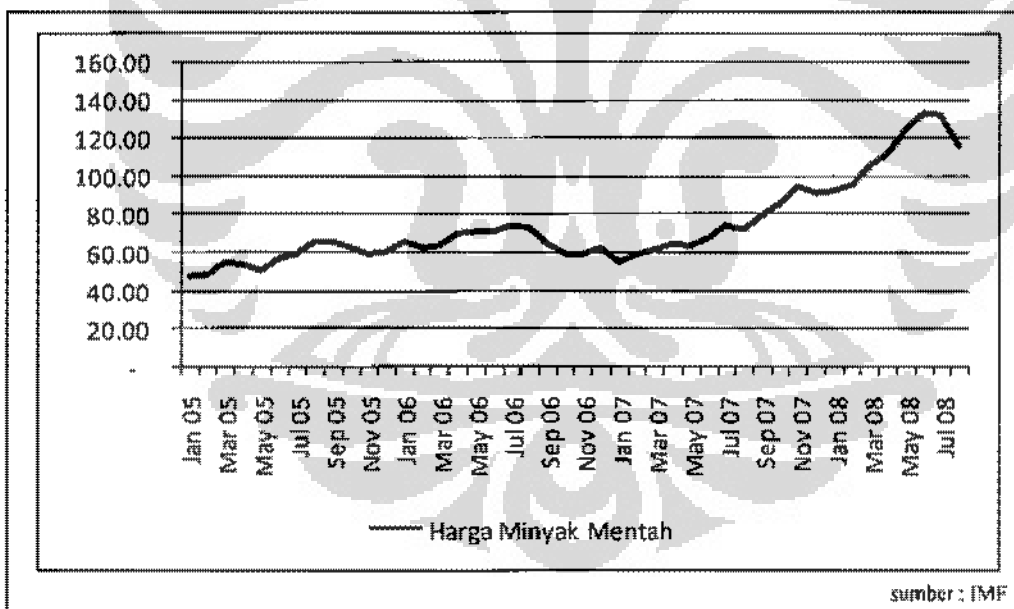
Sejak kenaikan suku bunga di bulan Mei tahun 2008, suku bunga Bank Indonesia terus mengalami kenaikan setiap bulan sebesar 25 basis poin. Hingga akhir Agustus 2008 suku bunga Bank Indonesia telah mencapai 9%. Pertimbangan terhadap stabilitas perekonomian tahun 2008 dan tahun yang akan

datang sebagai akibat dari tingginya tekanan inflasi merupakan alasan yang dapat diberikan oleh Bank Indonesia dalam meningkatkan tingkat suku bunganya.

### 3.5. Harga Komoditi Dunia

Perkembangan pasar komoditas diwarnai pergerakan harga yang cenderung meningkat sepanjang tahun 2007 hingga pertengahan tahun 2008. Meningkatnya harga komoditas didorong oleh tingginya harga minyak mentah dunia terkait dengan faktor fundamental pasokan dan permintaan yang kurang berimbang yang ditambah lagi dengan adanya transaksi yang bersifat spekulatif. Tingginya harga minyak juga mendorong peningkatan harga gas alam dan batu bara yang termasuk dalam kelompok komoditas energi.

Puncak tertinggi harga minyak mentah dunia terjadi pada pertengahan tahun 2008 yang hampir mencapai 140 USD/barrel dan mulai mengalami penurunan setelah memasuki kwartal ketiga. Diharapkan penurunan ini dapat terus berlangsung agar pertumbuhan perekonomian dapat ditingkatkan kembali.



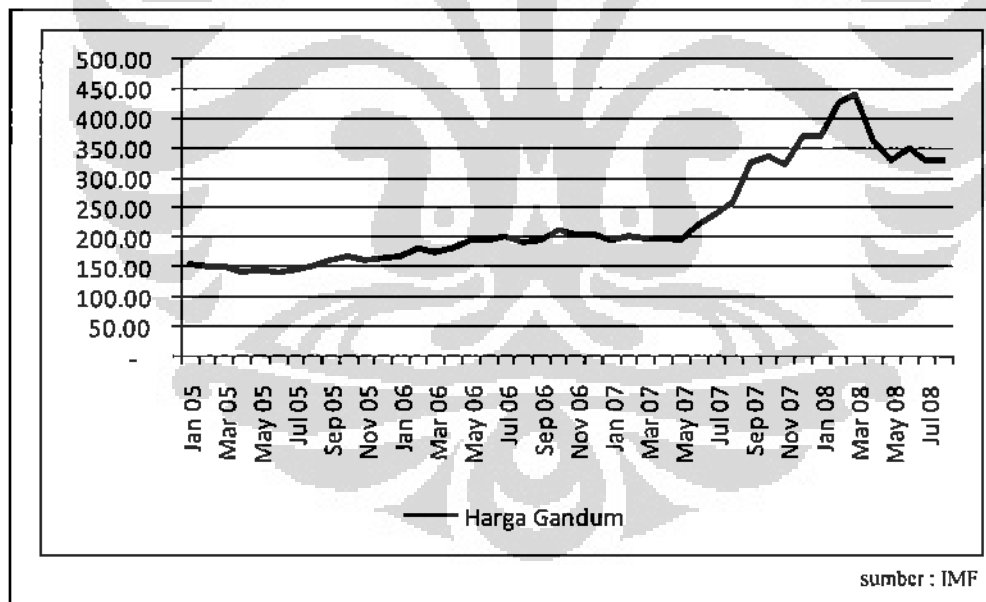
Grafik 3. 5 Perkembangan Harga Minyak Mentah Dunia

Harga komoditas industri manufaktur terdorong naik karena proses produksinya terkait langsung dengan minyak yang digunakan sebagai input produksi. Komoditas lain yang terkena dampak langsung kenaikan harga minyak adalah komoditas pertanian, khususnya bahan pangan.

Meningkatnya harga komoditas pangan terutama disebabkan oleh meningkatnya penggunaan energi alternatif. Tingginya harga minyak mendorong dipercepatnya konversi sumber energi dari minyak ke bahan bakar alternatif seperti *biofuel* dan *biodiesel* yang bahan dasarnya adalah beberapa komoditas pangan, seperti jagung, tebu, CPO dan kedelai.

Peningkatan terhadap penggunaan biofuel/biodiesel menyebabkan permintaan terhadap komoditas pangan juga meningkat sehingga harganya terdorong naik dan mendorong peningkatan produksi komoditas yang dimaksud.

Salah satu upaya untuk menekan kembali harga komoditas pangan ini adalah dengan menambah lahan penanaman, meskipun harus mengorbankan lahan untuk komoditas lain, seperti gandum. Akibatnya, pasokan gandum menurun dan harganya ikut meningkat. Selain itu, secara umum juga terdapat kendala cuaca. Kekeringan sebagai dampak *global warming* yang mengakibatkan terganggunya panen dan pasokan komoditas pertanian sehingga semakin memberikan tekanan pada harga.



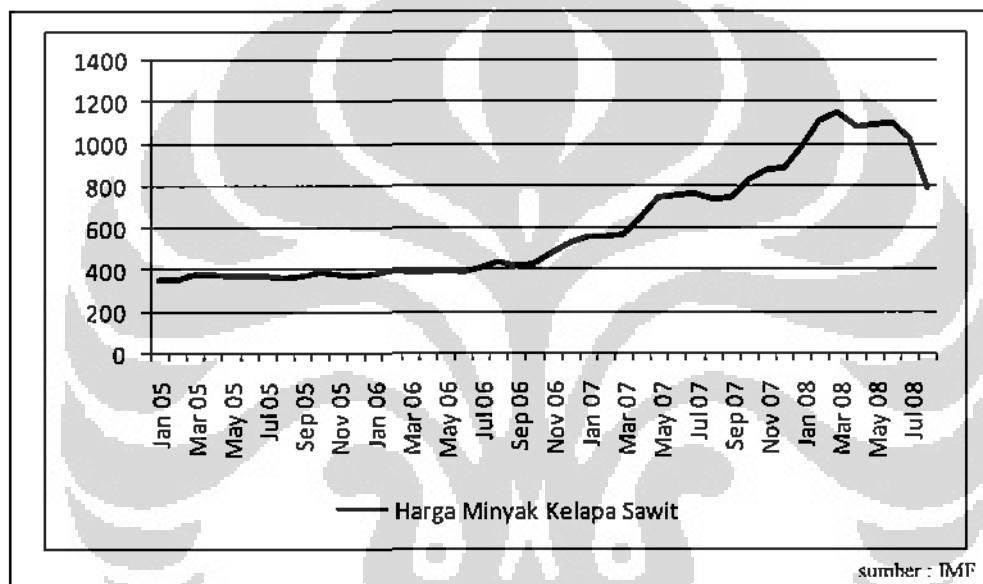
Grafik 3. 6 Grafik Perkembangan Harga Gandum

Harga gandum mulai merangkak naik dari awal tahun 2005 dan peningkatan yang tajam mulai terjadi sejak pertengahan tahun 2007 hingga puncaknya terjadi pada bulan Maret 2008. Kenaikan harga gandum ini dipicu oleh kondisi cuaca yang tidak mendukung sehingga terjadi penurunan pasokan gandum dari negara-

negara produsen, disamping itu terjadinya pengalihan penggunaan lahan untuk tanaman lainnya seiring dengan pertumbuhan industri *biofuel*.

Stok gandum dunia berada pada level terendah dalam 29 tahun terakhir dan pada awal tahun 2008 harga gandum tercatat menjadi harga gandum termahal. Kondisi ini mengkhawatirkan bagi industri yang berbasis pangan, karena daya beli masyarakat tidak seimbang dengan kenaikan harga tersebut.

Selain gandum, peningkatan terhadap harga dunia juga terjadi pada minyak kelapa sawit (CPO) yang mulai merangkak naik pada pertengahan tahun 2006 dan terjadi kenaikan yang signifikan pada awal tahun 2008.



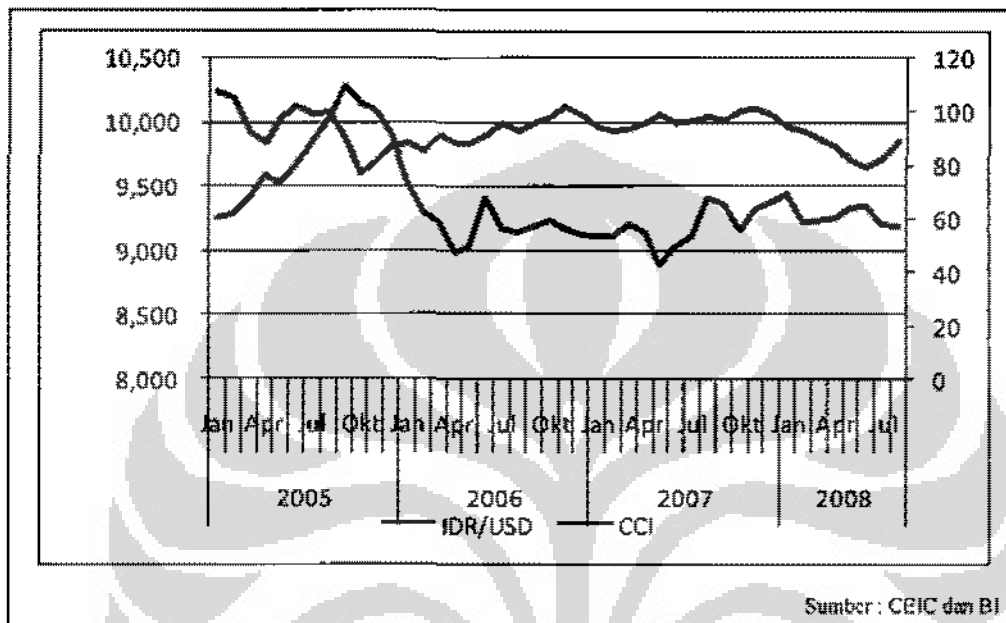
Grafik 3. 7 Grafik Perkembangan Harga Minyak Kelapa Sawit (CPO)

Dengan adanya kenaikan harga CPO, mengakibatkan harga minyak goreng dipasaran ikut merangkak naik. Hal ini tentu saja dapat menambah beban masyarakat setelah terjadi kenaikan harga bahan bakar minyak dengan semakin berkurangnya kemampuan daya beli dan juga dapat meningkatkan ongkos produksi bagi industri yang memanfaatkan minyak nabati sebagai bahan pokok utamanya.

Akan tetapi kenaikan harga CPO ini juga disambut positif oleh industri perkebunan kelapa sawit, selain dapat meningkatkan tingkat harga penjualan juga dapat menyerap tenaga kerja baru dalam memperluas lahan perkebunan.

### 3.6. Indeks Keyakinan Konsumen (*Consumer Confidence Index*)

Consumer confidence index atau indeks keyakinan konsumen adalah suatu indikator yang digunakan untuk mengukur tingkat keyakinan konsumen, yang menyatakan tingkat optimisme konsumen pada kondisi ekonomi yang diukur berdasarkan kemampuan menyimpan/menabung dan pengeluaran.



Sumber : CBIC dan BI

Grafik 3. 8 Indeks Keyakinan Konsumen dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Dollar

Indeks keyakinan konsumen di awal kwartal ketiga mulai meningkat dibandingkan dengan pertengahan tahun 2008, penyesuaian harga setelah terjadinya kenaikan harga bahan bakar minyak tampaknya sudah mulai membaik, meskipun nilai indeks masih dibawah rata-rata indeks pada tahun 2007.

Penurunan indeks mulai terjadi di awal tahun 2008, faktor utama penyebab penurunan ini adalah terjadinya kenaikan harga bahan bakar minyak dunia yang mulai terjadi di akhir tahun 2007 dan menyebabkan ikut meningkatnya harga bahan baku industri dunia baik migas maupun non-migas.

Kenaikan terhadap harga bahan bakar minyak dunia, juga mempengaruhi harga bahan bakar eceran di Indonesia, sehingga ongkos transportasi di Indonesia juga mengalami peningkatan hingga 25%-30%. Hal ini berpengaruh kepada semua sektor industri karena berpengaruh kepada peningkatan biaya produksi.



Disamping itu, perubahan nilai tukar rupiah terhadap mata uang dollar yang mengalami depresiasi yang berpengaruh terhadap perubahan harga barang-barang ekspor.

Kondisi ini mempengaruhi kalangan industri untuk menaikkan harga penjualan agar dapat menutupi ongkos produksi, namun demikian peningkatan harga penjualan ini tidak dibarengi dengan peningkatan pendapatan masyarakat sehingga menyebabkan terjadinya penurunan terhadap kemampuan daya beli terutama bagi masyarakat kelas menengah ke bawah (pendapatan per bulan rata-rata di bawah Rp. 700.000).

### **3.7. Prospek Pertumbuhan Ekonomi**

Kinerja perkembangan ekonomi di tahun 2008 tidak terlepas dari perkiraan perkembangan ekonomi global yang kurang kondusif. Perekonomian global diwarnai oleh harga komoditas dunia yang tinggi sehingga mendorong pada gejolak perekonomian dunia dan tingginya tingkat inflasi.

Bank Indonesia memperkirakan pertumbuhan ekonomi tahun 2008 akan mencapai 6,0-6,2% dibandingkan dengan perkiraan pemerintah sebesar 6,0%-6,4%.

Di sisi domestik, pertumbuhan ekonomi 2008 akan didukung oleh nilai tukar US dollar terhadap rupiah yang stabil, ketersediaan pembayaran, serta daya beli masyarakat yang masih cukup tinggi. Sehingga permintaan domestik berupa konsumsi rumah tangga dan investasi akan semakin berperan dalam menggerakkan roda perekonomian. Di sisi lain, peranan ekspor akan berkurang sebagai konsekuensi dari kondisi ekonomi global yang kurang kondusif.

Tingkat inflasi yang tinggi sampai triwulan kedua di tahun 2008 sebagai akibat dari permintaan agregat yang tumbuh cepat, sehingga pemerintah harus menjaga dan mengamankan agar permintaan agregat tetap tumbuh dalam jalur yang aman bagi pencapaian sasaran inflasi dan kestabilan ekonomi.

Perekonomian Indonesia hingga akhir triwulan ketiga juga masih dihadapkan pada resiko perekonomian global yang masih tinggi, hal ini tercermin pada kondisi keuangan global yang belum stabil, pertumbuhan ekonomi dunia yang melambat, serta masih adanya ketidakpastian perkembangan harga komoditas

dunia disamping resiko dari tingkat inflasi yang tinggi sebagai akibat dari kenaikan harga BBM yang bersumber dari harga minyak dunia.

Pertumbuhan ekonomi tahun 2009 diprediksi akan sedikit melambat dibanding tahun 2008. Pemerintah menargetkan pertumbuhan ekonomi mencapai di bawah 6% atau 0,4% lebih rendah dibandingkan perkiraan pemerintah untuk tahun 2008.

Pemerintah melihat pengalaman di tahun 2006, dimana pada awal tahun 2006 kondisi perekonomian masih sangat dipengaruhi oleh dampak kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) dan tingginya suku bunga sebagai konsekuensi dari penyesuaian kebijakan fiskal dan moneter yang ditempuh untuk mengatasi guncangan ketidakstabilan makroekonomi selama tahun 2005. Pertumbuhan ekonomi pada tahun 2006 melambat 0,2% dari tahun 2005 yang hanya mencapai 5,7%.

### **3.8. Industri Barang Konsumsi**

Dalam menghadapi tantangan keadaan ekonomi di Indonesia, industri barang konsumsi cenderung akan relatif stabil di akhir triwulan ketiga 2008, meskipun masih dipengaruhi oleh tingginya harga barang komoditi dan harga minyak dunia.

Mendekati bulan Ramadhan dan hari raya Idul Fitri dan Natal 2008, tingkat konsumsi masyarakat Indonesia dipastikan meningkat, beberapa barang komoditi di perkirakan akan mengalami peningkatan di bulan Ramadhan, seperti minyak kelapa sawit, gula, tepung, mi instan. Namun demikian masyarakat akan lebih selektif dalam memenuhi tingkat kebutuhan konsumsinya sehubungan dengan kondisi perekonomian Indonesia yang diperkirakan dapat menurunkan tingkat daya beli.

Tingginya harga bahan komoditi akan melambungkan biaya produksi di beberapa industri sehingga kenaikan harga jual barang pun tidak dapat dicegah lagi sehingga laju inflasi akan masih tinggi. Keadaan seperti ini akan menurunkan tingkat daya beli masyarakat, meskipun pemerintah sudah menaikkan biaya upah minimum regional.

Sebagai dampak dari kondisi perekonomian di tahun 2008, diperkirakan tahun 2009 pertumbuhan ekonomi akan menurun dimana tingkat konsumsi akan mengalami perlambatan, daya serap pasar melemah dan dunia usaha akan

terbebani dengan tingginya ongkos produksi. Minat untuk melakukan ekspansi usaha pun menurun akibat masih tersedianya kapasitas produksi yang belum dimanfaatkan dan rendahnya optimisme pelaku ekonomi terhadap prospek perekonomian.

Sementara itu, kondisi pasar finansial akibat harga minyak dunia yang masih terus bergerak naik seiring dengan meningkatnya suku bunga global yang menyebabkan investor asing cenderung bersikap menunggu perekonomian bergerak ke arah yang lebih baik dan implementasi berbagai kebijakan terkait dengan perbaikan iklim investasi dan penguatan daya dukung infrastruktur.



## BAB 4 ANALISA PEMBAHASAN

Pada bab ini akan dibahas mengenai analisis perusahaan baik dari perkembangan kinerja maupun dari analisis laporan keuangan yang digunakan sebagai dasar proyeksi laporan keuangan. Selanjutnya pembahasan akan mengarah pada penilaian perusahaan untuk mendapatkan nilai intrinsik dari masing-masing perusahaan, dan analisis peta nilai pertumbuhan (*growth value map*).

### 4.1. Analisis Perusahaan

Analisis perusahaan akan mengkaji mengenai latar belakang dari masing-masing perusahaan secara umum terutama mengenai strategik bisnis mereka dan catatan perkembangan kinerja terakhir perusahaan pada tahun 2007

#### 4.1.1. PT. Indofood Sukses Makmur (Indofood)

##### 4.1.1.1. Latar Belakang Perusahaan

Indofood merupakan produsen makanan olahan terbesar di Indonesia, mulai dari produksi dan pengolahan bahan baku sampai dengan barang jadi. Pangsa pasar Indofood cukup dominan untuk memenuhi kebutuhan sehari-hari seperti mi instan, tepung terigu, dan minyak goreng. Pada saat ini perusahaan merupakan produsen mi instan terbesar di dunia berdasarkan kapasitas produksi di satu lokasi pengolahan.

Saat ini kegiatan usaha Indofood terdiri dari empat kelompok usaha strategis yang saling melengkapi

1. Produk Konsumen Bermerk (*Consumer Branded Products*), yaitu kelompok usaha yang menghasilkan berbagai macam produk makanan dan kemasan yang tercakup dalam divisi mi instan, penyedap makanan ringan dan nutrisi & makanan khusus. Kegiatan grup ini didukung juga oleh divisi bumbu dan kemasan.
2. Bogasari, yaitu kelompok usaha dengan kegiatan usaha utama memproduksi tepung terigu dan pasta, dan didukung juga oleh unit perkapalan.

3. Agribisnis, sebelumnya dikenal sebagai grup minyak goreng dan lemak nabati. Aktifitas utama grup ini meliputi penelitian dan pengembangan, pembibitan kelapa sawit, pemuliaan, termasuk juga penyulingan serta *branding* dan pemasaran minyak goreng, margarin, dan *shortening*. Setelah mengakuisisi saham PT. PP London Sumatra Indonesia, Tbk (Lonsum), kegiatan usaha grup ini berkembang meliputi perkebunan karet, teh dan kakao.
4. Distribusi, kelompok usaha ini mendistribusikan hampir seluruh produk Indofood, dan juga mendistribusikan produk-produk pihak ketiga yang memiliki jaringan distribusi yang paling luas di Indonesia.

MI Instan	Penyedap Rasa	Makanan Ringan	Makanan Nutrisi	Bogasari	Agribisnis	Minyak Goreng
Indomie Supermie Sarimi Sakura PDP Mie Pop Bihun MI Telur Cap Ayam	Indofood Bumbu Raco Indofood Syrup Semhal Indofood Kecap Indofood	Chitato Chiki Snack JetZ Cute'a	Promina SUN	Cakra Kembar Segitiga Biru Kunci Biru La Fonte	CPD	Bimoli Simas Happy Salad Oil

Tabel 4. 1 Merek Dagang Produk-Produk Indofood

Indofood berdiri pada tahun 1990 dengan nama awal perusahaan PT. Panganjaya Intikusuma. Pada tahun 1994 nama perusahaan berubah menjadi PT. Indofood Sukses Makmur (Indofood), dan pada tahun yang sama nama perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia dengan jumlah saham yang dikeluarkan sebanyak 763 juta saham dengan nilai per saham sebesar Rp. 1.000.

Pada tahun 1995, Indofood berhasil mengakuisisi pabrik penggilingan gandum Bogasari, yang menjadikan Indofood sebagai sebuah perusahaan makanan terintegrasi secara vertikal.

Strategi bisnis perusahaan terus ditingkatkan dari tahun ke tahun yaitu dengan melakukan akuisisi terhadap beberapa perusahaan lainnya.

Pada tahun 1997, Indofood mengakuisisi sebesar 80% perusahaan yang bergerak di bidang perkebunan, agribisnis, dan distribusi.

Pada tahun 2004, Indofood mengakuisisi 80% saham *corrugated cardboard*, sehingga meningkatkan kepemilikan di anak perusahaan penyedap makanan dari 70% menjadi 92.2% dan beberapa perusahaan agribisnis dan distribusi dari 80% menjadi 100% kepemilikan.

Pada tahun 2005, Indofood melakukan pembentukan usaha patungan dengan Nestle (Nestle Indofood Citrarasa Indonesia) dan mengakuisisi perusahaan perkebunan di Kalimantan Barat dengan total lahan seluas 35 ribu hektar. Selanjutnya, setahun kemudian di daerah yang sama, Indofood kembali mengakuisisi lahan perkebunan sebanyak 31 ribu hektar yang menggabungkan seluruh perusahaan di bawah divisi agribisnis dengan PT. Salim Ivomas Pratama sebagai perusahaan yang dipertahankan.

Di awal tahun 2007, Indofood telah berhasil menempatkan saham baru IndoAgri dan pencatatan sahamnya di Bursa Efek Singapura pada bulan February 2007. Pengembangan strategi bisnis perusahaan terus dilakukan, grup Agribisnis menyelesaikan akuisisi atas 60% kepemilikan di beberapa perusahaan perkebunan milik Rascal Holdings Limited sehingga menambah luas lahan perkebunannya hingga mencapai 85 ribu hektar. Selanjutnya pada bulan Oktober 2007, grup Agribisnis berpartisipasi dalam pengeluaran saham baru PT. Mitra Inti Sejati Plantation dan memiliki sebesar 70% kepemilikan, sehingga meningkatkan luas lahan perkebunannya sebesar 13 ribu hektar

. Pada akhir tahun 2007, luas lahan perkebunan grup Agribisnis mencapai lebih dari 400 ribu hektar termasuk dengan lahan perkebunan Lonsum yang telah diakuisisi sebesar 64.41%. Lonsum merupakan perusahaan perkebunan terbuka dengan luas lahan perkebunan sekitar 169 ribu hektar.

#### **4.1.1.2. Kinerja Perusahaan**

Indofood merupakan produsen mi instan terbesar di dunia. Total produksi mi instan pada tahun 2007 adalah sebesar 12,03 milyar bungkus meningkat 6.6% dari total produksi pada tahun sebelumnya yaitu sebesar 11,28 milyar, pertumbuhan ini didukung dengan perluasan cakupan wilayah distribusi, perbaikan program periklanan dan promosi serta inovasi berbagai produk baru. Total penjualan mi instan pada tahun 2007 meningkat sebesar 15% yaitu menjadi Rp. 8,43 triliun dari Rp. 7,43 triliun pada tahun 2006.

Divisi penyedap makanan yang memproduksi beragam bumbu penyedap makanan untuk grup Indofood dan PT. Nestle Indofood Citrarasa Indonesia, memiliki total nilai penjualan pada tahun 2007 sebesar Rp. 463,26 milyar atau meningkat sebesar 28% dari tahun sebelumnya sebesar Rp. 361,99 di tahun 2006.

Total volume penjualan meningkat sebesar 19,2% menjadi 61,78 ribu ton di tahun 2007 dari 51,84 ribu ton di tahun 2006. Pertumbuhan ini didorong oleh meningkatnya volume penjualan kepada Group Indofood dan Nestle.

Divisi makanan ringan terus tumbuh pada tahun 2007, didorong oleh bertambahnya *high class outlet*, peluncuran produk-produk baru yang disertai dengan program periklanan dan promosi yang agresif. Total volume penjualan pada tahun 2007 meningkat sebesar 10,9% menjadi 10,31 ribu ton dari 9,29 ribu ton di tahun 2006 dan total nilai penjualan meningkat sebesar 11,99% menjadi Rp. 437,72 milyar dari Rp. 390,87 milyar di tahun 2006.

Divisi nutrisi & makanan khusus memproduksi makanan untuk bayi, anak-anak dan ibu hamil dengan dua merek utama, yaitu Promina yang ditujukan bagi segmen pasar atas, dan SUN untuk segmen pasar menengah kebawah. Pada tahun 2007, volume penjualan dari divisi ini meningkat menjadi 15,78 ribu ton dari 12,77 ribu ton di tahun 2006 atau meningkat sebesar 23,5%, sedangkan untuk total nilai penjualan meningkat sebesar 10,65% menjadi Rp. 401,88 milyar dari Rp. 363,21 milyar di tahun 2006.

