

**VALUASI LEVERAGED BUYOUT  
PERENCANAAN AKUISISI  
PT. JAYA PARI STEEL, TBK (JPRS)**

**TESIS**

**HADI PRANGGONO  
0606145473**



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

**VALUASI LEVERAGED BUYOUT  
PERENCANAAN AKUISISI  
PT. JAYA PARI STEEL, TBK (JPRS)**

**TESIS**

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

**HADI PRANGGONO  
0606145473**



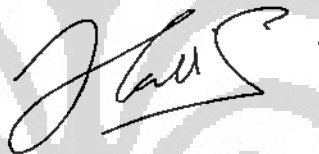
**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
NOVEMBER 2008**



## HALAMAN PENYATAAN ORISINALITAS

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

**Nama : HADI PRANGGONO**  
**NPM : 0606145473**  
**Tanda Tangan :**



**Tanggal : Agustus 2008**

## HALAMAN PENGESAHAN

Karya Akhir ini diajukan oleh :  
Nama : HADI PRANGGONO  
NPM : 0606145473  
Program Studi : MAGISTER MANAJEMEN  
Judul Karya Akhir : VALUASI LEVERAGED BUYOUT  
PERENCANAAN AKUISISI PT. JAYA PARI  
STEEL, TBK (JPRS).

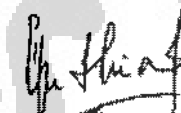
Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Alberto Daniel Hanani, MBA



Penguji : Dr. Cynthia A. Utama



Penguji : Dr. M. Muslich



Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 23 Agustus 2008

## KATA PENGANTAR

Atas berkat dan rahmat dari Allah SWT, penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Tesis ini memberikan tantangan dan kepuasan batin tersendiri bagi penulis khususnya karena bukan hanya keterbatasan literatur mengenai *leveraged buyout* tapi lebih pada bagaimana mempersiapkan struktur untuk melakukan jual beli perusahaan. Aktivitas jual beli perusahaan adalah hal yang umum dalam perkembangan bisnis, namun keinginan untuk mengidentifikasi sebanyak mungkin struktur transaksi yang membuat penulisan ini lebih menyenangkan.

Dalam menyelesaikan tesis ini penulis banyak mendapatkan bantuan dari berbagai pihak baik secara langsung maupun tidak langsung. Untuk itu dengan tulus hati penulis ingin menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan karya akhir ini, khususnya kepada:

1. Bapak Rhenald Kasali, PhD, selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia.
2. Bapak Alberto Daniel Hanani, SE, MBA, selaku dosen pembimbing tesis atas segala bimbingan, arahan, logika, dan masukannya sangat luar biasa yang beliau berikan kepada penulis sehingga tesis ini bisa diselesaikan dengan baik.
3. Bapak dan Ibu dirumah yang selalu memberikan motivasi dan dukungan baik material maupun spiritual hingga penulis dapat menyelesaikan studi ini.
4. Alfia Rositaningrum, My Hunny, yang selalu memberikan keceriaan serta sudah merelakan sebagian waktu bermain bersama selama masa studi berlangsung.
5. Pak Hariono yang selalu ceria memberikan nasehat tentang indahnya kehidupan, dan sering mentraktir teman-teman di Midori.
6. Mas Imron, dan Mas Tony, yang sering memberikan semangat untuk pantang menyerah dan menemani dalam belajar hingga larut malam.
7. Benyamin dan Yudas, yang memberikan semangat untuk ikut masuk mendaftar MMUI.
8. Mas Edy yang selalu wise dalam memberikan jalan *straight forward* dalam setiap masalah.

9. Mas Reza Pajak, Mas Handy, dan Mas Rohmat, memberikan banyak masukan tentang akuntansi dan perpajakan yang kemudian mendukung tesis ini.
10. Pak Endy, dan Arief yang semangat mendukung penulis berbagai sumber data terkini.
11. Lutfi yang selalu memberikan informasi terkini tentang pasar modal.
12. Andre Tobing, yang memberikan dasar logika tentang manajemen risiko.
13. Henry, Mas Bowo, Mas Yogas, Wylma, Mbak Melani, Yo, Ago, Mas Eko, Mbak Fani, Yani, Mbak Henny, Mas Heru, Pak Haris, Mas Reza Jangkung, Miriam, Mbak Ana, Mas Tutun, yang membantu dalam perkuliahan di kelas selama dua tahun ini, yang akhirnya banyak memberikan wawasan kepada penulis.
14. Segenap pimpinan, dosen dan karyawan MM FE-UI, yang telah membekali ilmu pengetahuan dan membantu segala sesuatunya selama masa studi.
15. Pihak perpustakaan Universitas Indonesia, yang telah membantu dalam penyediaan literatur dan data.
16. Rekan-rekan kerja terutama atasan penulis, yang telah memberikan suasana kerja yang kondusif sehingga penulis menjadi lebih bersemangat dalam menyelesaikan tesis ini.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna karena terbatasnya pengetahuan yang penulis miliki. Berbagai saran dan kritik yang membangun sangat penulis harapkan sebagai usaha penyempurnaan. Semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi semua pihak yang berkepentingan.

Jakarta, 11 Agustus 2008



Hadi Pranggono

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

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

Nama : Hadi Pranggono  
NPM : 0606145473  
Program Studi : Magister Manajemen  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis karya : Tesis

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

*VALUASI LEVERAGED BUYOUT*

**PERENCANAAN AKUISISI PT JAYA PARI STEEL, TBK (JPRS)**

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

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : Agustus 2008

Yang menyatakan



(Hadi Pranggono)

## ABSTRAK

Nama : Hadi Pranggono  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul : Valuasi *Leveraged Buyout*  
Perencanaan Akuisisi PT Jaya Pari Steel, Tbk (JPRS)

Berdasarkan pemberitaan, diduga ada pihak yang ingin mengakuisisi perusahaan PT Jaya Pari Steel, Tbk, dan diduga hal ini akan didukung oleh para pemegang saham dan manajemen dari perusahaan tersebut, serta terlebih lagi terdapat kesempatan untuk melakukan akuisisi dengan teknik *LBO*. Penelitian karya akhir ini bertujuan untuk membuat valuasi perencanaan akuisisi dengan teknik *LBO*. Skenario akuisisi perusahaan didukung dengan pembiayaan yang bersumber dari 70 % hutang, dan 30 % ekuitas. Hasil valuasi menunjukkan bahwa akuisisi JRS adalah layak karena memberikan nilai NPV positif, dan IRR diatas *bechmark*.

Kata kunci :  
Akuisisi, Valuasi, Leveraged Buyout

## ABSTRACT

Name : Hadi Pranggono  
Study Program : Magister Manajemen  
Title : Leveraged Buyout Valuation  
On PT Jaya Pari Steel, Tbk Acquisition Planning

Based on the news, we suspected there was investor wanted to acquire PT Jaya Pari Steel, Tbk, and we think it will be supported by the shareholders and managements, moreover there were chance to structure the deal using leveraged buyout technique. This objective of this theses is to conduct valuation on the company acquisition plan using *LBO* technique. The acquisition scenario will be financed using 70 % debt and 30 % equity. The final result showed that the acquisition plan is feasible because it will give a positive NPV, and IRR above *bechmark*

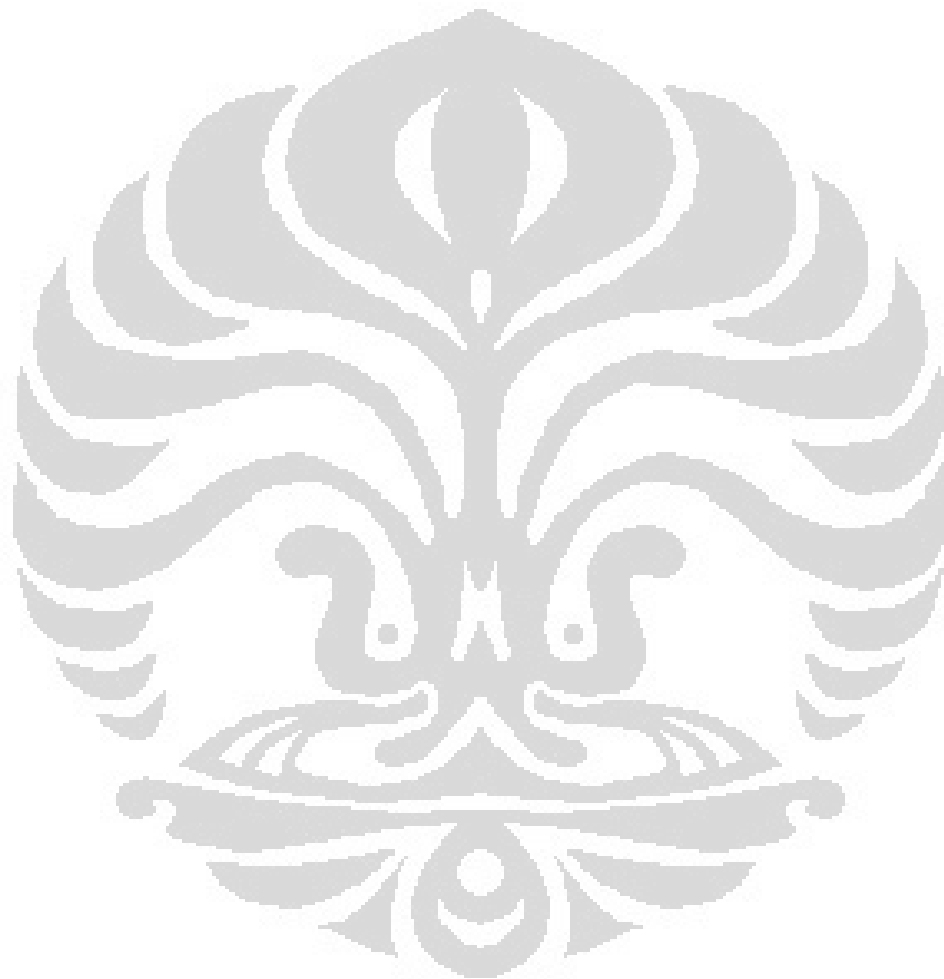
Key word :  
Acquisition, Valuation, Leveraged Buyout



## DAFTAR ISI

JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR	vi
ABSTRAK / <i>ABSTRACT</i>	vii
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	x
DAFTAR GAMBAR	xi
DAFTAR LAMPIRAN	xii
1. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah	6
1.3 Pembatasan Masalah	6
1.4 Tujuan dan Manfaat Penelitian	7
1.5 Metodologi	7
1.6 Sistematika Penulisan	8
2. LANDASAN TEORI	9
2.1 Merger dan Akuisisi	9
2.2 <i>Leveraged Buyout</i>	12
2.3 Analisis Ekonomi Makro	15
2.4 Analisis Industri	17
2.5 Analisis Laporan Keuangan	19
2.6 Proyeksi Laporan Keuangan	21
2.7 Valuasi <i>Leveraged Buyout</i>	22
2.8 Kreditur dan hutang perusahaan	26
3. GAMBARAN UMUM TARGET PERUSAHAAN	28
3.1 Sejarah Perusahaan	28
3.2 Listing di Bursa Efek Indonesia	28
3.3 Struktur pemegang saham perusahaan	28
3.4 Struktur organisasi perusahaan	29
3.5 Proses produksi <i>Hot Rolled Coil/Plate</i> JPRS	29
3.6 Produk <i>Hot Rolled Coil/Plate</i> JPRS	31
3.7 Pihak-pihak istimewa	32
4. ANALISIS BISNIS PERUSAHAAN	33
4.1 Analisis Ekonomi Makro Global	33
4.2 Analisis Ekonomi makro indonesia	35
4.3 Profil industri baja HRC/P Global	41
4.4 Profil industri baja HRC/P Indonesia	46
4.5 Analisis Industri Baja <i>Hot Rolled Coil / Plate</i>	52
4.6 Analisis laporan keuangan	58
4.6.1 Analisis Laporan Laba Rugi JPRS	58
4.6.2 Analisis Laporan Neraca JPRS	64
4.7 Pergerakan Harga Saham Perusahaan	68
4.8 Kecenderungan pemegang saham menjual saham JPRS	69
5. VALUASI <i>LEVERAGED BUYOUT</i>	76
5.1 Perencanaan akuisisi JPRS	76

5.2 Tahap Akuisisi JPRS	77
5.3 Tahap Pengelolaan JPRS	85
5.4 Tahap Penjualan JPRS	94
5.5 Hasil Valuasi Leveraged Buyout	98
6. KESIMPULAN DAN SARAN	100
5.1 Kesimpulan	100
5.1.1 Struktur transaksi akuisisi	100
5.1.2 Struktur Permodalan	100
5.1.3 Tingkat imbal hasil dan kelayakan investasi	101
5.2 Saran	101



## DAFTAR TABEL

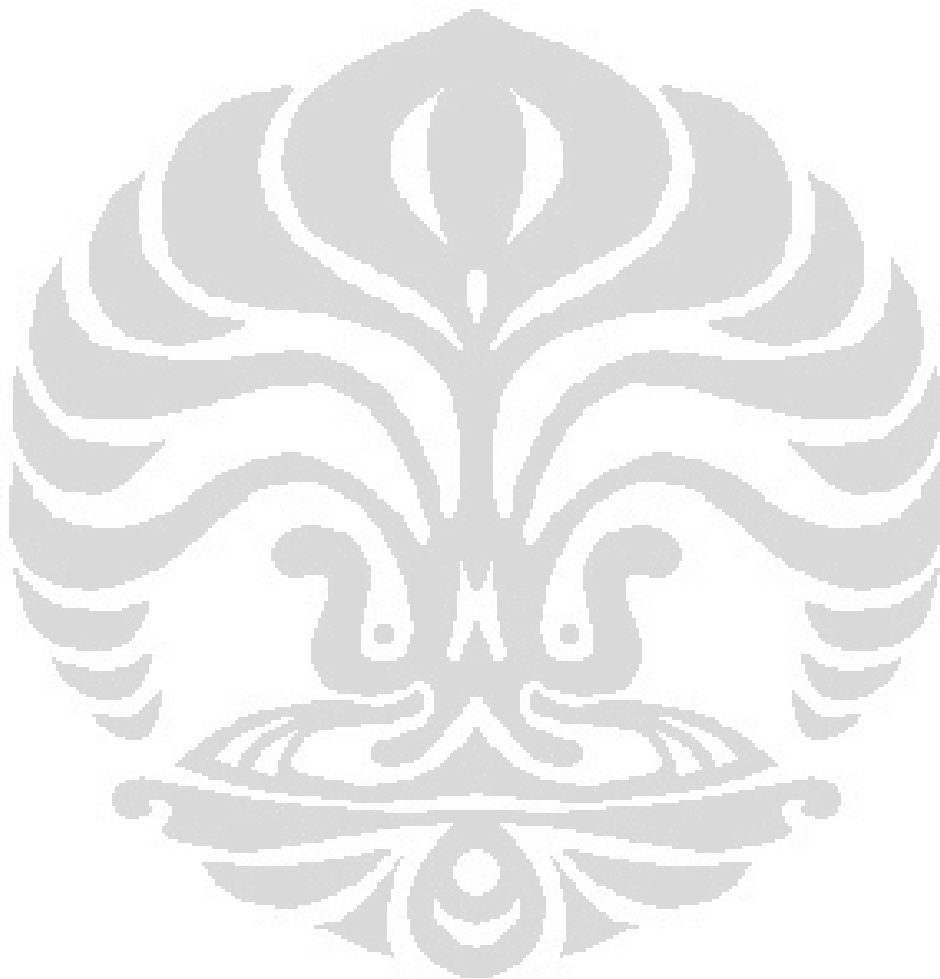
Tabel 1.1. Daftar 9 perusahaan terbuka dengan DER < 0.1	3
Tabel 1.2. Daftar ROA 9 perusahaan terbuka di Bursa Efek Indonesia	3
Tabel 2.1. <i>Default Spread Country Rating</i>	26
Tabel 2.2. Moody 2008, <i>Credit Spread</i> dan <i>Interest Coverage Ratio</i>	27
Tabel 3.1 Daftar kegiatan <i>corporate action</i> perusahaan	28
Tabel 3.2. Struktur pemegang saham perusahaan	29
Tabel 4.1. Tabel indikator pertumbuhan ekonomi indonesia	37
Tabel 4.2 Perkembangan produksi <i>crude steel global</i>	45
Tabel 4.3 Daftar perusahaan produsen <i>Hot Rolled Coil/Plate</i> di Indonesia	47
Tabel 4.4 Pertumbuhan penjualan pada industri baja terhadap indeks	59
Tabel 4.5 Komposisi ekspor penjualan <i>HRC/P</i> JPRS	59
Tabel 4.6 Marjin laba kotor JPRS dan Industri baja <i>HRC/P</i>	60
Tabel 4.7 Pertumbuhan laba kotor JPRS	60
Tabel 4.8 Marjin laba usaha JPRS	61
Tabel 4.9 Perkembangan marjin laba usaha JPRS	61
Tabel 4.10 Marjin laba sebelum pajak JPRS	62
Tabel 4.11 Marjin laba sebelum pajak dan pembayaran bunga JPRS	63
Tabel 4.12 <i>Profit Margin</i> JPRS	64
Tabel 4.13 Pertumbuhan aktiva JPRS	64
Tabel 4.14 <i>Commonsize</i> dari neraca perusahaan JPRS sisi aktiva	65
Tabel 4.15 Rasio likuiditas perusahaan JPRS	65
Tabel 4.16 Perbandingan kinerja operasional JPRS dan Industri	65
Tabel 4.17 <i>Commonsize</i> dari neraca perusahaan sisi kewajiban	67
Tabel 4.18 <i>Commonsize</i> dari neraca perusahaan sisi ekuitas	68
Tabel 4.19 ROE JPRS	72
Tabel 4.20 Proyeksi Laba Rugi JPRS 2008	73
Tabel 5.1 Rekap perhitungan pembelian saham	81
Tabel 5.2 Proyeksi Laporan Laba Rugi JPRS Tahun 2008	82
Tabel 5.3 Proyeksi Laporan Aktiva JPRS Tahun 2008	84
Tabel 5.4 Proyeksi Laporan Kewajiban dan Ekuitas JPRS Tahun 2008	84
Tabel 5.5 Rekap perhitungan rencana obligasi perusahaan	87
Tabel 5.6 Proyeksi laporan Laba Rugi JPRS Tahun 2009 – 2010	89
Tabel 5.7 Proyeksi laporan Aktiva JPRS Tahun 2009 – 2010	91
Tabel 5.8 Proyeksi laporan Ekuitas dan Kewajiban JPRS Tahun 2009 - 2010	91
Tabel 5.9 Perhitungan <i>beta</i>	92
Tabel 5.10 Perhitungan <i>cost of equity</i> perusahaan JPRS	93
Tabel 5.11 <i>Free cash flow to equity</i> JPRS	94
Tabel 5.12 Proyeksi Laporan Laba Rugi JPRS Tahun 2011	96
Tabel 5.13 Proyeksi Laporan Aktiva JPRS Tahun 2011	96
Tabel 5.14 Proyeksi Laporan Kewajiban dan Ekuitas JPRS Tahun 2011	97
Tabel 5.15 <i>Cost of Equity</i> perusahaan JPRS	97
Tabel 5.16 Valuasi <i>leveraged buyout</i>	99

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1. Historis Merger dan Akuisisi di Indonesia	1
Gambar 1.2. Grafik Historis Suku Bunga	5
Gambar 2.1. Skema Merger	10
Gambar 2.2. Skema Akuisisi	11
Gambar 2.3. Perkembangan nilai transaksi <i>LBO</i> di Amerika Serikat	13
Gambar 2.4. Perkembangan jumlah transaksi <i>LBO</i> di Amerika Serikat	14
Gambar 2.5. Kekuatan Persaingan dalam Industri	17
Gambar 2.6. Grafik IGSYC	25
Gambar 4.1. Agregat pertumbuhan ekonomi global	33
Gambar 4.2. Agregat inflasi global	34
Gambar 4.3. Indeks harga komoditas dan harga logam global	34
Gambar 4.4. Perkembangan tingkat suku bunga global	35
Gambar 4.5. Tingkat pertumbuhan ekonomi indonesia	36
Gambar 4.6. Perkembangan tingkat inflasi Indonesia	38
Gambar 4.7. Sasaran inflasi Indonesia	39
Gambar 4.8. Perkembangan level BI Rate	39
Gambar 4.9. Perkembangan nilai tukar rupiah	40
Gambar 4.10. Perkembangan produksi <i>HRC/P</i> Global	42
Gambar 4.11. Perkembangan konsumsi <i>HRC/P</i> Global	42
Gambar 4.12. Perkembangan harga <i>HRC/P</i> global	43
Gambar 4.13. Perkembangan harga <i>slab</i> baja global	45
Gambar 4.14. Perkembangan produksi industri <i>HRC/P</i> indonesia	47
Gambar 4.15. Perkembangan ekspor impor <i>HRC/P</i> di indonesia	48
Gambar 4.16. Perkembangan produksi pipa baja domestik	49
Gambar 4.17. Produksi <i>Colr Roller Coil / Plate</i> domestik	49
Gambar 4.18. Perkembangan produksi baja profil domestik	50
Gambar 4.19. Perkembangan konsumsi <i>HRC/P</i> Industri otomotif	51
Gambar 4.20. Perkembangan konsumsi galangan kapal domestik	52
Gambar 4.21. Perkembangan Net Ekspor negara china	53
Gambar 4.22. Pergerakan harga saham JPRS	69
Gambar 5.1. Posisi perusahaan holding dan perusahaan X	77
Gambar 5.2. Posisi perusahaan holding, X dan JPRS setelah akuisisi	78
Gambar 5.3. Posisi Struktur akhir akuisisi JPRS	79
Gambar 5.4. Perkembangan harga saham JPRS 90 hari terakhir	79

## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1. Rekap laporan keuangan JPRS 2002 - 2007
- Lampiran 2. Rekap proyeksi laporan keuangan JPRS 2008 - 2011
- Lampiran 3. Regresi saham JPRS
- Lampiran 4. Bechmark LBO Internasional sektor baja
- Lampiran 5. Kepemilikan saham PT Jaya Pari Steel
- Lampiran 6. Rasio Keuangan



## BAB 1

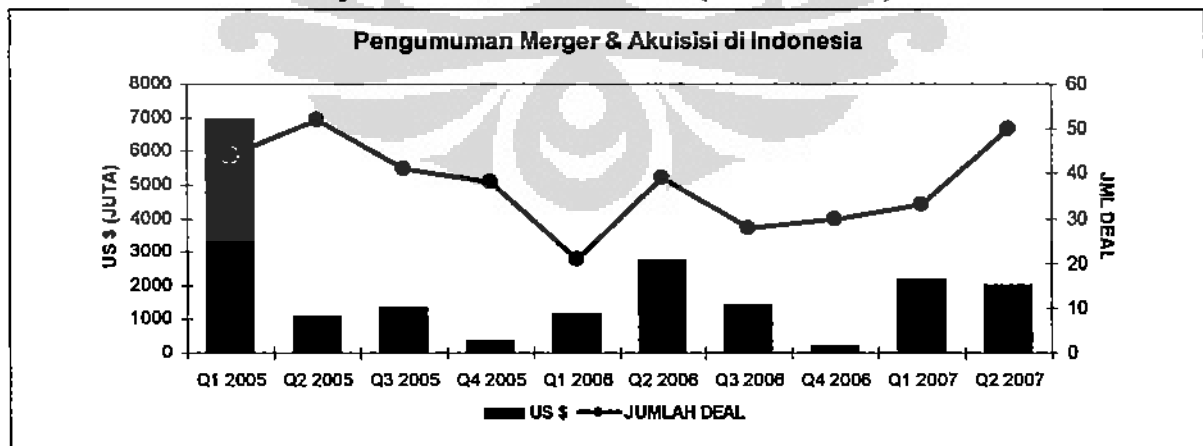
### PENDAHULUAN

#### 1.1. Latar Belakang

Pada pertengahan september 2007, analis pasar modal Robin Setiawan melaporkan pergerakan saham PT Jaya Pari Steel, Tbk (JPRS) tampak menguat naik dibandingkan dengan pergerakan harga sebelumnya, adapun alasannya adalah para investor melihat bahwa fundamental JPRS cukup menjanjikan karena diperkirakan pendapatan JPRS akan naik seiring dengan naiknya harga komoditi baja. Robin setiawan menambahkan bahwa tidak menutup kemungkinan JPRS menjadi target akuisisi perusahaan asing, dan dilaporkan bahwa terdapat wakil dari investment bank Credit Lyonnais Securities Asia Indonesia melakukan company visit ke JPRS. (Investor Daily, 10 Desember 2007).

Mengamati lebih mendalam berita company visit CLSA pada JPRS dan adanya kecenderungan JPRS menjadi target akuisisi tersebut menunjukkan bahwa akuisisi adalah hal yang umum dalam aktivitas bisnis perusahaan. Di Indonesia, aktivitas akuisisi banyak terjadi di sektor-sektor yang mengalami pertumbuhan yang tinggi, diantaranya sektor energi dan pertambangan, pertanian, telekomunikasi, consumer goods, manufaktur serta keuangan.

Gambar 1.1. Historis Merjer & Akuisisi di Indonesia ( 2005 -- 2007 )



Sumber : Price Water House Cooper.

Gambar 1.1 menunjukkan bahwa memasuki kuartal pertama tahun 2007 jumlah volume dan nilai transaksi merger dan akuisisi di Indonesia mengalami

peningkatan semenjak periode sebelumnya. Industri baja dimana industri dari JPRS, adalah salah satu industri yang sering mengadopsi merger dan akuisisi sebagai alat untuk bertumbuh dan berkembang menjadi perusahaan global. Hal ini sudah dibuktikan oleh perusahaan Mittal yang berhasil tumbuh dan berkembang melalui M&A semenjak tahun 1960-an.

Tindakan agen CLSA melakukan company visit ke JPRS mengandung arti bagi para pelaku pasar yang perlu untuk diperhatikan lebih lanjut. Tindakan terjadinya company visit menunjukkan disahkannya entitas pihak luar yaitu agen dari CLSA untuk mengamati lebih mendetail kondisi internal perusahaan JPRS. Pada dasarnya adalah mutlak tidak mungkin para pihak manajemen perusahaan akan mengizinkan pihak luar untuk melakukan company visit dan membuka kondisi internal kecuali untuk tujuan tertentu yang tidak membahayakan bisnis perusahaan. Disisi lain, fakta menunjukkan bahwa memang benar CLSA adalah perusahaan investment bank yang sering melakukan pendampingan bagi pihak-pihak yang ingin melakukan aktivitas jual beli perusahaan. Kedua berita ini memberikan beberapa dugaan diantaranya adalah (1) bahwa diduga pada waktu sebelumnya telah terjadi persetujuan antara suatu perusahaan (klien CLSA) dengan pendampingan CLSA untuk mengakuisisi JPRS. (2) bahwa diduga memang ada niat dari para shareholder untuk menjual kepemilikannya kepada pihak lain. (3) Bahwa diduga persetujuan tersebut bersifat *friendly takeover* karena berita company visit ini tidak terungkap mendetail di berita yang ada di pasar.

Dugaan aktivitas akuisisi klien CLSA terhadap JPRS tidak lepas dari aktivitas analisis terhadap keuangan perusahaan sebelum terjadinya penawaran terhadap JPRS. Adalah wajar jika para analis CLSA sebagai pendamping akan membantu klien untuk menentukan harga yang sesuai untuk membeli saham milik CLSA, karena harga yang dibayarkan oleh klien CLSA diharapkan dapat terbayar oleh nilai ekonomi yang mampu dihasilkan oleh JPRS beserta sinergi yang terjadi. Mengamati performa keuangan perusahaan JPRS, terdapat beberapa hal temuan yang cukup menarik pada laporan keuangan JPRS tersebut, antara lain :

Tabel 1.1. Daftar 9 perusahaan terbuka dengan DER &lt; 0.1

NAMA PERUSAHAAN	QUOTE	2003	2004	2005	2006	2007
Centrin Online Tbk	CENT	0.130	0.100	0.110	0.060	0.000
Inti Kapuas Arowana Tbk	IIKP	0.300	0.310	0.070	0.020	0.017
Ciptojaya Kontrindoreksa Tbk	CKRA	0.020	0.020	0.020	0.030	0.050
Roda Panggon Harapan Tbk	RODA	0.050	0.080	0.050	0.030	0.050
Mas Murni Indonesia Tbk	MAMI	-5.380	0.060	0.080	0.060	0.060
Mandom Indonesia Tbk	TCID	0.130	0.190	0.190	0.110	0.077
Jaya Pari Steel Tbk	JPRS	0.450	0.890	0.250	0.060	0.060
Intanwijaya Internasional Tbk	INCI	0.170	0.170	0.120	0.130	0.100
Mustika Ratu Tbk	MRAT	0.170	0.190	0.140	0.100	0.100

Sumber : Performance Report, Bursa Efek Indonesia.

Tabel 1.2. Daftar ROA 9 Perusahaan Terbuka di Bursa Efek Indonesia (%)

NAMA PERUSAHAAN	QUOTE	2003	2004	2005	2006	2007	Rata2 ROA 3 thn	Rata2 ROA 5 thn
Jaya Pari Steel Tbk	JPRS	18.0	15.2	36.5	23.9	20.0	26.8	22.7
Mandom Indonesia Tbk	TCID	23.0	23.5	25.3	24.7	21.3	23.8	23.5
Mustika Ratu Tbk	MRAT	10.0	5.5	7.0	3.9	4.7	5.2	6.2
Intanwijaya Internasional Tbk	INCI	4.2	6.7	9.4	9.4	-2.9	5.3	5.3
Mas Murni Indonesia Tbk	MAMI	4.4	26.8	-4.2	0.9	-4.2	-2.5	4.7
Centrin Online Tbk	CENT	6.5	8.6	6.5	1.9	0.0	2.8	4.7
Inti Kapuas Arowana Tbk	IIKP	2.4	1.0	-6.9	1.0	4.4	-0.5	0.4
Ciptojaya Kontrindoreksa Tbk	CKRA	0.4	-0.3	0.0	0.1	0.5	0.2	0.2
Roda Panggon Harapan Tbk	RODA	-0.8	-2.5	-2.1	-2.7	0.6	-1.4	-1.5

Sumber : Performance Report, Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan pada laporan keuangan perusahaan, diidentifikasi bahwa JPRS sebagai salah satu dari 9 perusahaan yang memiliki hutang perusahaan yang sangat rendah di dibandingkan perusahaan lain di Bursa Efek Indonesia, dimana *Debt Equity Ratio* dari JPRS pada tahun 2007 adalah sebesar 0.08 turun dari 0.45 pada tahun 2003. Selanjutnya dengan membandingkan Tingkat *Debt Equity Ratio* dengan nilai *Return on Asset* menunjukkan bahwa JPRS memiliki nilai *ROA* yang cukup tinggi dan menempati posisi 1 dibandingkan 9 perusahaan tersebut, yaitu sebesar 20 % pada tahun 2007, dan dengan rata-rata *ROA* pada 5 tahun terakhir sebesar 22.7 %. Nilai *ROA* sebesar 22.7 % tersebut sudah otomatis disesuaikan dengan transaksi *off balance sheet* dari aktivitas *leasing* dan *R&D*, karena JPRS tidak memiliki pengeluaran biaya perusahaan dalam bentuk *leasing* dan *R&D*.

Menariknya dari laporan keuangan perusahaan JPRS ini adalah JPRS memiliki nilai *ROA* yang tinggi namun memiliki tingkat hutang yang sangat rendah. Hal ini sangat bertentangan dengan prinsip dasar manajemen keuangan



perusahaan yaitu seharusnya manajemen JPRS dapat membukukan hutang jauh lebih besar dari tingkat hutang saat ini menuju kapasitasnya untuk mencapai tingkat hutang yang optimal. Pertanyaan besar bagi manajemen JPRS adalah mengapa manajemen JPRS tidak melakukan optimalisasi kapasitas hutang tersebut dan memilih untuk menetapkan tingkat hutang yang cenderung minimal. Menanggapi kondisi ini maka diduga sebagai berikut, antara lain : (1) Dengan melihat performa keuangan perusahaan yang baik utamanya tampak dari rating perusahaan yang masuk pada kriteria investasi (AA), maka seharusnya manajemen dapat dengan mudah mencari ataupun menciptakan instrumen hutang di pasar. Jika kemudian manajemen berhasil mendapatkan hutang, kemudian manajemen dapat melakukan rekapitalisasi modal, dan mengembalikan sebagian ekuitas pada shareholder. Diduga ada alasan khusus mengapa management tidak membukukan hutang dan memilih rasio tingkat hutang terhadap ekuitas yang rendah (2) Karena rasio hutang terhadap ekuitas yang rendah telah dilakukan selama tiga tahun terakhir, maka diduga ada kemungkinan bahwa pemilihan kebijakan tingkat hutang yang rendah adalah keinginan dan kebijakan dari para shareholder. Kemungkinan tersebut menunjukkan bahwa ada maksud lain yang sulit diidentifikasi yang menjadi motif pemegang saham, dan menjadi prioritas dibandingkan tujuan umum perusahaan pada peningkatan kesejahteraan para pemegang sahamnya.

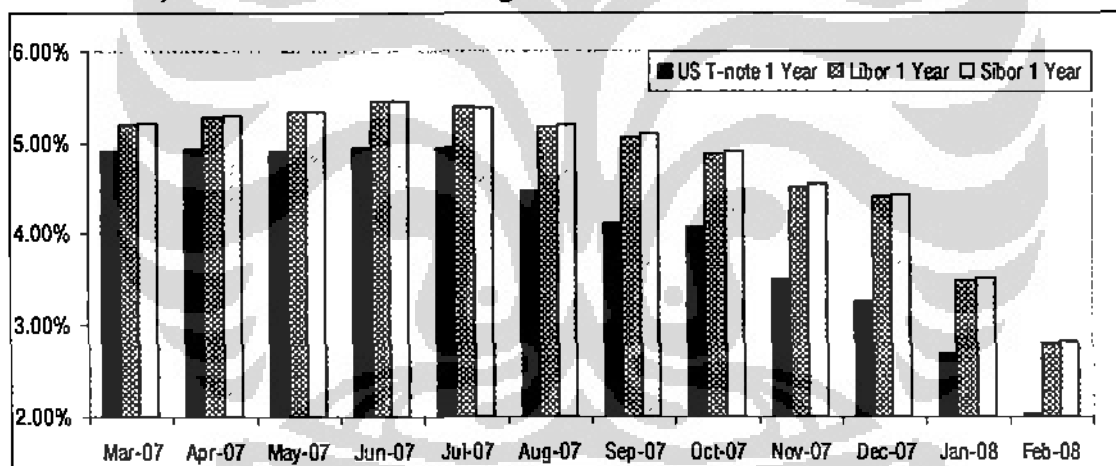
Kondisi tingkat hutang yang rendah dari JPRS dan tingkat kapasitas berhutang yang tinggi semakin memberikan motivasi bagi pihak pembeli JPRS. Pihak pembeli perusahaan akan semakin berminat membeli target perusahaan jika target perusahaan memiliki hutang yang rendah, artinya pihak pembeli semakin jelas bahwa tidak terdapat kewajiban lain yang dapat mengikat dan menyusahkan calon pemilik di kemudian hari. Terlebih lagi dengan upaya melakukan strukturisasi keuangan yang sesuai, maka pihak pembeli dapat mengeksploitasi kondisi tingkat hutang yang rendah tersebut untuk mendukung transaksi pembelian dengan menggunakan hutang yang kemudian dikenal dengan nama teknik *Leveraged Buyout (LBO)*.

Teknik *LBO* sering digunakan untuk mengeksploitasi target perusahaan yang tidak menggunakan secara optimal kemampuan keuangan perusahaan dalam

berhutang. Didalam teknik ini, pihak pengakuisisi akan menerbitkan hutang untuk mendapatkan uang, dan menggabungkannya dengan uang dari modal sendiri untuk mendanai transaksi akuisisi target perusahaan. Transaksi ini berakhir pada upaya memindahkan hutang tersebut pada target perusahaan yang telah diakuisisi. Berdasarkan hal ini, kami duga bahwa besar kemungkinan transaksi pembelian perusahaan JPRS akan menggunakan teknik *LBO*.

Salah satu hal yang mendukung adanya *LBO* adalah tersedianya fasilitas pembiayaan untuk proses akuisisi perusahaan. Diidentifikasi bahwa kebijakan tingkat bunga yang dirilis oleh *The Fed* semakin rendah menyusul karena krisis dari *sub prime mortgage* yang melanda institusi perbankan amerika. Keputusan *The Fed* ini adalah mengakibatkan tingkat bunga pinjaman dalam mata uang USD semakin rendah, dan ini juga semakin diikuti oleh berbagai institusi lembaga keuangan di seluruh dunia.