Divisi kemasan merupakan bagian penting dalam mata rantai Indofood sebagai perusahaan *total food solutions*. Divisi ini memproduksi beragam jenis kemasan fleksibel dan karton, untuk produk-produk Indofood sendiri dan juga bagi pihak ketiga. Divisi ini memegang peranan penting dalam keberhasilan Indofood mengemas ulang terhadap sejumlah merek-merek terkemukanya yang berhasil meraih sukses di pasar.

Bogasari, merupakan perusahaan penggilingan tepung terigu yang tidak hanya terbesar di Indonesia tetapi juga terbesar di dunia berdasarkan lokasi perusahaan yang terletak di satu lokasi wilayah. Dua pabrik tepung terigu yang berlokasi di Jakarta dan Surabaya memiliki total kapasitas produksi sebesar 3,76 juta ton tepung terigu.

Kinerja Bogasari di tahun 2007 ini mengalami penurunan, hal ini disebabkan adanya peningkatan harga rata-rata gandum yang signifikan dibanding dengan tahun-tahun sebelumnya dan juga diperburuk dengan meningkatnya biaya pengkapalan yang disebabkan oleh kenaikan harga bahan bakar minyak, sehingga mendorong produsen tepung terigu untuk menaikkan harga jualnya.

Total volume penjualan tepung terigu di tahun 2007 meningkat tipis sebesar 0,7% menjadi 2,57 juta ton dari 2,55 juta ton di tahun 2006. Total nilai penjualan meningkat sebesar 29% menjadi Rp. 11,61 triliun dari Rp. 9 triliun di tahun 2006, kenaikan yang cukup tajam ini disebabkan oleh meningkatnya harga jual di pasaran. Bogasari memberikan kontribusi sebesar 34% terhadap penjualan bersih konsolidasi.

Setelah mengakuisisi Lonsum, grup Agribisnis memiliki lahan perkebunan sebesar 406 ribu hektar, dengan lahan yang ditanami kelapa sawit meningkat 75% dari 92 ribu hektar menjadi 161 ribu hektar. Luas perkebunan yang telah ditanami dengan karet dan tanaman lainnya termasuk kakao, teh dan kelapa masing-masing sekitar 22 ribu hektar dan 4 ribu hektar.

Divisi perkebunan juga mengelola program plasma sekitar 61 ribu hektar. Pada tahun 2007, total volume penjualan CPO adalah sebesar 361 ribu metrik ton, dan total nilai penjualan (termasuk dengan nilai penjualan Lonsum selama dua bulan) sebesar Rp. 2,68 triliun dibandingkan dengan Rp. 1,3 triliun pada tahun 2006, atau meningkat sebesar 106%, menunjukkan peningkatan yang sangat signifikan dari tahun sebelumnya, karena didukung oleh kenaikan harga CPO dunia.

Divisi Minyak goreng dan Margarin memproduksi serta memasarkan berbagai merek ternama produk minyak goreng, margarin dan *shortening*, diantaranya merek Bimoli, Simas, dan Palmia, yang melayani segmen konsumen perorangan dan industri. Kenaikan harga CPO yang signifikan di pasar internasional menyebabkan harga minyak goreng dalam negeri meningkat tajam. Namun demikian, pertumbuhan volume penjualan tertekan sebagai akibat naiknya harga CPO ini dan menurunnya daya beli masyarakat.

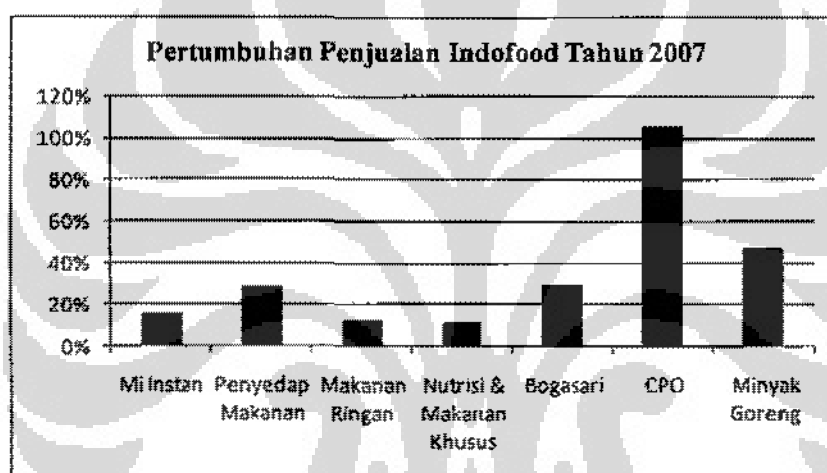
Total volume penjualan minyak goreng di luar *by product* meningkat tipis, yaitu sebesar 1,1% menjadi 554,51 ribu ton di tahun 2007 dari 548,57 ribu ton di tahun 2006. Sedangkan, untuk total nilai penjualan meningkat 46,9% menjadi Rp. 4,42 triliun di tahun 2007 dari Rp. 3,01 triliun di tahun 2006, yang didorong oleh kenaikan harga jual.

Divisi komoditi merupakan divisi yang memproduksi minyak kelapa CNO dan produk turunannya untuk dieskpor ke AS, Eropa, Cina dan Korea Selatan.



Divisi ini mengoperasikan tiga *crushing mil* kopra di Sulawesi dan Tobelo dengan kapasitas produksi sebesar 270 ribu ton per tahun. Pada tahun 2007, divisi ini fokus pada strategi bisnis dan upaya untuk memperbaiki efisiensi operasional guna meningkatkan kinerja. Perbaikan proses pembelian dan manajemen logistik pengapalan juga turut meningkatkan kinerja.

Total volume divisi komoditi penjualan turun sekitar 7% pada tahun 2007 menjadi 214,86 ribu ton dari 229,10 ribu ton di tahun 2006. Namun begitu, total nilai penjualan meningkat sebesar 64,5% atau menjadi Rp. 1,18 triliun di tahun 2007 dari Rp. 716,90 milyar di tahun 2006. Hal ini karena didorong oleh kenaikan harga jual rata-rata yang mencerminkan kenaikan harga CPO secara umum.



Grafik 4. 1 Pertumbuhan Penjualan Indofood Tahun 2007

#### 4.1.1.3. Pandangan Indofood Tahun 2008

Tekanan baik dari dalam negeri maupun internasional merupakan tantangan bagi perusahaan di tahun 2008. Daya beli masyarakat diperkirakan tidak akan membaik, meskipun upah minimum nasional naik sekitar 10%, namun di sisi lain harga makanan pokok meningkat lebih dari 10%.

Harga komoditas, terutama gandum cenderung tidak akan turun sehubungan dengan rendahnya tingkat persediaan gandum dunia dan kondisi cuaca yang kurang mendukung. Harga bahan bakar minyak juga diperkirakan akan tetap tinggi. Sehingga di tahun 2008 tingkat penjualan dari divisi Prdouk Konsumen Bermerk dan Bogasari tidak akan mengalami pertumbuhan yang signifikan.

Tantangan yang timbul akibat tekanan biaya seperti ini, Indofood perlu mengambil langkah-langkah strategi bisnis dalam meningkatkan kapasitas produksi dan penjualannya selain dengan melakukan efisiensi terhadap biaya, yaitu dengan evaluasi strategi komprehensif termasuk produk, harga, pemasaran, dan distribusi.

Pengembangan dan inovasi produk baru, dan penetapan harga yang ditetapkan melalui inovasi, peningkatan *bonding* antara merek dengan konsumen dan *positioning* masing-masing merek secara lebih jelas perlu dilakukan. Program periklanan dan promosi akan terus dilakukan untuk memperkuat *brand loyalty* dan mendorong tingkat permintaan.

#### 4.1.2. PT. Unilever Indonesia, Tbk (Unilever)

##### 4.1.2.1. Latar Belakang Perusahaan

PT. Unilever Indonesia didirikan pada tanggal 5 Desember 1933. Perusahaan pertama kali dicatat di Bursa Efek Indonesia pada tanggal 11 Januari 1982 dan sampai dengan akhir tahun 2007 saham Unilever telah menempati peringkat ke sepuluh kapitalisasi pasar terbesar di Bursa Efek Indonesia. Perseroan memiliki dua anak perusahaan, yaitu PT. Anugerah Lever dan PT. Technopia Lever. PT Anugerah Lever bergerak di bidang produksi, pengembangan, pemasaran dan penjualan kecap, sambal dan saus lainnya dengan merek Bango serta merek lainnya di bawah lisensi Perseroan. PT Technopia Lever bergerak di bidang distribusi, ekspor dan import produk dengan merek Domestos Nomos, dengan kepemilikan Perseroan sebesar 51%.

Produk dari Unilever dikelompokkan kedalam dua kategori, yaitu *Foods and Ice Cream*, dan *Home Personal Care* dengan didukung oleh delapan pabrik utama di Jababeka Cikarang, Jawa Barat dan Rungt-Surabaya, Jawa Timur, dan kantor pusat berlokasi di Jakarta. Produk-produk Unilever berjumlah sekitar 30 *brand* dan 800 SKU, yang dipasarkan melalui jaringan yang melibatkan sekitar 400 distributor yang menjangkau ratusan ribu toko dan warung yang tersebar di seluruh wilayah Indonesia.

#### 4.1.2.2. Kinerja Perusahaan

Tahun 2007 merupakan tahun yang gemilang bagi Unilever dengan memiliki pertumbuhan penjualan sebesar 10,7% atau 13% dengan penyesuaian setelah keluar dari usaha patungan Kimberly-Lever dan pengaturan distribusi yang terkait di awal tahun. Momentum pertumbuhan yang bagus pada tahun 2006 terus berlanjut sepanjang tahun 2007.

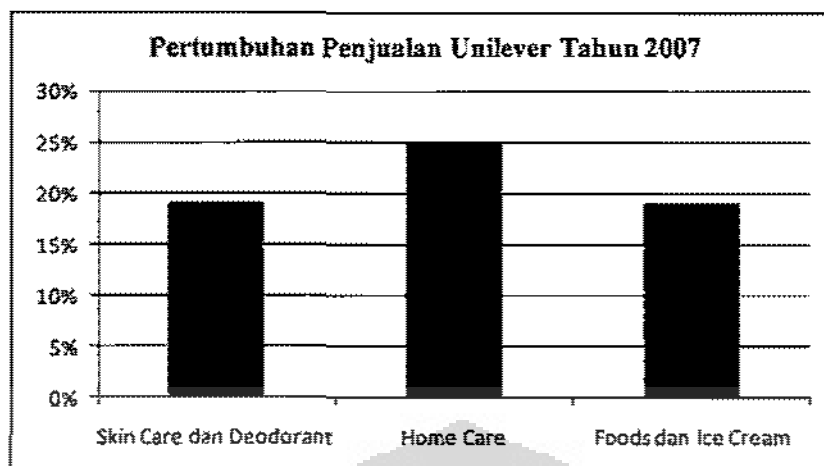
*Home dan Personal Care* (HPC) merupakan 78% dari seluruh penjualan Perseroan tahun 2007. Pertumbuhan penjualan mencapai 11% dari tahun 2006 dengan kenaikan margin laba kotor disebabkan oleh *sales mix* yang lebih baik (tingkat pertumbuhan yang lebih cepat untuk produk-produk margin laba kotor yang lebih tinggi).

Selama tahun 2007 kategori *Skin Care* dan *Deodorant* merupakan pendorong pertumbuhan utama, dengan pertumbuhan lebih dari 19% sebagai hasil kinerja yang sangat kuat dari Citra, Rexona, dan Axe. Dalam kategori *Home Care*, Molto dan Sunlight mengalami tingkat pertumbuhan melebihi 25%, yang membantu mengurangi penurunan di bisnis *Fabric Cleaning* dan *Skin Cleansing*.

Kenaikan tajam untuk biaya bahan kimia berbasis petroleum dan minyak kelapa sawit karena terjadi peningkatan harga pada minyak dunia dan CPO mengakibatkan perusahaan harus mengalami persaingan yang ketat di pasar. Berbagai inisiatif penghematan dilakukan agar dapat mengimbangi kenaikan biaya produksi dan penyesuaian harga untuk mempertahankan margin.

Sedangkan untuk kategori *Foods* dan *Ice Cream*, yang merupakan 22% dari seluruh penjualan Perseroan tahun 2007 mengalami pertumbuhan penjualan dan pangsa pasar dengan kenaikan penjualan sebesar 19%. Margin harga laba kotor rata-rata lebih rendah dari tahun sebelumnya terutama sebagai akibat dari inflasi yang menyebabkan kenaikan biaya bahan baku yang tidak diikuti dengan penyesuaian harga produk.

Di samping memastikan bahwa *Foods and Ice Cream* dapat memberikan manfaat gizi dan rasa yang istimewa, Unilever juga memperhatikan pertumbuhan dan daya saing yang berkesinambungan untuk penentuan harga dan promosi sepanjang tahun.



Grafik 4. 2 Pertumbuhan Penjualan Unilever Tahun 2007

#### 4.1.2.3. Pandangan Unilever Tahun 2008

Kenaikan harga minyak, kelapa sawit, susu bubuk, dan gula kelapa yang merupakan bahan baku utama Unilever bersamaan dengan tekanan persaingan yang ketat akan menjadikan tantangan bagi Unilever di tahun 2008. Tantangan lain adalah menurunnya daya beli masyarakat, selain karena meningkatnya harga barang komoditi juga kenaikan tingkat inflasi yang jauh lebih tinggi dari tahun sebelumnya.

Unilever harus memacu pertumbuhan penjualan dan pangsa pasar demi mempertahankan posisi pasar yang sudah kuat serta dapat memberikan keuntungan yang maksimal, yaitu dengan meningkatkan inovasi produk sesuai dengan kebutuhan konsumen, memperkuat nilai-nilai *brand* dalam penentuan harga yang strategis, perencanaan yang *solid*, dan pengembangan pasar.

#### 4.1.3. PT. Ultrajaya Milk Industry & Trading Co. Tbk (Ultrajaya)

##### 4.1.3.1. Latar Belakang Perusahaan

PT. Ultrajaya Milk Industry (Ultrajaya) merupakan salah satu perusahaan yang cukup terkemuka di bidang industri barang konsumsi yang didirikan sejak tahun 1960an, khususnya di bidang industri minuman aseptik yang dikemas dalam kemasan karton.

Pada tahun 1975 Perseroan memproduksi produk susu UHT (*Ultra High Temperature*) dengan merek dagang "Ultra Milk", tahun 1978 memproduksi

produk sari buah UHT dengan merek dagang “Buavita”, tahun 1981 memproduksi produk the UHT dengan merek dagang “Teh Kotak” dan pada tahun 1982 Perseroan memperoleh lisensi dari Kraft General Food Ltd, USA, untuk memproduksi dan memasarkan produk keju dengan merek dagang “Kraft”. Pada tahun 1994 kerjasama ini ditingkatkan dengan didirikannya perusahaan patungan dengan PT. Kraft Ultrajaya Indonesia.

Perseroan melakukan penawaran perdana (IPO) pada tahun 1990. Tahun 1994 Perseroan melakukan ekspansi dengan memasuki bidang industri SCM (*Sweetened Condensed Milk* = Susu Kental Masnis) dan *Poweder Milk* (Susu Bubuk) pada satu tahun kemudian.

Sampai dengan sekarang, Perseroan telah memproduksi lebih dari 60 macam produk dan terus berusaha untuk senantiasa menjadi *market leader* di bidang industri minuman aseptik. Di bidang makanan Perseroan memproduksi mentega (*butter*), susu bubuk (*powder milk*), dan susu kental manis (*Sweetened Condensed Milk*). Sedangkan di bidang minuman Perseroan memproduksi rupa-rupa jenis minuman untuk kesehatan yang diproses dengan teknologi UHT (*Ultra High Temperature*) dan dikemas dalam kemasan karton aseptik. Perseroan juga memproduksi teh celup (*tea bags*) dan konsentrat buah-buahan tropis.

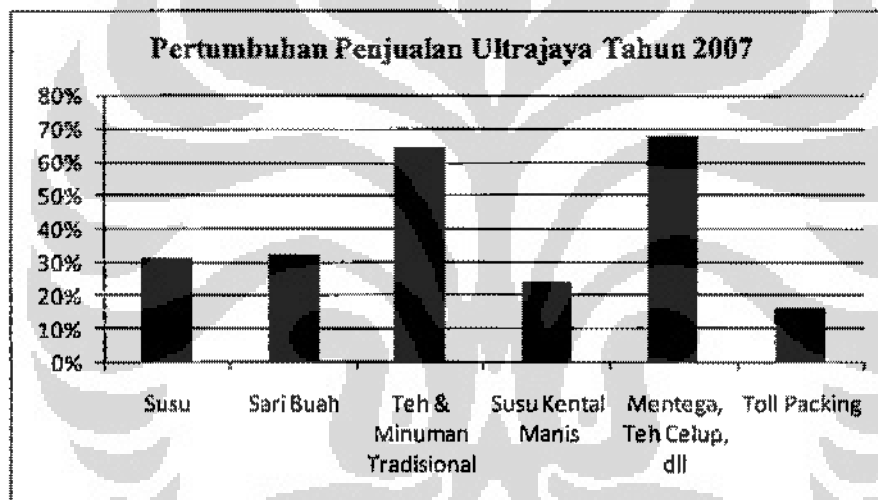
#### 4.1.3.2. Kinerja Perusahaan

Hampir seluruh pendapatan usaha Perseroan berasal dari usaha penjualan produk-produknya, yang mana sebagian besar dijual di dalam negeri (lokal) dan sebagian kecil dieskpor ke beberapa negara Asia, Afrika, dan Amerika.

Penjualan bersih tahun buku 2007 meningkat sebesar 34,91% dari Rp. 835,23 milyar di tahun 2006 menjadi Rp. 1.126,80 milyar di tahun 2007. Dari sisi geografis, jumlah Rp. 1.126,80 milyar ini diperoleh dari hasil penjualan ekspor sebesar Rp. 30,35 milyar (2.69%) dan hasil penjualan di dalam negeri (lokal) sebesar Rp. 1.096,45 milyar (97.31%).

Sedangkan dari tingkat penjualan, Perseroan berhasil meningkatkan penjualan ekspornya di tahun 2007 sebesar 36,28%, yaitu dari Rp. 22,27 milyar di tahun 2006 menjadi Rp. 30,35 milyar di tahun 2007, dan tingkat penjualan di dalam negeri meningkat sebesar 34,87%, yaitu dari Rp. 812,96 milyar di tahun 2006 menjadi Rp. 1.096,45 milyar di tahun 2007.

Peningkatan penjualan di sektor minuman UHT dipengaruhi oleh kenaikan penjualan produk minuman susu sebesar 31,09%, minuman sari buah sebesar 32,18%, dan produk teh & minuman tradisional sebesar 63,97% dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Sedangkan di sektor produk makanan peningkatan di tahun 2007 dipengaruhi oleh adanya peningkatan penjualan pada produk susu kental manis sebesar 23,73%, peningkatan pendapatan *toll packing* dari susu bubuk sebesar 15,56%, dan penjualan mentega, teh celup, dan lain-lain meningkat sebesar 67,37%. Produk mentega merupakan produk sampingan dari produk minuman susu UHT. Produk mentega dibuat dari kelebihan kadar lemak (*excess fat*) susu murni yang diterima Perseroan. Semakin sedikit kelebihan kadar lemak susu murni maka semakin sedikit pula mentega yang diproduksi.



Grafik 4. 3 Pertumbuhan Penjualan Ultrajaya Tahun 2007

Dilihat dari volume penjualan, penjualan produk minuman UHT naik sebesar 33,75%, produk susu kental manis naik sebesar 8,43%, produk susu bubuk (*toll packing*) naik sebesar 6,1%, dan produk mentega (*butter*) turun sebesar 91%. Kenaikan volume penjualan produk minuman UHT berasal dari kenaikan penjualan produk susu sebesar 21,97%, produk sari buah sebesar 18,23%, dan produk teh serta minuman lainnya sebesar 47,93%.

#### 4.1.3.3. Pandangan Ultrajaya Tahun 2008

Perseroan yakin bahwa penjualan produk susu mempunyai potensi yang sangat tinggi untuk terus meningkat mengingat bahwa pada saat ini konsumsi susu

di Indonesia baru mencapai 7,5 liter per kapita per tahun, padahal negara tetangga seperti Malaysia, Thailand, dan Singapura masing-masing sudah mencapai 18, 20 dan 60 liter per kapita per tahun. Sehingga Indonesia merupakan pasar yang sangat potensial untuk pemasaran produk-produk Perseroan mengingat jumlah penduduknya yang saat ini telah lebih dari 200 juta orang dengan laju pertumbuhan penduduk 3-5% setiap tahun.

Di tahun 2008, Perseroan menargetkan dapat menguasai lebih dari 50% pangsa pasar produk susu UHT, dengan rata-rata laju pertumbuhan penjualan produk minuman susu UHT per tahun lebih dari 30%, sehingga kontribusi penjualan minuman UHT terhadap total penjualan bersih Perseroan adalah lebih dari 80% .

#### 4.1.4. PT. Mayora Indah, Tbk (Mayora)

##### 4.1.4.1. Latar Belakang Perusahaan

Perseroan didirikan pada tahun 1977 dengan pabrik pertama berlokasi di Tangerang. Saat ini Perseroan memiliki enam divisi yang masing-masing menghasilkan produk berbeda namun terintegrasi, meliputi

Divisi	Merek Dagang
Biskuit	Roma, Danisa, Better, Slai O Lai
Kembang Gula	Kopiko, Milko, Kis, Tamarin
Wafer	Beng-Beng, Astor, Roma Wafer Coklat
Coklat	Choki-Choki, Danisa
Kopi	Torabika Duo, Torabika Duo Susu, Torabika Moka, Torabika 3 in One, Torabika Cappuccino
Makanan Kesehatan	Energen Cereal

Tabel 4. 2 Divisi dan Merek Dagang Mayora

Selain dipasarkan didalam negeri, hasil produksi Perseroan juga dipasarkan di banyak negara. Di Indonesia Perseroan tidak hanya dikenal sebagai perusahaan yang memproduksi makanan dan minuman olahan, tetapi juga dikenal sebagai *market leader* yang sukses menghasilkan produk-produk yang menjadi pelopor pada kategorinya masing-masing.

Hingga saat ini, Perseroan tetap konsisten pada kegiatan utamanya, yaitu dibidang pengolahan makanan dan minuman. Sesuai dengan tujuannya, Perseroan

bertekad akan terus menerus berupaya meningkatkan segala cara dan upaya untuk mencapai hasil yang terbaik bagi kepentingan seluruh pekerja, mitra usaha, pemegang saham, dan para konsumennya.

Perseroan mulai terdaftar di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 1990 dan hingga sampai saat ini telah dua kali melakukan Penawaran Umum Terbatas kepada para pemegang sahamnya.

#### **4.1.4.2. Kinerja Perusahaan**

Kinerja penjualan Perseroan tahun 2007 meningkat sebesar 43.47% atau meningkat sebesar Rp. 856.93 milyar dibandingkan tahun 2006, hal ini menunjukkan apa yang telah dilakukan Perseroan menunjukkan hasil.

Meskipun terjadi kenaikan harga beban usaha yang harus ditanggung oleh Perseroan pada tahun 2007 dari Rp. 336,03 milyar menjadi Rp. 389,85 milyar, namun laba bersih konsolidasi yang berhasil diraih Perseroan pada tahun 2007 juga naik hingga 51,31% yaitu dari Rp. 93,58 milyar menjadi Rp. 141,59 milyar.

Tekanan terhadap biaya produksi dan harga jual masih menghadang, namun dengan adanya rencana kerja yang disertai dengan bisnis proses yang menggambarkan tahapan pencapaian dan memiliki perencanaan yang jelas, maka setiap divisi mempunyai panduan kerja dan sasaran kerja yang jelas.

Terjadinya perubahan harga bahan baku tentunya memberikan dampak terhadap biaya dan hasil usaha Perseroan. Perubahan harga jual yang terjadi selama tahun 2007 masih memberikan dampak yang positif bagi Perseroan, hal ini selain karena pengalaman dan kecermatan dari pihak manajemen juga didukung oleh pertumbuhan volume penjualan.

#### **4.1.5. PT. AdeS Waters Indonesia, Tbk (Ades)**

##### **4.1.5.1. Latar Belakang Perusahaan**

Perseroan pada awalnya didirikan dengan nama PT. Alfindo Putra Setia, pada tanggal 6 Maret 1985. Pada tahun 1994, tepatnya pada tanggal 2 Mei 1994, Perseroan melaksanakan penawaran perdana saham kepada masyarakat sejumlah 15.000.000 saham biasa dengan harga nominal Rp. 1.000 per saham dan harga penawaran Rp. 3.850 per saham.



Pada tahun 2004, Perseroan diakuisisi oleh Waters Partners Bottling (WPB) yaitu sebuah perusahaan patungan antara Nestle S.A dan RSPI (anak perusahaan yang sepenuhnya dimiliki oleh The Coca-Cola Company) dengan mengambil alih mayoritas saham di Perseroan sehingga nama Perseroan diubah menjadi PT. AdeS Waters Indonesia, Tbk. WPB sepenuhnya mendukung upaya terus menerus Perseroan untuk melayani konsumen Indonesia dengan lebih baik.

Pada tahun 2006, Perseroan merubah status badan hukumnya dari perusahaan lokal non fasilitas menjadi Perusahaan Modal Asing (PMA). Di akhir tahun 2007, Perseroan telah melaksanakan Penawaran Umum Terbatas II kepada para pemegang saham melalui penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu sejumlah 440.176.800 saham baru dengan harga penawaran Rp. 1.000 per saham.

#### **4.1.5.2. Kinerja Perusahaan**

Penjualan bersih di tahun 2007 adalah sebesar Rp. 132 milyar, hal ini menunjukkan penurunan sebesar 3% dibandingkan tahun 2006. Penurunan tersebut berasal dari perampangan bisnis kemasan 5 galon di tahun 2007 dengan rencana restrukturisasi yang telah disetujui.

Namun demikian, penjualan pada kemasan ritel tumbuh secara berkesinambungan di tahun 2007 dibandingkan dengan tahun 2006. Manajemen akan melanjutkan perhatiannya untuk mencapai tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi pada kemasan ritel dengan menghasilkan margin keuntungan yang lebih baik lagi.

Beban pokok penjualan di tahun 2007 adalah sebesar Rp. 131 milyar, termasuk biaya restrukturisasi sebesar 15 milyar yang dipergunakan untuk membiayai karyawan pabrik yang terkena dampak pengurangan. Di luar biaya untuk karyawan pabrik yang terkena dampak pengurangan tersebut, beban pokok penjualan turun sebesar Rp. 10 milyar dibandingkan dengan tahun 2006 dengan adanya pengurangan bisnis kemasan 5 galon.

Jumlah beban usaha di tahun 2007 turun menjadi Rp. 123 milyar, menunjukkan penurunan sebesar Rp. 13 milyar atau 4% dibandingkan dengan tahun 2006. Penurunan ini merupakan nilai bersih dari biaya untuk karyawan yang terkena dampak pengurangan sebesar Rp. 14 milyar dan kenaikan rugi penurunan nilai aktiva tetap sebesar Rp. 2 milyar dibandingkan dengan tahun 2006.

Pengurangan beban usaha secara signifikan ini dapat tercapai sebagai akibat dari perampingan model penjualan dan distribuis selama kurun waktu 2005-2006.

Sebagai akibat adanya biaya untuk karyawan yang terkena dampak pengurangan, tingginya biaya bunga serta rugi kurs mata uang asing yang terjadi di tahun 2007, menyebabkan rugi bersih Perseroan di tahun 2007 naik menjadi 155 milyar atau naik sebesar Rp. 26 milyar dibandingkan tahun 2006. Tanpa mempertimbangkan biaya untuk karyawan yang terkena dampak pengurangan dan penurunan nilai, rugi bersih Perseroan di 2007 akan menjadi Rp. 124 milyar atau Rp. 5 milyar lebih rendah dibandingkan dengan 2006, walaupun ada kenaikan bunga.