Gambar 1.2, Grafik historis Suku Bunga



Sumber : *The Fed* Statistic

Kecenderungan penurunan suku bunga pinjaman bank mengakibatkan terdapat kesempatan untuk meminjam hutang lebih banyak karena kemampuan membayar bunga bank yang lebih besar. Oleh karena itu harapannya adalah volume kegiatan untuk berhutang dan khususnya *Leveraged Buyout* akan naik.

Ujung dari aktivitas *LBO* adalah untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang menarik yang merupakan idaman setiap investor. Umumnya sejarah menunjukkan bahwa aktivitas *LBO* mampu mendapatkan tingkat keuntungan dari indek baik pasar saham maupun obligasi, walaupun pada saat resesi yang terjadi adalah sebaliknya. Aktivitas *LBO* memang dibutuhkan karena dapat memberikan

alternatif bagi para manajer investasi untuk kebutuhan portofolionya. Manajer investasi tentunya dapat melihat peluang adanya kesempatan untuk melakukan *Leveraged Buyout* terhadap JPRS tersebut, dan berpotensi membuat tawaran tandingan atas adanya tawaran akuisisi yang diajukan klien CLSA terhadap JPRS. Namun, sebelum mengarah pada proses akuisisi, perlu dilakukan analisis valuasi untuk menilai kelayakan investasi dari aktivitas *Leveraged Buyout* untuk mengakuisi JPRS.

### 1.2. Perumusan Masalah

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk melakukan valuasi *Leveraged Buyout* perencanaan akuisisi PT Jaya Pari Steel, Tbk, adapun beberapa hal yang akan dijawab dari penelitian ini antara lain :

1. Bagaimanakah struktur transaksi penawaran akuisisi / *deal structure* dari *LBO* ?
2. Bagaimanakah struktur modal untuk kebutuhan *LBO* ?
3. Berapa nilai estimasi tingkat keuntungan dan kelayakan dari aktivitas akuisisi *LBO* ?

### 1.3. Pembatasan Masalah

Berikut ini adalah pembatasan masalah yang masuk dalam penulisan tesis ini, antara lain :

1. Penelitian ini mengasumsikan sebagai Investor dengan bentuk usaha holding konglomerasi finansial, yang salah satu aktivitas bisnisnya adalah melakukan akuisisi sebagai bagian dari upaya diversifikasi portofolio konglomerasi secara global. Perusahaan holding adalah perusahaan yang terpercaya dan memiliki reputasi yang baik serta memiliki kondisi laporan keuangan yang baik. Asumsinya adalah rating perusahaan adalah A.
2. Investor tidak mengalami kesulitan untuk mengumpulkan dana dari sumber dana global.
3. Investor tidak mengalami kesulitan untuk mendapatkan pinjaman, sehingga waktu pencairan pinjaman tidak memberikan efek pada perencanaan keuangan.

4. Investor memiliki prinsip untuk berinvestasi secara optimal dan mendapatkan keuntungan yang tinggi.
5. Valuasi ini ditujukan untuk melakukan persiapan penawaran tandingan, karenanya akan disiapkan skenario terburuk yaitu dengan sistem pengambilalihan dengan paksa / *hostile take over* melalui penawaran tander over, maka data yang digunakan adalah data publik.

#### 1.4. Tujuan dan Manfaat Penelitian

Tujuan dan manfaat dari penelitian Valuasi *Leveraged Buyout* PT Jaya Pari Steel ini adalah mempersiapkan penilaian perencanaan akuisisi terhadap PT Jaya Pari Steel dengan menggunakan teknik *Leveraged Buyout*. Hasil dari penelitian ini mungkin dapat digunakan sebagai acuan awal oleh berbagai pihak untuk diteliti lebih lanjut antara lain :

- Pihak Manajemen dapat menggunakan penelitian ini untuk merencanakan management buyout, membeli JPRS dari para shareholder.
- Pihak shareholder dan calon investor dapat menggunakan penelitian ini untuk mengakuisisi seluruh kepemilikan dari shareholder yang lain.

#### 1.5. Metodologi

Metode penelitian yang digunakan dalam tugas karya akhir ini meliputi beberapa tahapan, yaitu :

##### 1. Pengumpulan data.

- Telaah Pustaka

Telaah pustaka merupakan kegiatan yang meliputi studi bahan-bahan berupa *textbook*, dan sumber tertulis lainnya yang ada kaitannya dengan permasalahan yang dibahas dalam karya akhir ini.

- Data Perusahaan

Data perusahaan yang diperlukan adalah laporan keuangan dari auditor independen.

##### 2. Proses Valuasi *Leveraged Buyout*.

## 1.6. Sistematika Penulisan

Penulisan karya akhir valuasi *Leveraged Buyout* perencanaan akuisisi PT Jaya Pari Steel, Tbk ini disusun dengan sistematika sebagai berikut :

### Bab 1 Pendahuluan

Bab ini berisi latar belakang penulisan, perumusan masalah, pembatasan masalah, tujuan & manfaat penelitian, metodologi penelitian serta sistematika penulisan.

### Bab 2 Landasan Teori

Bab ini menguraikan teori-teori, konsep-konsep, dan best practice yang ada, yang dapat digunakan dalam mendukung penelitian valuasi *Leveraged Buyout* PT Jaya Pari Steel. Adapun pembahasan teori ini akan membahas konsep merger & akuisisi, *Leveraged Buyout*, dan teknik valuasi perusahaan.

### Bab 3 Gambaran Umum Perusahaan

Bab ini akan khusus membahas sejarah, latar belakang, serta bisnis perusahaan.

### Bab 4 Analisis Bisnis Perusahaan

Pada bab ini akan dibahas lingkungan bisnis dari industri manufaktur baja hot rolled steel, mulai dari analisa industri makro hingga analisa terhadap aktivitas bisnis perusahaan melalui laporan keuangan, serta kecenderungan penjualan saham dari pemegang saham perusahaan.

### Bab 5 Analisis Valuasi *Leveraged Buyout*

Bab ini menguraikan hasil pengolahan data dan pembahasan penelitian yang dilakukan. Pembahasan bab ini didasarkan atas perhitungan yang mengacu pada teori-teori atau konsep-konsep yang dijelaskan di Bab 2, dimulai dengan identifikasi asumsi-asumsi, perencanaan transaksi untuk strategi pembelian dan penjualan perusahaan, serta valuasi *Leveraged Buyout*.

### Bab 6 Kesimpulan dan Saran

Bab ini akan menguraikan ringkasan kesimpulan atas penelitian valuasi *Leveraged Buyout* perencanaan akuisisi PT Jaya Pari Steel, dan memberikan saran untuk pengembangan lebih lanjut.

## BAB 2

### LANDASAN TEORI

#### 2.1. Merger dan Akuisisi

Aktivitas merger akuisisi semakin meningkat seiring dengan semakin intensnya perkembangan ekonomi yang semakin global, dan di Indonesia merger dan akuisisi menunjukkan skala peningkatan yang cukup signifikan dari tahun ke tahun.

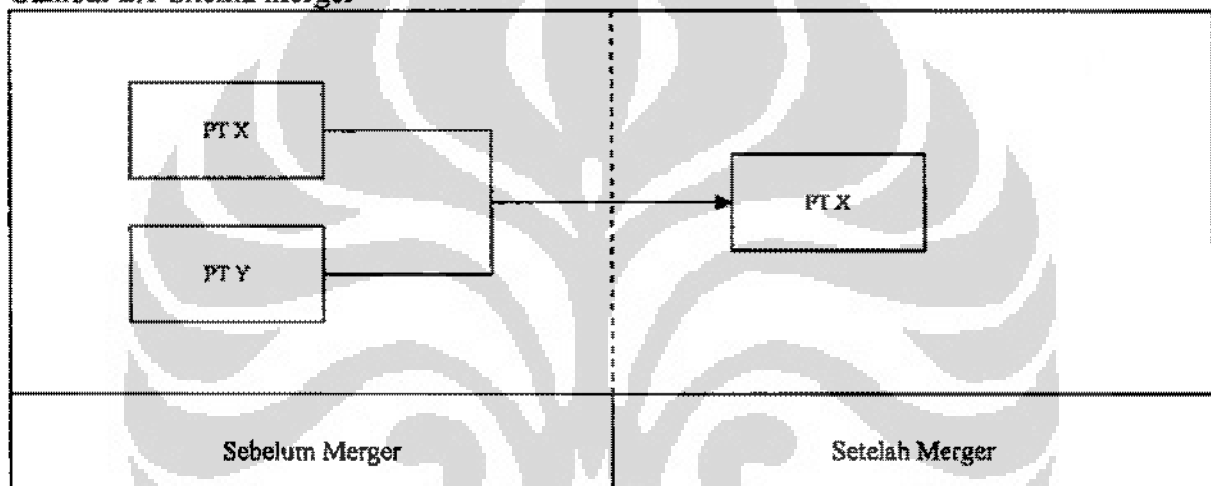
Dari sisi keuangan perusahaan, merger dan akuisisi adalah suatu bentuk keputusan investasi jangka panjang sehingga diperlukan perhatian seksama untuk melakukan penganggaran modal. Penganggaran modal harus diinvestigasi dan dianalisis dari aspek kelayakan bisnisnya. Berdasarkan sudut pandang strategis perusahaan maka merger dan akuisisi adalah salah satu alternatif strategi untuk menumbuhkembangkan perusahaan melalui pengembangan jalur eksternal untuk mencapai tujuan perusahaan. Maka pada akhirnya tujuan dari merger dan akuisisi adalah untuk membangun keunggulan kompetitif perusahaan jangka panjang yang pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan atau memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan atau pemegang saham.

#### Merger

Merger adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan yang kemudian hanya ada satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum, sementara yang lainnya menghentikan aktivitasnya atau bubar. Dari sisi hukum, maka merger adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh satu perseroan atau lebih untuk menggabungkan diri dengan perseroan lain yang telah ada dan selanjutnya perseroan yang menggabungkan diri menjadi bubar. Ikatan akuntansi Indonesia memberikan definisi berdasarkan perspektif akuntansi bahwa merger adalah salah satu metode penyatuan usaha. Penyatuan usaha didefinisikan sebagai penyatuan dua atau lebih perusahaan yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi karena perusahaan menyatu dengan perusahaan lain atau memperoleh kendali atas aktiva atau operasi perusahaan lain.

Pihak yang masih hidup atau yang menerima merger dinamakan sebagai *surviving firm* atau pihak yang mengeluarkan saham *issuing firm*. Sementara untuk perusahaan yang berhenti atau bubar setelah terjadi merger dinamakan *merged firm*. *Surviving firm* dengan sendirinya memiliki ukuran size yang semakin besar karena seluruh asset dan kewajiban dari merger firm dialihkan kepada *surviving firm*. perusahaan yang dimerger akan meninggalkan status hukumnya sebagai entitas yang terpisah dan setelah merger statusnya berubah menjadi bagian dibawah *surviving firm*. Demikian perusahaan tersebut tidak dapat bertindak lagi atas namanya sendiri.

Gambar 2.1 Skema merger



Sumber : Joseph H. Marren, M&A, Valuation Handbook, 1994.

### Akuisisi

Akuisisi adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambilalih seluruh atau sebagian besar saham perseroan yang dapat mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap perseroan tersebut. Pada dasarnya akuisisi adalah suatu penggabungan usaha dimana salah satu perusahaan yang pengakuisisi memperoleh kendali atas aktiva netto dan operasi perusahaan yang diakuisisi dengan memberikan aktiva tertentu mengakui suatu kewajiban, atau mengeluarkan saham.

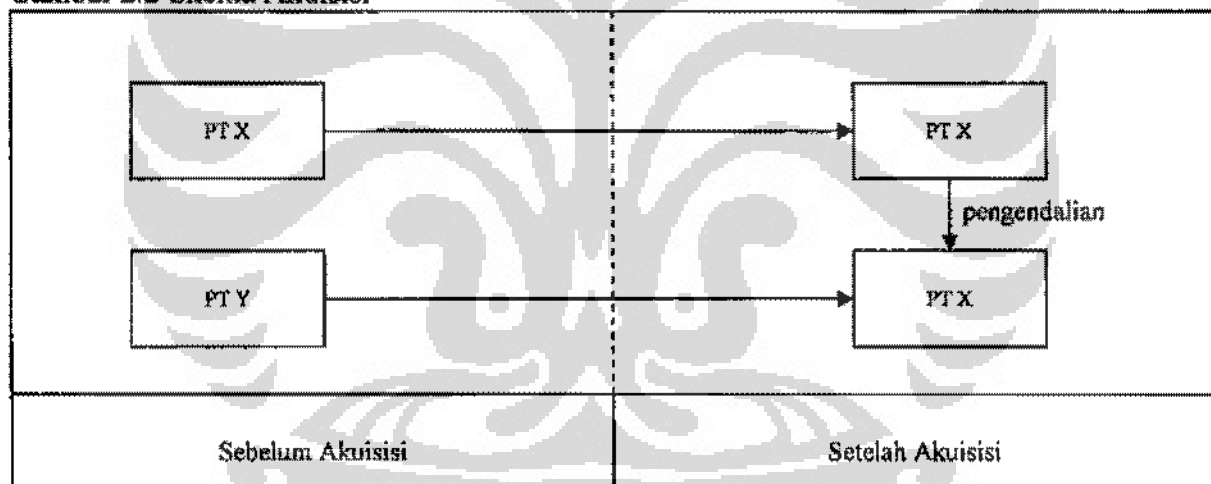
Akuisisi adalah bentuk pengambilalihan kepemilikan perusahaan oleh pihak pengakuisisi sehingga mengakibatkan berpindahnya kendali atas perusahaan yang diambil alih tersebut. Biasanya pihak pengakuisisi memiliki ukuran

perusahaan yang lebih besar dibandingkan pihak yang diakuisisi. yang dimaksud dengan pengendalian adalah kekuatan yang berupa kekuasaan untuk :

1. mengatur kebijakan keuangan dan operasi perusahaan
2. mengangkat dan memberhentikan manajemen
3. mendapatkan hak suara mayoritas dalam rapat direksi.

Dengan adanya pengendalian ini maka pengakuisisi akan mendapatkan manfaat dari perusahaan yang diakuisisi. Akuisisi berbeda dengan merger karena akuisisi tidak menyebabkan pihak lain bubar sebagai entitas hukum. Perusahaan yang terlibat dalam akuisisi secara yuridis masih tetap berdiri dan beroperasi secara independen tetapi telah terjadi pengendalian oleh pihak pengakuisisi. Beralihnya kendali berarti pengakuisisi memiliki mayoritas saham berhak suara (*voting stocks*) yang biasanya ditunjukkan atas kepemilikan lebih dari 50 persen saham berhak suara tersebut.

Gambar 2.2 Skema Akuisisi



Sumber : Joseph H. Marren, M&A, Valuation Handbook, 1994.

### Konglomerasi Finansial

Merger konglomerat adalah tindakan aktivitas merger yang dilakukan oleh berbagai perusahaan yang masing-masing tidak memiliki aktivitas hubungan bisnis secara langsung dan terkait. (Weston, 2004). Diantara berbagai tipe merger, merger konglomerat adalah aktivitas merger yang dilakukan oleh kelompok bisnis konglomerat finansial. Konglomerat finansial melakukan aktivitas merger dan akuisisi bertujuan untuk tindakan fungsi ekonomi yaitu untuk mengurangi risiko melalui diversifikasi Kombinasi dari kepemilikan saham yang memiliki korelasi



negatif dapat mengurangi variansi dari imbal hasil atas saham didalam portofolio perusahaan tersebut.

Konglomerasi finansial melakukan aktivitas merger dan akuisisi dengan dasar akan adanya sinergi finansial, karena pada dasarnya konglomerasi finansial tidak terlalu aktif dalam mempengaruhi operasional dari masing-masing portofolionya. Karena adanya sinergi finansial inilah konglomerasi finansial berani untuk memberikan harga premium ketika ingin mengakuisisi perusahaan lain. Tujuan utama dari sinergi finansial adalah keinginan untuk meningkatkan arus kas perusahaan, meminimalkan biaya modal perusahaan, alokasi dan optimalisasi asset produktif perusahaan, peningkatan efektivitas kapasitas hutang, dan optimalisasi kebijakan pajak.

## **2.2 Leveraged Buyout**

*Leveraged Buyout* adalah teknik untuk mengakuisisi sebuah perusahaan atau divisi perusahaan dengan pembiayaan yang terdiri dari modal ekuitas dan proporsi hutang yang besar (Gaughan, 1999). Penggunaan hutang untuk membiayai aktivitas *LBO* mendatangkan keuntungan dan risiko tersendiri, dan risiko paling besar yang perlu untuk dihindari adalah kemungkinan atas terjadinya pailit, namun masih ada yang lain seperti resesi, tuntutan pengadilan, perubahan kebijakan pemerintah, dll.

Bagi manajemen, dengan adanya penggunaan hutang yang cukup besar dari *LBO* dapat mendorong manajemen untuk bekerja lebih baik sehingga dapat meningkatkan performansi kerja perusahaan.

Dengan adanya penggunaan hutang pada transaksi *LBO*, maka akan berdampak pada meningkatnya nilai rasio hutang perusahaan. Oleh karena itu, dengan menggunakan teknik *LBO*, pihak pengakuisisi dapat mengakuisisi seluruh kepemilikan saham perusahaan hanya dengan modal yang jauh lebih kecil.

Skema *LBO* adalah skema yang unik, karena setiap peristiwa *LBO* memiliki karakter struktur masing-masing sesuai dengan kondisi lingkungan bisnis dan permasalahan yang dihadapi. Walaupun disusun dengan pendekatan yang berbeda, namun tujuan dari *LBO* harus tetap tercapai yaitu untuk membeli perusahaan dengan komposisi hutang dan ekuitas.

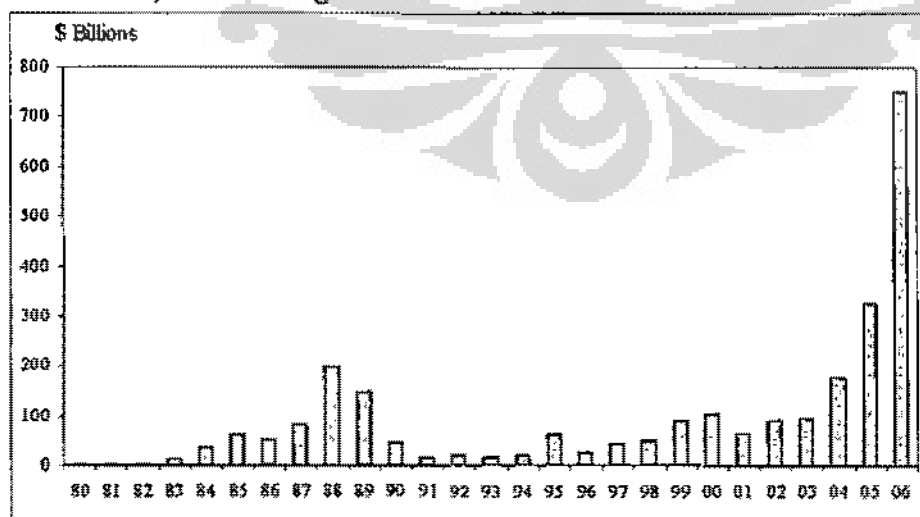
### Sejarah Trend LBO di Amerika Serikat

Pada tahun 1970 terjadi gerakan dari para manajemen perusahaan untuk mengubah status perusahaan dari perusahaan terbuka menjadi perusahaan tertutup, sebelumnya perusahaan ini menyatakan terbuka pada tahun 1960. Banyak konglomerasi yang mulai menumpuk kekayaan melalui akuisisi pada tahun 1960 mulai untuk memecah struktur konglomerasi melalui *selloffs* yang kemudian dikenal dengan peristiwa *deconglomeration*. Salah satu proses ini melalui penjualan divisi perusahaan melalui *LBO*.

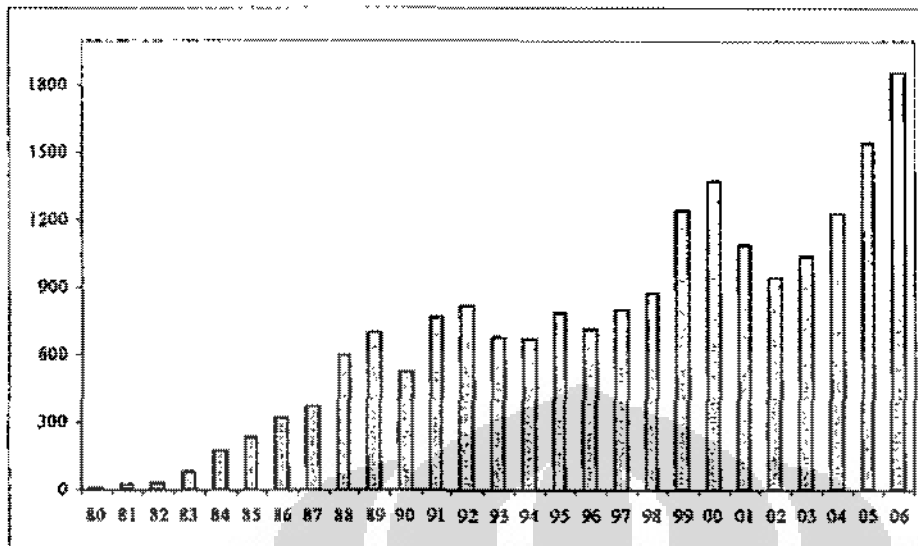
Nilai dan jumlah transaksi *LBO* naik dramatis dimulai pada awal 1980-an, dan pada pertengahan tahun 1980-an tersebut banyak perusahaan besar menjadi target dari aktivitas *LBO*. Rata-rata transaksi *LBO* naik dari 39.42 Juta USD menjadi 137.45 Juta USD. Namun meskipun *LBO* menjadi pusat perhatian pada masa tersebut namun nilai dan jumlah transaksi *LBO* pada masa tersebut masih jauh dibawah aktivitas merger.

Nilai dan jumlah aktivitas *LBO* turun signifikan pada awal tahun 1990-an. Hal ini akibat dari berakhirnya gelombang gerakan *LBO* dan terjadi kekacauan pada pasar obligasi, serta badai resesi pada awal tahun 1990-an. Namun, aktivitas *LBO* kembali menemukan momentum pada pertengahan tahun 1990-an. Pada tahun 90-an, para praktisi lebih mengedepankan dan berusaha meminimalkan tingkat risiko dari transaksi *LBO*, sehingga banyak pembiayaan transaksi memiliki porsi ekuitas yang meningkat dibandingkan tahun 80-an.

Gambar 2.3, Perkembangan nilai transaksi *LBO* di Amerika Serikat



Sumber ; Thomson Financial Securities Data

Gambar 2.4 Perkembangan jumlah transaksi *LBO* di Amerika Serikat

Sumber ; Thomson Financial Securities Data

### Management Buyout

*Management Buyout*, adalah tipe khusus dari *LBO*, hal ini terjadi ketika pencetus ide *LBO* adalah pihak manajemen perusahaan yang berkeinginan untuk membeli perusahaan atau hanya sebagian divisi perusahaan (Gaughan,1999). Karena dibutuhkan permodalan yang besar maka manajemen membutuhkan bantuan dari hutang untuk menyelesaikan transaksi tersebut. Untuk meyakinkan para pemegang saham untuk menjual kepemilikan sahamnya maka pihak manajemen perlu untuk menawarkan sejumlah nilai premium.

### Karakteristik dari kandidat *LBO*

Terdapat beberapa karakteristik yang umum diperiksa oleh beberapa pihak terkait untuk menentukan kandidat *LBO* yang prospektif, beberapa diantaranya adalah :

- Arus kas perusahaan yang stabil
- Kelompok manajemen yang berpengalaman
- Ruang untuk melakukan penghematan biaya perusahaan
- Jumlah hutang perusahaan yang minimal
- Beberapa bisnis non inti yang dapat dijual
- Proses tidak membutuhkan teknologi tinggi

### **Risiko LBO**

Tingkat risiko dari aktivitas *LBO* dapat dibagi kedalam dua kategori yaitu risiko usaha dan risiko tingkat suku bunga.

Risiko usaha adalah pada saat perusahaan berhasil diakuisisi pada akhirnya perusahaan tidak mampu menghasilkan pendapatan untuk membayar bunga pinjaman ataupun kewajiban lain dari perusahaan. Risiko ini dapat terdiri dari faktor seperti menurunnya iklim ekonomi, dan meningkatnya faktor kompetisi pada industri. Perusahaan yang tidak memiliki siklus penjualan tertentu dan tidak memiliki persaingan yang kompetitif dalam industri adalah salah satu kandidat *LBO* yang baik.

Risiko tingkat suku bunga adalah risiko jika suku bunga dari pinjaman naik sehingga menambah berat kewajiban perusahaan. Hal ini sangat penting bagi perusahaan yang memiliki hutang yang memiliki patokan suku bunga yang variable atau disesuaikan dengan pergerakan suku bunga tertentu. Kenaikan tingkat suku bunga dapat menekan perusahaan menuju kepailitan .

### **2.3 Analisis Ekonomi Makro**

Pertumbuhan ekonomi nasional di masa depan sangat mempengaruhi nilai sebuah perusahaan. Salah satu faktor yang turut berperan dalam proyeksi arus kas masa depan perusahaan adalah kondisi ekonomi nasional. Jika arus kas masa depan perusahaan mengalami peningkatan maka nilai perusahaan akan naik, demikian juga sebaliknya jika arus kas masa depan perusahaan mengalami penurunan maka nilai perusahaan juga akan mengalami penurunan. Pendapatan perusahaan tergantung dari perkembangan lingkungan bisnis perusahaan tersebut bernaung. Oleh karena itu, perlu dilakukan analisis makro untuk mengetahui perkembangan ekonomi global dan domestik.

### **Produk Domestik Bruto**

Pertumbuhan ekonomi pada dasarnya adalah pertumbuhan dari nilai Produk Domestik Bruto. Pertumbuhan PDB memberikan pengaruh yang positif terhadap pendapatan konsumen, yang berarti juga mempengaruhi profitabilitas

perusahaan. Peningkatan pendapatan konsumen dapat meningkatkan permintaan atas produk perusahaan.

### **Tingkat Inflasi**

Inflasi digunakan sebagai ukuran aktivitas ekonomi yang memberikan gambaran tentang peningkatan harga rata-rata barang dan jasa yang diproduksi oleh sistem perekonomian. Peningkatan inflasi dapat mempengaruhi profitabilitas perusahaan, sebab dapat meningkatkan pendapatan dan biaya produksi. Jika peningkatan biaya produksi melebihi dari pendapatan maka profitabilitas perusahaan akan mengalami penurunan..

### **Tingkat Suku Bunga**

Naik turunnya tingkat suku bunga sangat berpengaruh terhadap profitabilitas sebuah perusahaan. Jika tingkat suku bunga tinggi, maka masyarakat akan cenderung untuk menabung daripada melakukan konsumsi atau investasi dan meningkatkan biaya kapital perusahaan sehingga menurunkan profitabilitas perusahaan. Perusahaan sulit untuk berkembang karena mengalami kesusahan dalam meminjam permodalan pada lembaga finansial akibat tingginya suku bunga, dan begitu juga sebaliknya.

### **Nilai Tukar Rupiah**

Nilai tukar yang rendah relatif terhadap mata uang negara lain akan mendorong peningkatan ekspor dan dapat mengurangi laju impor. Nilai tukar yang rendah akan mendorong melemahnya daya beli sehingga dapat mempengaruhi penjualan perusahaan.

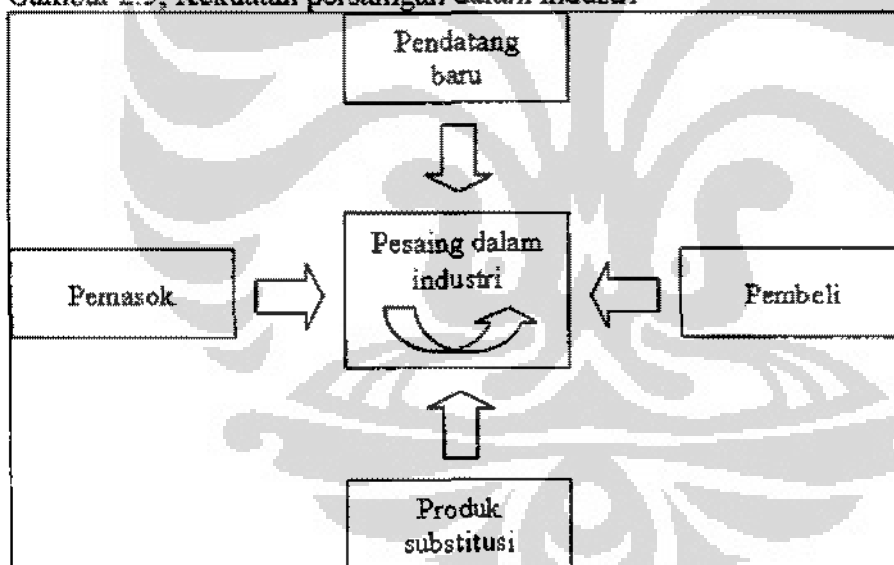
Selain itu, penurunan nilai tukar juga akan meningkatkan biaya impor bahan baku dan meningkatkan tingkat bunga walaupun dapat meningkatkan nilai ekspor. Bila peningkatan biaya impor dan tingkat bunga lebih besar dari peningkatan nilai ekspor maka hal ini akan dapat menurunkan profitabilitas perusahaan.

## 2.4 Analisis Industri

Analisis industri adalah hal yang mutlak untuk dilakukan karena setiap industri memiliki kondisi lingkungan yang memiliki karakter yang berbeda. Salah satu cara lain yang dapat digunakan dalam melakukan analisis industri adalah dengan menggunakan analisis *Porter Five Forces*. Terdapat lima aspek dalam Porter's five forces analysis yaitu ancaman pendatang baru (*the threat of entry*), kekuatan tawar pembeli (*the power of buyers*), kekuatan tawar pemasok (*the power of suppliers*), ancaman produk pengganti (*the threat of substitutes*), dan persaingan antar perusahaan dalam industri (*competitive rivalry*).

Tujuan analisis industri adalah berguna untuk mendapatkan informasi berisikan adanya kemungkinan peluang yang dapat dimanfaatkan oleh perusahaan dan ancaman yang sebaiknya diwaspadai pada industri perusahaan tersebut melakukan aktivitas bisnis.

Gambar 2.5. Kekuatan persaingan dalam industri



Sumber : Michael. E Porter, *Competitive Strategy*, 1980.

### Persaingan antar perusahaan dalam Industri

Tingkat persaingan antar perusahaan dalam industri dapat mempengaruhi tingkat keuntungan setiap entitas yang berada didalam industri tersebut. Persaingan yang semakin agresif mengakibatkan setiap entitas berusaha untuk merendahkan harga jual dari produk jualannya. Adanya keinginan untuk menurunkan harga tersebut semakin menurunkan batasan tingkat keuntungan yang dimiliki oleh para

entitas di dalam industri. Beberapa hal yang mempengaruhi persaingan dalam industri, antara lain adalah: Tingkat pertumbuhan dalam industri, Tingkat konsentrasi dalam industri, Tingkat diferensiasi dan switching cost, Tingkat skala ekonomi, Tingkat kapasitas produksi, dan Kemudahan untuk keluar industri.

### **Ancaman Pendetang Baru**

Para entitas dalam industri berupaya untuk mendapatkan tingkat keuntungan yang baik untuk kelangsungan bisnisnya. Adanya peluang untuk mendapatkan tingkat keuntungan yang tinggi pada suatu industri akan menarik para entitas lain dari luar industri untuk ikut masuk berpartisipasi dalam industri tersebut. Akibatnya, semakin banyak entitas baru yang masuk dalam suatu industri ikut menambah tingkat persaingan dalam industri tersebut yang berujung pada semakin rendahnya tingkat keuntungan yang didapatkan. Adapun yang mempengaruhi hambatan bagi para entitas yang ingin masuk pada suatu industri, diantaranya : Nilai skala ekonomis, Keunggulan dari para pemain lama, Akses pada saluran distribusi, dan hambatan formal.

### **Ancaman Produk Substitusi**

Sisi lain yang dapat mempengaruhi tingkat persaingan dalam suatu industri adalah adanya industri yang lain yang dapat memberikan produk dan jasa yang sifatnya dapat menggantikan. Produk dan jasa substitusi pada dasarnya adalah produk dan jasa yang masih dapat memberikan nilai fungsional yang hampir sama dengan produk dan jasa yang ada. Salah satu yang menjadi alasan rasional pengalihan konsumen menuju produk substitusi adalah harga. Semakin besar jarak yang harus dibayarkan konsumen untuk melakukan perpindahan maka semakin rendah nilai tingkat peralihannya.

### **Kekuatan Posisi Tawar Konsumen**

Penawaran dari konsumen adalah keinginan konsumen untuk membeli produk jasa yang disediakan. Kekuatan tawar dari konsumen akan dipengaruhi oleh 2 aspek yaitu tingkat sensitivitas, dan kapasitas relatif dari konsumen. Tingkat sensitivitas dari konsumen akan mengakibatkan konsumen untuk peduli

melakukan penawaran atas produk dan jasa yang ditawarkan. Kapasitas relatif dari konsumen menentukan kekuatan dan kesuksesan konsumen dalam menekan harga untuk mendapatkan produk dan jasa yang ditawarkan.

### **Kekuatan Posisi tawar pemasok**

Analisis ini bertujuan untuk mengetahui kekuatan tawar dari pemasok terhadap tingkat pembentukan harga produk dan jasa yang akan diberikan ke dalam industri. Tingkat substitusi menentukan kekuatan pemasok, sehingga semakin banyak jumlah pemasok maka akan meningkatkan derajat tingkat substitusi dan menurunkan tingkat kekuatan dari pemasok. Hal yang lain mempengaruhi adalah derajat tingkat kepentingan dari produk dan jasa yang ditawarkan, dimana jika produk adalah yang sangat penting dan menyusun sebagian besar struktur biaya suatu industri maka akan semakin besar kekuatan dari pemasok.

### **2.5 Analisis Laporan Keuangan**

Salah satu sumber penting dalam melakukan analisa terhadap suatu perusahaan adalah melihat pada laporan keuangan perusahaan. Pada dasarnya, tujuan laporan keuangan adalah menyediakan informasi yang menyangkut posisi keuangan, kinerja serta perubahan posisi keuangan suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai. Selanjutnya, Laporan keuangan nantinya akan digunakan oleh pengguna sebagai alat bantu untuk membuat keputusan ekonomi, salah satunya dapat menjadi dasar untuk analisis investasi bagi pemodal untuk mengambil keputusan. Laporan keuangan perusahaan minimal harus terdiri dari 4 elemen dasar, diantaranya adalah : Laporan Neraca, Laporan Rugi-Laba, Laporan Arus Kas, dan Penjelasan atas laporan keuangan.

Analisis laporan keuangan adalah teknik penggunaan laporan keuangan untuk menganalisa posisi keuangan perusahaan dan kinerja perusahaan, serta untuk memprediksi kinerja perusahaan dimasa mendatang. Analisis laporan keuangan dapat dilakukan dengan metode berikut ini, antara lain :



### Analisis laporan keuangan Horisontal

Analisis laporan keuangan komparatif adalah suatu teknik analisa untuk mengetahui kecenderungan perkembangan keuangan dan arah perusahaan dari tahun ke tahun, dan bertujuan untuk menuntukan kecenderungan perkembangan arah perusahaan. Perusahaan perlu untuk membandingkan perkembangan antara perkembangan perusahaan terhadap perkembangan industrinya.

### Analisis laporan keuangan Vertikal

Analisis vertikal dilakukan dengan mengetahui proporsi perbandingan masing-masing akun di dalam laporan keuangan terhadap nilai total asset dan total penjualan perusahaan, sehingga selanjutnya analisis ini dinamakan analisa laporan keuangan secara vertikal. Dengan melakukan perbandingan maka akan diketahui akun-akun yang dominan, dan perubahan akun-akun tersebut setiap periodenya. Perubahan proporsi rasio akun yang drastis diikuti dengan adanya perubahan kebijakan perusahaan.

### Analisis Rasio

Rasio keuangan sangat penting dalam melakukan analisis terhadap kondisi keuangan perusahaan. Rasio keuangan merupakan rasio yang bernilai angka yang diperoleh dari hasil perbandingan dari satu pos laporan keuangan dengan pos lainnya yang mempunyai hubungan yang relevan. Rasio keuangan ini hanya menyederhanakan informasi yang menggambarkan hubungan antara pos tertentu dengan pos lainnya. Harapan dari analisis ini adalah rasio keuangan dapat menceritakan kekuatan dan kelemahan sebuah perusahaan. Dalam menghitung rasio keuangan, yang biasa digunakan adalah rasio likuiditas, rasio solvabilitas, rasio aktivitas dan rasio profitabilitas.

#### Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya. Kewajiban jangka pendek adalah hal yang prioritas bagi perusahaan karena hutang jangka pendek perlu segera dilunasi dalam jangka waktu satu tahun, oleh karena itu perusahaan harus segera mencari cara untuk membiayai hutang tersebut, serta keterlambatan

membayar hutang dapat berakibat pada tuntutan pailit, dan menurunnya kepercayaan dari pemasok, konsumen, dan lembaga pembiayaan. Asset lancar yang terlalu besar juga kurang baik bagi perusahaan. Hal ini dapat mengindikasikan ketidakmampuan jajaran manajemen untuk mengelola asset lancar untuk kepentingan operasional dan mendapatkan tingkat keuntungan yang optimal. Untuk menilai likuiditas perusahaan digunakan beberapa ratio yaitu:

#### Rasio Solvabilitas

Rasio solvabilitas digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menyelesaikan kewajibannya, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Bila perusahaan dinyatakan pailit dan dilikuidasi maka diharapkan penjualan seluruh asset dapat menutup seluruh hutang perusahaan.

#### Rasio Efisiensi

Rasio efisiensi digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menggunakan sumber daya yang dimilikinya dan menggunakan dalam operasional secara efektif dan efisien. Perusahaan memiliki karakter bisnis yang masing-masing berbeda satu dengan yang lain. Namun, manajemen dituntut untuk lebih produktif setiap waktu dalam melakukan pengelolaan aktiva perusahaan.

#### Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mengembalikan investasi yang digunakan.

### **2.6 Proyeksi Laporan Keuangan**

Yang dimaksudkan dengan membuat proyeksi keuangan adalah membuat proyeksi mengenai neraca, laporan laba/rugi dan juga laporan arus kas. Pendekatan yang sering digunakan adalah *demand drive forecast*, yang langkah-langkahnya adalah sebagai berikut :

- Membuat proyeksi pendapatan, yang didasarkan atas pertumbuhan penjualan dan perubahan harga.
- Membuat proyeksi kegiatan operasional perusahaan, seperti biaya operasi, modal kerja (*working capital*) dan fixed assets. Didasarkan atas persentase terhadap penjualan.

- Membuat proyeksi kegiatan non-operasional seperti biaya bunga dan pendapatan bunga.
- Membuat proyeksi perubahan dari total aset dan komposisi aset dalam neraca.
- Membuat proyeksi besarnya ekuitas, dimana besarnya ekuitas harus sama dengan ekuitas tahun sebelumnya ditambah net income dan pertambahan saham baru dikurangi dengan pembagian dividen dan pembelian kembali saham yang beredar.
- Mempergunakan rekening kas dan hutang untuk menyeimbangkan perhitungan pada neraca dan laporan arus kas.

### **2.7 Valuasi *Leverage Buyout***

Valuasi *Leverage Buyout* merupakan bentuk teknik penilaian. Pada dasarnya terdapat tiga macam teknik valuasi yang dapat digunakan untuk melakukan valuasi transaksi *LBO*, diantaranya adalah :

#### *1. Discounted cash flow valuation*

Menghubungkan nilai suatu aset dengan nilai sekarang dari arus kas masa depan yang diharapkan dari aset tersebut.

#### *2. Relative valuation*

Mengestimasi nilai aset dengan melihat pada penentuan harga aset-aset yang sebanding secara relatif terhadap variabel-variabel yang umum, seperti *earnings, cash flow, book value* atau *sales*.

#### *3. Contingent claim valuation*

Menggunakan *option pricing model* untuk mengukur nilai suatu aset yang memiliki karakteristik option.

### **Discounted Cash Flow Valuation**

Pada penelitian ini dalam melakukan valuasi atas transaksi *LBO* adalah menggunakan dasar penilaian dengan *Discounted Cashflow valuation*. *Discounted Cash Flow* adalah dasar dari semua valuasi, karenanya seorang analis perlu mengerti dahulu prinsip *discounted cash flow valuation* ketika beranjak menggunakan teknik valuasi yang lain. Basis dari valuasi dengan menggunakan

valuasi *discounted cash flow* adalah aturan dari *present value* dimana nilai dari setiap asset adalah ekspektasi atas arus kas yang didapatkan dari asset tersebut pada masa mendatang. Metode *DCF*, memiliki berbagai pendekatan yaitu *Dividen Discount Model*, *Free Cash Flow to Equity* dan *Free Cash Flow to Firm*.

### Free Cash Flow to Equity

Model penilaian berdasarkan arus kas merupakan salah satu model dari pendekatan pendapatan yang fokus kepada penilaian usaha untuk menghitung kemampuan perusahaan dalam menghasilkan imbal hasil (*return*) atau arus kas ke pemilik atau investor (Damodaran, 2002). Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan dapat dilihat dari kinerja masa lalu, saat ini, maupun pada masa mendatang, demikian juga dengan penilaian pendapatan.

Dalam melakukan penilaian menggunakan model *FCFE*, arus kas yang digunakan adalah arus kas yang tersedia untuk ekuitas dan bukan untuk seluruh penyedia modal. *FCFE* mendefinisikan arus kas sebagai sisa arus kas yang tertinggal setelah perusahaan memenuhi pembayaran bunga dan pokok pinjaman. Arus kas ini juga merupakan sisa dari arus kas setelah mengeluarkan modal, baik untuk pemeliharaan asset yang sudah ada maupun untuk membeli asset baru di masa yang akan datang. Jadi secara umum, arus yang digunakan dapat dikatakan sama dengan jumlah dividen yang akan dikeluarkan perusahaan (Damodaran, 2002). Persamaan yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{FCFE} = & \text{Net Income} + \text{Depreciation} - \text{Gross Capital Expenditures} \\ & - \Delta \text{Net Working Capital} + \text{New Debt Issues} - \text{Principal Repayment} \\ & - \text{Preferred Dividends} \end{aligned}$$

### Estimasi Tingkat Diskonto

Dalam proses mendiskontokan arus kas perusahaan digunakan *discount rate*. *Discount rate* yang digunakan dalam valuasi dengan menggunakan *Free Cash Flow to Equity* adalah tingkat diskonto *Cost of Equity*.

Metode yang lazim digunakan untuk mengestimasi *cost of equity* sebuah perusahaan adalah *capital asset pricing model (CAPM)*, yang merupakan salah satu metode pendekatan *risk and return model*. *CAPM* hanya mengukur *non-*

*diversifiable risk* dan menghubungkan *expected return* dengan tingkat resiko tersebut. *Non-diversifiable risk* dari setiap aset ditunjukkan oleh *beta*. Untuk menghitung *cost of equity* digunakan formulasi :

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

dimana :  $K_e$  adalah *cost of equity*

$r_f$  adalah *risk free rate*

$r_m$  adalah *expected return on market index*

$\beta$  adalah *systematic risk*

### Risk Free

*Risk free asset* adalah aset yang tidak memiliki risiko untuk *default*. Jadi investor yang berkeinginan untuk memiliki aset ini tentunya dipastikan tidak akan ada gagal bayar pada arus kas pembayaran dari aset tersebut. Yang biasa digunakan sebagai acuan untuk *risk free rate* adalah obligasi pemerintah, alasannya adalah obligasi pemerintah dijamin oleh pemerintah dan diharapkan tidak akan pernah gagal bayar. Dalam investasi *risk free rate* harus disesuaikan dengan jangka waktu horizon dari investasi yang dipilih oleh investor, karena suatu waktu tingkat bunga tersebut dapat mengalami perubahan. Untuk mendapatkan tingkat *risk free rate* yang sesuai dapat disesuaikan dengan melihat pada IGSYC pada gambar 2,4 yaitu *Indonesian Government Securities Yield Curve*.

### Beta

Pada model *CAPM* diatas, nilai *beta* adalah suatu ukuran yang menggambarkan pengaruh nilai *return* saham biasa terhadap nilai *return* pasar. Dalam menentukan nilai *beta* dapat digunakan cara konvensional yaitu dengan melakukan regresi antara *return* saham biasa dengan *return* indeks pasar modal. Namun, pada saat ini banyak jasa profesional yang menyediakan jasa layanan untuk mendapatkan nilai *beta* dengan lebih cepat.

Bila terjadi peningkatan jumlah utang dalam struktur pendanaan perusahaan maka nilai *beta* dari ekuitas juga terpengaruh menjadi lebih tinggi. Konsekuensi kewajiban untuk membayar bunga pinjaman yang ditimbulkan oleh utang membuat

besarnya laba menjadi lebih tidak pasti dan semakin memperbesar kemungkinan untuk menuju posisi pailit, sehingga berdampak pada investor ekuitas menanggung risiko yang lebih besar. Dengan demikian nilai beta disesuaikan menjadi sebagai berikut :

$$\beta_L = \beta_u [1 + (1 - t)(D/E)]$$

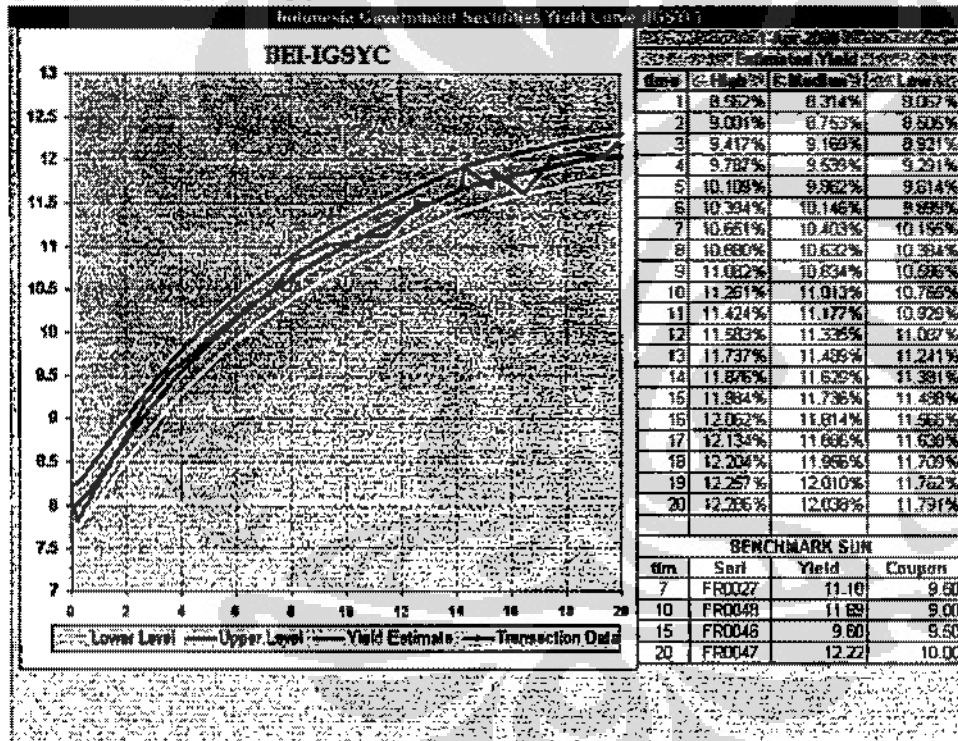
Dimana  $\beta_L$  = *Levered beta* untuk ekuitas

$\beta_u$  = *Unlevered beta* untuk perusahaan (beta dari perusahaan yang tidak memiliki utang)

$D/E$  = *Debt / Equity*

$t$  = Pajak

Gambar 2.6. Grafik IGSYC



Sumber : Bursa Efek Indonesia

### Risk Premium

*Risk premium* adalah *return* tambahan yang perlu untuk diberikan kepada seseorang untuk dapat mengambil risiko berinvestasi pada pembelian asset saham perusahaan dibandingkan dengan asset *risk free*. Pada saat ini sangat sulit untuk menghitung nilai *Risk Premium* dari pasar modal Indonesia, alasannya adalah sejarah pasar modal Indonesia masih belum cukup untuk menyediakan data yang

cukup untuk penelitian karena umurnya masih sangat muda, berbeda dengan pasar modal amerika serikat yang sudah memiliki sejarah yang cukup tua.

Oleh karena itu, sebagai cara untuk mendekati mencari risk premium indonesia adalah menggunakan pendekatan *default rate* dari *country rating* indonesia dibandingkan dengan *country rating* amerika serikat. Dengan mendapatkan *default spread* dari rating Indonesia maka dengan menambahkan pada nilai *risk premium* amerika serikat diharapkan didapatkan nilai *Risk Premium* Indonesia.

Tabel 2.1, Default Spread Country Rating (basis poin)

Rating	Default spread in basis points
A2	125
A3	135
Aa1	75
Aa2	85
Aa3	90
Aaa	0
B1	600
B2	750
B3	850
Ba1	325
Ba2	400
Ba3	525
Baa1	150
Baa2	175
Baa3	200
Caa	900

Sumber : Bondsonline.com

## 2.8 Kreditur dan Hutang Perusahaan

Ketika perusahaan berkeinginan untuk berkembang ataupun untuk pembiayaan aktivitas bisnis membutuhkan jasa finansial untuk meminta diterbitkan hutang. Kreditur sebagai pemberi pinjaman pada perusahaan kemudian akan mengharapkan suatu tingkat pengembalian.

Tingkat bunga perusahaan dipengaruhi oleh tingkat risiko dari perusahaan. Semakin beresiko peminjam maka tingkat bunga yang diberikan semakin tinggi. Dan untuk memudahkan, maka dipersiapkan sistem rating perusahaan untuk memudahkan pengukuran tingkat risiko perusahaan.

Tidak semua perusahaan memiliki kesempatan untuk dianalisis dan diberi rating oleh lembaga rating. Dengan menggunakan metode yang hampir sama

dengan lembaga rating, maka dapat dikembangkan rating sintetis berusaha untuk meniru mekanisme lembaga rating. Berdasarkan rating sintetis, maka rating dapat ditentukan dengan mengetahui besarnya *interest coverage ratio*. Nilai *interest coverage ratio* diperoleh dengan menggunakan rumus berikut ini :

*Interest Coverage Ratio* = *EBIT* / beban bunga pinjaman

Selanjutnya dari tingkat *interest coverage ratio* dapat diketahui rating perusahaan dengan mencocokkannya dengan *credit yield spread* disesuaikan dengan umur investasi yang diinginkan. Tabel 2.2 adalah *Credit spread* dan *Interest Coverage Ratio* yang dikeluarkan oleh Moody untuk sektor industri pada tahun 2008.

Tabel 2.2 Moody 2008, Credit Spread dan Interest Coverage Ratio

Rating Agency:		Moody08									
Industry:		Industrial									
Year	Aaa	Aa	A+	A	A-	BBB	BB	B+	B	B-	CCC
1	0.0042	0.0051	0.0063	0.0068	0.0075	0.01	0.0215	0.033	0.035	0.038	0.05
2	0.0047	0.0056	0.0068	0.0073	0.008	0.0105	0.023	0.0365	0.0385	0.04	0.055
3	0.0052	0.0061	0.0072	0.0077	0.0083	0.0111	0.0255	0.0395	0.041	0.0425	0.06
5	0.0057	0.0066	0.0078	0.0083	0.009	0.012	0.029	0.046	0.0475	0.05	0.07
7	0.0062	0.0071	0.0081	0.0087	0.0095	0.0125	0.031	0.053	0.0535	0.0625	0.08
10	0.0065	0.0075	0.0085	0.0096	0.0109	0.0135	0.034	0.0575	0.06	0.07	0.095
30	0.0085	0.0095	0.0105	0.0116	0.013	0.0155	0.0375	0.0625	0.0725	0.085	0.1
ICR	12.5	9.5	7.5	6	4.5	3.5	3	2.5	2	2.5	1.25

Sumber : Euromoney Traning



## BAB 3

### GAMBARAN UMUM TARGET PERUSAHAAN

#### 3.1 Sejarah Perusahaan

PT Jaya Pari Steel merupakan perintis industri *Hot Rolled Coil/Plate* di Indonesia, yang mulai memproduksi tahun 1976. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1975, dan memiliki kantor pusat yang berlokasi di JL Margomulyo No.4, Tandes, Surabaya. Perusahaan ini didirikan pertama kali dengan nama Jaya Pari Steel Corp. PT Jaya Pari Steel bergerak memproduksi *Hot Rolled Coil* dan *Hot Rolled Plate*. Pada saat ini, perusahaan memiliki kapasitas produksi 100.000 ton per tahun.

#### 3.2 Listing Perusahaan di Bursa Efek Indonesia

Perusahaan melakukan listing di Bursa Efek Indonesia pada tanggal 4 agustus 1989, sejumlah 11.640.000 lembar saham dengan menunjuk underwriter yaitu PT Bapindo Bumi Securities, dan PT Bank Pembangunan Indonesia. Selama daur hidup perjalanannya, perusahaan telah melakukan berbagai tindakan korporasi yang terkait dengan perubahan jumlah saham. Berikut ini adalah daftar aksi korporasi PT Jaya Pari Steel, antara lain :

Tabel 3.1, Daftar kegiatan Corporate Action Perusahaan (1989 – 2007)

NO	JENIS LISTING	JUMLAH SAHAM	TANGGAL
1	Listing Pertama	11,640,000	4 Agustus 1989
2	Stock Split	15,000,000	16 Oktober 1997
3	Saham Bonus	45,000,000	17 Oktober 1997
4	Saham Bonus	75,000,000	22 Desember 2000

Sumber : Bursa Efek Indonesia

#### 3.3 Struktur Pemegang Saham Perusahaan

Pemegang saham PT Jaya Pari Steel pada umumnya sebagian besar adalah investor institusi. Pada awal bulan April 2008, terdapat 5 institusi yang menguasai mayoritas saham perusahaan, dengan total saham kepemilikan adalah 900.000.000 lembar saham.

Tabel 3.2. Struktur Pemegang Saham Perusahaan (Maret 2007)

NO	NAMA	ALAMAT	KOTA	JUMLAH SAHAM	KEPEMILIKAN
1	ASEAN FERRO TRADING COMPANY LTD	Flat/Rm 6 111 Hart Avenue Plaza 5-9	Hard Avenue	112,182,500	14.96%
2	GM IRON & STEEL LTD	Lord Countenche 66 - 68	Esplanade, St Helier, Jersey	129,145,000	17.22%
3	TETSURO OKANO	Jl. Mayjend Sungkono 101	Sumbawa	100,000,000	13.33%
4	VIHARA LIMITED	80 Raffles Place #16.20, Uob Plaza 2 Singapore 048624	Singapore	116,245,000	15.50%
5	INTERNATIONAL MAGNIFICENT FORTUNE LIMITED	12th Floor, Ronlji House 11 Duddell Street	Central Hongkong	149,580,000	19.94%
6	PUBLIK	-	-	142,847,500	19.03%

Sumber : Bursa Efek Indonesia

### 3.4. Struktur Organisasi Perusahaan PT Jaya Pari Steel

Struktur organisasi perusahaan yang dilaporkan kepada Bursa Efek Indonesia per tanggal 1 April 2008, yaitu :

- A. Board of Commisioners perusahaan, terdiri dari : Gwie Gunawan, Syaiful Fuad, dan Syaefullah.
- B. Board of Directors perusahaan, terdiri dari : Gwie Gunadi Gunawan, Gwie Gunanto Gunawan, Hadi Sutjipto, dan Yurnalis Ilyas.
- C. Audit Comitee perusahaan, terdiri dari : Syaefullah, Agus Mulyono, dan Mujianto
- D. Corporate Secretary perusahaan adalah Yurnalis Ilyas.