#### **4.2. Analisis dan Proyeksi Laporan Keuangan**

Pada bagian ini akan dibahas mengenai analisis laporan keuangan dan analisis terhadap proyeksi terhadap laporan keuangan selama lima tahun kedepan.

Pencapaian kinerja perusahaan dapat dilihat salah satunya dari laporan keuangan perusahaan yaitu dengan melakukan analisis perbandingan atas hasil laporan keuangan pada beberapa periode sebelumnya dan melakukan perbandingan dalam industri sejenis.

Hasil analisis laporan keuangan dapat digunakan sebagai panduan dalam melakukan proyeksi laporan keuangan dalam menilai suatu perusahaan selain juga dipengaruhi oleh faktor makroekonomi dan mikroekonomi.

Proyeksi laporan keuangan dilakukan dengan menggunakan tiga skenario yang mana masing-masing skenario mencerminkan tingkat presentasi pertumbuhan jual bersih dari tahun sebelumnya.

##### **1. Skenario Optimis**

Skenario ini didasari dengan asumsi apabila bisnis strategi perusahaan dan kondisi makro ekonomi secara keseluruhan dapat terlaksana dengan baik. Perkiraan pertumbuhan jual bersih perusahaan berada pada tingkat yang paling tinggi pada periode tersebut.

##### **2. Skenario Moderat**

Skenario ini didasari dengan asumsi apabila salah satu dari bisnis strategi perusahaan atau kondisi makro ekonomi tidak dapat terlaksana dengan baik.

Presentasi pertumbuhan jual bersih perusahaan berada pada tingkat yang sedang.

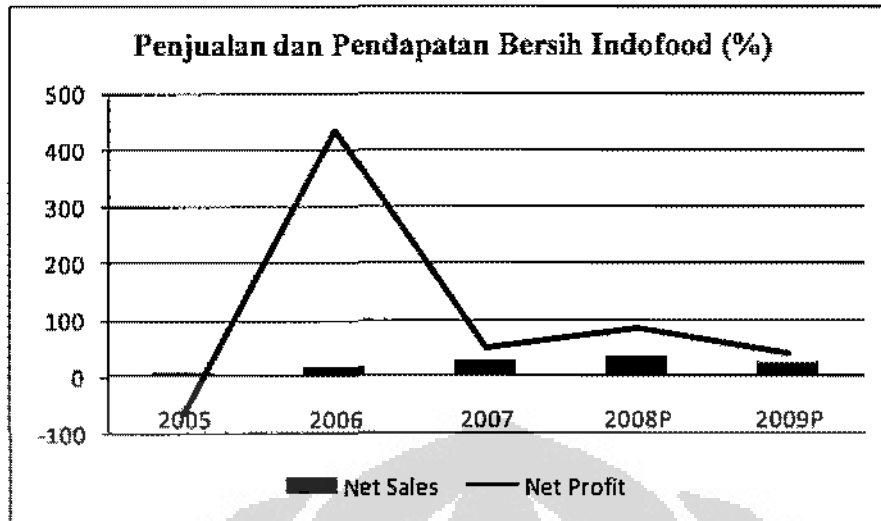
### 3. Skenario Pesimis

Skenario ini didasari dengan asumsi apabila kondisi strategi bisnis dan kondisi makro ekonomi tidak dapat dicapai dengan baik, yaitu dengan memperkirakan presentasi pertumbuhan jual bersih yang paling rendah yang mungkin dapat dicapai oleh perusahaan.

#### 4.2.1. Analisis dan Proyeksi Laporan Keuangan Indofood

Penjualan Perseroan mulai dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2007 tumbuh dengan signifikan. Tingkat penjualan tahun 2005 tumbuh sebesar 4,72%, 16,93% dan 26,97% untuk tahun 2006 dan 2007. Pertumbuhan ini di dorong oleh meningkatnya volume produksi dan pertumbuhan penjualan juga didukung oleh strategi perusahaan dalam melakukan strategi bisnis akuisisi terhadap beberapa perusahaan penting, terutama Lonsum, yang diakuisisi pada akhir 2007. Hasil akuisisi terhadap lonsum telah memberikan peningkatan signifikan terhadap presentase penjualan di tahun 2007.

Tingkat laba bersih perusahaan juga meningkat tajam sebesar 433,16% di tahun 2006 setelah mengalami penurunan sebesar 67,95% di tahun sebelumnya sebagai dampak dari meningkatnya biaya beban pokok penjualan pada tahun tersebut. Pada tahun 2007, tingkat laba bersih perusahaan kembali mengalami peningkatan meskipun nilai presentasinya tidak sebesar tahun sebelumnya yaitu hanya 26,65%.



Grafik 4. 4 Pertumbuhan Penjualan dan Pendapatan Bersih Indofood

Pada proyeksi laporan keuangan, pertumbuhan laba bersih akan terus meningkat, setelah Perseroan mengembangkan bisnisnya di sektor perkebunan terutama untuk kelapa sawit. Tahun 2008 diperkirakan Indofood tumbuh optimis pada 35% dan pada tingkat terendah Indofood hanya tumbuh 25% dari tahun 2007. Kondisi makro ekonomi global dan nasional yang tidak menentu pada saat ini juga dapat mempengaruhi pertumbuhan Perseroan.

Jika melihat pada laporan keuangan pertengahan tahun 2008, penjualan bersih Indofood meningkat lebih dari 50% dibandingkan dengan laba bersih di pertengahan tahun sebelumnya, sehingga kemungkinan untuk mencapai 35% pertumbuhan penjualan dapat tercapai.

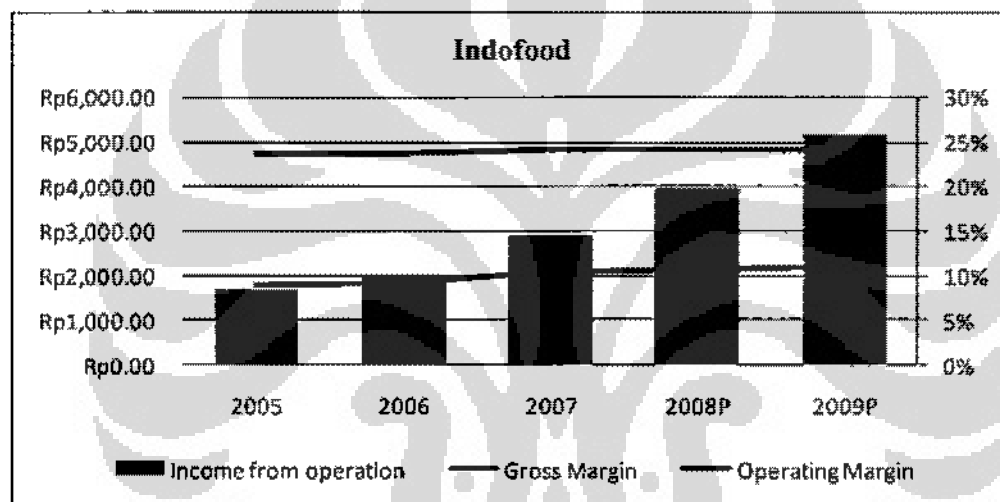
Berbeda dengan tahun 2008, tahun 2009 pertumbuhan Perseroan diperkirakan akan semakin menurun, hal ini sebagai dampak dari perkembangan ekonomi di tahun 2008 yang sedang mengalami penurunan. Pertumbuhan penjualan bersih di tahun 2009 optimis hanya akan meningkat 25% dari tahun 2008 dan pertumbuhan yang paling rendah yang dapat dicapai diperkirakan hanya 15%.

#### 4.2.1.1. Profitabilitas

*Gross Margin* Perseroan tumbuh stabil setiap tahunnya yaitu pada 23,6% sejak tahun 2005 hingga tahun 2007. Hal ini menunjukkan bahwa Perseroan selalu menjaga harga beban pokok penjualan untuk tidak pernah melebihi 76,4% dari

penjualan bersih. Dengan demikian pada proyeksi laporan keuangan beban pokok penjualan secara merata akan ditentukan sebesar 76% dari total penjualan.

*Operating Margin* pada tahun 2006 relatif stabil jika dibandingkan dengan tahun 2005 yaitu berkisar 8,9%, namun pada tahun 2007 meningkat menjadi 10,39%. Hal ini terjadi karena adanya penurunan pengeluaran biaya untuk kebutuhan operasi, yaitu penjualan dan pengeluaran administratif sebesar 1%. Dalam perhitungan proyeksi laporan keuangan, biaya untuk penjualan akan dijaga pada batas 8,5% dan biaya administratif pada batas 5%. Penentuan presentase tersebut berdasarkan rata-rata margin yang dihasilkan oleh Perseroan dalam kurun waktu 4 tahun terakhir sejak tahun 2004.



Grafik 4. 5 Pertumbuhan Pendapatan Operasi Indofood

Selama 2 tahun terakhir Indofood menghasilkan *net profit margin* di atas 3% dengan rata-rata 3,25% sedangkan pada tahun 2005 *net profit margin* yang dihasilkan hanya 0,6%. Hal ini menunjukkan pertumbuhan laba bersih Perseroan telah meningkat 5 kali lipat dibandingkan dengan laba bersih yang diperoleh pada tahun 2005. Bahkan hasil dari proyeksi laporan keuangan Indofood mampu memperoleh *net profit margin* hingga mencapai 5,24% dan terendah pada 4,67%. Keberhasilan ini didukung oleh peningkatan penjualan bersih Perseroan dari divisi perkebunan khususnya kelapa sawit dan dengan mempertahankan beban biaya operasi perusahaan.

#### 4.2.1.2. Aktifitas

*Inventory turnover* perseroan berada pada batas dibawah 6 kali atau dengan rata-rata 5,8 kali dan memiliki rata-rata *days inventory* selama 62 hari dalam kurun waktu selama tiga tahun terakhir. Tampaknya Perseroan menjaga *inventory turnover* pada posisi tersebut, oleh karenanya dalam melakukan proyeksi laporan keuangan, posisi *inventory turnover* akan dijaga pada batas 62 hari. Disamping *inventory*, Perseroan juga berusaha untuk meningkatkan kinerja *days receivable* dan *days payable*. Dalam kurun waktu tiga tahun, *days receivable* mengalami peningkatan selama 2 sampai dengan 3 hari setiap tahunnya dan 5 hari untuk *days payable*. Namun dalam melakukan proyeksi laporan keuangan, *days payable* di tetapkan 25 hari selama lima tahun kedepan, dengan melihat bahwa pada batas ini kinerja *days payable* sudah cukup baik. Sedangkan untuk *days receivable* akan mengalami peningkatan satu hari setiap tahunnya.

*Asset Turnover* selama tiga tahun terakhir cukup fluktuatif namun masih berada di atas angka satu kali. Kinerja *asset turnover* diperkirakan akan sedikit menurun di tahun 2008 dan tahun 2009, hal ini disebabkan sebagai salah satu dampak dari adanya peningkatan yang signifikan pada jumlah kepemilikan asset, salah satunya adalah lahan perkebunana milik Lonsum, dan penurunan volume penjualan yang diprediksi terjadi pada tahun 2009 yang berdampak pada penurunan laba bersih perusahaan.

#### 4.2.1.3. Liquiditas

Indofood memiliki kinerja liquiditas yang bagus dalam kurun waktu selama tiga tahun terakhir, hal ini ditunjukkan dengan rata-rata nilai *current ratio* selama tiga tahun berada di atas 1 kali, meskipun pada tahun 2007 nilai *current ratio* adalah sebesar 0,92 kali. Nilai *current ratio* menunjukkan kemampuan aktiva lancar untuk dapat menutupi kewajiban lancar yang dimiliki Perseroan. Sehingga, nilai *current ratio* akan beresiko jika berada di bawah 1 kali.

*Quick ratio* Indofood memiliki nilai rata-rata rasio sebesar 0,5 kali dalam kurun waktu tiga tahun terakhir dari tahun 2007, hal ini menunjukkan bahwa dari semua persediaan kas yang dimiliki oleh Indofood, hanya 50% yang dapat digunakan untuk menutupi kebutuhan kewajiban jangka pendek Perseroan.

Hasil dari proyeksi laporan keuangan, untuk kedua rasio tersebut terlihat tidak ada perbedaan signifikan diantara masing-masing skenario dan pertumbuhan dari tahun ke tahun tampaknya relatif stabil. *Current ratio* memiliki rata-rata nilai 1 kali dan sedangkan *quick ratio* memiliki rata-rata 0,56 kali.

#### 4.2.1.4. Solvabilitas

Indofood memiliki struktur modal yang baik, sejak tahun 2005 hingga tahun 2007 rasio *debt to asset* perseroan berada dikisaran 0,6 kali, sedangkan rasio *debt to equity* berada pada tingkat yang tinggi yaitu dikisaran di atas 2 kali. Hal ini menunjukkan bahwa seluruh kewajiban Perseroan sebagian besar digunakan untuk membiayai kebutuhan ekuitas dan sebagian kecil untuk membiayai kebutuhan aktiva.

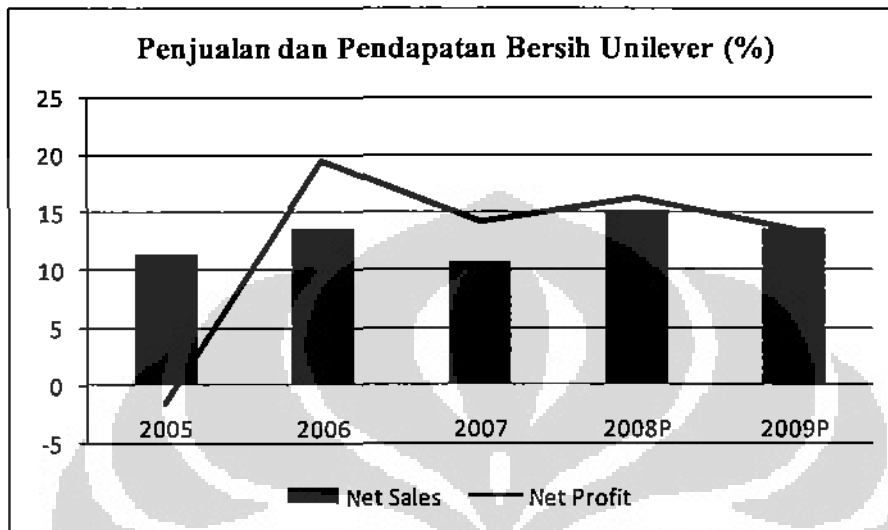
Berdasarkan hasil proyeksi laporan keuangan, kedua rasio tersebut berada pada tingkat yang stabil. *Debt to asset* memiliki rata-rata rasio 0,64 kali untuk skenario optimis, 0,61 kali untuk skenario moderat, dan 0,57 kali untuk skenario pesimis. Dengan demikian, maksimum jumlah hutang yang akan di bebankan untuk membiayai kebutuhan aset Perseroan adalah hanya 65% dari jumlah aktiva yang dimiliki.

Rata-rata *debt to equity* selama lima tahun kedepan berada di atas 2 kali yang berarti hampir setengah dari hutang yang dimiliki oleh Perseroan diperuntukan membiayai ekuitas, untuk skenario optimis adalah 2,51 kali, 2,25 kali untuk skenario moderat dan 2 kali untuk skenario pesimis. Angka ini dapat diperkecil jika Perseroan dapat mengeluarkan kebijakan baru yang berkenaan dengan pengelolaan dana untuk ekuitasnya.

Dari sisi evaluasi kridit, Perseroan memiliki rasio *Times Interest Earned* yang cenderung meningkat dari 2 kali sampai 4 kali selama kurun waktu tiga tahun seiring dengan adanya peningkatan laba Perseroan sebelum bunga dan pajak serta pertumbuhan bunga yang tidak signifikan. Berdasarkan hasil perhitungan proyeksi, *Times Interest Earned* untuk Indofood selama lima tahun kemudian akan berada pada tingkat yang stabil yaitu dikisaran 4 kali.

#### 4.2.2. Analisis dan Proyeksi Laporan Keuangan Unilever

Pertumbuhan penjualan bersih Perseroan relatif stabil. Tahun 2005 penjualan bersih meningkat sebesar 11,21%, 13,44% untuk tahun 2006 dan 10,67% pada tahun 2007.



Grafik 4. 6 Pertumbuhan Penjualan dan Pendapatan Bersih Unilever

Laba bersih Perseroan cukup fluktuatif, di tahun 2005 mengalami penurunan dibanding tahun sebelumnya yaitu sebesar 1,62%, penurunan ini disebabkan terjadinya peningkatan biaya pada beban pokok penjualan. Namun pada tahun 2006 laba bersih meningkat tajam sebesar 19,51% dan di tahun 2007 kembali menurun sebesar 14,12% dari tahun 2006. Pertumbuhan laba bersih yang dialami Perseroan dalam kurun waktu dua tahun terakhir dipengaruhi oleh adanya peningkatan penjualan bersih selain penurunan pada beban pokok penjualan.

Pada penyusunan proyeksi laporan keuangan, tingkat pertumbuhan penjualan bersih Unilever diprediksi akan mengalami peningkatan meskipun tidak signifikan. Pertumbuhan penjualan Unilever sangat tergantung kepada inovasi dan pemasaran produk, mengingat produk Unilever merupakan produk kebutuhan hidup sehari-hari seperti sabun, shampo, pasta gigi dan lain sebagainya disamping makanan dan *ice cream*. Di tahun 2008 Unilever diprediksi akan tumbuh optimis sebesar 15%, dan untuk kondisi yang paling buruk hanya akan tumbuh 11%.

Meskipun di akhir tahun 2008 terjadi kenaikan harga bahan bakar minyak yang berpengaruh kepada biaya produksi dan kemampuan daya beli masyarakat, kemungkinan pertumbuhan 15% di akhir tahun 2008 masih dapat tercapai dengan



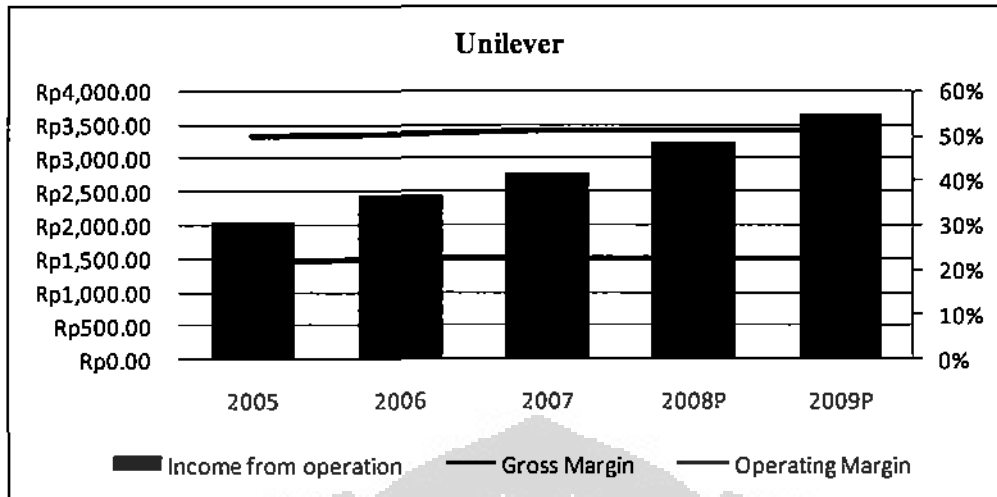
melihat kepada Unilever yang selalu mengembangkan produknya dengan memberikan inovasi-inovasi produk baru, dengan didukung oleh perluasan pemasaran produk yaitu melalui perluasan distribusi.

Jika dilihat dari laporan keuangan kuartal kedua tahun 2008, penjualan bersih Perseroan meningkat sebesar 23% dibandingkan pertengahan tahun 2007. Sehingga kemungkinan Unilever untuk memiliki pertumbuhan penjualan bersih 15% di akhir tahun 2008 optimis dapat tercapai.

Pertumbuhan Perseroan di tahun 2009 diperkirakan akan menurun seiring dengan tingginya harga minyak dunia yang berpengaruh pada kenaikan harga bahan bakar minyak, kenaikan pada biaya produksi dan penurunan daya beli masyarakat. Selain itu kondisi pasar global yang diperkirakan akan memburuk di akhir tahun 2008 dan tahun 2009 (menurut reuters.com) juga akan berpengaruh pada penjualan ekspor. Diperkirakan pertumbuhan penjualan bersih perseroan secara optimis hanya akan mencapai 13,5% di tahun 2009, dan pertumbuhan terendah diperkirakan hanya akan meningkat sebesar 9,5% dari tahun sebelumnya..

#### **4.2.2.1. Profitabilitas**

Selama kurun waktu tiga tahun terakhir *gross margin* Perseroan terlihat stabil meskipun selalu mengalami peningkatan pada setiap tahunnya dengan rata-rata peningkatan sebesar 0,5%, pada tahun 2007 *gross margin* Perseroan mencapai 50,20%. Rata-rata beban pokok penjualan selama 3 tahun adalah 49,72%. Sehingga pada proyeksi laporan keuangan, beban pokok penjualan akan dijaga sekitar 50% dari penjualan bersih.



Grafik 4. 7 Pertumbuhan Pendapatan Operasi Unilever

*Operating margin* relatif mengalami peningkatan sebesar 1% setiap tahunnya, hal ini disebabkan adanya peningkatan efisiensi pada biaya operasi terutama untuk biaya penjualan atau iklan. Biaya penjualan dapat ditekan dari 23,54% menjadi 22,24% dari total penjualan bersih dalam kurun waktu 4 tahun.

Beban biaya penjualan akan ditetapkan sebesar 23%-24% pada proyeksi laporan keuangan. Penetapan ini didasari oleh rencana peningkatan pertumbuhan penjualan Perseroan selama 5 tahun kedepan yaitu dengan meningkatkan *market share* melalui berbagai promosi dan perluasan jaringan distribusi.

Unilever memiliki rata-rata *net profit margin* 15% dalam kurun waktu 3 tahun terakhir sejak tahun 2005, angka ini 5 kali lebih besar dari Indofood. Hasil dari proyeksi laporan keuangan, *net profit margin* perseroan juga relatif stabil dengan rata-rata presentase sebesar 15,5%.

#### 4.2.2.2. Aktifitas

Pada kelompok aktifitas, Perseroan memiliki *inventory turnover* yang cenderung terus meningkat dengan rata-rata peningkatan sebesar 0,2 kali. Pada tahun 2005 *inventory turnover* sebesar 7,26 kali, tahun 2006 sebesar 7,46 kali dan 7,71 kali untuk tahun 2007 atau dengan lama perputaran *inventory* yang diperlukan pada masing-masing tahun adalah 50 hari, 49 hari dan 47 hari. Tingkat penjualan Perseroan tampaknya semakin bagus dengan perputaran *inventory* yang semakin cepat. Oleh karenanya pada perhitungan proyeksi laporan keuangan,

perputaran *inventory* akan ditetapkan sama dengan perputaran *inventory* pada akhir tahun 2007 yaitu pada 7,75 kali atau sama dengan 47 hari yang merupakan perputaran *inventory* yang paling baik sejak tiga tahun terakhir.

Rasio lain yang menunjukkan kinerja aktifitas perseroan adalah *Receivable Turnover* dan *payable turnover*. Perseroan mengalami pelambatan selama tiga tahun terakhir untuk *receivable turnover*, yaitu dari 21 kali menjadi 18 kali dan *days receivable* menjadi semakin lama dari 17 hari menjadi 20 hari. Sedangkan untuk *payable turnover* mengalami peningkatan dengan nilai rasio selama tiga tahun berturut-turut adalah 10,18 kali, 8,67 kali, dan 7,98 kali atau secara berturut-turut nilai *days payable* nya adalah 35 hari, 41 hari, dan 45 hari. Dengan demikian pembayaran kas kepada *supplier* dari Unilever menjadi lebih lama dan perputaran uang kas menjadi lebih cepat, dari 33 hari menjadi 23 hari.

Pada proyeksi laporan keuangan, *receivable turnover* akan dijaga pada batas 18 hari, ini merupakan nilai rata-rata dari kinerja Perseroan dalam tiga tahun terakhir. Diharapkan Perseroan dapat menjaga pada batas ini, untuk menjaga kinerja Perseroan dalam memperoleh pembayaran atas piutang usahanya dan untuk dapat meningkatkan batas *quick ratio* menjadi diatas 1 kali. Sedangkan untuk *days payable* akan tetap ditingkatkan sebagaimana yang telah dilakukan oleh Perseroan setiap tahun. *Days payable* akan ditingkatkan selama satu hari setiap tahun, sehingga pada akhir tahun 2012, jumlah hari yang diperlukan untuk pembayaran hutang usaha adalah setiap 50 hari sekali.

Perputaran kas selama proyeksi laporan keuangan juga meningkat lebih cepat dari 23 hari menjadi 15 hari dalam kurun waktu lima tahun yang mana hal ini dipengaruhi sekali oleh peningkatan perputaran pembayaran dari 45 hari menjadi 50 hari.

#### 4.2.2.3. Liquiditas

Dari sisi likuiditas, *current ratio* Perseroan menunjukkan hasil yang bagus dengan posisi berada di atas 1 kali selama tiga tahun terakhir. Hal ini menunjukkan jumlah aktiva lancar yang lebih besar dari jumlah kewajiban lancarnya sehingga Perseroan akan terhindar dari resiko yang timbul oleh beban kewajiban lancar.

Sedangkan untuk jumlah kas yang tersedia, *quick ratio* yang dihasilkan secara rata-rata adalah 0,75 kali atau dengan kata lain dari persediaan kas yang ada hanya

75% yang dapat digunakan untuk menutupi semua beban kewajiban lancar pada periode tersebut.

Hasil proyeksi laporan keuangan *quick ratio* dan *current ratio* dapat meningkat 2 kali lipat. Hasil ini dipengaruhi oleh peningkatan pertumbuhan penjualan dan peningkatan laba sehingga mempengaruhi pada persediaan kas dan *aktiva lancar*. *Current ratio* di awal tahun 2008 diperkirakan mencapai 1,31 kali lebih baik dari tahun sebelumnya yang hanya mencapai 1,11 kali dan diakhir tahun 2012 mencapai 2,7 kali. Sedangkan untuk *quick ratio* di awal tahun 2008 mencapai 0,8 kali namun diakhir tahun 2012 diharapkan dapat meningkat hingga mencapai 1,89 kali.

#### 4.2.2.4. Solvabilitas

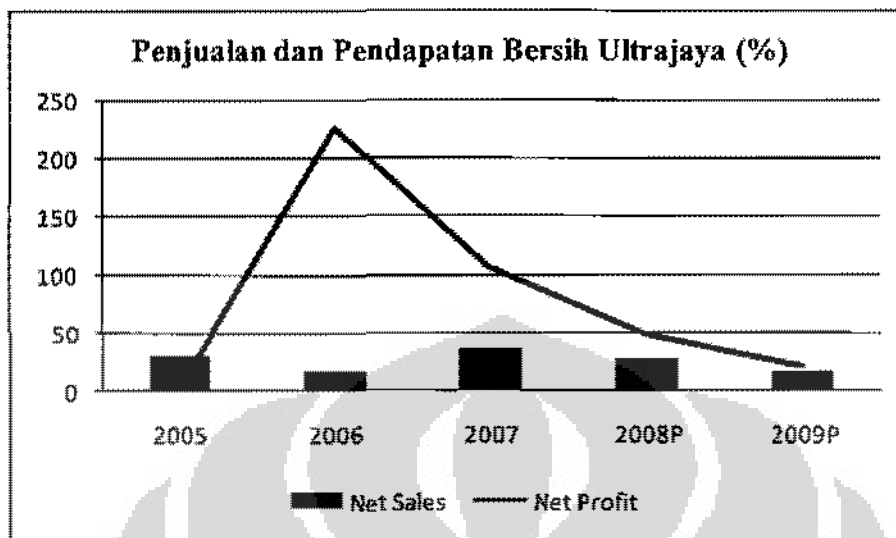
Unilever memiliki struktur modal yang cukup bagus, dimana pembiayaan untuk aktiva dan ekuitas relatif sedikit diperoleh dari semua kewajiban yang dimiliki. Hal ini dapat dilihat dari nilai rasio *debt to asset* dan *debt to equity*, yang mana kedua rasio tersebut memiliki nilai di bawah 1 kali. *Debt to asset* relatif cenderung stabil selama tiga tahun yaitu berkisar 0,4 kali, sedangkan untuk *debt to equity* terus cenderung mengalami peningkatan dari 0,9 kali menjadi 0,7 kali pada akhir tahun 2007.