### 3.5 Proses Produksi *Hot Rolled Coil/Plate* PT Jaya Pari Steel Tbk

Perusahaan memiliki fasilitas pabrikasi yang didalamnya terdiri dari urutan proses produksi untuk menghasilkan produk akhir HRC/P. Berikut ini adalah runtutan proses produksi dalam pabrikasi HRC/P, antara lain :

- I. Material bahan baku yang dibutuhkan adalah *slab iron*. Setelah datang, maka material dipindahkan dan disusun di dalam gudang persediaan.

2. Pada saat awal produksi, bahan baku slab iron disusun di atas konveyor, dan dikirim ke fasilitas *Gas Fired Reheat Furnance* untuk dipanaskan, dan disiapkan untuk ditipiskan melewati drum baja.
3. Slab yang dalam kondisi panas dibawa melalui konveyor, dan masuk pada fasilitas *water blast*. Pada proses ini slab panas mengalami proses untuk menghilangkan oksidasi.
4. Proses selanjutnya, *Slab* panas dimasukkan pada fasilitas *Reversing Rougher mill*. Pada proses ini *Slab* panas ditipiskan kembali dan dijalankan diulang berkali-kali dalam satu rangkaian drum-drum baja, dan pada setiap pengulangan jarak antar drum baja semakin ditipiskan. Tujuan dari proses penipisan ini adalah melakukan penipisan pada *Slab* panas berulang-kali untuk menghasilkan *Slab* panas yang tipis dengan ketebalan  $\pm 25\text{mm}$ .
5. *Slab* yang telah tipis kemudian dimasukkan kedalam mesin *Coil Box* dengan tujuan untuk menggulung *slab* yang telah tipis, dan sebagai penampungan sementara untuk proses selanjutnya.
6. Sebelum menuju proses selanjutnya. Lembaran *Slab* kemudian ditarik dari gulungan pada *coil box*, dan dimasukkan kedalam mesin *Crop Sheer* dalam rangka untuk memotong ujung dari lembaran. Lalu, lembaran *slab* masuk pada konveyor menuju ke proses *water blast* untuk dibersihkan dari material dan kotoran. Lembaran yang keluar dari *water blast* segera menuju pada mesin *finishing mill*.
7. Proses selanjutnya lembaran slab masuk pada mesin *finishing mill* yang bertindak untuk menipiskan kembali lembaran *Slab*. *Finishing Mill* terdiri dari 2 hingga lebih drum gulung yang disusun dengan formasi seri, dimana ketebalan jarak drum pada susunan drum mesin pertama lebih tebal dari susunan drum pada mesin selanjutnya, sehingga proses penipisan lembaran slab dapat terjadi secara progresif.
8. Lembaran yang keluar dari *finishing mill* inilah yang kemudian disebut sebagai baja *Hot Rolled*. Lembaran ini kemudian diarahkan pada proses selanjutnya yaitu pengepakan. Jika ketipisan hasil dari *finishing mill* ditetapkan dengan ketebalan 1 – 12mm maka lembaran diarahkan pada

mesin *downcoiler* dimana lembaran digulung, dan hasil gulungan ini menjadi produk *Hot Rolled Coil/HRC*. Sementara lembaran yang memiliki ketebalan antara 12mm hingga 25mm tidak digulung dan dipotong pada mesin *cutting* dan *trimming* untuk setiap panjang lembaran per 600 mm, produk lembaran baja ini bernama *Hot Rolled Plate / HRP*.

### 3.6 Produk Hot Rolled Coil/Plate PT Jaya Pari Steel Tbk

Perusahaan memproduksi berbagai varian dari produk HRC/P, yang terdiri dari :

1. Produk *Hot Rolled Coil*, terdiri dari :
  - *Mill Edge*  
Ketebalan 1,6 – 2,5 mm, lebar 600 – 2.000 mm, diameter dalam 7.600 mm, dan berat coil 5 – 30 ton.
  - *Slitted Coil/Trimmed Edge/Recoiled Coil*  
Ketebalan 2 – 8 mm, lebar 100 – 990 mm, diameter dalam 610 / 760 mm, dan berat coil maksimum 30 ton.
2. Produk *Hot Rolled Plate*, terdiri dari :
  - *Plate*  
Ketebalan 4 - 25 mm, lebar 600 – 2.000 mm, dan panjang 1.500 – 12.000 mm.
  - *Sheet*  
Ketebalan 2 – 6 mm, lebar 600 – 2.000 mm, dan panjang 1.000 – 6.000 mm.

Perusahaan mampu memproduksi berbagai jenis HRC Plate dan produksinya, telah mendapat sertifikat dari beberapa lembaga ternama di dunia, diantaranya dari Lloyd's Register, American Bureau of Shipping, Germanischer Lloyd, Bureau Veritas, Det Norske Veritas, Korean Register of Shipping, Biro Klasifikasi Indonesia, dan Nippon Kaiji Kyokai.

### 3.7 Pihak – Pihak Istimewa

#### Pihak Pemasok

Pemasok utama JPRS adalah Stemcor Pte Ltd perusahaan dagang baja independen yang berkantor pusat di 350 Orchard Rd #20-04 Shaw Hse, Singapura. Stemcor merupakan perusahaan yang cukup terkenal di pasar perdagangan baja sebagai salah satu intermediasi baja terbaik di dunia yang menghubungkan antara produsen dan konsumen. Stemcor memiliki pegawai 1000 orang yang tersebar di berbagai penjuru dunia. Stemcor (SEA) Pte Ltd

Stemcor memiliki layanan lengkap berkelas internasional dalam rangka posisinya sebagai makelar dari jalur perdagangan internasional baja dunia. Selain dalam hal jual beli baja dan logistik layaknya pedagang komoditas, Stemcor juga memberikan layanan finansial untuk memudahkan transaksi para pihak. Stemcor memberikan pelayanan mulai dari pelayanan perbankan, Strukturisasi pembiayaan perdagangan, Strukturisasi sekuritisasi melalui *project finance* hingga perdagangan *counter trade*.

#### Pihak Konsumen

Konsumen utama dari perusahaan JPRS adalah PT Gunawan Dianjaya Steel (GDS). Perusahaan GDS sudah lama menjadi konsumen dari JPRS, terlebih lagi JPRS memiliki kepemilikan saham pada GDS, dan pengelola GDS juga merupakan pengelola dari JPRS. Posisi pabrik GDS adalah tepat berdekatan dengan lokasi pabrik perusahaan JPRS.

## BAB 4

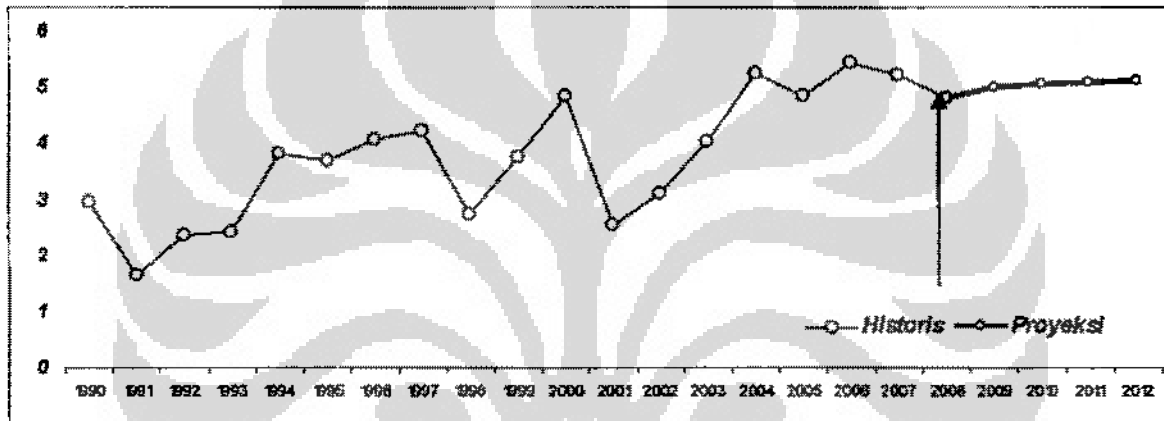
### ANALISIS BISNIS PERUSAHAAN

#### 4.1. Analisis Ekonomi Makro Global

##### Pertumbuhan Ekonomi Global

Pada saat ini ekonomi global masih didera gejolak dari kiris *Subprime Mortgage Bonds* di amerika, dan adanya gejolak tren kenaikan harga komoditas dunia. Namun dibalik adanya gejolak tersebut, para analis masih meyakini bahwa momentum kuatnya pertumbuhan ekonomi dunia masih berlanjut.

Gambar 4.1, Agregat Pertumbuhan Ekonomi Global (1990 – 2012 )



Sumber : *World Economic Outlook - IMF*

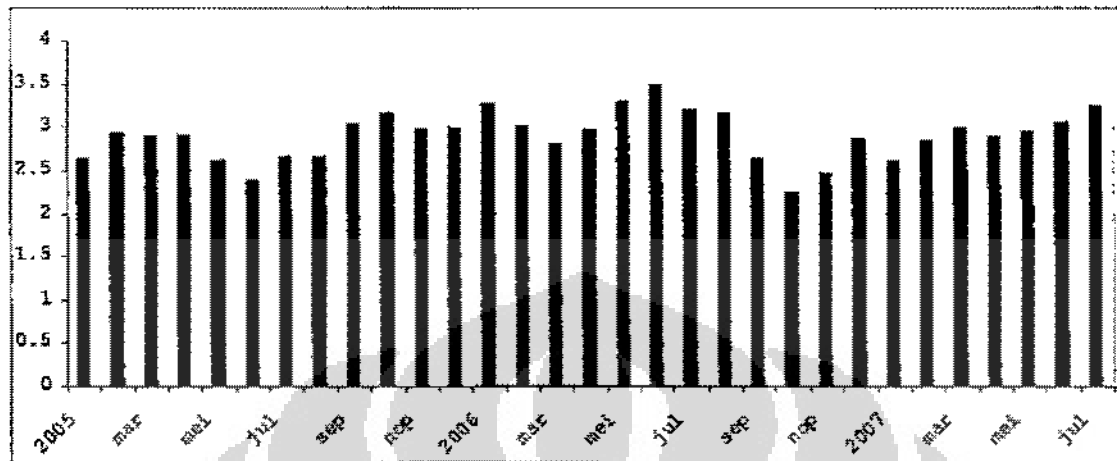
Untuk tahun 2007 ekonomi dunia diperkirakan akan tumbuh 5,2% sesuai dengan perkiraan dari *World Economic Outlook* April 2007. Perlambatan perekonomian yang terjadi di negara maju (AS, Euro dan Jepang) diperkirakan dapat dikompensir oleh pertumbuhan ekonomi di belahan dunia lain, khususnya negara berkembang. Para analis ekonomi memiliki konsensus bahwa untuk lima tahun mendatang ekonomi global masih mampu untuk terus bergerak dengan performa pertumbuhan antara 4.5 % - 5% hingga tahun 2012 mendatang.

##### Pertumbuhan Inflasi Global

Seiring dengan masih kuatnya pertumbuhan ekonomi dunia, tekanan inflasi global juga meningkat, yang dipicu oleh peningkatan harga komoditi. Gambar 4.2, menunjukkan agregat inflasi global, ditunjukkan bahwa semenjak

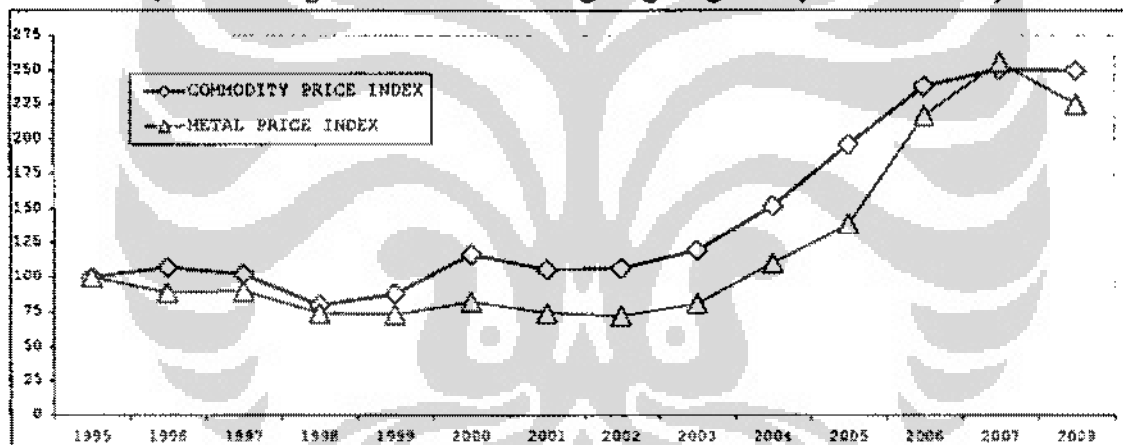
awal 2007 hingga juli 2007 terjadi kenaikan nilai inflasi menahun dari 2.6 % pada awal januari menjadi 3.25% pada akhir bulan juli 2007.

Gambar 4.2, Agregat inflasi global (januari 2005 – juli 2007)



Sumber : *World Economic Outlook – IMF*

Gambar 4.3, Indeks harga komoditas dan harga logam global (1990 – 2008 E)



Sumber : *World Economic Outlook – IMF*

Gambar 4.3 menunjukkan indeks pergerakan harga komoditas global diukur dengan tahun dasar pada tahun 1995. Tabel tersebut menunjukkan bahwa harga komoditas mengalami pertumbuhan yang cukup signifikan semenjak tahun 2001 dengan nilai indeks sebesar 105 pada awal 2001 naik menjadi 251 pada akhir tahun 2007, naik rata-rata 16% pertahun. Hal ini ikut menduga bahwa kenaikan laju inflasi tersebut selain disebabkan oleh kenaikan konsumsi global khususnya pada komoditas energi dan pangan, serta semakin diperparah karena adanya keterbatasan pasokan yang juga dipicu dengan aksi para spekulan pasar yang memperdagangkan komoditi sebagai aset alternatif. Meningkatnya produksi energi alternatif seperti ethanol di SAS, EU, Canada, China dan Brasil telah

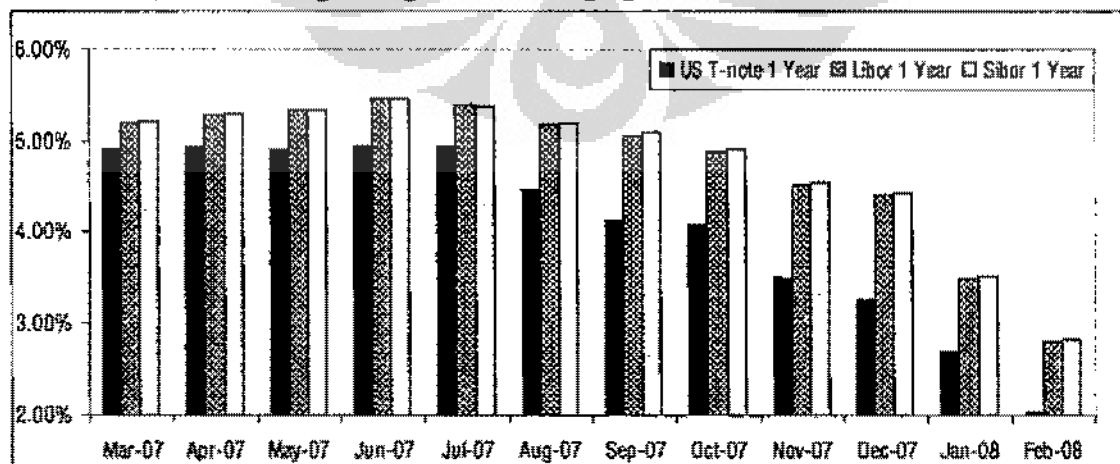
mendorong kenaikan harga produk pertanian seperti jagung yang menjadi bahan dasar etanol tersebut.

Membandingkan kinerja indeks komoditas konsumsi bahan logam terhadap indeks konsumsi total komoditas menunjukkan bahwa pada awal tahun 2001 hingga 2007 ternyata konsumsi logam mengalami peningkatan dan bahkan pertumbuhannya mampu melebihi pertumbuhan indeks konsumsi. Indeks harga komoditas logam pada awal 2001 masih pada nilai 73 naik menjadi 252 pada tahun 2007, dengan pertumbuhan rata-rata 26% pertahun.

### Perkembangan Tingkat Suku Bunga Global

Pasar keuangan regional maupun global bergejolak terimbas dari krisis *Subprime Mortgage* Amerika Serikat. Kondisi ini dipicu oleh jatuhnya harga rumah yang menyebabkan meningkatnya kredit bermasalah di sektor *Subprime* AS. Akibatnya, harga surat-surat berharga yang berbasis kredit sektor perumahan *Subprime* (*Subprime Mortgage Bonds*) dan harga *collateralized debt obligations* (*CDO*) sebagai produk turunannya ikut terpuruk. Harga-harga saham perusahaan dan bank yang memiliki exposure besar terhadap bisnis *Subprime* menjadi korban selanjutnya di bursa saham AS. *The Fed* sebagai otoritas moneter amerika serikat mengambil tindakan untuk menurunkan tingkat suku bunga, karena *the fed* berharap penurunan suku bunga dapat membantu meningkatkan kembali kinerja ekonomi amerika serikat akibat keterpurukan dari krisis *subprime Mortgage* tersebut.