Berdasarkan hasil proyeksi laporan keuangan, rasio untuk *debt to asset* dan *debt to equity* terus mengalami peningkatan. Di akhir tahun 2012, *debt to asset* diperkirakan akan mencapai 0,25 kali dari 0,43 kali di tahun 2008, peningkatan yang signifikan dipengaruhi oleh meningkatnya investasi pada aktiva dan menurunnya beban kewajiban. Begitupula dengan *debt to equity* yang mana rasio tersebut meningkat tajam dari 0,75 kali di awal tahun 2008 menjadi 0,25 kali di akhir tahun yang disebabkan selama lima tahun tersebut tidak ada perubahan kebijakan terhadap struktur modal ekuitas. Beban kewajiban Perseroan cukup rendah karena tidak adanya pinjaman untuk jangka panjang. Kewajiban yang muncul sebagai akibat dari kegiatan bisnis operasi Perseroan.

#### 4.2.3. Analisis dan Proyeksi Laporan Keuangan Ultrajaya

Selama tiga tahun terakhir penjualan bersih Perseroan terus meningkat dengan tingkat pertumbuhan yang fluktuatif, di tahun 2005 penjualan bersih

meningkat sebesar 30,28%, tahun 2006 meningkat sebesar 17,35% dan di tahun 2007 mencapai 34,91%.



Grafik 4. 8 Pertumbuhan Penjualan dan Pendapatan Bersih Ultrajaya

Pertumbuhan beban pokok penjualan hampir sebanding dengan pertumbuhan penjualan bersih. Jika dihitung berdasarkan presentase, rata-rata biaya pokok penjualan selama tiga tahun dari tahun 2005 adalah 70% dari penjualan bersihnya.

Pertumbuhan penjualan di tahun 2005 tidak memberikan peningkatan yang signifikan pada laba bersih. Pendapatan bersih Ultrajaya meningkat tipis di tahun 2005 yaitu hanya 2,6% yang disebabkan tingginya pengeluaran pada biaya operasi yaitu khususnya untuk biaya penjualan yang hampir meningkat sebesar 114,77% dari tahun sebelumnya. Akan tetapi di tahun 2006 dan 2007 terjadi lonjakan yang sangat signifikan pada pendapatan bersih dari tahun sebelumnya yaitu sebesar 230,23% pada tahun 2006 dan 105,78% pada tahun 2007. Peningkatan ini disebabkan oleh adanya penurunan biaya lain-lain (*other expenses*) hingga mencapai 15% dalam 2 tahun terakhir atau penggunaan *other expenses* hanya 3% dari total penjualan yang mana dua tahun sebelumnya mencapai 8%.

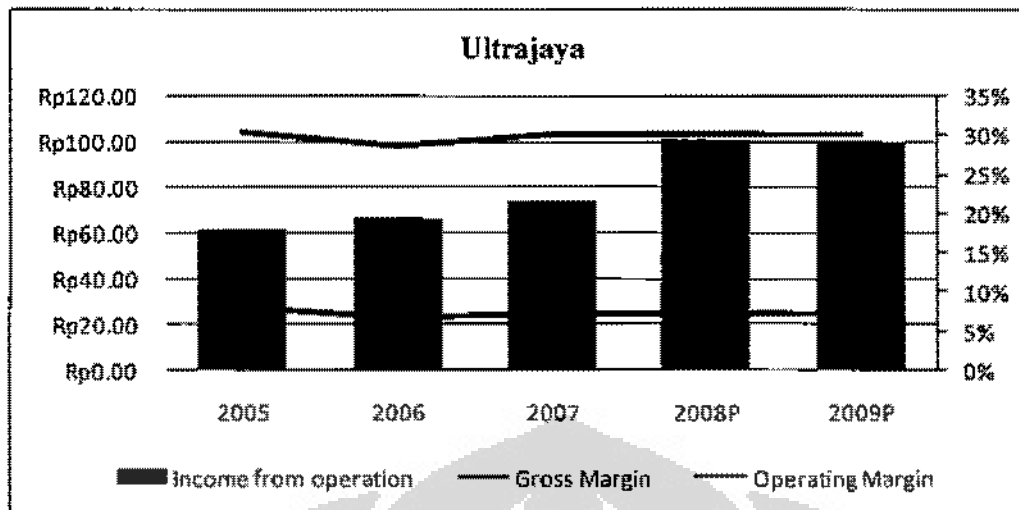
Pada perhitungan proyeksi laporan keuangan, penjualan bersih Ultrajaya akan meningkat optimis pada tahun 2008 sebesar 27,5% dan pertumbuhan terendah yang dapat dicapai diperkirakan 23,5%. Target pencapaian pertumbuhan ini lebih rendah dibandingkan dengan tahun 2007. Meskipun perseroan menargetkan penguasaan pasar lebih dari 50% di tahun 2008, penjualan bersih perseroan akan menurun seiring dengan menurunnya daya beli masyarakat untuk membeli susu

karena meningkatnya harga jual susu di pasaran sebagai dampak dari kenaikan harga bahan bakar minyak dan biaya produksi. Masyarakat khususnya kalangan menengah ke bawah akan mulai mencari merek pengganti yang harganya jauh lebih murah dan atau masyarakat akan mengenyampingkan kebutuhan susu dari kebutuhan utama hidup mereka, seperti digantikan untuk pemenuhan kebutuhan pangan atau sandang.

Melihat pada laporan keuangan pertengahan tahun 2008, penjualan bersih Perseroan meningkat 29% dari pertengahan tahun 2007. Namun dengan adanya pengaruh kondisi makro ekonomi di kuartal ketiga tahun 2008 ini akan memberikan dampak terhadap penjualan bersih Perseroan, sehingga kemungkinan pertumbuhan penjualan bersih sebesar 27,5% dari akhir tahun 2007 dapat tercapai. Di tahun 2009, pertumbuhan penjualan bersih akan menurun kembali, masih sebagai dampak dari kondisi makro ekonomi yang terjadi pada kuartal ketiga tahun 2008, penjualan bersih Perseroan diperkirakan hanya akan tumbuh optimis sebesar 17,5%, perkiraan ini diperoleh atas dasar pertumbuhan terendah yang pernah dicapai oleh perseroan selama 3 tahun terakhir.

#### **4.2.3.1. Profitabilitas**

Dilihat dari rasio profitabilitas, perseroan memiliki rata-rata *gross margin* 29,71% yang dihitung sejak tahun 2005 hingga tahun 2007. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata biaya beban pokok penjualan adalah 70,29% dari harga penjualan bersih, sehingga pada proyeksi laporan keuangan biaya beban pokok penjualan selama 5 tahun kedepan akan diproyeksikan sebesar 70% dari penjualan bersih.



Grafik 4. 9 Pertumbuhan Pendapatan Operasi Ultrajaya

*Operating margin* Ultrajaya dari tahun ke tahun mengalami penurunan, tahun 2005 mencapai 8,59%, tahun 2006 mencapai 7,91 dan tahun 2007 adalah 6,54%. Penurunan ini disebabkan adanya peningkatan pengeluaran pada biaya operasi terutama untuk biaya penjualan. Dalam proyeksi laporan keuangan, *operating margin* akan dijaga pada 7%. Hal ini dilakukan untuk menahan peningkatan biaya operasi yang dilakukan oleh Perseroan sehingga dapat meningkatkan laba bersih Perseroan.

Laba bersih yang dihasilkan selama tiga tahun terakhir menunjukkan peningkatan yang signifikan. *Net profit margin* meningkat hampir 4 kali lipat dalam kurun waktu tiga tahun, pada tahun 2005 *net profit margin* yang dihasilkan adalah 0,64%, tahun 2006 sebesar 1,76%, dan 2,69% untuk tahun 2007. Hasil dari proyeksi laporan keuangan, *net profit margin* yang dihasilkan dapat mencapai di atas 3% dan bahkan di tahun ke lima dapat mencapai 4%.

#### 4.2.3.2. Aktifitas

*Inventory turnover* Ultrajaya selama tiga tahun terakhir bergerak stabil, dengan angka rata-rata sebesar 3,6 kali dan *days inventory* yang diperlukan adalah selama 100 hari. Tahun 2005 *inventory turnover* sebesar 3,10 kali, tahun 2006 dan tahun 2007 adalah sebesar 3,68 dan 3,66 kali. Ultrajaya memiliki *inventory turnover* yang paling lama dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan lain dan

bahkan mencapai dua kali lebih lama dari rata-rata *inventory turnover* perusahaan lain dalam industri yang sama.

*Inventory turnover* akan berpengaruh kepada kinerja perputaran kas Perseroan, semakin lama *inventory turnover*-nya maka perputaran kas akan semakin lambat. Oleh karena itu untuk meningkatkan kinerja perusahaan, pada proyeksi laporan keuangan *inventory turnover* akan ditingkatkan menjadi lebih cepat. Setiap tahun akan ditingkatkan selama dua hari dari *inventory turnover* yang dicapai pada tahun 2007, sehingga pada akhir tahun 2012 *inventory turnover* yang diperlukan oleh Perseroan adalah 4,06 kali atau selama 90 hari.

Peningkatan kinerja terlihat pada *receivable turnover* dan *payable turnover*. Dalam kurun waktu tiga tahun *receivable turnover* selalu meningkat setiap tahunnya dari 6,51 kali menjadi 7,92 kali pada akhir tahun 2007, dengan demikian perputaran penerimaan pembayaran untuk piutang usaha akan lebih cepat, terbukti dengan *days receivable* yang berkurang selama 10 hari yaitu dari 56 hari menjadi 46 hari.

Dalam melakukan proyeksi, *receivable turnover* akan terus dimaksimalkan agar kinerja likuiditas dan struktur pendanaan perseroan dapat dijaga dengan baik pertumbuhannya, serta untuk menghindari penambahan kebutuhan pendanaan yang besar dari pinjaman untuk membiayai kebutuhan aktiva lancar. Jumlah hari perputaran pembayaran piutang akan ditingkatkan selama satu hari, dengan demikian *days receivable* pada akhir tahun 2012 akan mencapai 41 hari.

*Payable turnover* mengalami penurunan dari tahun ke tahun, yang berarti Ultrajaya mampu memperlambat pembayaran hutang usahanya, dalam waktu tiga tahun terakhir perputaran pembayaran hutang dagang bertambah dari 26 hari menjadi 34 hari. Hal ini juga memberikan dampak positif kepada perputaran kas Perseroan dimana menjadi semakin cepat.

Pada proyeksi laporan keuangan, pergerakan *payable turnover* akan tetap ditingkatkan sebagaimana yang telah dilakukan oleh Perseroan dalam tiga tahun terakhir ini. Sepanjang waktu 5 tahun *days payable* akan ditambah selama satu hari setiap tahunnya, sehingga pada tahun 2012 *days payable* Perseroan akan mencapai 39 hari. Hal ini dilakukan untuk membantu mempercepat perputaran



kas Perseroan yang sangat lambat dibandingkan dengan rata-rata Perusahaan lainnya yang termasuk kedalam satu industri.

Perputaran kas secara keseluruhan mengalami percepatan, hal ini dipengaruhi oleh perbaikan kinerja pada *inventory turnover* yang dapat menghasilkan lama perputaran *inventory* lebih cepat dan perbaikan kinerja pada *payable turnover* untuk memperlambat pembayaran hutang dagang kepada *supplier*. Dari hasil proyeksi laporan keuangan, perputaran kas akan terus meningkat setiap tahun dan di tahun 2012 perputaran kas diharapkan menjadi 91 hari dari 112 hari di tahun 2007.

Pertumbuhan laba bersih Perseroan selama tiga tahun memberikan dampak yang positif terhadap rasio *asset turnover*, dimana *asset turnover* terus meningkat dari 0,56 kali di tahun 2005 menjadi 0,86 kali di tahun 2007. Peningkatan ini didasari oleh kemampuan Perseroan dalam menjaga pertumbuhan jumlah aktiva dan peningkatan keuntungan bersih yang diperoleh dari investasi aktiva. Hasil dari proyeksi laporan keuangan *asset turnover* Ultrajaya bergerak semakin baik, yaitu ke posisi di atas 1 kali, dan di tahun 2012 *asset turnover* diperkirakan akan mencapai 1,73 kali.

#### 4.2.3.3. Liquiditas

Ultrajaya memiliki *current ratio* diatas 1 kali selama tiga tahun terakhir dan bahkan pada tahun 2007 mencapai 2,37 kali, sehingga total kewajiban lancar masih bisa dilindungi oleh total aktiva lancar yang dimiliki. Peningkatan kinerja ini didorong oleh selain adanya penurunan pada beban lancar juga dipicu oleh meningkatnya jumlah aktiva lancar terutama pada tahun 2007 yang meningkat hingga 31%.

Berbeda dengan *current ratio*, Perseroan memiliki rata-rata *quick ratio* kurang dari 1 yaitu 0,68 kali. *Quick ratio* menunjukkan kemampuan Perseroan dalam membayar total kewajiban lancarnya dari persediaan kas yang dimilikinya.. Sehingga dengan memiliki *quick ratio* sebesar 0,68 kali, pada periode tersebut Perseroan hanya memiliki persediaan kas sebesar 68% dari total beban lancar yang ada.

Hasil dari proyeksi laporan keuangan, *current ratio* akan bergerak stabil selama lima tahun kedepan dengan rata-rata 2,2 kali, sedangkan untuk *current*

*asset* nilainya masih di bawah 1 kali dengan rata-rata 0,88 kali dan pergerakannya juga relatif stabil.

#### 4.2.3.4. Solvabilitas

Sumber pendanaan Ultrajaya yang berasal dari total kewajiban, mayoritas digunakan untuk membiayai ekuitas. Dari tiga tahun terakhir rata-rata jumlah hutang yang digunakan untuk ekuitas adalah sebesar 50% dan 36% untuk kebutuhan aktiva. Hal ini diketahui dari rata-rata rasio *debt to asset* sebesar 0,36 kali dan rata-rata rasio *debt to equity* sebesar 0,57 kali. Pergerakan kedua rasio tersebut selama tiga tahun terakhir cukup stabil dan tidak ada perubahan yang signifikan, kecuali untuk *debt to equity* pada tahun 2007 yang meningkat sebesar 0,1 kali dibandingkan tahun sebelumnya. Hal ini terjadi karena tidak ada penambahan yang signifikan pada ekuitas sedangkan pada bagian kewajiban terus mengalami peningkatan.

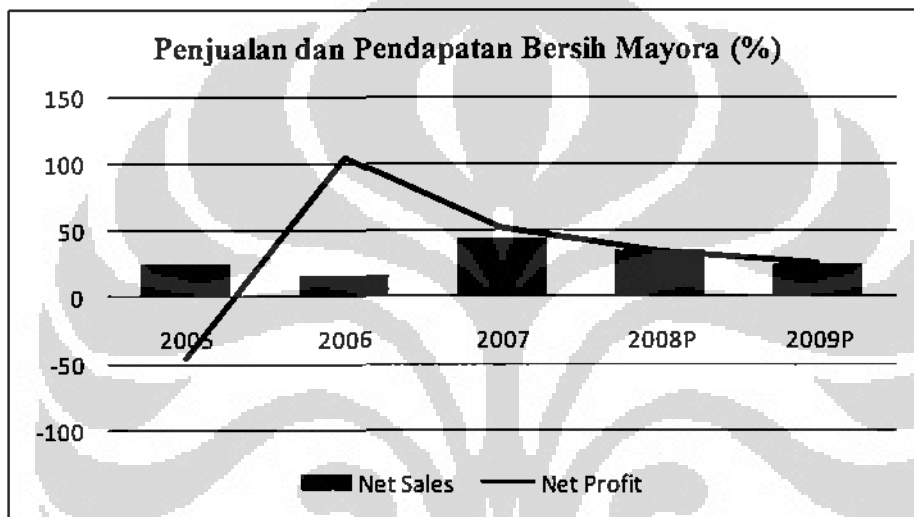
Hasil dari proyeksi laporan keuangan selama lima tahun, rasio *debt to asset* cenderung meningkat, di akhir tahun ke-5 atau tahun 2012, rasio *debt to asset* optimis akan diperoleh sebesar 0,51 kali dan pesimis kemungkinan diperoleh 0,46 kali.

Begitu pula halnya dengan *debt to equity*, karena keputusan pembiayaan pada ekuitas tidak mengalami perubahan maka nilai rasio ini akan tampak terus mengalami penurunan dengan peningkatan pada nilai rasio. Pada tingkat optimis di tahun 2008 *debt to equity* mencapai 0,45 kali, sedangkan pada tingkat pesimis adalah 0,49 kali. Sedangkan di akhir tahun 2012 nilai rasio ini akan mencapai mencapai 1,02 kali untuk skenario optimis dan 0,84 kali untuk skenario pesimis.

Dari sisi evaluasi kredit, *times interest earned* Perseroan cenderung meningkat dalam tiga tahun. Pada tahun 2005 *times interest earned* rasio adalah 1,08 kali, tahun 2006 sebesar 1,41 kali dan tahun 2007 sebesar 1,81 kali. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan Perseroan dalam membayar bunga atas kewajiban yang dimilikinya semakin baik. Dan dari hasil proyeksi laporan keuangan, *times interest earned* terus meningkat hingga mencapai 5 kali ditahun 2012.

#### 4.2.4. Analisis dan Proyeksi Laporan Keuangan Mayora

Pertumbuhan penjualan bersih Mayora meningkat tajam pada tahun 2007 sebesar 43,47%, sebelumnya pada tahun 2006 pertumbuhan Perseroan hanya mencapai 15% dan pertumbuhan penjualan bersih di tahun 2005 mencapai 23,8%. Pertumbuhan penjualan didasari oleh semakin meningkatnya tingkat kepercayaan masyarakat terhadap produk-produk Mayora, Perseroan telah berhasil meningkatkan *brand positioning* di masyarakat melalui iklan dan mutu produk yang dihasilkan serta inovasi akan produk-produk baru.



Grafik 4.10 Pertumbuhan Penjualan dan Pendapatan Bersih Mayora

Beban pokok penjualan Mayora hampir sebanding pertumbuhannya dengan pertumbuhan penjualan bersih, namun pada tahun 2006 Mayora berhasil menekan biaya beban pokok penjualan 5% dibawah peningkatan penjualan bersih, hasilnya memberikan peningkatan yang signifikan pada keuntungan bersih Perseroan yang meningkat hingga mencapai lebih dari 100% dibandingkan dengan tahun 2005. Pada tahun 2005, laba bersih Perseroan menurun 56,27% dan pada tahun 2007 meningkat menjadi 51,31%.

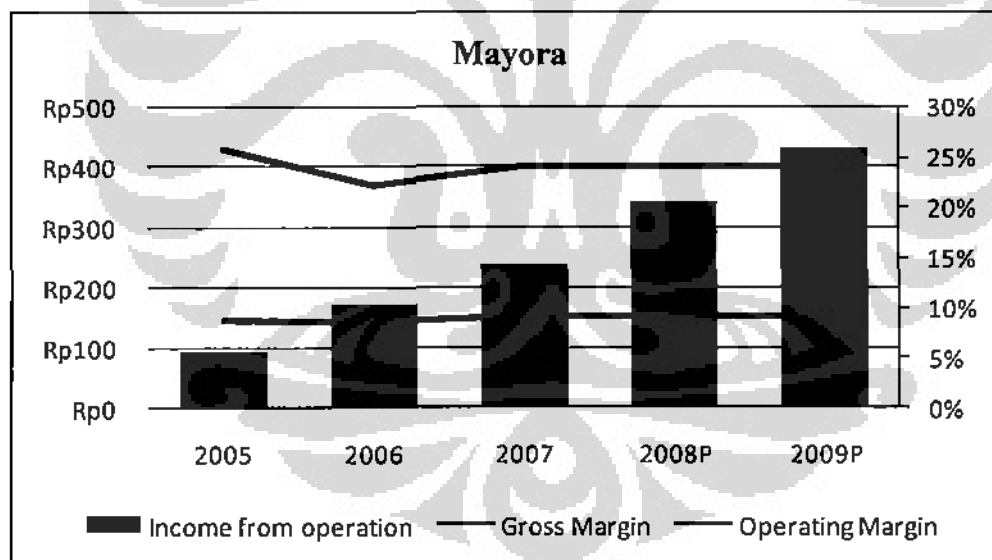
Pertumbuhan penjualan bersih Mayora di tahun 2008 diprediksi meningkat optimis mencapai 35% dan pada tingkat terendah hanya akan dicapai 30%. Pertumbuhan dari tahun ke tahun (y-o-y) pada pertengahan kwartal tahun 2008 mencapai 41%. Kondisi makro ekonomi atas meningkatnya harga bahan bakar minyak diakhir kwartal ketiga 2008 dapat mempengaruhi peningkatan penjualan

bersih perseroan. Sehingga kemungkinan perseroan untuk optimis memperoleh pertumbuhan 35% diakhir tahun 2008 dapat tercapai.

Di tahun 2009, pertumbuhan Perseroan diprediksi akan melemah dibandingkan dengan tahun 2008, diperkirakan penjualan bersih hanya akan tumbuh optimis mencapai 25%, presentase ini berdasarkan rata-rata presentase penjualan bersih selama tiga tahun terakhir sejak tahun 2005, sedangkan untuk tumbuh moderat mencapai 22,5% dan tumbuh pesimis hanya mencapai 20%.

#### 4.2.4.1. Profitabilitas

Berdasarkan rasio profitabilitas Mayora memiliki *gross margin* dengan rata-rata 23,34%, sedangkan rasio *operating margin* selalu meningkat dari 5,48% di tahun 2005 menjadi 8,44% di tahun 2007. Pada proyeksi laporan keuangan biaya beban pokok penjualan akan ditetapkan 76% dari penjualan bersih sehingga *gross margin* yang dihasilkan adalah 24%. Sedangkan untuk *operating margin* akan dijaga pada batas 9%.



Grafik 4. 11 Pertumbuhan Pendapatan Operasi Mayora

*Net profit margin* Mayora meningkat dua kali lipat pada tahun 2007 dari tahun 2005 yaitu mencapai 5,01%, hal ini menunjukkan kinerja Perseroan yang semakin baik dari tahun ke tahun dengan perolehan keuntungan bersih yang terus meningkat. Berdasarkan hasil proyeksi laporan keuangan selama lima tahun kedepan diperoleh *net profit margin* dengan rata-rata 5,05%.

#### 4.2.4.2. Aktifitas

*Inventory turnover* Mayora cukup fluktuatif, tahun 2005 ada diposisi 7,46 kali atau jumlah hari yang diperlukan untuk perputaran *inventory* adalah 49 hari, tahun 2006 sebesar 7,28 kali dengan jumlah hari sama dengan 50 hari dan tahun 2007 *inventory turnover* sebesar 8,85 kali atau lama hari yang diperlukan sebanding dengan 41 hari.

Sehubungan dengan kinerja *inventory turnover* Mayora yang cukup fluktuatif maka pada proyeksi laporan keuangan, *inventory turnover* akan terus ditingkatkan kinerjanya yaitu dengan mempercepat waktu yang diperlukan untuk perputaran *inventory*. Hal ini juga dilakukan untuk meningkatkan kinerja dari perputaran kas Perseroan supaya lebih cepat. Waktu perputaran *inventory* akan dipercepat menjadi 38 hari dari 42 hari dalam waktu 5 tahun.

Selain *inventory turnover*, *receivable turnover* juga bergerak fluktuatif selama 3 tahun terakhir, diakhir tahun 2005 *receivable turnover* berada pada posisi 5,13 kali, tahun 2006 pada 5,01 kali dan tahun 2007 ada pada posisi 5,52 kali, atau lama hari yang diperlukan pada masing-masing tahun adalah 71 hari, 73 hari dan 66 hari.

Melihat kondisi seperti ini juga kinerja *receivable turnover* akan ditingkatkan agar bergerak lebih cepat pada proyeksi laporan keuangan. Selain dapat mempengaruhi perputaran kas, hal ini juga dapat mempengaruhi kepada pertumbuhan aktiva lancar perusahaan. *Days receivable* akan ditetapkan selama 66 hari pada tahun 2008 dan ditargetkan akan mencapai waktu 55 hari dalam jangka waktu 5 tahun atau rata-rata mengalami peningkatan selama 3 hari.

Sedangkan untuk *payable turnover*, dalam tiga tahun meningkat dari 10,96 kali menjadi 13,29 kali atau lama perputaran pembayaran hutang usaha berubah dari 32 hari menjadi 27 hari. Peningkatan *payable turnover* menjadikan waktu perputaran pembayaran hutang menjadi lebih cepat dan ini akan berdampak kepada melambatnya perputaran kas Perseroan.

Untuk meningkatkan kinerja perputaran kas, maka *payable turnover* akan diturunkan supaya waktu pembayaran hutang usaha tidak menjadi lebih cepat. Pada tahun 2008 *days payable* akan ditetapkan selama 28 hari dan akan terus

ditambah rata-rata selama satu hari dalam jangka waktu empat tahun kedepan, sehingga pada akhir tahun 2012 *days payable* akan menjadi 32 hari.

Perputaran kas Perseroan pada tahun 2005 adalah 88 hari, tahun 2006 selama 91 hari, dan pada tahun 2007 selama 81 hari. Dari hasil proyeksi laporan keuangan, perputaran kas akan terus mengalami percepatan dari 81 hari di tahun 2007 menjadi 61 hari di akhir tahun 2012. Hal ini sebagai dampak dari peningkatan kinerja pada *inventory turnover*, *receivable turnover* dan *payable turnover* selama proyeksi laporan keuangan.

#### 4.2.4.3. Liquiditas

*Current ratio* Mayora rata-rata berada pada batas 3 kali selama tiga tahun terakhir. Ini menunjukkan kinerja yang bagus dengan menjaga nilai total akvita untuk selalu berada di atas jumlah kewajiban lancarnya, sehingga Perseroan akan terbebas dari resiko gagal bayar akan kewajiban lancar yang dimilikinya.

Demikian pula halnya dengan *quick ratio*, Mayora memiliki rasio berada di atas 2 kali sejak tahun 2005. Persediaan kas Mayora lebih dari dua kali lipat dari kewajiban lancar yang dimilikinya.

Hasil dari proyeksi laporan keuangan, menunjukkan *current ratio* memiliki rata-rata 3,9 kali dengan angka tertinggi pada 3,9 kali dan terendah pada 2,9 kali. Sedangkan *quick ratio* berada pada rata-rata 2,2 kali dengan tertinggi pada 2,6 kali dan terendah pada 1,9 kali. Dengan demikian hasil dari proyeksi laporan keuangan, kinerja Perseroan masih dapat dijaga dengan baik.

#### 4.2.4.4. Solvabilitas

Struktur pendanaan yang berasal dari total kewajiban digunakan oleh Mayora sebagian kecil untuk pembiayaan aktiva dan hampir setengahnya untuk ekuitas. Hal ini dapat dilihat dari rasio *debt to asset* yang memiliki rata-rata rasio 0,38 kali selama tiga tahun terakhir. Dengan demikian rata-rata total aktiva yang dimiliki dibiayai dari hutang sebesar 38%. Sedangkan untuk *debt to equity* selama tiga tahun memiliki rata-rata rasio 0,64, dengan kata lain 64% hutang yang dimiliki digunakan untuk membiayai ekuitas Perseroan.

Dari hasil proyeksi laporan keuangan, rata-rata untuk *debt to asset* adalah 0,43 kali, dalam kurun 5 tahun pergerakan rasio tersebut cukup stabil dan tidak

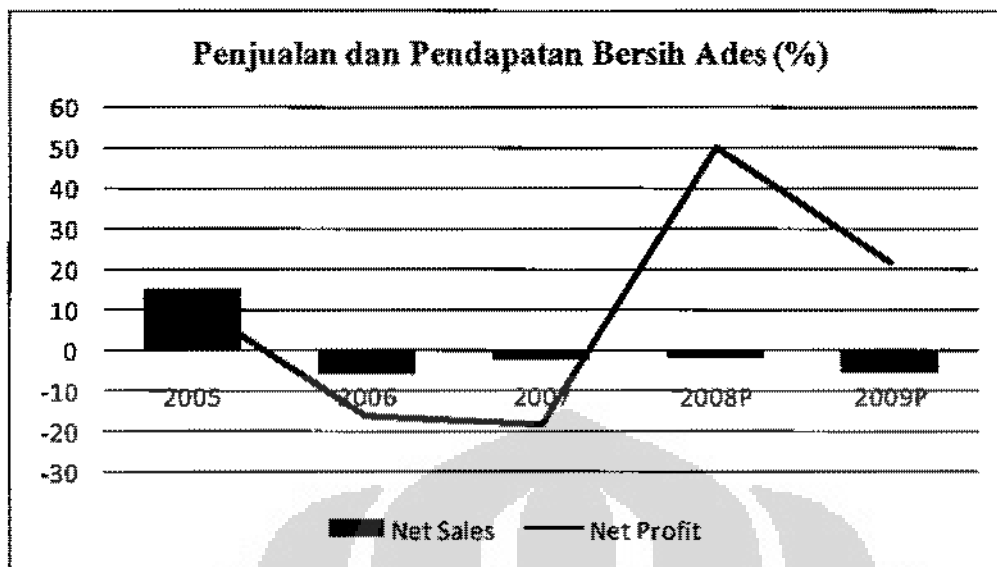
ada perubahan yang terlalu signifikan. Begitu pula halnya dengan *debt to equity*, yang memiliki rata-rata 0,72 kali terlihat stabil dan tidak terjadi perubahan yang signifikan. Pertumbuhan *debt* sebanding baik dengan pertumbuhan aktiva maupun dengan pertumbuhan ekuitas.

Berdasarkan evaluasi kredit, kinerja *times interest earned* meningkat dari 2,61 kali di tahun 2005 menjadi 5,51 kali pada tahun 2008. Ini menunjukkan kemampuan Perseroan untuk dapat membayar kewajiban hutang akan semakin baik. Pada proyeksi laporan keuangan, hasil *times interest earned* diperkirakan 6,82 kali. Hal ini dikarenakan beban bunga yang dikeluarkan adalah sebesar 0,5% dari keuntungan kotor Perseroan yang merupakan nilai rata-rata dari beban bunga yang harus dibayarkan oleh Mayora sejak empat tahun terakhir dari tahun 2004.

#### **4.2.5. Analisis dan Proyeksi Laporan Keuangan Ades**

Penjualan bersih Ades selama dua tahun terakhir mengalami penurunan, tahun 2007 turun 2,6% dan tahun 2006 turun 6% dari tahun sebelumnya, sedangkan pada tahun 2005 hanya meningkat 14%. Namun hal ini berbanding terbalik dengan beban penjualan yang dari tahun ke tahun selalu meningkat. Jika dihitung terhadap presentase penjualan bersihnya, beban pokok penjualan mengalami peningkatan dari 85% hingga 100% di tahun 2007.

Dengan tingginya beban pokok penjualan yang mencapai hingga 100% menyebabkan Perseroan tidak bisa mendapatkan laba bersih. Laba bersih perseroan selalu negatif dan cenderung semakin mengalami penurunan mulai tahun 2005. Tahun 2007 rugi bersih Perseroan mencapai 154 milyar.



Grafik 4. 12 Pertumbuhan Penjualan dan Pendapatan Bersih Ades

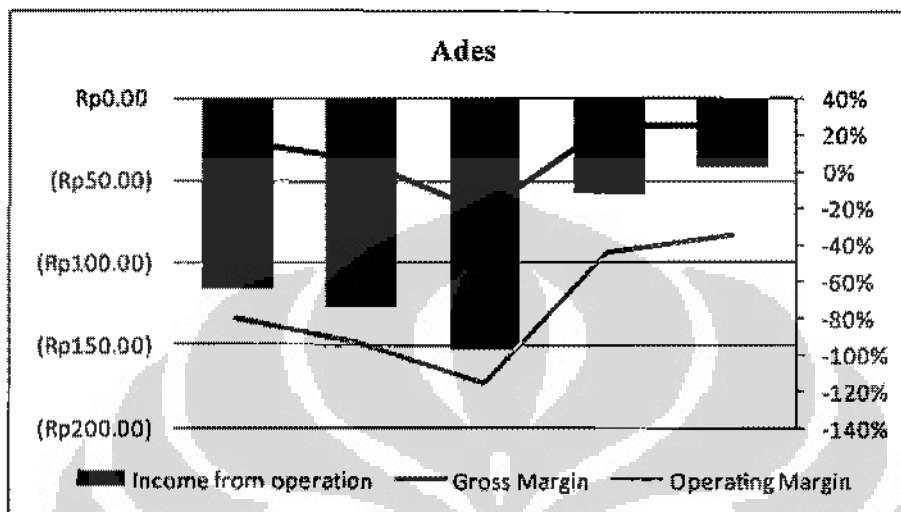
Dalam melakukan proyeksi laporan keuangan, penjualan bersih Perseroan di tahun 2008 diperkirakan akan masih berada di zona negatif dan masih mengalami penurunan penjualan, diperkirakan secara optimis akan berkurang sebesar 2% dan paling rendah akan berkurang 6% dari penjualan tahun 2007. Penurunan ini disebabkan selain dipengaruhi oleh keadaan makro ekonomi Indonesia yang tidak stabil di pertengahan tahun 2008 sehingga menyebabkan meningkatnya harga ongkos produksi dan berkurangnya daya beli masyarakat, juga dipengaruhi oleh banyaknya para pesaing yang memproduksi air mineral serta masih ada merek lain yang memiliki *brand positioning* kuat untuk produk air mineral. Selain itu pada laporan keuangan di kuartal ke dua pada tahun 2008, penjualan bersih Ades masih belum menunjukkan adanya pertumbuhan yang positif dari tahun sebelumnya, pertumbuhan *year to year* pada pertengahan tahun 2008 sebesar -5%.

#### 4.2.5.1. Profitabilitas

Profitabilitas Ades secara umum tidak menunjukkan pertumbuhan yang positif, *gross margin* mengalami penurunan yang tajam ke arah negatif di tahun 2007 dengan presentase 22,81%. Hal ini diakibatkan tingginya biaya beban pokok penjualan yang harus dikeluarkan oleh Perseroan yang mana pada saat itu tercatat mencapai 100% lebih biaya beban pokok penjualan yang harus dikeluarkan dari total penjualan bersihnya.



Pada proyeksi laporan keuangan, biaya beban pokok penjualan akan ditekan hingga mencapai 75% dari total penjualan bersih. Setelah Perseroan melakukan perampingan pada sumber daya manusia di tahun 2007, diharapkan Ades bisa menekan biaya hingga 25% dari total nilai penjualan.



Grafik 4.13 Pertumbuhan Pendapatan Operasi Ades

Ades juga memiliki nilai negatif pada *net profit margin* dan terus mengalami penurunan pada tahun 2007 yang mencapai -125,10% dari -82,96% di tahun 2005. Untuk menaikkan nilai *net profit margin*, pada proyeksi laporan keuangan biaya operasi akan ditekan seefisien mungkin terutama untuk biaya penjualan. Dengan demikian diharapkan selama 5 tahun mendatang nilai *net profit margin* akan bergerak menuju zona positif. Dari hasil proyeksi *net profit margin* meningkat hingga mencapai sekitar -23% di akhir tahun 2012.

#### 4.2.5.2. Aktifitas

Ades memiliki *inventory turnover* cukup fluktuatif, di akhir tahun 2005 tercatat nilai *inventory turnover* sebesar 8,12 kali, tahun 2006 sebesar 7,58 kali dan tahun 2007 meningkat hingga hampir dua kali lipat yaitu sebesar 14,67 kali. Dengan meningkatnya *inventory turnover* maka lama perputaran *inventory* akan semakin cepat, pada tahun 2007 perputaran *inventory* diperlukan adalah selama 25 hari.

Pada proyeksi laporan keuangan, diharapkan kinerja perputaran *inventory* dapat ditingkatkan lagi yaitu dengan mempercepat waktu perputaran selama satu

hari dalam jangka waktu lima tahun, sehingga pada akhir tahun 2012 waktu yang diperlukan untuk perputaran *inventory* adalah menjadi 21 hari.

*Days Receivable* dalam kurun waktu tiga tahun mengalami perubahan yang fluktuatif, di tahun 2005 tercatat selama 43 hari, tahun 2006 selama 59 hari, dan 52 hari pada tahun 2007. Pada proyeksi laporan keuangan kinerja *days receivable* 2007 akan dijaga pada batas 52 hari.

Sedangkan untuk *days payable*, kinerja Perseroan mengalami penurunan dimana pembayaran atas hutang usaha mengalami percepatan dari 31 hari menjadi 14 hari. Hal ini dapat memperlambat perputaran kas dan mempengaruhi kepada kinerja kewajiban lancar Perseroan. Dengan demikian pada proyeksi laporan keuangan *days payable* akan ditingkatkan menjadi 21 hari selama 5 tahun. Angka ini merupakan nilai rata-rata atas kinerja perusahaan selama tiga tahun terakhir.

Perputaran kas Perseroan pada tahun 2005 tercatat selama 57 hari, tahun 2006 selama 89 hari dan pada tahun 2007 tercatat 63 hari, disini terlihat kinerja Perseroan tidak begitu baik dalam mengelola aktifitas bisnisnya. Dari hasil proyeksi laporan keuangan, perputaran kas Perseroan meningkat dari 63 hari menjadi 56 hari di tahun 2008 dan 55 hari di tahun 2009. Diharapkan kondisi ini terus berlangsung dimana kinerja Perseroan terus mengalami peningkatan dan aktifitas Perseroan dapat dikelola dengan baik.

#### 4.2.5.3. Liquiditas

*Current ratio* dan *quick ratio* perseroan sangat rendah yaitu di bawah 0.5 kali. Ini menunjukkan Perseroan sangat beresiko jika ada masalah dalam menyelesaikan kewajiban lancarnya. Jumlah kewajiban jauh lebih tinggi dibandingkan dengan jumlah aktiva dan kas yang dimiliki Perseroan. Rata-rata *current ratio* selama tiga tahun terakhir adalah 0,23 kali dengan rasio tertinggi yaitu pada tahun 2007 sebesar 0,34 kali. Sedangkan rata-rata *quick ratio* dari tahun 2005 hingga tahun 2007 adalah 0,12 kali dengan rasio tertinggi terjadi pada tahun 2007 yaitu sebesar 0,21 kali.

Dari hasil proyeksi laporan keuangan, nilai *current ratio* masih terlihat rendah pada tahun 2008 tercatat sebesar 0,18 kali dan pada tahun 2009 tercatat sebesar 0,12 kali. Begitu pula dengan *quick ratio* juga tidak menunjukkan adanya perbaikan, rasio masih berada di tingkat sangat rendah, pada tahun 2008

diperkirakan rasio akan mencapai 0,13 kali dan pada tahun 2009 sebesar 0,08 kali. Dengan demikian Perseroan masih sangat beresiko terhadap terjadinya gagal bayar

#### 4.2.5.4. Solvabilitas

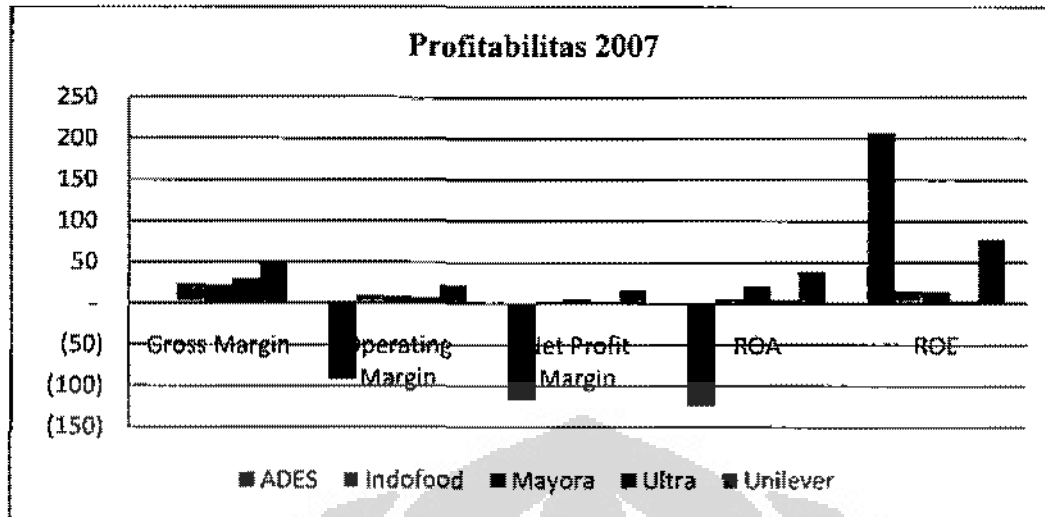
Jumlah aktiva yang dimiliki oleh Perseroan pada tahun 2005 dan tahun 2006 seluruhnya dibiayai dari pinjaman, hal ini terbukti dari nilai rasio *debt to asset* yang tinggi yaitu 1,42 kali pada tahun 2005 dan 1,93 kali pada tahun 2006, namun pada tahun 2007 nilai dari *debt to asset* mengalami penurunan yang tajam yaitu menjadi 0,62 kali, peningkatan kinerja ini disebabkan Perseroan mendapatkan suntikan dana tambahan dari investor. Sedangkan untuk *debt to equity* bernilai negatif pada tahun 2005 dan 2006 yaitu -3,39 kali dan -2,08 kali. Ini mengindikasikan bahwa Perseroan memiliki nilai ekuitas negatif. Pada tahun 2007 *debt to equity* bernilai positif 1,66 kali karena Perseroan telah mendapatkan dana tambahan pada tahun tersebut.

Hasil dari proyeksi laporan keuangan rasio *debt to asset* di tahun 2008 akan kembali di atas 1 yaitu 1,2 kali begitu pula halnya yang terjadi pada tahun 2009 sampai dengan tahun 2012 *debt to asset* akan kembali berada di atas 1 dan bahkan mencapai angka 3 kali, hal ini disebabkan Perseroan tidak menghasilkan laba bersih dari hasil proyeksi selama lima tahun kedepan dan pendanaan Perseroan sebagian besar dari pinjaman.

Hasil untuk rasio *debt to equity* kembali memberikan nilai negatif, hal ini disebabkan laba ditahan Perseroan terus mengalami penurunan yang tajam, seiring dengan kerugian yang dialaminya. Sepanjang proyeksi laporan keuangan nilai *debt to equity* tetap berada di zona merah.

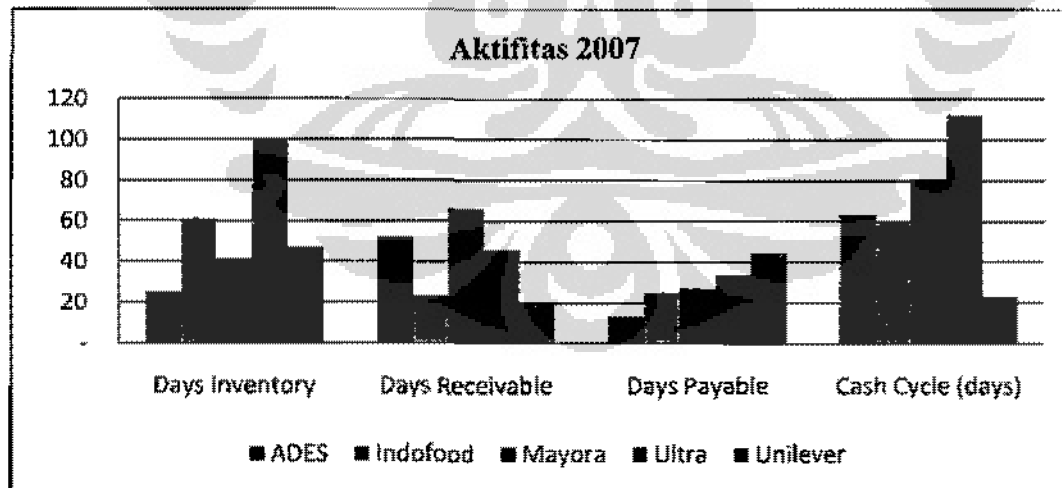
#### 4.2.6. Analisis Laporan Keuangan Secara Umum

Selanjutnya akan dibahas mengenai analisis laporan keuangan secara menyeluruh dengan melakukan perbandingan terhadap masing-masing perusahaan dengan menggunakan data laporan keuangan terakhir yaitu tahun 2007.



Grafik 4. 14 Kinerja Perusahaan Tahun 2007 Menurut Profitabilitas

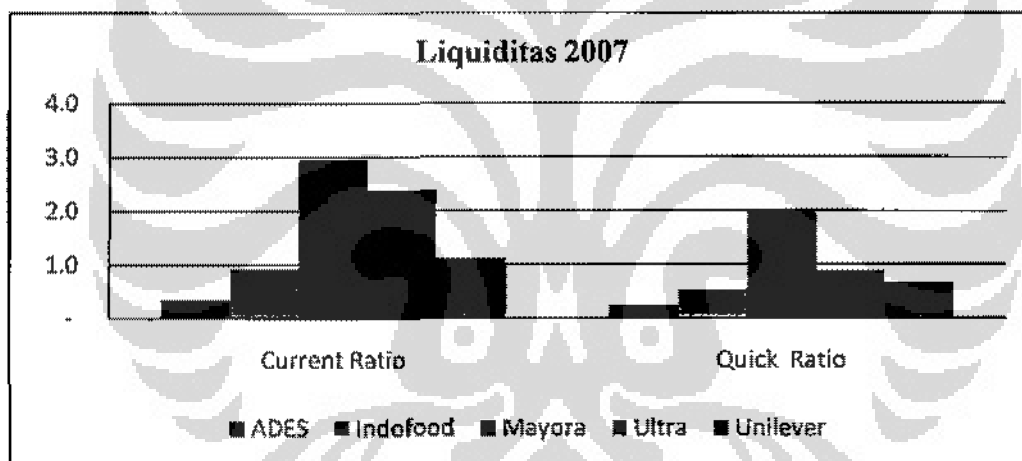
Berdasarkan rasio profitabilitas, Perseroan yang memiliki kinerja bagus pada tahun 2007 adalah Unilever dengan memiliki rata-rata rasio profitabilitas paling tinggi. Dilihat dari segi efektifitas dalam menghasilkan laba, selain Unilever, Mayora memiliki efektifitas yang baik dibandingkan dengan Indofood dan Ultra. Meskipun Indofood dan Ultra memiliki *gross margin* yang lebih tinggi dibandingkan dengan Mayora, namun Mayora mampu menghasilkan net profit margin lebih baik dibandingkan dengan kedua perusahaan tersebut.



Grafik 4. 15 Kinerja Perusahaan Tahun 2007 Menurut Aktifitas

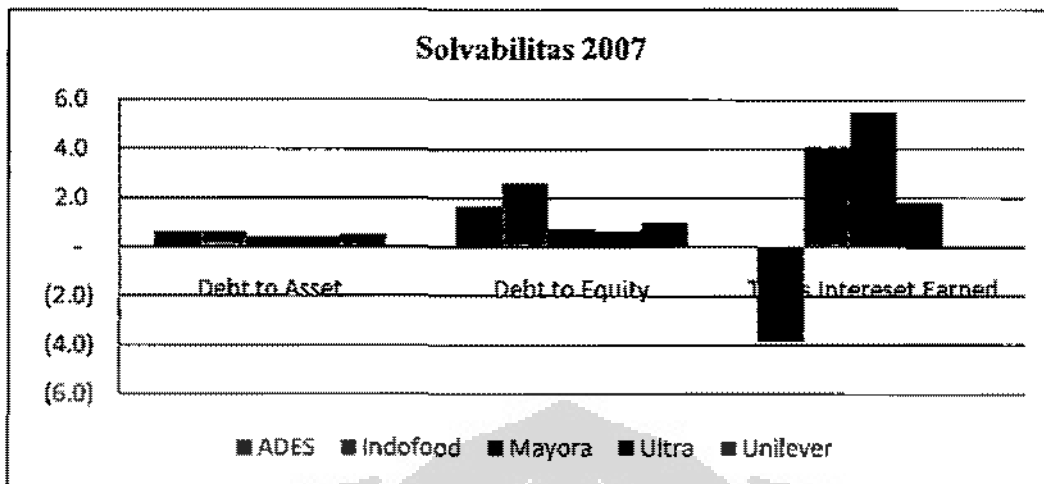
Unilever memiliki perputaran kas yang cepat dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan lainnya. Perputaran *inventory* yang hampir sebanding

dengan lamanya pembayaran hutang dagang, menyebabkan Unilever memiliki perputaran kas yang hampir sebanding dengan penerimaan pembayaran piutang usahanya. Sedangkan perusahaan yang memiliki perputaran kas yang paling lama adalah Ultra, hal ini disebabkan kinerja perputaran *inventory* yang sangat lama, hampir dua kali lipat lebih lama dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan lainnya dan selain itu tidak sebandingnya sistem pembayaran hutang dagang dengan perputaran *inventory* dan penerimaan pembayaran piutang dagang. Begitu pula halnya dengan Mayora, yang juga memiliki perputaran kas yang cukup lama setelah Ultra. Mayora memiliki perputaran *inventory* dan pembayaran hutang dagang yang cukup baik, namun pembayaran piutang dagang yang masih cukup lama dan bahkan memiliki kinerja yang paling rendah dibandingkan dengan perusahaan lainnya, hal inilah yang menyebabkan Mayora memiliki perputaran kas yang lama.



Grafik 4. 16 Kinerja Perusahaan Tahun 2007 Menurut Liquiditas

Dari sisi liquiditas, mayora memiliki kinerja yang baik dengan memiliki nilai rata-rata rasio liquiditas lebih dari satu sehingga perusahaan akan terhindar dari resiko gagal bayar terhadap kewajiban lancarnya dengan dilindungi oleh persediaan aktiva dan kas yang cukup. Urutan selanjutnya disusul oleh Ultra dan Unilever yang masing-masing juga memiliki rata-rata rasio lebih dari satu. Berbeda halnya dengan Ades yang memiliki kinerja yang paling rendah diantara yang lainnya dengan memiliki rata-rata rasio kurang dari 0,5. Sehingga Ades termasuk perusahaan yang paling beresiko akan terjadinya gagal bayar dibandingkan dengan perusahaan lainnya.



Grafik 4. 17 Kinerja Perusahaan Tahun 2007 Menurut Solvabilitas

Berdasarkan rasio solvabilitas, jika perusahaan dilikuidasi, maka kinerja perusahaan yang paling baik dan mampu dalam membayar semua kewajibannya baik lancar maupun tidak lancar adalah Ultra dan Mayora, keduanya sangat sedikit dalam memanfaatkan dana yang berasal dari pinjaman/hutang untuk membiayai ekuitas maupun aktiva. Sedangkan dari sisi kemampuan membayar bunga pinjaman, Mayora, Indofood dan Ultra tergolong mampu dalam membayar beban bunga pinjaman. Sebaliknya, yang paling buruk memiliki kinerja ini adalah Ades, dengan memiliki rasio yang negatif.

#### 4.3. Penilaian Perusahaan (*Valuation*)

Setelah menganalisis terhadap kinerja perusahaan melalui analisis laporan keuangan dan melakukan proyeksi laporan keuangan, selanjutnya dilakukan analisis penilaian perusahaan untuk memperkirakan nilai intrinsik atau harga saham yang sewajarnya berlaku di pasar dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF).

##### 4.3.1. Nilai Bebas Resiko (*Risk Free – Rf*)

Nilai bebas resiko atau *risk free rate* diperoleh dari rata-rata Suku Bunga Bank Indonesia (SBI) jangka waktu satu bulan selama satu tahun, yaitu sebesar 8,32%

#### 4.3.2. Tingkat Pengembalian Pasar (*Market Return – R<sub>m</sub>*)

Tingkat pengembalian pasar atau *market return* diperoleh dari perubahan rata-rata harga index saham Bursa Efek Indonesia selama tiga tahun. Berdasarkan perhitungan yang sudah dilakukan, nilai tingkat pengembalian pasar Indonesia pada tahun 2008 adalah 21,95%.

#### 4.3.3. Nilai Beta Perusahaan ( $\beta$ )

Nilai Beta untuk setiap perusahaan dihitung dengan menggunakan metode statistik regresi terhadap persentase perubahan harga saham dan presentase perubahan indeks harga saham gabungan (IHSG). Nilai beta dari hasil regresi diperoleh dengan melihat pada koefisien untuk “X variable 1”. Berikut adalah hasil regresi dan nilai beta untuk masing-masing perusahaan.

##### 1. Hasil Regresi dan Nilai Beta Indofood

SUMMARY OUTPUT								
Regression Statistics								
Multiple R	0.553250225							
R Square	0.306065811							
Adjusted R Square	0.302003963							
Standard Error	0.112312098							
Observations	172							
ANOVA								
	df	SS	MS	F	Significance F			
Regression	1	0.94588738	0.94588738	74.98706	3.53669E-15			
Residual	170	2.144381248	0.012614007					
Total	171	3.090268628						
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	0.008580637	0.008960583	0.957598063	0.339625	-0.009107709	0.026268984	-0.009107709	0.026268984
X Variable 1	1.202489347	0.138863485	8.659507168	3.54E-15	0.928370422	1.476508273	0.928370422	1.476508273

Gambar 4. 1 Hasil Regresi Indofood

Dari hasil regresi tersebut nilai beta Indofood adalah 1,2025.

## 2. Hasil Regresi dan Nilai Beta Unilever

SUMMARY OUTPUT								
<b>Regression Statistics</b>								
Multiple R	0,358016							
R Square	0,128893							
Adjusted R Square	0,123768							
Standard Error	0,068946							
Observations	172,000000							
<b>ANOVA</b>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	1,000000	0,122711	0,122711	25,153886	0,000001			
Residual	170,000000	0,828330	0,004878					
Total	171,000000	0,952041						
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,014720	0,005572	2,641530	0,009023	0,003720	0,025720	0,003720	0,025720
X Variable 1	0,433115	0,086358	5,015365	0,000001	0,262644	0,603586	0,262644	0,603586

Gambar 4. 2 Hasil Regresi Unilever

Dari hasil regresi tersebut nilai beta Unilever adalah 0,4331.

## 3. Hasil Regresi dan Nilai Beta Ultrajaya

SUMMARY OUTPUT								
<b>Regression Statistics</b>								
Multiple R	0,362481913							
R Square	0,131393137							
Adjusted R Square	0,126283665							
Standard Error	0,174269089							
Observations	172							
<b>ANOVA</b>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	1	0,78097848	0,78097848	25,71569976	1,02655E-08			
Residual	170	6,162851601	0,03629715					
Total	171	6,943830082						
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,004790054	0,013903691	0,344518712	0,730883549	-0,022656084	0,032236171	-0,022656084	0,032236171
X Variable 1	1,092649964	0,215467554	5,071064963	1,02655E-06	0,66731342	1,517986508	0,66731342	1,517986508

Gambar 4. 3 Hasil Regresi Ultrajaya

Dari hasil regresi tersebut nilai beta Ultra adalah 1,0926.