Gambar 4.4, Perkembangan tingkat suku bunga global



Sumber : *The Fed Statistic*



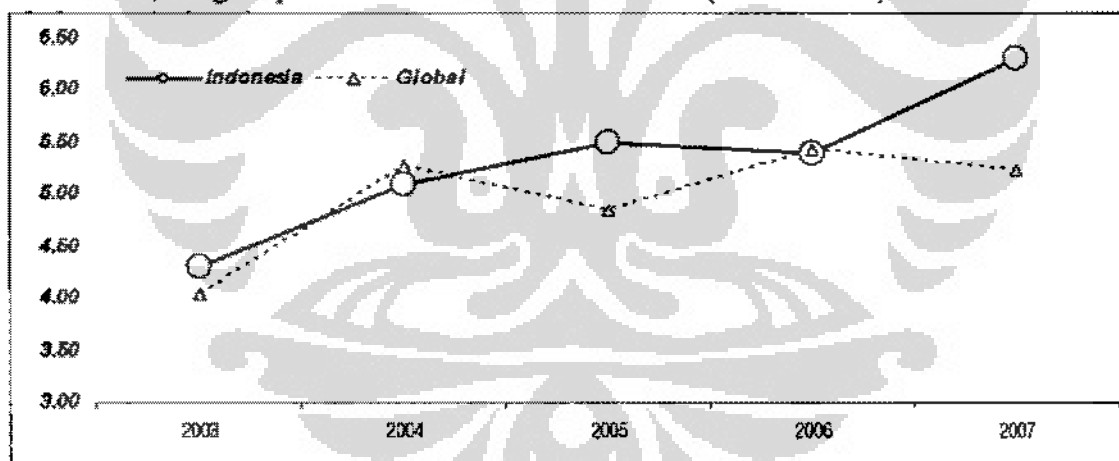
Pada gambar 4.4, tampak bahwa terjadi penurunan pada *US Treasury Note* dari 4.75% turun menjadi 2% pada akhir febuari 2008. Penurunan tingkat suku bunga *US treasury note* juga diikuti dengan penurunan tingkat suku bunga *Libor* dan *Sibor* menjadi 2.8%. Penurunan tingkat suku bunga ini merupakan hal yang menarik karena diharapkan ikut menurunkan beban bunga pinjaman pada pasar kredit baik korporasi dan konsumsi masyarakat. Diduga dengan adanya penurunan ini akan meningkatkan aktivitas bisnis usaha karena ekspektasi semakin murah biaya bunga untuk pinjaman untuk pendanaan modal kerja dan investasi.

## 4.2 Analisis Ekonomi Makro Indonesia

### Pertumbuhan Ekonomi Indonesia

Berdasarkan analisis Bank Indonesia, diidentifikasi bahwa perekonomian Indonesia pada tahun 2007 untuk pertama kali sejak krisis dapat mencapai pertumbuhan ekonomi berada di atas angka 6% dengan stabilitas yang tetap terjaga baik.

Gambar 4.5, Tingkat pertumbuhan ekonomi indonesia (2003 – 2007)



Sumber : Bank Indonesia

Berdasarkan data menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi indonesia mengalami peningkatan yang baik. Pada awal tahun 2003 pertumbuhan ekonomi indonesia sebesar 4.3 % naik menjadi 6.3% pada akhir tahun 2007. Pertumbuhan ekonomi indonesia mampu melebihi angka agregat perkembangan ekonomi global. Disisi lain, Neraca Pembayaran Indonesia mencatat surplus, cadangan devisa meningkat, nilai tukar menguat, pertumbuhan kredit melampaui target, dan laju inflasi sesuai dengan sasaran yang ditetapkan. Namun, faktor harga

komoditas internasional yang semakin naik, terutama harga minyak mentah, dan merambatnya krisis *Subprime Mortgage* masih membayangi perkembangan ekonomi Indonesia.

Tabel 4.1, Tabel indikator pertumbuhan ekonomi Indonesia (2004-2006)

Rincian	2004	2005	2006*	2007**				2007**
				I	II	III	IV	
Total Konsumsi	4,9	4,3	3,9	4,6	4,6	5,3	5,1	4,9
Konsumsi Swasta	5,0	4,0	3,2	4,7	4,7	5,1	5,6	5,0
Konsumsi Pemerintah	4,0	6,6	9,6	3,7	3,8	6,5	2,0	4,0
Investasi	14,2	10,8	2,9	7,0	6,9	10,4	12,1	9,1
Investasi Tetap	9,1	5,3	3,3	-0,8	3,4	4,4	9,6	4,2
Investasi Berwujud	-23,1	13,6	15,6	6,8	25,0	6,7	-14,2	6,1
Investasi Tidak Berwujud	11,1	16,4	9,2	8,1	9,8	6,9	7,3	9,0
Perdagangan Internasional	25,2	17,1	7,6	8,5	6,5	7,0	13,6	8,9
Ekspor	4,8	5,7	5,5	6,1	6,4	6,5	6,3	6,3
Ekspor Barang	69,2	67,3	68,3	64,4	65,2	63,8	68,2	65,4
Ekspor Jasa	60,6	59,6	58,3	57,8	57,3	56,3	58,9	57,6
Konsumsi Tetap	7,6	7,7	8,0	8,5	7,9	7,4	9,3	7,8
Perdagangan Internasional	21,4	22,5	21,9	21,5	22,0	22,5	23,6	22,4
Ekspor	41,1	45,2	48,5	47,0	48,0	48,9	49,1	47,8
Ekspor Jasa	32,8	38,3	37,0	36,8	38,2	39,8	40,2	38,5

Rincian	2004	2005	2006*	2007**				2007**
				I	II	III	IV	
Pertumbuhan	2,8	2,7	3,4	-1,7	4,7	7,8	3,1	3,5
Pertumbuhan Swasta	-4,5	3,2	1,7	6,2	3,2	1,0	-2,1	2,0
Pertumbuhan Pemerintah	6,4	4,6	4,6	5,2	5,1	4,5	3,8	4,7
Pertumbuhan Investasi	5,3	6,3	5,8	8,2	10,2	11,3	11,8	10,4
Pertumbuhan Investasi Tetap	7,5	7,5	8,3	8,4	7,7	8,3	9,9	8,6
Pertumbuhan Investasi Tidak Tetap	5,7	8,3	6,4	9,2	7,6	7,9	9,1	8,5
Pertumbuhan Perdagangan Internasional	13,4	12,8	14,4	13,0	12,7	14,1	17,4	14,4
Pertumbuhan Ekspor	7,7	6,7	5,5	8,1	7,6	7,6	8,7	8,0
Pertumbuhan Ekspor Jasa	5,4	5,2	6,2	7,0	7,0	5,2	7,2	6,6

Sumber : Bank Indonesia

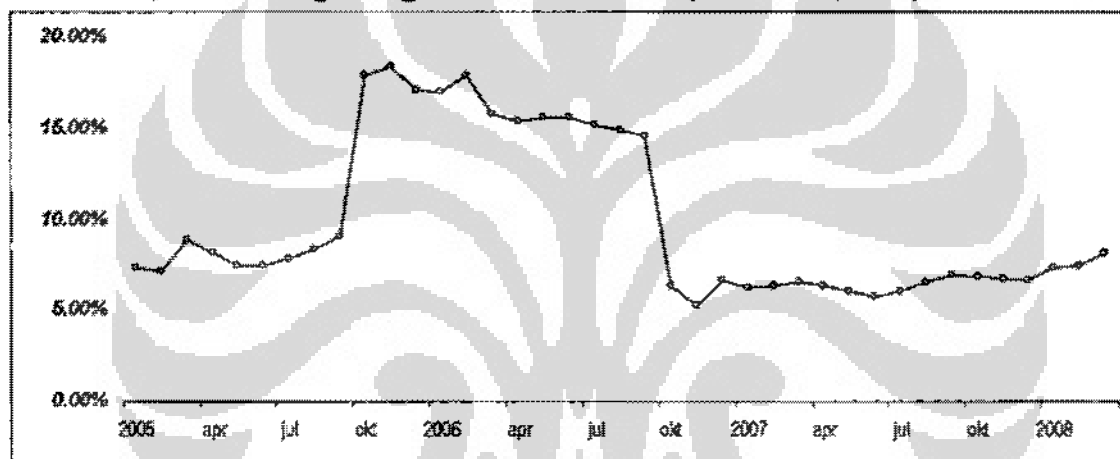
Pertumbuhan ekonomi pada tahun 2007 tampak di pengaruhi atas permintaan dari sektor swasta. Pertumbuhan ekonomi memberikan dampak pada peningkatan taraf hidup masyarakat yang kemudian membuat pembelanjaan meningkat, hal ini segera dipahami oleh para pelaku usaha dengan cara meningkatkan kapasitas bisnisnya sehingga mendorong peningkatan konsumsi dari sisi pihak swasta. Sementara, pertumbuhan konsumsi dari para pelaku usaha mengalami peningkatan ternyata terjadi penurunan dari sisi pengeluaran pemerintah. Namun, untuk tahun mendatang diduga terjadi peningkatan konsumsi dari pihak swasta karena adanya proyeksi peningkatan pertumbuhan ekonomi.

Berdasarkan analisis pertumbuhan sektoral, tampak bahwa sektor industri telekomunikasi, energi, serta properti masing-masing sebesar 14,4 %, 10,4 %, 8,6% masih menjadi tumpuan dalam mendorong perkembangan ekonomi Indonesia. Industri pengolahan masih bergerak cukup stabil dengan pertumbuhan sebesar 4,7 % pertahun.

### Inflasi Indonesia

Pada tahun 2007 pemerintah menetapkan sasaran inflasi inti sebesar 6% dengan deviasi  $\pm 1\%$ . Perkembangan harga barang dan jasa di tingkat konsumen selama tahun 2007 relatif terkendali.

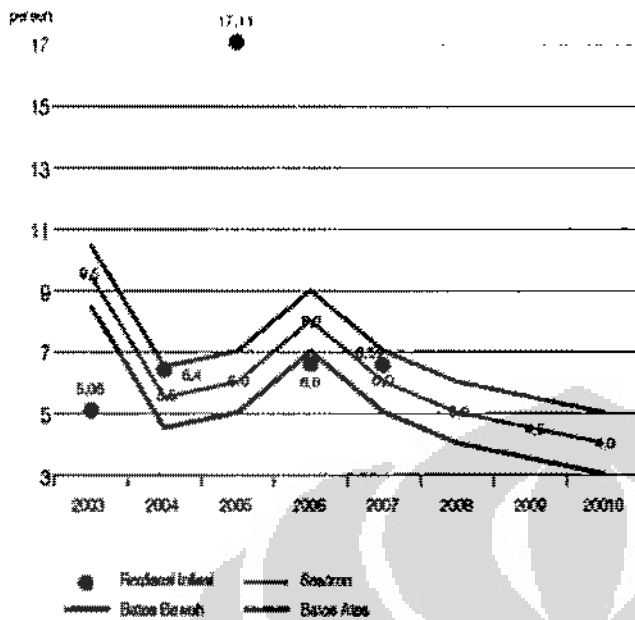
Gambar 4.6, Perkembangan tingkat inflasi Indonesia (2005-2008, YoY)



Sumber : Bank Indonesia

Berdasarkan data Bank Indonesia, inflasi di Indonesia cukup stabil dalam kisaran 6% mulai dari awal 2007 hingga 2008. Relatif stabilnya inflasi selama tahun 2007 merupakan hasil kontribusi dari relatif rendahnya inflasi yang terjadi sampai dengan paruh pertama tahun 2007. Laju inflasi paruh pertama periode 2007 tersebut lebih rendah dibandingkan dengan periode yang sama tahun sebelumnya yaitu 2,87%. Memasuki paruh kedua tahun 2007 (Juli-Desember), perkembangan inflasi mendapat tekanan yang cukup berat. Meningkatnya harga komoditas internasional seperti minyak mentah, minyak kelapa sawit, gandum, dan emas, yang disertai melemahnya nilai tukar rupiah menjadi pemicu peningkatan inflasi pada paruh kedua tahun 2007.

Gambar 4.7, Sasaran Inflasi Indonesia



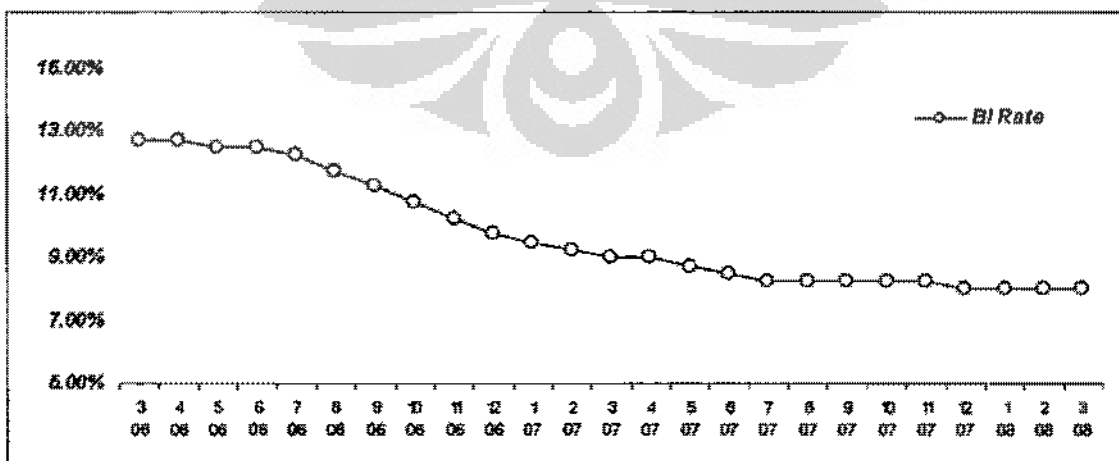
Sumber : Bank Indonesia

Pada awal Januari 2008 Pemerintah menetapkan sasaran inflasi yang baru untuk periode 2008-2010 yaitu masing-masing sebesar 5,0%, 4,5%, dan 4,0% dengan deviasi  $\pm 1\%$  melalui Keputusan Menteri Keuangan No.1 tahun 2008.

### Tingkat Suku Bunga

Pada tanggal 6 Maret 2008, Bank Indonesia menetapkan bahwa BI Rate untuk jangka waktu 1 bulan berada di level 8 %. Level persentase BI Rate ini tidak berubah semenjak pertama kali disiarkan tanggal 6 desember 2007.

Gambar 4.8, Perkembangan level BI rate (Maret 2006 – Maret 2008 )



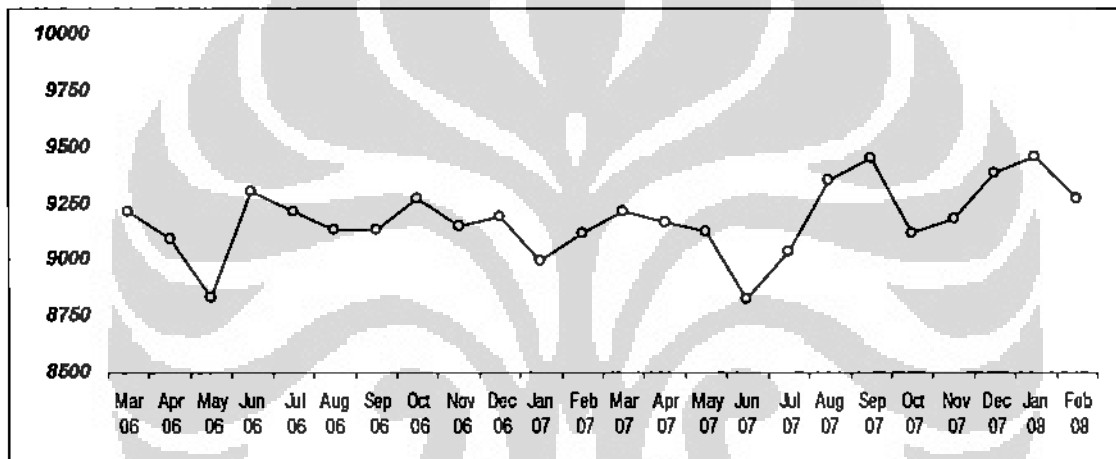
Sumber : Bank Indonesia

Data perkembangan level BI Rate menunjukkan bahwa pergerakan BI Rate mengalami penurunan semenjak tahun 2006. Pergerakan BI Rate ini mengikuti semakin stabil dan rendahnya tingkat inflasi Indonesia sesuai dengan proyeksi yang telah ditetapkan menjadi sasaran pemerintah.

### Nilai Tukar Rupiah

Memasuki bulan maret 2008, nilai tukar rupiah mengalami penguatan terhadap nilai US \$, yaitu nilai US\$ turun berada di level Rp 9.250 / US\$.

Gambar 4.9, Perkembangan Nilai Tukar Rupiah – US \$ (Maret 2006 – Maret 2008 )



Sumber : Bank Indonesia

Meskipun Adanya ekspektasi semakin rendahnya tingkat bunga yang dirilis the fed membuat nilai US \$ terus turun dibandingkan mata uang asing yang lain, ternyata hal ini tidak berdampak pada nilai tukar US \$ terhadap rupiah. Nilai tukar rupiah terhadap US \$ tampak lebih stabil, walaupun nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing yang lain mengalami penurunan karena patokan rupiah yang ikut turun mengikuti US \$.Perusahaan yang bergerak pada industri komoditas umumnya melakukan pematokan baik harga jual produknya serta harga beli untuk bahan bakunya dengan patokan mata uang asing, khususnya US \$ yang sering digunakan pada perdagangan internasional. Oleh karena itu, perusahaan ini perlu untuk memperhatikan gejolak nilai tukar terhadap mata uang asing. Nilai tukar yang stabil memberi kemudahan bagi perusahaan dalam menentukan

rencana pertumbuhan karena dapat memberikan kontrol atas setiap transaksi yang terkait dengan mata uang asing.