#### 4. Hasil Regresi dan Nilai Beta Mayora

SUMMARY OUTPUT								
<b>Regression Statistics</b>								
Multiple R	0.518489811							
R Square	0.268810945							
Adjusted R Square	0.264509632							
Standard Error	0.107253352							
Observations	172							
<b>ANOVA</b>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	1	0.718932196	0.718932196	62.45800954	3.21557E-13			
Residual	170	1.953567851	0.011502281					
Total	171	2.672499047						
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	-0.00742633	0.006556982	-0.867962052	0.386633269	-0.024317905	0.009455345	-0.024317905	0.009455345
X Variable 1	1.048348042	0.133500315	7.905566262	3.21557E-13	0.78657605	1.310120054	0.78657605	1.310120054

Gambar 4. 4 Hasil Regresi Mayora

Dari hasil regresi tersebut nilai beta Mayora adalah 1,0483.

#### 5. Hasil Regresi dan Nilai Beta Ades

SUMMARY OUTPUT								
<b>Regression Statistics</b>								
Multiple R	0.162356965							
R Square	0.033246732							
Adjusted R Square	0.027569948							
Standard Error	0.261219892							
Observations	172							
<b>ANOVA</b>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	1	0.400702905	0.400702905	5.848315354	0.016866079			
Residual	170	11.63344147	0.068549656					
Total	171	12.03414438						
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	-0.07342828	0.020688748	-1.163446919	0.243860667	-0.065660014	0.016606454	-0.065660014	0.016606454
X Variable 1	0.782717925	0.323715997	2.417915498	0.016866079	0.143697152	1.421730599	0.143697152	1.421730599

Gambar 4. 5 Hasil Regresi Ades

Dari hasil regresi tersebut nilai beta Ades adalah 0,7827.

#### 4.3.4. Cost of Equity (Ke)

Dengan menggunakan persamaan 2.32 nilai dari *cost of equity (Ke)* untuk masing-masing perusahaan adalah sebagai berikut

Perusahaan	Rm	Rf	(Rm-Rf)	Beta	Ke
Ades	21.95%	8.32%	13.63%	0.783	18.99%
Indofood	21.95%	8.32%	13.63%	1.202	24.71%
Mayora	21.95%	8.32%	13.63%	1.048	22.61%
Ultrajaya	21.95%	8.32%	13.63%	1.093	23.21%
Unilever	21.95%	8.32%	13.63%	0.433	14.22%

Tabel 4. 3 Komponen dan Nilai *Cost of Equity* Masing-Masing Perusahaan

#### 4.3.5. Skenario Pertumbuhan Konstan (*Stable Growth*)

Sebagaimana yang diungkapkan oleh Damodaran, penentuan pertumbuhan konstan untuk setiap perusahaan agak sulit karena penentuan pertumbuhan ini harus didasari kepada stratejik bisnis perusahaan kedepan.

Namun demikian dalam penentuan pertumbuhan konstan pada penilaian perusahaan ini akan melihat pada beberapa aspek sebagaimana yang diungkapkan oleh Damodaran, seperti ruang lingkup operasi perusahaan, penentuan penilaian, dan jenis mata uang yang digunakan.

Disamping itu penentuan pertumbuhan konstan juga akan disesuaikan dengan kondisi makro ekonomi di Indonesia, baik tingkat inflasi, suku bunga, dan pertumbuhan domestik bruto. Damodaran juga mengungkapkan bahwa penentuan pertumbuhan konstan pada biasanya adalah lebih rendah dari pertumbuhan domestik bruto suatu negara dimana perusahaan tersebut beroperasi.

Sehingga sesuai dengan keterangan tersebut diatas, maka pertumbuhan konstan pada masing-masing perusahaan adalah sebagai berikut.

1. Unilever, merupakan perusahaan besar yang sudah tumbuh dan jika dilihat pada siklus industri, unilever dapat dikatakan berada pada siklus *mature*. Hal ini terlihat dari pertumbuhan *retained earning* perusahaan dan pertumbuhan penjualan dari tahun ke tahun yang terlihat stabil. Dengan demikian dalam penentuan pertumbuhan konstan untuk Unilever berdasarkan kepada rata-rata nilai historis pertumbuhan *retained of return* dan *return of equity* perusahaan selama 2 tahun kebelakang, yaitu diperoleh sebesar 11%.
2. Indofood, Mayora, Ultra, dan Ades diperkirakan akan memiliki nilai pertumbuhan konstan sebesar 5%. Penentuan ini berdasarkan kepada pertumbuhan perusahaan yang cukup fluktuatif dari tahun ke tahun, hal ini

dapat terlihat dari pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan *retained of return*. Pertumbuhan perusahaan tersebut juga sangat sensitif kepada kondisi makro ekonomi Indonesia. Selain itu dilihat dari pertumbuhan penjualan perusahaan masih terlihat fluktuatif dan jika dilihat dari siklus perusahaan dalam industri, keempat perusahaan tersebut berada pada tahap tumbuh (*growth phase*). Sehingga penentuan pertumbuhan konstan untuk keempat perusahaan tersebut akan disesuaikan dengan kondisi pertumbuhan negara Indonesia sebagaimana yang telah diungkapkan oleh Damodaran, bahwa pertumbuhan konstan pada umumnya akan berada di bawah pertumbuhan negara tersebut.

#### 4.3.6. Penilaian dengan Metode *Free Cash Flow to the Firm*

Dengan menggunakan semua data yang telah dihitung sebelumnya, maka nilai intrinsik dari setiap masing-masing perusahaan dapat diperoleh melalui metode *free cash flow to the firm*.

Metode *free cash flow to the firm* akan mencari nilai perusahaan (*value of the firm*) atas proyeksi laporan keuangan yang sudah dibuat sebelumnya ditambah dengan komponen-komponen lain yang mendukung dalam proses penilaian perusahaan tersebut. Setelah mendapatkan nilai perusahaan, selanjutnya dihitung nilai intrinsiknya dengan membagi nilai perusahaan tersebut dengan jumlah saham yang beredar.

Sehubungan dengan proyeksi dilakukan dengan menggunakan tiga skenario yang berbeda yaitu optimis, moderat, dan pesimis, maka *value of the firm* yang akan digunakan adalah rata-rata nilai dari ketiga skenario tersebut.

##### 1. Indofood

Berdasarkan data yang diperoleh dan hasil proyeksi laporan keuangan, dengan menggunakan persamaan 2.22, maka diperoleh nilai WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) untuk masing-masing skenario

Earning Table	25-Aug-08		
Market Price	2,250.00		
Outstanding Share (full amount)	8,528,589,000		
	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Total of Debt	17,116.62	15,880.22	14,710.60
Market Capital	19,189.33	19,189.33	19,189.33
Market Value of Debt	47.15%	45.26%	43.39%
Market Value of Equity	52.85%	54.72%	56.61%
Cost of Debt after Tax ( $K_d * (1 - tax)$ )	4.66%	4.68%	4.70%
Cost of Equity ( $K_e$ )	24.71%	24.71%	24.71%
WACC	15.26%	15.64%	16.02%

Tabel 4. 4 Hasil Perhitungan WACC Indofood

Dengan menggunakan persamaan 2.24 diperoleh nilai FCFF untuk masing-masing skenario dan masing-masing periode proyeksi selama lima tahun. Berikut merupakan hasil perhitungan dengan contoh yang diambil untuk tahun 2008 dan 2009.

Indofood	2008F			2009F		
	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Year	1	1	1	2	2	2
Discount Factor (Wacc)	0.87	0.89	0.86	0.75	0.75	0.74
EBIT	3,948.94	3,802.66	3,656.40	5,171.20	4,780.48	4,405.09
(1-Tax)	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
EBIT (1-Tax)	2,764.24	2,661.86	2,559.48	3,619.84	3,346.34	3,083.57
Depreciation & Amortization	516.27	582.34	848.40	1,145.34	1,058.81	975.66
Working Capital	(2,079.02)	(1,703.68)	(1,331.07)	571.29	693.66	788.31
Capex	(4,210.06)	(3,584.15)	(2,957.34)	(4,290.98)	(3,259.42)	(2,350.54)
FCFF	(2,609.47)	(1,743.63)	(880.53)	1,185.49	1,839.38	2,484.99
PV of FCFF	(2,264.02)	(1,507.79)	(759.81)	832.17	1,376.46	1,853.39
Indofood	Optimistic	Moderate	Pessimistic			
Sum Of PV FCFF	5,236.23	6,863.62	8,169.60			

Tabel 4. 5 Hasil Perhitungan FCFF Indofood

Dari hasil tersebut, dengan menggunakan persamaan 2.31 dan model pertumbuhan stabil, maka diperoleh nilai *terminal value* sebagai berikut

Indofood	Growth	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Terminal Value	5.0%	40,289.48	33,708.48	28,670.26
PV of Terminal Value		19,807.62	16,299.33	13,635.68

Tabel 4. 6 Hasil Perhitungan *Terminal Value* dan *Present Value* Indofood

Dan dengan menggunakan persamaan 2.26, dapat diperoleh nilai perusahaan dan nilai intrinsiknya

Intrinsic Value	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Total Value of The Firm	25,043.85	23,102.95	21,805.28
Average total value of the firm			23,317.36
Share price			2,734.02

Tabel 4. 7 Hasil Perhitungan Nilai Perusahaan dan Nilai Intrinsik Indofood

Berdasarkan perhitungan di atas maka nilai intrinsik untuk Indofood adalah **Rp. 2.734,02.**

## 2. Unilever

Berdasarkan data yang diperoleh dan hasil proyeksi laporan keuangan, dengan menggunakan persamaan 2.22, maka diperoleh nilai WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) untuk masing-masing skenario

Earning Table	25-Aug-08		
Market Price	7,250.00		
Outstanding Share (full amount)	7,630,000,000		
	Optimistic	Moderate	Pesimistic
Total of Debt	284.40	284.40	284.40
Market Capital	55,317.50	55,317.50	55,317.50
Market Value of Debt	0.51%	0.51%	0.51%
Market Value of Equity	99.49%	99.49%	99.49%
Cost of Debt after Tax ( $K_d * (1 - \text{tax})$ )	0.00%	0.00%	0.00%
Cost of Equity ( $K_e$ )	14.22%	14.22%	14.22%
WACC	14.15%	14.15%	14.15%

Tabel 4. 8 Hasil Perhitungan WACC Unilever

Dengan menggunakan persamaan 2.24 diperoleh nilai FCFF untuk masing-masing skenario dan masing-masing periode proyeksi selama lima tahun. Berikut merupakan hasil perhitungan dengan contoh yang diambil untuk tahun 2008 dan 2009.

Unilever	2008P			2009P		
	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Year	1	1	1	2	2	2
Discount Factor (Wacc)	0.88	0.88	0.88	0.77	0.77	0.77
Free Cash Flow						
EBIT	3.206.80	3.149.85	3.094.10	3.630.35	3.512.08	3.388.04
(1-Tax)	70.50%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
EBIT (1-Tax)	2.243.92	2.204.89	2.165.87	2.546.85	2.458.48	2.371.63
Depreciation & Amortization	134.35	132.27	130.19	139.93	135.81	131.37
Working Capital	(204.81)	(194.22)	(182.33)	(306.81)	(374.89)	(423.02)
Capex	(315.20)	(283.26)	(211.32)	(124.79)	(68.75)	(14.62)
FCFF	1.858.46	1.879.68	1.902.41	2.252.18	2.150.43	2.065.35
PV of FCF	1.028.10	1.646.69	1.666.60	1.728.46	1.680.37	1.685.08

Unilever	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Sum OF PV FCFF	7.338,10	7.163,58	6.997,18

Tabel 4. 9 Hasil Perhitungan FCFF Unilever

Dari hasil tersebut, dengan menggunakan persamaan 2.31 dan model pertumbuhan stabil, maka diperoleh nilai *terminal value* sebagai berikut.

Unilever	Growth	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Terminal Value	11.0%	98.172.26	90.743.11	86.588.20
PV of Terminal Value		50.655.58	46.822.24	44.678.36

Tabel 4. 10 Hasil Perhitungan *Terminal Value* dan *Present Value* Unilever

Dan dengan menggunakan persamaan 2.26, dapat diperoleh nilai perusahaan dan nilai intrinsiknya sebagai berikut.

Intrinsic Value	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Total Value of The Firm	57.891.69	53.966.12	51.675.54
Average total value of the firm			54.551.12
Share price			7.149.56

Tabel 4. 11 Hasil Perhitungan Nilai Perusahaan dan Nilai Intrinsik Unilever

Berdasarkan perhitungan di atas maka nilai intrinsik untuk Unilever adalah Rp. 7.149,56.

### 3. Ultrajaya

Berdasarkan data yang diperoleh dan hasil proyeksi laporan keuangan, dengan menggunakan persamaan 2.22, maka diperoleh nilai WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) untuk masing-masing skenario.

Earning Table	25-Aug-08		
Market Price	610.00		
Outstanding Share (full amount)	2,888,382,000		
	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Total of Debt	355.70	340.44	324.89
Market Capital	1,761.91	1,761.91	1,761.91
Market Value of Debt	16.80%	16.19%	15.57%
Market Value of Equity	83.20%	83.81%	84.43%
Cost of Debt after Tax ( $K_d * (1 - tax)$ )	7.43%	7.46%	7.50%
Cost of Equity ( $K_e$ )	23.21%	23.21%	23.21%
WACC	20.56%	20.66%	20.77%

Tabel 4. 12 Hasil Perhitungan WACC Ultrajaya

Dengan menggunakan persamaan 2.24 diperoleh nilai FCFF untuk masing-masing skenario dan masing-masing periode proyeksi selama lima tahun. Berikut merupakan hasil perhitungan dengan contoh yang diambil untuk tahun 2008 dan 2009.

Ultra Jaya	2008P			2009P		
	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Year	1	1	1	2	2	2
Discount Factor (Wacc)	0.83	0.83	0.83	0.69	0.69	0.69
Free Cash Flow						
EBIT	100.97	98.99	97.41	118.17	114.23	110.66
(1-Tax)	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
EBIT (1-Tax)	70.40	69.29	68.19	82.73	80.03	77.39
Depreciation & Amortization	70.93	70.54	70.22	74.55	73.83	73.29
Working Capital	7.48	19.25	31.10	(114.18)	(109.21)	(104.69)
Capex	(70.14)	(63.13)	(59.66)	(64.12)	(57.84)	(52.98)
FCFF	78.48	93.95	109.84	(21.04)	(13.12)	(6.99)
PV of FCF	65.09	77.86	90.95	(14.48)	(9.01)	(4.72)
Ultra Jaya	Optimistic	Moderate	Pessimistic			
Sum of PV FCFF	88.08	135.79	183.06			

Tabel 4. 13 Hasil Perhitungan FCFF Ultrajaya

Dari hasil tersebut, dengan menggunakan persamaan 2.31 dan model pertumbuhan stabil, maka diperoleh nilai *terminal value* sebagai berikut.

Ultra Jaya	Growth	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Terminal Value	5.0%	388.38	536.92	679.47
PV of Terminal Value		152.48	209.92	264.51

Tabel 4. 14 Hasil Perhitungan *Terminal Value* dan *Present Value* Ultrajaya

Dan dengan menggunakan persamaan 2.26, dapat diperoleh nilai perusahaan dan nilai intrinsiknya sebagai berikut.

Intrinsic Value	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Total Value of The Firm	240.56	345.70	447.57
Average total value of the firm			344.61
Share price			119.31

Tabel 4. 15 Hasil Perhitungan Nilai Perusahaan dan Nilai Intrinsik Ultrajaya

Berdasarkan perhitungan di atas maka nilai intrinsik untuk Ultra adalah Rp. 119,31.

#### 4. Mayora

Berdasarkan data yang diperoleh dan hasil proyeksi laporan keuangan, dengan menggunakan persamaan 2.22, maka diperoleh nilai WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) untuk masing-masing skenario.

Earning Table	25-Aug-08		
Share Price	1,440.00		
Outstanding Share (full amount)	766,584,000		
	Optimistic	Moderate	Pesimistic
Total of Debt	636.13	592.85	549.53
Market Capital	1,103.88	1,103.88	1,103.88
Market Value of Debt	36.56%	34.94%	33.20%
Market Value of Equity	63.44%	65.06%	66.80%
Cost of Debt after Tax ( $K_d * (1 - tax)$ )	6.72%	6.88%	7.06%
Cost of Equity ( $K_e$ )	22.61%	22.61%	22.61%
WACC	16.80%	17.11%	17.45%

Tabel 4. 16 Hasil Perhitungan WACC Mayora

Dengan menggunakan persamaan 2.24 diperoleh nilai FCFE untuk masing-masing skenario dan masing-masing periode proyeksi selama lima tahun. Berikut merupakan hasil perhitungan dengan contoh yang diambil untuk tahun 2008 dan 2009.



Mayora	2008P			2009P		
	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Year	1	1	1	2	2	2
Discount Factor (Wacc)	0.85	0.85	0.85	0.73	0.73	0.72
Free Cash Flow						
EBIT	343.66	337.29	330.83	429.57	413.18	397.11
(1-Tax)	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
EBIT (1-Tax)	240.56	236.10	231.65	300.70	289.23	277.98
Depreciation & Amortization	93.63	92.19	90.45	103.10	99.16	95.31
Working Capital	(330.64)	(299.99)	(269.06)	(1.07)	14.19	28.01
Capex	(95.26)	(66.27)	(37.27)	(152.74)	(116.16)	(60.89)
FCFF	(91.40)	(37.92)	16.75	249.99	288.41	320.40
PV of FCF	(78.28)	(32.38)	13.41	183.25	208.62	232.28
Sum of PV FCFF						
Mayora	Optimistic	Moderate	Pessimistic			
Sum of PV FCFF	299.34	449.39	565.32			

Tabel 4. 17 Hasil Perhitungan FCFF Mayora

Dari hasil tersebut, dengan menggunakan persamaan 2.31 dan model pertumbuhan stabil, maka diperoleh nilai *terminal value* sebagai berikut.

Mayora	Growth	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Terminal Value	5.0%	1,130.03	1,551.99	1,876.71
PV of Terminal Value		519.84	704.47	839.60

Tabel 4. 18 Hasil Perhitungan *Terminal Value* dan *Present Value* Mayora

Dan dengan menggunakan persamaan 2.26, dapat diperoleh nilai perusahaan dan nilai intrinsiknya sebagai berikut.

Intrinsic Value	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Total Value of The Firm	819.18	1,153.86	1,425.12
Average total value of the firm			1,132.72
Share price			1,477.62

Tabel 4. 19 Hasil Perhitungan Nilai Perusahaan dan Nilai Intrinsik Mayora

Berdasarkan perhitungan di atas maka nilai intrinsik untuk Mayora adalah Rp. 1.477.62.

## 5. Ades

Berdasarkan data yang diperoleh dan hasil proyeksi laporan keuangan, dengan menggunakan persamaan 2.22, maka diperoleh nilai WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) untuk masing-masing skenario.

Earning Table		25-Aug-08	
Share Price	730.00	495.00	
Outstanding Share (full amount)	166603494	166,603,494	

		Optimistic	Moderate	Pessimistic
Total of Debt	28.20	167.10	162.96	158.79
Market Capital	121.62	82.47	82.47	82.47
Market Value of Debt	18.82%	66.96%	66.40%	65.82%
Market Value of Equity	81.18%	33.04%	33.60%	34.18%
Cost of Debt after Tax ( $K_d * (1 - tax)$ )	10.71%	22.16%	22.20%	22.22%
Cost of Equity ( $K_e$ )	13.06%	18.99%	18.99%	18.99%
WACC	12.62%	21.13%	21.12%	21.12%

Tabel 4. 20 Hasil Perhitungan WACC Ades

Dengan menggunakan persamaan 2.24 diperoleh nilai FCFF untuk masing-masing skenario dan masing-masing periode proyeksi selama lima tahun. Berikut merupakan hasil perhitungan dengan contoh yang diambil untuk tahun 2008 dan 2009.

ADES	2008P			2009P		
	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Discount Factor (Wacc)	0.83	0.83	0.83	0.68	0.68	0.68
Free Cash Flow						
EBIT	(58.01)	(56.83)	(55.65)	(42.41)	(40.66)	(38.95)
(1-Tax)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
EBIT (1-Tax)	(58.01)	(56.83)	(55.65)	(42.41)	(40.66)	(38.95)
Depreciation & Amortization	15.47	15.15	14.84	12.72	12.20	11.69
Working Capital	(23.25)	(23.38)	(23.50)	7.18	8.05	8.81
Capex	41.63	45.84	50.05	36.61	39.43	42.04
FCFF	(24.16)	(19.21)	(14.26)	14.10	18.88	23.69
PV of FCF	(19.95)	(18.86)	(11.77)	9.64	12.54	16.15

ADES	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Sum Of PV FCFF	14.49	23.60	32.24

Tabel 4. 21 Hasil Perhitungan FCFF Ades

Dari hasil tersebut, dengan menggunakan persamaan 2.31 dan model pertumbuhan stabil, maka diperoleh nilai *terminal value* sebagai berikut.

ADES	Growth	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Terminal Value	5.0%	8.66	14.33	17.97
PV of Terminal Value		3.32	5.50	6.90

Tabel 4. 22 Hasil Perhitungan *Terminal Value* dan *Present Value* Ades

Dan dengan menggunakan persamaan 2.26, dapat diperoleh nilai perusahaan dan nilai intrinsiknya sebagai berikut.

Intrinsic Value	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Total Value of The Firm	17.81	29.09	39.14
Average total value of the firm			28.68
Share price			172.15

Tabel 4. 23 Hasil Perhitungan Nilai Perusahaan dan Nilai Intrinsik Ades

Berdasarkan perhitungan di atas maka nilai intrinsik untuk Ades adalah Rp. 172,15.

#### 4.4. Peta Nilai Pertumbuhan (*Growth Value Map*)

Setelah melakukan proyeksi laporan keuangan, menghitung dan memperoleh nilai intrinsik dari masing-masing perusahaan dengan menggunakan metode FCFE, selanjutnya melakukan perhitungan, pemetaan dan analisis dari masing-masing perusahaan pada peta nilai pertumbuhan (*Growth Value Map*).

Dengan menggunakan persamaan 2.35, 2.36, dan persamaan 2.37 data yang diperlukan untuk menghitung nilai koordinat pada peta nilai pertumbuhan adalah sebagai berikut

##### 1. Harga saham.

Harga saham diperoleh dari nilai intrinsik masing-masing perusahaan yang telah diperoleh sebelumnya melalui *valuation* dengan menggunakan metode FCFE.

##### 2. *Earning Per Share* (EPS)

EPS diperoleh dengan menggunakan persamaan 2.20. Adapun data yang diperlukan untuk menyelesaikan perhitungan dengan menggunakan persamaan tersebut diperoleh dari hasil proyeksi untuk tahun pertama, tahun 2008. Ini ditujukan untuk mencerminkan data yang digunakan adalah data yang sesungguhnya sedang terjadi. Data diperoleh dengan menghitung nilai rata-rata dari ketiga skenario yaitu optimis, moderat, pesimis.

##### 3. *Book Value Per Share* (BVS)

BVS diperoleh dengan menggunakan persamaan 2.21. Adapun data yang diperlukan untuk menyelesaikan perhitungan tersebut diperoleh dari hasil proyeksi untuk tahun pertama, tahun 2008. Ini ditujukan untuk mencerminkan data yang digunakan adalah data yang sesungguhnya sedang terjadi. Data

diperoleh dengan menghitung nilai rata-rata dari ketiga skenario yaitu optimis, moderat, pesimis.

#### 4. Discount Rate

*Discount Rate* dihitung dengan menggunakan persamaan 2.32 untuk teori *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Perhitungan ini sama dengan mencari nilai harga ekuitas (*cost of equity*) dari masing-masing perusahaan sebagaimana yang telah kita lakukan di atas pada tahap proses penilaian perusahaan, dan hasilnya adalah sama dengan yang tercantum pada tabel 4.3.

##### 4.4.1. Perhitungan Peta Nilai Pertumbuhan

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka data-data yang akan digunakan dalam penghitungan peta nilai pertumbuhan adalah sebagai berikut.

Nama Perusahaan	Harga Saham	EPS	BVS	Discount Rate
Indofood	2,734.02	200	1022.62	24.71%
Unilever	7,149.56	294	432.12	14.22%
Ultrajaya	119.31	15	300.67	23.21%
Mayora	1,484.97	245	1615.21	22.61%
ADES	172.15	-486	-201.52	18.99%

Tabel 4. 24 Data Perhitungan Peta Nilai Pertumbuhan

Tahap selanjutnya adalah menghitung nilai kedua nilai sumbu untuk setiap masing-masing perusahaan sebagai nilai koordinat pada peta nilai pertumbuhan. Nilai sumbu horisontal (x) dihitung dengan menggunakan persamaan 2.35 dan sumbu vertikal (y) dengan menggunakan persamaan 2.36. Sehingga hasil yang diperoleh adalah sebagai berikut.

Nama Perusahaan	Nilai Kinerja	X	Y
Indofood	809.39	1.88	0.79
Unilever	2,067.51	11.76	4.78
Ultrajaya	64.63	0.18	0.21
Mayora	1,083.59	0.25	0.67
ADES	(2,559.24)	(13.55)	12.70

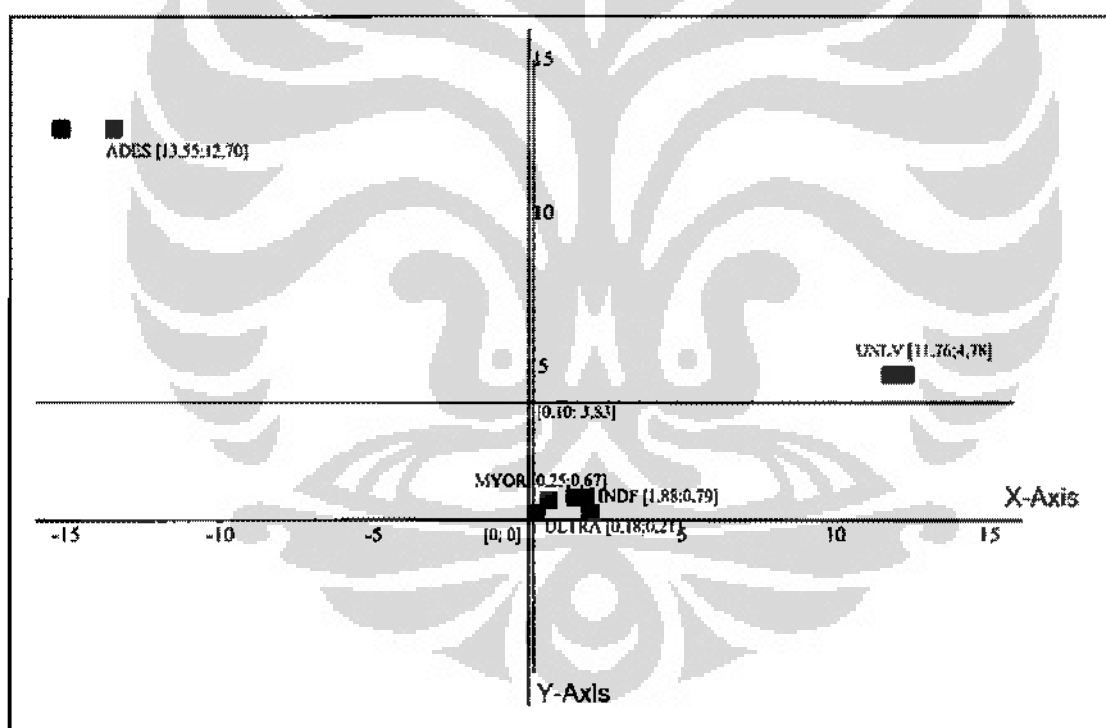
Tabel 4. 25 Hasil Perhitungan Sumbu X dan Y Untuk Setiap Perusahaan

#### 4.4.2. Pemetaan Pada Peta Nilai Pertumbuhan

Setelah mendapatkan nilai untuk masing-masing sumbu (x) dan (y) selanjutnya dilakukan pemetaan pada peta nilai pertumbuhan dan sebelum melakukan pemetaan perlu diketahui nilai taraf (*benchmark value*) dari ke-5 perusahaan tersebut. Nilai taraf diperoleh dengan menghitung nilai rata-rata dari masing-masing sumbu.

- Nilai taraf sumbu x = 0,10
- Nilai taraf sumbu y = 3,83

Sehingga berdasarkan kepada perhitungan nilai sumbu horizontal (x), sumbu vertikal (y) dari masing-masing perusahaan dan nilai tarafnya, peta nilai pertumbuhan dapat digambarkan sebagai berikut (dipetakan dengan menggunakan kotak kecil warna biru).



Gambar 4. 6 Peta Nilai Pertumbuhan (*Growth Value Map*)

Dalam peta nilai pertumbuhan di atas, Unilever masuk kedalam kategori *excellent value managers*, yang menggambarkan bahwa Unilever lebih unggul dibandingkan dengan kinerja rata-rata perusahaan makanan dan minumannya lainnya. Kinerja Unilever untuk saat ini cukup tinggi dan memiliki harapan

pertumbuhan jangka panjang yang juga lebih baik dibandingkan dengan pesaing-pesaingnya.

Mayora, Indofood, dan Ultra masuk kedalam kategori *Tradisionalist*, perusahaan yang masuk ke dalam ketegori ini memiliki kinerja yang bagus dan memiliki keuntungan yang baik dalam jangka waktu yang pendek, namun kategori ini juga memiliki ekspektasi pertumbuhan jangka panjang yang rendah dibandingkan dengan rata-rata perusahaan lainnya.

Jika dilihat dari peta tersebut, posisi Ultra berada pada transisi antara *tradisionalist* dan *Asset Loaded Value Managers*. Meskipun sedikit lebih mengarah kepada *tradisionalist* namun posisi ini perlu menjadi kajian bagi Ultra dalam meningkatkan kinerja perusahaannya supaya terhindar masuk kepada posisi *Asset Loaded Value Managers* karena perusahaan yang masuk kedalam kategori ini menggambarkan kinerja perusahaan masih belum bisa diharapkan baik dalam jangka waktu yang pendek maupun jangka panjang.

Ades berada dalam ketegori *Expectation builder*, dalam jangka waktu yang pendek Ades tidak bisa memberikan keuntungan yang besar namun Ades memiliki ekpektasi pertumbuhan jangka panjang yang baik dalam industri barang konsumsi.

Pada gambar 4.6 di atas terdapat gambar kotak kecil warna merah, ini merupakan hasil perhitungan peta nilai pertumbuhan dengan menggunakan harga saham yang berlaku di pasar dan digunakan hanya sebagai informasi tambahan. Untuk Mayora tidak dapat digambarkan karena hasil perhitungan yang diperoleh memiliki angka yang hampir sama dengan perhitungan dengan menggunakan harga saham dari hasil *valuation* (gambar kotak warna biru).

## BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1. Kesimpulan

1. Berdasarkan hasil analisis laporan keuangan, Unilever memiliki kinerja yang sangat bagus baik dari catatan historis perusahaan, dari hasil proyeksi laporan keuangan maupun dibandingkan dengan perusahaan lain dalam industri barang dan konsumsi. Unilever ditopang oleh persediaan kas yang lebih dari cukup dan tidak memiliki dana pinjaman untuk jangka panjang sehingga kinerja rasio solvabilitas perusahaan baik sekali. Selain itu perusahaan juga memiliki pertumbuhan penjualan yang relatif stabil dari tahun ke tahun.

Sebaliknya dengan Unilever, Ades memiliki kinerja yang tidak begitu baik. Dari catatan historis laporan keuangan selama empat tahun terakhir, Perusahaan tidak memiliki laba. Kerugian perusahaan selama empat tahun berturut-turut berada di atas 120 miliar dan tidak tampak adanya perbaikan. Begitu pula halnya dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan lain yang tercantum dalam penelitian ini, Ades memiliki kinerja yang sangat rendah. Dalam melakukan proyeksi laporan keuangan, Ades di bawa menuju ke arah positif dengan melakukan efisiensi di beberapa kegiatan bisnis perusahaan. namun langkah ini ini perlu ada informasi lebih lanjut dari perusahaan mengenai bisnis strateginya.

Indofood, Mayora, dan Ultra secara umum memiliki kinerja yang cukup bagus dari sisi analisis laporan keuangan tahun 2007. Kinerja Indofood meningkat tajam setelah melakukan akuisisi dan ekspansi bisnis di agrobisnis. Dari ketiga perusahaan tersebut dari segi efektivitasnya, Mayora lebih unggul dibandingkan dengan Indofood yang mampu menghasilkan *operating margin* kedua tertinggi setelah Unilever. Hal ini tercermin pada nilai *net profit margin* Mayora berada pada posisi kedua setelah Unilever.

Dari sisi aktivitasnya, Ultra memiliki kinerja berada di bawah rata-rata dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan lainnya. Kinerja perputaran *inventory* yang sangat lambat yaitu hampir mencapai dua kali lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata perputaran *inventory* perusahaan lain

mempengaruhi kepada perputaran kas perusahaan menjadi semakin lama. Pada proyeksi laporan keuangan kinerja Ultra akan ditingkatkan lagi terutama dalam mengelola perputaran *inventory*.

2. Setelah melakukan proyeksi laporan keuangan terhadap lima perusahaan yang bergerak dalam industri barang konsumsi, dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to the Firm* maka diperoleh nilai intrinsik atau harga saham sewajarnya dari masing-masing perusahaan tersebut.
  - Harga saham Indofood adalah Rp. 2.734,02 per lembar, sedangkan harga pasar adalah Rp. 2.250,00 per lembar. Harga pasar termasuk *undervalue* atau lebih murah dari perkiraan, maka saran yang dapat diberikan kepada investor adalah membeli saham tersebut.
  - Harga saham Unilever adalah Rp. 7.149,56 per lembar, sedangkan harga pasar adalah Rp. 7.250,00 per lembar. Harga perkiraan lebih rendah seratus rupiah dari harga pasar, menurut pandangan penulis perbedaan ini dianggap tidak terlalu signifikan dan dapat dikatakan masih berada pada batas harga wajar (*fair value*). Saran yang dapat diberikan kepada para investor adalah menahan (*hold*) saham tersebut.
  - Harga saham Ultrajaya adalah Rp. 119,31 per lembar, sedangkan harga pasar adalah Rp. 610,00 per lembar. Harga pasar termasuk *overvalue* atau lebih mahal dari perkiraan, maka saran yang dapat diberikan kepada investor adalah menjual saham tersebut.
  - Harga saham Mayora adalah Rp. 1.477,62 per lembar, sedangkan harga pasar adalah Rp. 1.440,00 per lembar. Tidak terdapat perbedaan harga yang signifikan antara harga perkiraan dengan harga pasar atau dengan kata lain harga perkiraan masih berada pada batas harga wajar (*fair value*), maka saran yang dapat diberikan kepada investor adalah menahan (*hold*) saham tersebut.
  - Harga saham Ades adalah Rp. 172,15 per lembar, sedangkan harga pasar adalah Rp. 495,00 per lembar. Harga pasar termasuk *overvalue* atau lebih mahal dari perkiraan, maka saran yang dapat diberikan kepada investor adalah menjual saham tersebut.



3. Dari hasil peta nilai pertumbuhan, Unilever tergolong kedalam kategori *Excellent Value Manager* yang mana pada kategori ini memiliki prospek pertumbuhan yang bagus, baik untuk jangka pendek maupun jangka panjang.

Sedangkan Mayora, Indofood, dan Ultra ada pada kuadran *Traditionlists*, perusahaan yang masuk kedalam kategori ini memiliki kinerja yang baik dalam jangka waktu yang pendek, namun untuk pertumbuhan jangka panjang dipersepsikan masih di bawah rata-rata perusahaan lainnya.

Meskipun memiliki kinerja keuangan yang tidak begitu baik, dalam peta nilai pertumbuhan Ades masuk kedalam kategori *Expectation Builder*, yang mana kategori ini menyatakan bahwa meskipun dalam jangka waktu pendek tidak memiliki kinerja yang bagus akan tetapi pasar mempersepsikan Ades akan memiliki potensi pertumbuhan jangka panjang yang berada di atas rata-rata perusahaan lainnya.

Kondisi makro ekonomi sangat menentukan dalam penilaian perusahaan yaitu terutama pada saat melakukan proyeksi laporan keuangan. Selama penyusunan karya ilmiah ini kondisi makro ekonomi Indonesia berubah sangat cepat sehubungan dengan terpengaruhnya oleh kondisi makro ekonomi global. Sejak terakhir pengumpulan dan analisis data di bulan Agustus 2008 sampai dengan awal January 2009 telah terjadi beberapa perubahan kondisi ekonomi yang signifikan seperti penurunan harga bahan bakar minyak, menurunnya nilai tukar rupiah terhadap dollar, penurunan suku bunga dan penurunan ekspektasi pertumbuhan domestik bruto di tahun 2009.

## 5.2. Saran

- Diperlukan analisis yang lebih mendalam terhadap masing-masing perusahaan dalam melakukan proyeksi laporan keuangan. Informasi dari dalam perusahaan seperti *press release*, kebijakan direksi, dan stratejik bisnis perlu dikumpulkan sebanyak mungkin agar proyeksi yang dilakukan dapat terarah sesuai dengan tujuan dan kebijakan perusahaan.
- Dalam melakukan analisis menggunakan peta nilai pertumbuhan, diperlukan tambahan perusahaan yang masih tergolong ke dalam satu industri agar pemetaan dan hasil analisis dapat benar-benar menggambarkan bagaimana

## DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2008). *Investments* (7th Edition ed.). New York: McGraw-Hill.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation* (2nd Edition ed.). New York: Wiley.
- Damodaran, A. *The Dark Side of Valuation*. Prentice Hall .
- de Kluyver, C. A., & Pearce II, J. A. (2006). *Strategy*. New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Holmes, G., & Dunham, R. (1994). *Beyond the Balance Sheet*. Great Britain: Woodhead-Faulkner.
- IMF Primary Commodity Prices*. (2008). Retrieved 2008, from IMF: <http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.asp>
- Laporan Keuangan Emiten*. (2008). Retrieved 2008, from Bursa Efek Indonesia: [http://202.155.2.90/corporate\\_actions/new\\_info\\_jsx/jenis\\_informasi/01\\_laporan\\_keuangan/02\\_Soft\\_Copy\\_Laporan\\_Keuangan/](http://202.155.2.90/corporate_actions/new_info_jsx/jenis_informasi/01_laporan_keuangan/02_Soft_Copy_Laporan_Keuangan/)
- Laporan Perekonomian Indonesia* . (2008). Retrieved 2008, from Bank Indonesia: <http://www.bi.go.id/web/id/Publikasi/Laporan+Tahunan/Laporan+Perekonomian+Indonesia/>
- (2007). *Laporan tahunan*. Jakarta: PT. Ultra Jaya Milk Industri & Trading Comp.
- (2007). *Laporan Tahunan*. Jakarta: PT. Indofood Sukses Makmur.
- (2007). *Laporan Tahunan*. Jakarta: PT. Mayora Indah.
- (2007). *Laporan Tahunan*. Jakarta: PT. Ades Waters Indonesia.
- (2007). *Laporan Tahunan*. Jakarta: PT. Unilever Indonesia.
- Major World Indices*. (2008). Retrieved 2008, from Yahoo Finance: <http://finance.yahoo.com/intlindices?e=asia>
- Manurung, A. H. (2007). *Cara Menilai Perusahaan* (2nd Edition ed.). Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Miles, D., & Scott, A. (2005). *Macroeconomics* (2nd Edition ed.). London: John Wiley & Sons, Inc.
- Munawir. (2004). *Analisa Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Liberty Yogyakarta.

*Portal Investasi*. (2008). Retrieved from Finansial Bisnis Informasi: [www.finansialbisnis.com](http://www.finansialbisnis.com)

Ringbeck, L. H., & Bockum, S. (2000). Managing Expectations for Value. *The McKinsey Quarterly*, Number 4.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2008). *Modern Financial Management* (8th Edition ed.). New York: McGraw-Hill Irwin.

Sentosa, P. W. (2009). Survive di Tengah Krisis. <http://wisdomarket.blogspot.com/>.

*Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia*. (2008). Retrieved 2008, from Bank Indonesia : <http://www.bi.go.id/web/id/Statistik/Statistik+Ekonomi+dan+Keuangan+Indonesia/Versi+HTML/>

White, G. I., Sandhi, A. C., & Fried, D. (2003). *The Analysis And Use of Financial Statement* (3rd Edition ed.). New York: John Wiley & Sons.

Wild, J. J., Subramanyam, K. R., & Halsey, R. F. (2007). *Financial Statement Analysis* (9th Edition ed.). New York: McGraw-Hill.

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Historis dan Proyeksi Neraca Indofood

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>KELOMPOK</b>									
<b>NERACA (dalam milyar)</b>									
<b>ASSET</b>									
<b>CURRENT ASSETS</b>									
Cash and cash equivalents	1.784,5	3.727,3	5.047,7	5.768,5	6.513,9	7.297,5	8.129,5	8.845,1	9.521,5
Short-term investments	1.987,5	4.714,0	5.242,4	5.912,5	6.602,4	7.315,3	8.062,5	8.848,9	9.665,4
Accounts receivable	5.223,0	5.426,3	6.130,3	6.927,9	7.820,4	8.803,3	9.876,4	10.939,7	12.094,0
Trade	4.035,0	4.257,0	4.850,0	5.540,0	6.330,0	7.210,0	8.180,0	9.240,0	10.390,0
Trade related to offbalance in related entities	1.188,0	1.169,3	1.280,3	1.387,9	1.490,4	1.603,3	1.726,4	1.859,7	1.994,0
Other Current Asset	153,5	401,0	490,0	580,5	670,4	760,3	850,4	940,9	1.030,0
<b>TOTAL CURRENT ASSETS</b>	8.995,0	14.638,6	22,793,7	28,265,3	36,646,6	46,496,6	57,174,6	68,699,6	81,270,9
<b>NET-EQUITY ASSETS</b>									
Property, plant and equipment - net of accumulated depreciation	8.900,0	12,712,0	16,200,0	21,150,0	26,150,0	31,200,0	36,300,0	41,450,0	46,650,0
Accumulated depreciation	(2.857,4)	(4.833,0)	(6.752,4)	(8.617,1)	(10.462,5)	(12.292,2)	(14.115,2)	(15.930,2)	(17.745,2)
Intangible assets - net of accumulated amortization	1.208,2	1.208,2	1.208,2	1.208,2	1.208,2	1.208,2	1.208,2	1.208,2	1.208,2
Current swap assets - net	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Deferred tax assets - net	53,8	53,8	53,8	53,8	53,8	53,8	53,8	53,8	53,8
Long-Term investments and advances for purchase of equities	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Long-Term Assets / Intangible Assets	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0
Other Long-Term Assets	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0
<b>TOTAL NET-EQUITY ASSETS</b>	8.995,0	14,638,6	22,793,7	28,265,3	36,646,6	46,496,6	57,174,6	68,699,6	81,270,9
<b>LIABILITIES</b>									
<b>DEBT</b>									
Long-Term Debt	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0
Current Debt	7.495,0	13,138,6	21,293,7	26,765,3	35,146,6	44,996,6	55,674,6	67,199,6	79,770,9
<b>TOTAL LIABILITIES</b>	8.995,0	14,638,6	22,793,7	28,265,3	36,646,6	46,496,6	57,174,6	68,699,6	81,270,9
<b>EQUITY</b>									
Shareholders' Equity	8.995,0	14,638,6	22,793,7	28,265,3	36,646,6	46,496,6	57,174,6	68,699,6	81,270,9
Minority Interest	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL EQUITY</b>	8.995,0	14,638,6	22,793,7	28,265,3	36,646,6	46,496,6	57,174,6	68,699,6	81,270,9

Sumber : Perusahaan dan Rengolahan Penulis (Proyeksi Laporan Keuangan)

L-1



Lampiran 2 Historis dan Proyeksi Laporan Laba Rugi Indofood

INDOFOOD LAPORAN LABA RUGI (dalam MYR)	2004		2005		2006		2007		2008P		2009P		2010P		2011P		2012P		
	Optimistic	Realistic	Optimistic	Realistic	Optimistic	Realistic	Optimistic	Realistic	Optimistic	Realistic	Optimistic	Realistic	Optimistic	Realistic	Optimistic	Realistic	Optimistic	Realistic	
NET SALES	19,918.51	18,794.85	21,841.58	27,858.30	37,608.71	30,713.80	34,937.00	47,000.89	47,888.78	49,094.31	61,114.15	54,311.09	49,985.37	61,304.11	70,870.30	60,684.47	111,380.35	91,807.04	79,088.34
Cost of Sales	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)	(4,279.86)
GRAND PROFIT	15,638.65	14,514.99	17,561.72	23,578.44	33,328.85	26,433.94	30,657.14	42,721.03	43,608.92	44,814.45	56,834.29	50,031.23	45,705.51	57,024.25	66,600.44	56,404.61	107,100.49	87,527.18	74,808.48
OPERATING EXPENSES	(4,083.44)	(4,243.81)	(4,180.21)	(4,243.81)	(4,243.81)	(4,243.81)	(4,243.81)	(4,243.81)	(4,243.81)	(4,243.81)	(4,243.81)	(4,243.81)	(4,243.81)	(4,243.81)	(4,243.81)	(4,243.81)	(4,243.81)	(4,243.81)	(4,243.81)
Income from operations	(1,544.79)	(1,728.82)	(1,618.49)	(765.37)	(915.06)	(609.87)	(182.67)	1,941.22	1,937.11	2,570.64	3,566.48	5,792.42	1,461.70	3,776.44	3,316.63	2,160.80	104,856.68	83,283.32	70,569.67
Income from operations - after tax	(1,095.33)	(1,278.82)	(1,172.94)	(546.01)	(650.50)	(432.91)	(131.87)	1,378.76	1,374.65	1,805.66	2,866.54	4,100.88	1,043.30	2,694.62	2,371.85	1,516.81	74,681.03	58,003.51	49,296.00
Other income	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)	(1,200.48)
Income before income tax benefit (expense)	(2,295.81)	(2,479.30)	(2,373.42)	(1,746.49)	(1,851.04)	(1,633.39)	(278.15)	256.28	256.18	705.18	1,666.06	2,900.34	2,243.82	1,494.14	1,171.37	367.33	73,480.00	56,803.03	48,095.52
Income tax benefit (expense)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)	(1,831.32)
NET INCOME	34,603	34,603	34,603	34,603	34,603	34,603	34,603	34,603	34,603	34,603	34,603	34,603	34,603	34,603	34,603	34,603	34,603	34,603	34,603

Sumber : Perusahaan dan Pengolahan Penulis (Proyeksi Laporan Keuangan)



Lampiran 4 Hasil Perhitungan FCFF Indofood

Year	2009P			2010P			2011P			2012P			Terminal Value		
	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Discount Factor (Wacc)	0,87	0,86	0,85	0,75	0,74	0,74	0,65	0,64	0,57	0,58	0,55	0,48	0,48	0,49	0,48
EBIT	3.848,91	3.802,68	3.656,40	5.171,20	4.780,48	4.405,09	6.569,77	5.209,80	4.692,83	7.415,18	6.307,29	11.418,51	8.410,22	7.696,40	
(I-Tax)	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	
EBIT (1-Tax)	2.784,24	2.661,80	2.559,48	3.619,84	3.346,34	3.083,57	4.599,84	4.087,80	3.296,08	5.190,63	4.415,11	7.891,55	5.887,16	5.387,48	
Depreciation & Amortization	916,27	892,34	848,40	1.145,34	1.058,81	975,66	1.158,07	1.029,39	1.340,05	1.147,04	975,66	1.447,28	1.242,63	1.056,97	
Working Capital	(2.019,02)	(1.703,68)	(1.331,07)	571,28	693,66	786,31	(1.835,58)	(1.454,27)	(0,381,28)	397,81	570,05	(3.522,54)	(2.847,87)	(1.932,39)	
Capex	(4.210,96)	(5.384,13)	(2.957,34)	(4.200,99)	(9.259,42)	(2.350,54)	(235,05)	543,24	(3.381,28)	(2.172,85)	(1.201,39)	(1.980,10)	(1.765,52)	(1.501,74)	
FCFF	(2.609,47)	(1.743,63)	(880,63)	1.106,45	1.837,39	2.454,93	3.626,27	4.276,22	4.172,95	4.982,69	4.782,43	3.536,17	3.438,29	3.010,34	
PV of FCFF	(2.284,03)	(1.407,73)	(784,91)	832,17	1.376,45	1.663,39	2.358,36	3.732,82	3.016,40	3.364,69	2.561,23	2.827,99	1.935,16	1.661,31	1.431,73
Indofood															
Sum Of PV FCFF															
	Optimistic	Moderate	Pessimistic												
	5.236,23	6.803,62	8.169,60												

Sumber : Pengolahan dan Perhitungan Penulis



Lampiran 5 Historis dan Proyeksi Neraca Unilever

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025		
<b>LIABILITIES</b>																								
<b>Current liabilities</b>																								
Accounts payable	764.46	736.27	1,014.28	805.01	1,124.13	1,124.06	1,437.42	1,580.59	1,524.77	1,674.90	1,771.17	1,994.89	2,457.78	2,441.26	2,244.78	2,192.23	2,022.83	1,811.29						
<b>Long-term liabilities</b>																								
Equity	453.87	415.47	613.84	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52	822.52
Retained earnings	41.18	41.68	37.27	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41	87.41
Other long-term assets	412.69	373.79	576.57	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11	735.11
<b>Total liabilities</b>	1,218.33	1,151.74	1,628.12	1,627.53	1,946.19	1,946.58	2,264.94	2,403.11	2,347.29	2,593.68	2,593.69	2,817.41	3,280.30	3,263.78	3,017.30	2,914.75	2,845.35	2,632.81	2,433.31	2,254.83	2,039.35	1,841.81	1,664.31	1,486.81
<b>Assets</b>																								
Property, plant and equipment	1,641.05	1,630.01	2,100.21	2,071.13	2,065.31	2,074.26	2,487.64	2,111.15	2,097.00	2,097.00	2,097.00	2,097.00	2,097.00	2,097.00	2,097.00	2,097.00	2,097.00	2,097.00	2,097.00	2,097.00	2,097.00	2,097.00	2,097.00	2,097.00
Goodwill	1,234.40	1,054.66	1,774.64	2,189.41	2,442.78	2,404.19	2,383.80	2,551.11	2,491.27	2,491.27	2,491.27	2,491.27	2,491.27	2,491.27	2,491.27	2,491.27	2,491.27	2,491.27	2,491.27	2,491.27	2,491.27	2,491.27	2,491.27	2,491.27
Intangible assets	84.91	71.31	24.72	37.51	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16	36.16
Other assets	15.64	32.40	13.27	3.82	4.90	16.36	10.70	16.34	18.36	18.36	18.36	18.36	18.36	18.36	18.36	18.36	18.36	18.36	18.36	18.36	18.36	18.36	18.36	18.36
<b>Total assets</b>	3,015.04	2,818.38	3,912.84	4,301.97	4,548.36	4,516.01	5,366.40	4,714.66	4,721.63	4,721.63	4,721.63	4,721.63	4,721.63	4,721.63	4,721.63	4,721.63	4,721.63	4,721.63	4,721.63	4,721.63	4,721.63	4,721.63	4,721.63	4,721.63

Sumber : Perusahaan dan Pengolahan Penulis (Proyeksi Laporan Keuangan)

(lanjutan)

	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>LIABILITIES</b>																					
<b>LIABILITIES TO BANKING AND FINANCIAL INSTITUTIONS</b>																					
Current liabilities	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	
Accounts payable	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	
Other current liabilities	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
<b>LIABILITIES TO EMPLOYEES AND OTHERS</b>																					
Provision for employee benefits	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	
Other liabilities	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
<b>LIABILITIES TO SHAREHOLDERS</b>																					
Shareholders' equity	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	
Capital stock	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	
Reserves	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
<b>LIABILITIES TO OTHERS</b>																					
Other liabilities	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	1,078,897	
<b>TOTAL LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	<b>3,236,694</b>	

Sumber: Perusahaan dan Pengolahan Penulis (Proyeksi Laporan Keuangan)

Universitas Indonesia





Lampiran 8 Hasil Perhitungan FCFF Unilever

Unilever	2016P			2017P			2018P			2019P			2020P			Terdiskontokan	
	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Pessimistic
Year	1	1	1	2	2	2	3	3	3	4	4	4	5	5	5	5	5
Discount Factor (Wacc)	1,00	0,98	0,98	0,77	0,77	0,77	0,62	0,62	0,62	0,59	0,59	0,59	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52
Free Cash Flow																	
EBIT	3.305,69	3.149,54	3.094,10	3.636,34	3.512,08	3.388,94	4.165,92	3.951,09	3.743,76	4.370,20	4.263,80	3.963,68	3.281,47	4.619,09	4.406,12		
(I-Tax)	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%		
EBIT (1-Tax)	2.343,99	2.204,68	2.185,87	2.548,45	2.458,46	2.371,53	2.918,14	2.765,76	2.620,55	3.207,84	2.984,66	2.778,00	2.803,03	3.332,87	3.083,59		
Depreciation & Amortization	134,39	132,27	130,19	139,63	135,61	131,37	170,44	163,24	157,45	206,01	192,99	190,86	244,85	226,33	207,42		
Working Capital	(864,83)	(184,22)	(182,33)	(399,41)	(374,69)	(423,62)	(490,85)	(417,25)	(379,18)	(929,26)	(218,54)	(151,97)	(183,00)	(221,90)	(174,33)		
Capex	(318,20)	(293,26)	(277,32)	(124,79)	(68,75)	(14,62)	(820,06)	(731,03)	(641,13)	(636,19)	(656,53)	(376,23)	(858,45)	(801,72)	(660,16)		
FCFF	1.659,45	1.579,48	1.502,41	1.202,18	1.180,43	1.065,35	1.173,81	1.101,81	1.187,76	2.291,25	2.174,90	2.200,88	2.789,13	2.674,36	2.458,49		
PV of FCF	1.628,10	1.648,63	1.666,60	1.726,49	1.650,37	1.689,92	1.181,72	1.158,84	1.181,81	1.380,88	1.339,84	1.294,19	1.497,89	1.328,34	1.267,83		
Unilever		Optimistic	Moderate	Pessimistic													
Sum of PV FCFF		7.336,10	7.163,60	6.997,16													

Sumber : Pengolahan dan Perhitungan Penulis

Lampiran 9 Historis dan Proyeksi Neraca Ultrajaya

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
<b>ASSETS</b>																						
Cash and cash equivalents	181.14	402.78	75.21	20.29	57.87	56.57	55.06	49.32	65.33	83.18	86.02	41.90	74.03	83.84	78.71	73.73	92.33	92.33	66.27	66.27	78.65	78.65
Short-term investments	94.75	143.80	110.63	190.20	192.77	187.29	161.06	314.92	208.87	182.14	202.00	276.40	294.06	351.02	307.43	286.17	458.49	458.49	428.17	428.17	348.36	348.36
Accounts receivable	8.84	4.77	6.31	19.28	19.27	19.27	19.27	19.27	19.27	19.27	19.27	19.27	19.27	19.27	19.27	19.27	19.27	19.27	19.27	19.27	19.27	19.27
Prepaid expenses	190.10	138.83	122.89	181.47	192.77	187.29	161.06	314.92	208.87	182.14	202.00	276.40	294.06	351.02	307.43	286.17	458.49	458.49	428.17	428.17	348.36	348.36
Other current assets	14.84	80.15	54.73	28.08	33.92	35.35	31.49	42.20	42.93	38.49	21.52	20.50	15.91	27.85	24.58	24.58	24.58	24.58	24.58	24.58	24.58	24.58
Total Current Assets	431.79	810.42	471.54	593.84	563.10	547.15	531.19	138.54	706.39	483.19	437.89	189.00	762.17	1,091.77	1,022.21	958.31	1,378.83	1,378.83	1,221.94	1,221.94	1,118.34	1,118.34
<b>NON-CURRENT ASSETS</b>																						
Property, plant and equipment - net	470.37	1,043.11	1,106.50	1,151.03	1,221.17	1,318.05	1,310.68	1,281.28	1,271.09	1,261.27	1,355.85	1,332.33	1,308.03	1,420.88	1,380.00	1,351.79	1,477.15	1,477.15	1,432.54	1,432.54	1,364.33	1,364.33
Accumulated depreciation	(180.04)	(254.73)	(318.30)	(359.22)	(431.03)	(449.81)	(447.99)	(475.99)	(471.31)	(487.00)	(481.70)	(482.01)	(483.56)	(507.84)	(514.52)	(520.30)	(546.02)	(546.02)	(530.66)	(530.66)	(513.17)	(513.17)
Intangible assets	280.34	271.03	282.81	285.81	285.34	285.34	285.34	285.34	285.34	285.34	285.34	285.34	285.34	285.34	285.34	285.34	285.34	285.34	285.34	285.34	285.34	285.34
Deferred tax assets - net	37.15	4.09	34.60	42.20	42.93	42.93	42.93	42.93	42.93	42.93	42.93	42.93	42.93	42.93	42.93	42.93	42.93	42.93	42.93	42.93	42.93	42.93
Receivables from related parties	34.31	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00
Other non-current assets	22.27	4.09	7.49	2.65	3.58	3.54	3.49	4.72	4.26	3.81	2.38	5.12	4.81	3.00	9.99	8.14	9.23	9.23	8.03	8.03	7.66	7.66
TOTAL ASSETS	808.45	1,956.62	1,748.67	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63	1,990.63

Sumber : Perusahaan dan Pengelahan Penulis (Proyeksi Laporan Keuangan)

(Lanjutan)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
<b>PERUSAHAAN PUBLIK</b>														
<b>LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY</b>														
<b>CURRENT LIABILITIES</b>														
Trade payables	67,50	708,37	395,72	129,78	140,87	145,41	132,18	108,81	103,33	102,95	210,23	204,86	192,06	270,80
Trade receivables	31,08	42,14	55,19	50,76	8,14	8,14	8,14	8,14	8,14	8,14	8,14	8,14	8,14	8,14
Accounts payable	21,08	42,14	55,19	50,76	8,14	8,14	8,14	8,14	8,14	8,14	8,14	8,14	8,14	8,14
Other current liabilities	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>99,58</b>	<b>792,65</b>	<b>446,10</b>	<b>339,30</b>	<b>357,15</b>	<b>361,69</b>	<b>348,46</b>	<b>325,09</b>	<b>319,61</b>	<b>319,23</b>	<b>328,51</b>	<b>321,14</b>	<b>308,24</b>	<b>387,08</b>
<b>NON-CURRENT LIABILITIES</b>														
Long-term debt	49,50	22,48	70,21	274,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other non-current liabilities	340,78	153,28	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Non-current Liabilities</b>	<b>390,28</b>	<b>175,76</b>	<b>70,21</b>	<b>274,00</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Total Liabilities</b>	<b>489,86</b>	<b>968,41</b>	<b>516,31</b>	<b>613,30</b>	<b>357,15</b>	<b>361,69</b>	<b>348,46</b>	<b>325,09</b>	<b>319,61</b>	<b>319,23</b>	<b>328,51</b>	<b>321,14</b>	<b>308,24</b>	<b>387,08</b>
<b>SHAREHOLDERS' EQUITY</b>														
Shareholders' equity	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60
Retained earnings	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60	577,60
Other shareholders' equity	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Shareholders' Equity</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>
<b>Total Equity</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>	<b>577,60</b>

Sumber : Perusahaan dan Pengolahan Penulis (Proyeksi Laporan Keuangan)





Lampiran 11 Hasil Perhitungan Rasio Ultrajaya

RatNcr	2005		2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012	
	Optimistic	Worstcase	Optimistic	Worstcase	Optimistic	Worstcase	Optimistic	Worstcase	Optimistic	Worstcase	Optimistic	Worstcase	Optimistic	Worstcase	Optimistic	Worstcase
Liquidity (x)	1.59	1.18	2.37	1.24	2.17	2.21	4.28	2.28	2.12	3.11	2.10	2.04	2.04	2.04	2.04	1.91
Current Ratio	0.63	0.56	0.57	0.39	0.59	0.49	0.68	0.38	0.55	0.56	0.54	0.81	0.81	0.81	0.79	1.93
Quick Ratio																0.75
Activity (x)																
Inventory Turnover	3.16	3.68	3.66	3.72	3.23	3.72	3.60	3.60	3.65	3.65	3.68	3.67	3.67	3.67	3.67	4.86
Days Inventory	114	99	100	98	112	98	102	99	94	94	94	92	92	92	92	75
Receivable Turnover	6.51	6.91	7.92	8.11	8.11	8.11	8.30	8.30	8.49	8.49	8.49	8.49	8.49	8.49	8.49	9.13
Days Receivable	56	53	46	45	45	45	44	44	43	43	43	42	42	42	40	40
Payable Turnover	13.51	11.96	10.55	10.43	10.43	10.43	10.14	10.14	9.86	9.86	9.86	9.86	9.86	9.86	9.86	9.28
Days Payable	26	30	34	35	35	35	36	36	37	37	37	38	38	38	38	39
Cash Cycle (days)	347	422	312	368	368	368	364	364	360	360	360	360	360	360	360	381
Asset Turnover	0.55	0.57	0.65	1.06	1.05	1.05	1.17	1.15	1.11	1.10	1.09	1.08	1.07	1.07	1.07	1.69
Return on Assets (%)	1.57	1.54	1.55	1.53	1.54	1.57	1.62	1.60	1.74	1.70	1.65	1.66	1.60	1.60	1.48	3.00
Financial Leverage																
Profitability (%)																
Gross Margin	30.34	30.16	28.63	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
Operating Margin	8.58	7.91	5.54	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00
EBITDA Margin	17.18	15.38	12.55	11.99	11.99	11.99	11.99	11.99	10.65	10.77	10.69	10.69	10.69	10.69	10.69	9.45
Pre-tax Margin	0.69	3.07	4.48	4.48	4.48	4.48	4.62	4.62	5.01	5.01	5.01	5.01	5.01	5.01	5.01	5.84
Net Profit Margin	0.64	1.76	2.69	3.13	3.13	3.13	3.23	3.23	3.50	3.50	3.50	3.62	3.62	3.62	3.62	4.09
ROA	1.45	3.29	4.75	5.41	5.41	5.41	5.82	5.82	6.74	6.82	6.49	7.69	7.37	7.37	8.50	8.81
ROE	0.56	1.81	3.68	5.29	5.12	5.12	6.15	5.78	8.11	7.75	7.45	10.78	10.18	9.62	13.14	12.31
Solvency (x)																
Debt to Asset	0.35	0.35	0.39	0.35	0.34	0.34	0.41	0.39	0.44	0.42	0.40	0.48	0.47	0.45	0.45	0.46
Debt to Equity	0.54	0.53	0.64	0.54	0.52	0.49	0.71	0.68	0.73	0.72	0.66	0.94	0.87	0.80	1.02	0.84
Times Interest Earned	1.89	1.41	1.81	2.48	2.46	2.59	2.59	2.59	3.11	3.11	3.11	3.43	3.49	3.69	5.19	5.19
Market																
Market-to-Book Ratio	-	0.39	-	0.39	0.39	0.39	0.36	0.37	0.38	0.38	0.37	0.37	0.37	0.35	0.35	0.39
Dividend Per Share	5	5	5	5.86	5.86	5.86	6.83	6.81	6.78	6.84	7.55	7.87	11.51	11.34	15.35	17.25
Book value per share (of Amount)	281.79	282.09	287.76	300.37	300.37	300.37	311.34	311.32	321.03	326.05	326.11	336.19	337.14	348.14	368.91	375.92
EPS (of Amount)	2	1	19	35	33	33	39	48	25	25	29	37	35	34	52	48

Sumber : Perusahaan dan Pengolahan Penulis (Proyeksi Laporan Keuangan)

Lampiran 12 Hasil Perhitungan FCFE Ultrajaya

Uraian	2008P			2009P			2010P			2011P			Kemungkinan	
	Operasional	Modal	Kelebihan	Operasional	Modal	Kelebihan	Operasional	Modal	Kelebihan	Operasional	Modal	Kelebihan	Operasional	Modal
Year	0.83	0.83	0.83	0.89	0.89	0.89	0.97	0.97	0.97	0.47	0.47	0.47	0.39	0.39
Discount Factor (Wacc)	100.57	84.95	67.43	114.17	110.44	110.44	143.49	143.49	143.49	143.66	143.66	143.66	220.22	220.22
Free Cash Flow	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EBIT (Tax)	78.40	68.28	53.19	62.72	77.39	65.66	100.44	100.44	100.44	126.54	126.54	126.54	187.13	184.15
Depresiasi & Amortisasi	78.83	78.54	70.72	74.55	72.28	78.05	77.28	77.28	77.28	80.65	78.46	78.46	83.09	82.29
Wakafiq Capital	7.40	19.25	31.10	114.10	104.60	159.07	42.88	42.88	42.88	118.20	115.12	115.12	128.15	128.15
Costs	172.74	85.11	153.85	84.12	48.36	75.07	34.33	34.33	34.33	48.21	44.98	44.98	61.80	63.40
FCFE	78.49	83.91	108.04	74.04	98.89	33.47	76.43	76.43	76.43	138.78	111.19	111.19	80.09	102.02
PV of FCF	55.03	71.88	86.35	64.48	84.72	38.51	43.62	43.62	43.62	77.89	69.51	69.51	31.31	31.72
Sum of PV FCFE	88.08	131.76	183.08											

Sumber : Pengolahan dan Perhitungan Penulis

Lampiran 13 Historis dan Proyeksi Neraca Mayora

NAMA YORRA Neraca (Dalam Rupiah Rupiah)	2004				2005				2006				2007				2008P				2009P				2010P				2011P				2012P			
	Optimistic	Realistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Realistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Realistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Realistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Realistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Realistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Realistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Realistic	Moderate	Pessimistic				
<b>ASSETS</b>																																				
<b>CURRENT ASSETS</b>																																				
Cash and cash equivalents	113,19	54,20	120,00	152,74	149,91	147,03	141,16	103,64	176,40	217,17	204,87	193,04	241,99	223,89	206,83	202,16	237,69	216,45																		
Short-term investments	27,19	1,14	12,81	3,82	3,75	3,05	4,77	4,50	4,41	6,70	5,65	5,52	8,07	7,46	6,80	10,48	8,82																			
Accounts receivable	45,09	50,11	51,78																																	
Trade																																				
Third parties net																																				
Related parties																																				
Intentionally investible																																				
Inventory net																																				
Prepaid taxes																																				
Prepaid expenses and other current assets																																				
Other Current Asset																																				
<b>Total Current Assets</b>	<b>61,22</b>	<b>271,02</b>	<b>281,65</b>	<b>306,53</b>	<b>337,61</b>	<b>448,64</b>	<b>577,67</b>	<b>81,71</b>	<b>794,67</b>	<b>1.169,97</b>	<b>1.092,70</b>	<b>1.018,63</b>	<b>1.393,58</b>	<b>1.279,14</b>	<b>1.172,44</b>	<b>1.706,68</b>	<b>1.586,53</b>	<b>1.424,74</b>																		
<b>NON-CURRENT ASSETS</b>																																				
Property, plant and equipment - net of accumulated depreciation	1,059,30	1,243,35	1,470,28	1,555,54	1,539,55	1,507,55	1,719,28	1,652,73	1,538,45	1,801,47	1,756,02	1,854,64	2,018,59	1,893,78	1,723,56	2,202,12	1,998,25	1,809,76																		
Accumulated depreciation	(448,87)	(520,34)	(604,72)	(704,49)	(881,45)	(876,40)	(775,22)	(743,73)	(714,80)	(744,59)	(702,41)	(651,85)	(800,94)	(749,31)	(659,43)	(680,65)	(799,30)	(723,90)																		
Prepaid tax assets net of accumulated depreciation	810,50	732,65	774,39	861,05	845,10	826,15	845,05	800,00	873,85	1.116,88	1.053,61	993,78	1.209,85	1.119,47	1.034,15	1.321,27	1.126,85	1.085,86																		
Investment in Stock																																				
Deferred tax assets net																																				
Advanced for bond payment	3,76	0,13	8,12																																	
Long Term Receivable / AR/Trade receivable	28,57	45,68	10,37	66,43																																
Claims for tax refund																																				
Related Parties																																				
Intangible Asset																																				
Amortizable Asset																																				
Non-amortizable Asset																																				
Goodwill net																																				
Prepaid Expenses																																				
Other non-current assets	0,17	0,17	0,25	0,59	0,45	0,44	0,57	0,55	0,53	0,74	0,70	0,66	0,97	0,90	0,83	1,26	1,14	1,03																		
<b>Total Non-current Assets</b>	<b>643,00</b>	<b>784,33</b>	<b>787,15</b>	<b>819,33</b>	<b>861,51</b>	<b>845,58</b>	<b>826,00</b>	<b>845,24</b>	<b>874,18</b>	<b>1.117,82</b>	<b>1.034,32</b>	<b>993,44</b>	<b>1.210,92</b>	<b>1.129,36</b>	<b>1.034,88</b>	<b>1.322,53</b>	<b>1.206,09</b>	<b>1.088,89</b>																		
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>1.260,04</b>	<b>1.459,96</b>	<b>1.533,37</b>	<b>1.893,17</b>	<b>2.234,73</b>	<b>2.184,10</b>	<b>2.511,18</b>	<b>2.453,24</b>	<b>2.330,35</b>	<b>3.239,49</b>	<b>3.057,61</b>	<b>2.884,82</b>	<b>3.790,71</b>	<b>3.491,09</b>	<b>3.310,44</b>	<b>4.927,11</b>	<b>4.099,67</b>	<b>3.076,87</b>																		

Sumber : Perusahaan dan Pengolahan Penulis (Proyeksi Laporan Keuangan)

(Lanjutan)

MAYORA	2004		2005		2006		2007		2008P		2009P		2010P		2011P		2012P	
	100%	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic
<b>LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY</b>																		
<b>CURRENT LIABILITIES</b>																		
Short-term bank loans and overdraft																		
Trade receivables payable A/P Trade																		
Account Payable Trade																		
Trade payables	107,04	134,61	130,17	200,88	208,88	227,86	351,94	337,44	303,38	423,24	393,84	365,07	651,68	600,70	553,06	745,72	667,33	565,36
Other Current Liabilities																		
<b>Total Current Liabilities</b>	107,04	134,61	130,17	200,88	208,88	227,86	351,94	337,44	303,38	423,24	393,84	365,07	651,68	600,70	553,06	745,72	667,33	565,36
<b>NON-CURRENT LIABILITIES</b>																		
Bank loans																		
Consumer Obligations																		
Obligations under capital leases																		
Other Current Liabilities																		
<b>Total Non-current Liabilities</b>																		
<b>Total Liabilities</b>																		
<b>SHAREHOLDERS' EQUITY</b>																		
Capital Stock																		
Additional paid-in capital																		
Retained Earnings																		
Other																		
<b>Total Shareholders' Equity</b>																		
<b>Total Liabilities and Shareholders' Equity</b>																		

Sumber : Perusahaan dan Pengolahan Penulis (Proyeksi Laporan Keuangan)

Universitas Indonesia



Lampiran 15 Hasil Perhitungan Rasio Mayora

Rasio	2005		2006		2007		2008			2009			2010			2011			
	Optimistic	Pessimistic	Optimistic	Pessimistic	Optimistic	Pessimistic	Optimistic	Pessimistic	Optimistic	Pessimistic	Optimistic	Pessimistic	Optimistic	Pessimistic	Optimistic	Pessimistic	Optimistic	Pessimistic	
<b>LIQUIDITY (x)</b>																			
Current Ratio	3.54	2.81	2.93	3.90	3.89	3.24	3.20	3.67	3.56	3.50	3.64	2.99	3.33	3.31	3.31	3.31	3.31	3.31	3.31
Quick Ratio	2.36	2.47	1.96	2.57	2.06	2.13	2.11	2.39	2.36	2.33	1.93	1.96	2.11	2.09	2.09	2.09	2.09	2.09	2.09
<b>ACTIVITY (x)</b>																			
Inventory Turnover	7.45	7.28	6.65	6.69	6.69	6.69	6.69	9.13	9.13	9.13	9.13	9.13	9.13	9.13	9.13	9.13	9.13	9.13	9.13
Days Inventory	49	50	51	42	42	42	42	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Receivable Turnover	5.11	5.01	5.52	5.53	5.70	5.70	5.70	6.08	6.08	6.08	6.08	6.08	6.08	6.08	6.08	6.08	6.08	6.08	6.08
Days Receivable	71	73	66	66	64	64	64	60	60	60	58	58	58	58	58	58	58	58	58
Payable Turnover	10.96	11.06	13.29	13.04	12.17	12.17	12.17	12.17	12.17	12.17	12.17	12.17	12.17	12.17	12.17	12.17	12.17	12.17	12.17
Days Payable	32	32	27	28	30	30	30	30	30	30	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Cash Cycle (days)	66	61	61	80	76	74	76	70	70	70	66	66	66	61	61	61	61	61	61
Asset Turnover	1.25	1.31	1.64	1.81	1.96	1.95	1.94	2.15	2.12	2.12	2.25	2.27	2.52	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51
<b>LEVERAGE (x)</b>																			
Financial Leverage	1.55	1.62	1.66	1.76	1.74	1.78	1.70	1.60	1.74	1.67	1.73	1.64	1.74	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65
<b>PROFITABILITY (%)</b>																			
Gross Margin	22.09	25.71	22.72	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00
Operating Margin	5.46	8.67	8.44	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
EBITDA Margin	10.08	12.78	11.78	11.46	11.16	11.16	11.16	10.90	10.80	10.80	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50
Pretax Profit Margin	3.96	7.19	7.42	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34
Net Profit Margin	2.69	4.76	5.01	5.00	5.03	5.03	5.03	5.03	5.03	5.03	5.03	5.03	5.03	5.03	5.03	5.03	5.03	5.03	5.03
ROA	12.39	17.26	21.69	23.65	23.42	23.42	23.42	23.42	23.42	23.42	23.42	23.42	23.42	23.42	23.42	23.42	23.42	23.42	23.42
ROE	5.18	10.04	13.80	16.12	17.72	17.14	16.56	16.53	16.67	17.81	19.97	16.87	22.36	21.04	21.04	21.04	21.04	21.04	21.04
<b>SOLVABILITY (x)</b>																			
Debt to Asset	0.30	0.36	0.41	0.45	0.42	0.41	0.39	0.46	0.44	0.41	0.41	0.37	0.42	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
Debt to Equity	0.81	0.93	0.79	0.81	0.72	0.69	0.64	0.84	0.76	0.70	0.69	0.69	0.73	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62
Times Interest Earned	2.61	4.29	5.51	6.82	6.82	6.82	6.82	6.82	6.82	6.82	6.82	6.82	6.82	6.82	6.82	6.82	6.82	6.82	6.82
<b>MARKET</b>																			
Dividend Payout Ratio	0.42	0.30	0.19	0.14	0.11	0.12	0.12	0.09	0.09	0.10	0.07	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Dividend Per Share	75.80	25.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00
Book Value per Share	1,187.54	1,264.67	1,411.18	1,623.70	1,906.86	1,690.02	1,673.31	2,201.08	2,200.32	2,401.18	2,775.53	2,686.56	2,821.24	3,489.88	3,204.85	3,194.84	3,194.84	3,194.84	3,194.84
EPS (Rp nominal rupiah)	60	122	165	249	313	301	289	409	383	363	354	493	552	610	592	592	610	610	610

Sumber : Perusahaan dan Pengolahan Penulis (Proyeksi Laporan Keuangan)

Lampiran 16 Hasil Perhitungan FCFE Mayora

Year	2008P			2009P			2010P			2011P			2012P			Terminal Value		
	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic	Optimistic	Moderate	Pessimistic
Discount Factor (Wacc)	0.88	0.85	0.85	0.79	0.72	0.72	0.63	0.62	0.62	0.54	0.53	0.53	0.46	0.45	0.45	0.46	0.45	0.45
Free Cash Flow	343,66	337,49	330,83	428,57	397,11	397,11	558,44	529,81	496,39	725,97	671,89	620,49	943,78	856,30	775,61			
(1-tax)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7			
EBIT (1-tax)	240,56	236,10	231,65	300,70	277,89	277,89	390,91	368,76	347,47	508,19	470,16	434,34	660,63	598,47	542,93			
Depreciation & Amortization	93,93	92,19	90,45	103,10	99,16	95,31	111,89	105,38	99,28	121,00	111,95	103,41	132,13	119,69	108,59			
Working Capital	(330,84)	(299,95)	(269,08)	(1,07)	14,19	28,01	(411,07)	(384,60)	(320,42)	(160,72)	(119,10)	(82,69)	(480,24)	(407,86)	(342,85)			
Capex	(85,26)	(56,27)	(32,27)	(152,74)	(118,18)	(60,89)	(143,18)	(103,30)	(68,19)	(155,12)	(109,75)	(68,84)	(165,53)	(132,47)	(86,18)			
FCFF	(91,40)	(37,92)	15,15	249,99	328,40	328,40	(51,67)	60,14	60,14	313,33	355,27	308,16	127,00	179,94	222,48			
PV of FCF	(78,28)	(32,38)	13,41	153,26	232,28	232,28	(32,43)	37,12	37,12	158,36	187,80	207,86	68,42	81,27	93,66			
Sum OF PV FCFE	289,34	446,39	585,32															

Sumber : Pengolahan dan Perhitungan Penulis

Lampiran 17 Historis dan Proyeksi Neraca Ades

AIDIS Neraca (Dalian, Kuyah Ruyah)	2004		2005		2006		2007		2008P		2009P		2010P		2011P		2013P			
<b>CURRENT ASSETS</b>	2,06	1,87	0,49	4,03	2,54	2,53	2,47	2,42	2,32	2,23	2,42	2,28	2,14	2,32	2,14	2,32	2,14	2,72	2,48	2,27
Cash and cash equivalents				8,81																
Short-term investments				7,96																
Accounts receivable				16,87		19,42	14,87	14,36	13,88	13,84	20,17	18,75	17,40	14,34	13,04	14,34	13,04	20,04	20,74	18,82
<b>Trade</b>																				
Trade payables - net of advances for doubtful accounts																				
Trade receivables																				
<b>Non-current Assets</b>																				
Trade payables - net																				
Restricted parties																				
Investment in stock	7,78	21,84	11,60	8,37	6,87	6,00	6,33	5,08	4,88	4,64	5,91	5,19	4,78	5,02	4,91	4,73	5,64	5,30	4,72	
Inventories - net	0,23	8,37	13,72	2,30	0,64	0,00	0,62	0,61	0,38	0,36	0,81	0,37	0,33	0,36	0,33	0,36	0,33	0,88	0,82	0,56
Prepaid expenses	3,02	3,58	2,37	2,24	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prepaid expenses and other current assets	6,43	3,02	1,24	1,62	1,93	1,66	1,65	1,62	1,74	1,67	1,82	1,71	1,60	1,74	1,60	1,74	1,60	2,04	1,85	1,87
Other Current Asset																				
<b>Total Current Assets</b>	23,83	60,78	30,04	33,72	32,20	31,07	29,83	24,78	23,18	23,14	30,83	28,56	26,43	23,96	21,59	23,96	21,59	34,42	30,97	27,76
<b>NON-CURRENT ASSETS</b>																				
Property, plant and equipment - net of accumulated depreciation	233,21	261,18	299,40	287,60	268,27	262,86	197,65	182,68	182,68	155,81	120,29	113,06	108,64	104,52	86,15	104,52	100,04	100,04	88,68	88,68
Accumulated depreciation	(153,87)	(133,85)	(119,26)	(141,51)	(84,57)	(82,84)	(81,72)	(80,58)	(66,93)	(66,93)	(40,69)	(48,09)	(43,86)	(42,85)	(34,47)	(42,85)	(44,64)	(44,64)	(46,44)	(46,44)
Investment in Stock	79,58	147,30	189,77	141,39	124,10	119,21	116,73	100,10	94,07	91,91	71,50	87,18	83,03	81,87	58,73	81,87	84,25	84,25	56,11	52,43
Deferred tax assets - net																				
Advanced for bond payments																				
Long Term Receivable / Affiliate Receivable																				
Other Assets																				
<b>Total Non-current Assets</b>	148,92	274,63	369,81	146,39	183,67	180,05	102,10	96,00	90,72	54,90	50,60	64,87	64,77	61,67	51,42	61,67	61,40	61,40	42,57	42,57
<b>TOTAL ASSETS</b>	192,75	282,40	299,30	280,09	245,87	243,91	231,93	220,78	213,90	188,04	181,43	193,43	171,21	166,19	138,01	166,19	171,44	171,44	73,54	73,54

Sumber : Perusahaan dan Pengolahan Penulis (Proyeksi Laporan Keuangan)





Lampiran 18 Historis dan Proyeksi Laporan Laba Rugi Ades

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
NET SALES	125.35	138.58	179.82	179.82	179.82	179.82	179.82	179.82	179.82
EXPENSES	(24.45)	(28.74)	(33.15)	(33.15)	(33.15)	(33.15)	(33.15)	(33.15)	(33.15)
NET INCOME	100.90	109.84	146.67	146.67	146.67	146.67	146.67	146.67	146.67
...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
NET INCOME FORECASTING	100.90	109.84	146.67	146.67	146.67	146.67	146.67	146.67	146.67

Sumber: Penulisan dan Pengolahan Penulis (Proyeksi Laporan Keuangan)



Lampiran 20 Hasil Perhitungan FCFE Ades

ADES	2008P		2009P		2010P		2011P		2012P		Yarnal Value	
	Optimistic	Moderate	Optimistic	Moderate	Optimistic	Moderate	Optimistic	Moderate	Optimistic	Moderate	Optimistic	Moderate
Dividend Factor (Wacc)	0.83	0.83	0.88	0.88	0.93	0.93	0.98	0.98	1.03	1.03	1.08	1.08
Free Cash Flow	(84.01)	(84.83)	(42.43)	(40.00)	(16.03)	(16.03)	(8.32)	(8.01)	(4.10)	(4.10)	(2.00)	(2.00)
EBIT	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
EBIT (1-Tax)	(58.01)	(55.83)	(24.21)	(23.00)	(9.38)	(9.38)	(4.81)	(4.61)	(2.35)	(2.35)	(1.18)	(1.18)
Depreciation & Amortization	15.43	14.84	12.72	12.25	8.64	8.64	5.81	5.61	3.81	3.81	2.58	2.58
Working Capital	(23.29)	(22.20)	7.18	6.33	(4.11)	(4.11)	(1.27)	(1.27)	0.11	0.11	(4.57)	(4.57)
Change	4.83	52.95	39.81	48.47	48.92	48.92	7.79	8.34	10.89	10.89	4.54	4.54
FCFF	(31.94)	(18.21)	14.10	16.37	36.15	36.15	8.83	11.66	14.00	14.00	7.29	7.29
EV of FCF	(18.86)	(11.77)	8.81	10.94	20.34	20.34	4.64	5.33	6.51	6.51	4.34	4.34
ADES	Optimistic	Moderate	Optimistic	Moderate	Optimistic	Moderate	Optimistic	Moderate	Optimistic	Moderate	Optimistic	Moderate
Sum of PV FCFE	16.48	23.60	32.24	32.24	32.24	32.24	32.24	32.24	32.24	32.24	32.24	32.24

Sumber : Pengolahan dan Perhitungan Penulis