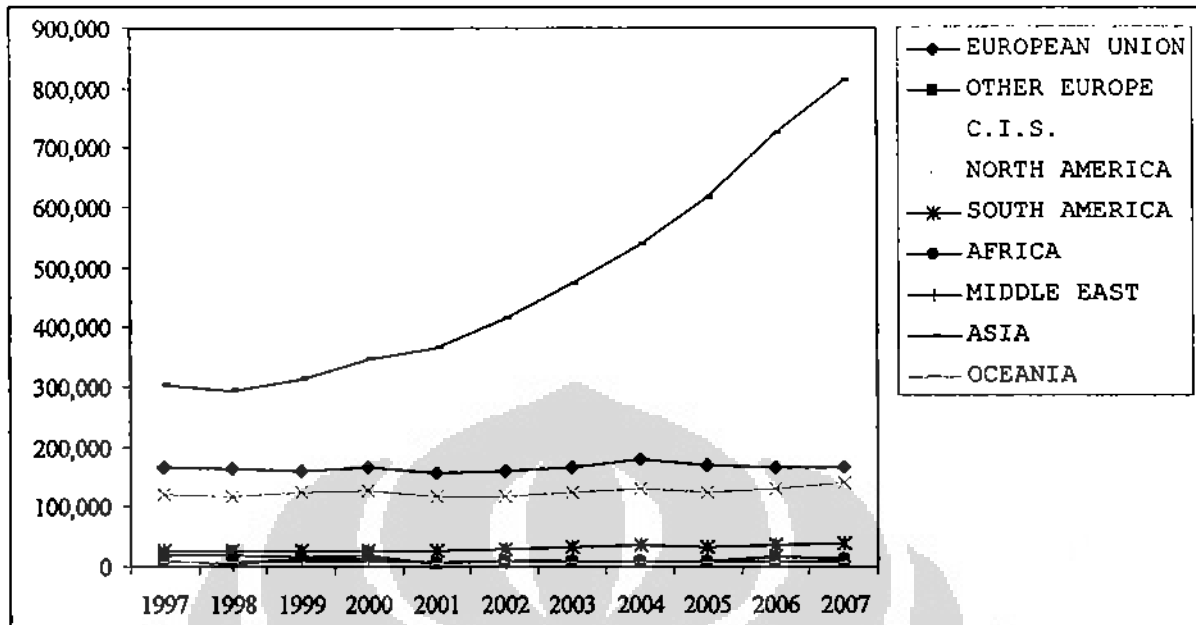
#### **4.3 Profil Industri Baja *HRC/P* Global**

Industri baja global diestimasi dapat memproduksi dengan kapasitas 960 juta ton pertahun. Industri baja selalu terkondisi dalam peta industri yang terfragmentasi dengan adanya ekspektasi dari para pelaku pasar untuk melakukan konsolidasi. Latar belakang atas kebutuhan konsolidasi tersebut semata karena keinginan para pengusaha agar memiliki posisi tawar yang lebih baik dihadapan para konsumen. Berbeda dengan industri yang membutuhkan padat modal yang lainnya, ditunjukkan bahwa 10 besar perusahaan industri baja hanya mampu memiliki 25 % dari total produksi baja dunia dibandingkan dengan industri otomotif yaitu 7 besar perusahaan otomotif menguasai 70 persen total produksi dunia, ataupun 5 besar perusahaan industri aluminium menguasai 80 persen total produksi dunia.

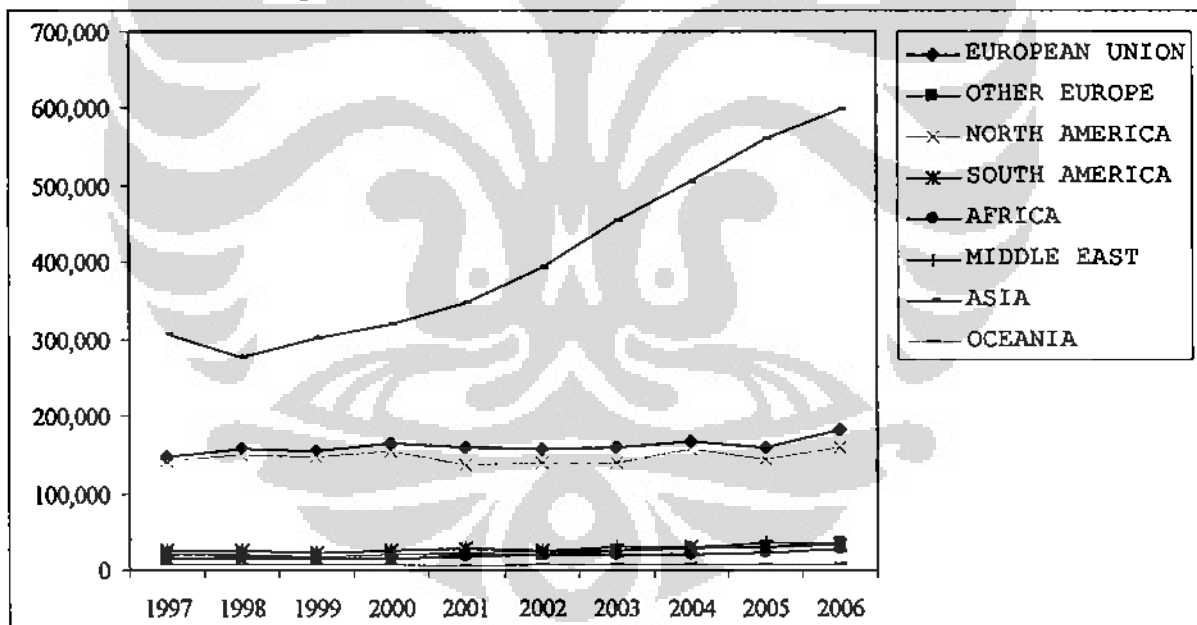
#### **Profil permintaan dan pasokan baja *HRC/P* Global**

Permintaan dunia atas baja selalu meningkat. Hal yang mendorong peningkatan permintaan ini adalah meningkatnya kebutuhan dalam negeri dari negara BRIC( Brasil, Rusia, China, India), dan khususnya dari negara china yang meningkat 22 % pertahun. Sementara, pertumbuhan permintaan dari amerika dan eropa mengalami penurunan hingga 0.3 persen per tahun.

Melirik lebih dalam pada perkembangan *HRC/P* global, maka pada dasarnya dipengaruhi oleh adanya transaksi ekspor dan impor antara negara untuk memenuhi adanya permintaan dalam negeri dibandingkan dengan produksi *HRC/P*. Berdasarkan catatan dan survei dari badan international iron & steel institute menunjukkan bahwa terjadi kenaikan atas produksi baja *HRC/P*, serta kenaikan dari konsumsi *HRC/P* (yang tercatat) yang saling berjalan beriringan, hal ini menunjukkan bahwa terdapat angka permintaan atas produk baja *HRC/P* yang lebih besar dari konsumsi yang ikut mendorong terjadinya kenaikan harga *HRC/P* global.

Gambar 4.10. Perkembangan Produksi *HRC* Global ( dalam ribuan ton )

Sumber : *International Iron & Steel Institute, dan Steel Deal BNP Paribas.*

Tabel 4.11. Perkembangan Konsumsi *HRC* Global ( dalam ribuan ton )

Sumber : *International Iron & Steel Institute, dan Steel Deal BNP Paribas.*

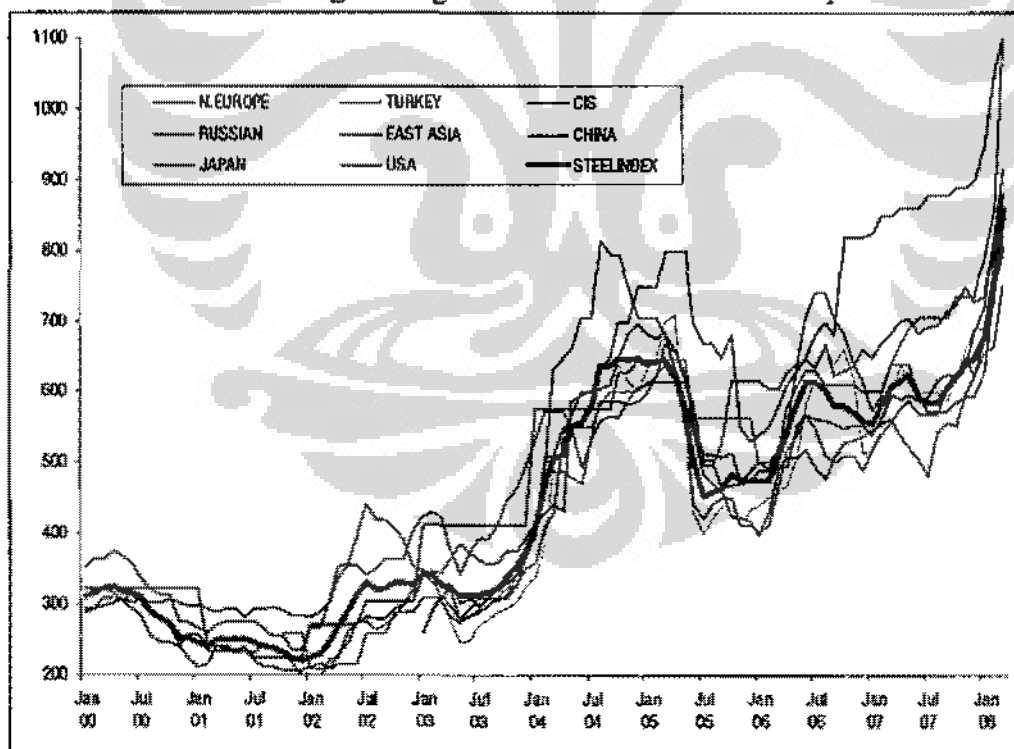
Perkembangan produsen baja *HRC/P* global cukup menarik utamanya terjadi peningkatan kapasitas produksi di berbagai negara berkembang. Perkembangan yang paling besar tampak dari produksi baja asia, dimana terjadi peningkatan pertumbuhan produksi yang cukup signifikan yaitu sebesar 14 % selama 3 tahun terakhir, dan 10 % selama 10 tahun terakhir. Negara afrika juga mencatatkan perkembangan yang sangat baik dimana dalam 3 tahun terakhir

tampak ada peningkatan produksi sebesar 20 % pertahun, dan dalam jangka waktu 10 tahun terakhir sebesar 14 % pertahun melampaui perkembangan dari produsen asia. Namun, volume produksi afrika jauh hampir seperseratus dari produksi baja asia. Perkembangan produksi baja global memang disesuaikan dengan perkembangan dari konsumsi baja global. Peningkatan produksi yang terjadi baik di asia dan afrika memang diimbangi dengan perkembangan dari konsumsi baja *HRC/P* di kawasan tersebut. Utamanya pada kawasan asia dimana para produsen baja masih mampu untuk mengekspor baja ke kawasan lain karena terdapat surplus produk baja sebesar + 300.000 ton.

### Harga jual baja *HRC/P* Global

Harga dari suatu produk *HRC/P* di pasar adalah terkait dengan suplai produk dan permintaan atas produk tersebut di pasar, dimana hukum ekonomi suplai dan permintaan berlaku.

Gambar 4.12. Perkembangan Harga *HRC/P* Global dalam US \$ per ton.



Sumber : *Steel Business Briefing dan Morgan Stanley Steel Industry Report.*

Tiap perusahaan produsen baja *HRC/P* di masing-masing negara melakukan ekspor-impor *HRC/P* dengan harga yang berbeda-beda, dan berhasil diidentifikasi terdapat 9 lokasi yang umum digunakan sebagai bahan kutipan



harga *HRC/P* global diantaranya adalah eropa utara, turki, CIS, Russia, East Asia, China, Jepang, Brazil dan USA.

Semenjak awal januari 2000 hingga januari 2005, harga dari *HRC/P* di berbagai belahan dunia mengalami kenaikan yang cukup tinggi hingga lebih dua kali lipat, dimana awal januari 2000 harga perton *HRC/P* berada di posisi 300 US Dollar/Ton naik menjadi 650 US Dolar/Ton pada awal januari 2005. Setelah periode ini harga *HRC/P* global turun cukup drastis hingga menyentuh posisi 450 US Dolar/ton atau turun sebesar 45%. Batasan harga baru tersebut membentuk posisi support mengangkat kembali harga *steel index* naik hingga 850 US Dolar/ton pada maret 2008, atau naik kembali melebihi 100%. Bahkan di beberapa negara eropa sudah menyentuh posisi lebih dari 950 US Dolar/Ton, dimana di pelabuhan turki serta di negara-negara CIS harga spot HRC sudah mencapai posisi 1.100 US Dolar/ton.

Dalam beberapa periode mendatang, kami meyakini bahwa harga komoditas baja *HRC/P* global tetap akan mengalami peningkatan. Berdasarkan analisis teknikal menunjukkan bahwa pembentukan index mengarah pada bentuk krucut terbuka. Sementara ini pergerakan harga masih jauh menyentuh batas atas dari pembentukan krucut sehingga harga baja *HRC/P* cenderung masih akan bergerak naik, dan kami perkirakan kenaikan tersebut tetap terjadi untuk periode 1 hingga 3 tahun mendatang dengan pergerakan sebesar 20%.

#### Perkembangan harga dan produksi bahan baku di pasar global.

Adanya konsolidasi global dari para pelaku produksi baja global menyebabkan pembentukan 3 pasar besar yaitu pasar eropa, jepang dan amerika. Yang membatasi pasar tersebut adalah kelangkaan bahan baku material baja dan adanya batasan kapasitas produksi pada infrastruktur yang tersedia. Kelangkaan bahan baku mengakibatkan beberapa harga bahan baku baja mengalami peningkatan, yang kemudian memberikan dampak berantai pada seluruh rantai pasok industri baja.

Bahan baku produksi utama dari perusahaan produsen *Hot Rolled Coillplate* adalah *ingots*, dan *slab*, dimana *ingots* berbentuk prisma segi empat

sementara *slab* berbentuk lembaran. Bagi perusahaan produsen *HRC/P* maka bahan baku ini yang dibeli dari perusahaan pelebur baja.

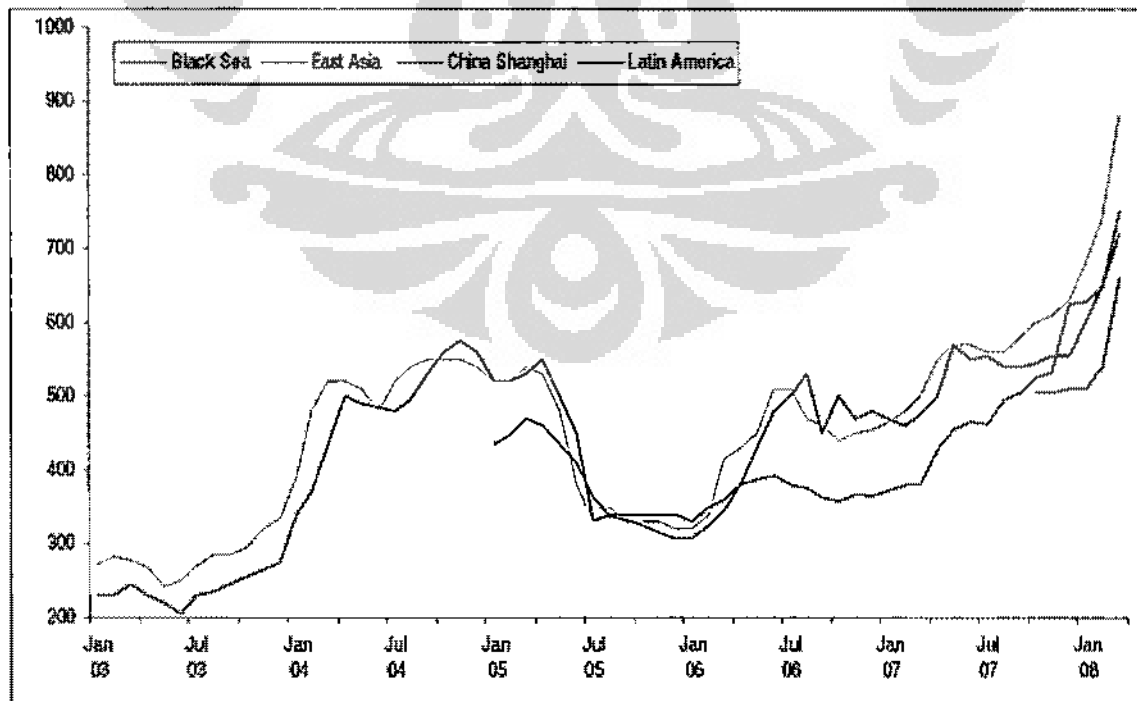
Tabel 4.2. Perkembangan produksi *crude steel* global (dalam ribu ton)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
EUROPEAN UNION	184,568	182,424	175,943	186,694	180,546	180,896	184,505	194,169	187,213	198,462
OTHER EUROPE	26,367	25,449	22,390	23,707	24,604	26,615	29,288	32,139	33,186	36,378
C.I.S.	80,558	73,950	85,637	98,489	99,619	101,089	106,220	113,112	112,876	119,766
NORTH AMERICA	129,489	129,945	130,044	135,353	119,858	122,949	126,161	134,021	127,631	131,655
SOUTH AMERICA	36,966	36,121	34,594	39,110	37,372	40,861	43,047	45,875	45,316	45,298
AFRICA	12,856	12,806	12,818	13,827	14,916	15,807	16,289	16,706	17,995	18,780
MIDDLE EAST	9,929	9,065	9,779	10,780	11,690	12,492	13,443	14,253	15,257	15,376
ASIA	308,633	297,873	308,799	331,890	353,801	394,928	442,394	510,095	588,083	675,589
OCEANIA	9,589	9,697	8,946	7,832	7,859	8,292	8,397	8,300	8,646	8,691
WORLD	798,954	777,330	788,970	847,671	850,266	903,929	969,744	1,068,690	1,146,203	1,249,995

Sumber : *International Iron & Steel Institute*

Trend kenaikan harga juga dialami oleh para produsen baja *slab*, dimana terjadi kenaikan hampir seratus persen. Dari seluruh produsen baja *slab*, tampak yang paling murah adalah *slab* dari latin amerika yang masih berada dibawah 700 US Dollar per Ton. Pembentukan harga *slab* masih ditentukan oleh produksi *slab* baja di china karena produksi china yang sangat besar, serta pembentukan harga di kawasan lain terkait dengan harga di china beserta ongkos transportasi dan asuransi laut, oleh karena itu harga *slab* di china masih yang paling rendah.

Gambar 4.13. Grafik Perkembangan harga *slab* baja global dalam US \$ per ton.



Sumber : *Steel Business Briefing*

Posisi pembentukan harga *slab* masih mencari posisi mengingat pergerakan harga saat ini menanjak naik semenjak penurunan harga mencapai titik terendah pada pertengahan tahun 2005 hingga awal tahun 2006. Tampak kenaikan harga pada saat ini sudah melewati batas atas dari garis *resistance*, dan diindikasikan bahwa trend kenaikan harga *slab* masih akan terus terjadi. Diperkirakan masih terjadi kenaikan harga dalam periode 1 hingga 2 tahun mendatang.

#### 4.4 Profil Industri Baja *HRC/P* Indonesia

##### Profil Pelaku Industri Baja *HRC/P*

Industri *HRC/P* telah cukup lama berkembang di Indonesia. Beberapa perusahaan yang termasuk dalam industri manufaktur *HRC/P* ini diantaranya adalah PT Krakatau Steel tercatat sebagai produsen *HRC/P* terbesar di Indonesia, PT Gunawan Dianjaya Steel, PT Jaya Pari Steel, Tbk, dan PT Gunung Raja Paksi.

PT Krakatau Steel merupakan produsen *HRC/P* terbesar di Indonesia. PT Krakatau Steel memproduksi melalui pabriknya yang berlokasi di Cilegon, Serang, Jawa Barat sejak tahun 1982. Pada awalnya PT Krakatau Steel memiliki kapasitas produksi 1 Juta Ton dan meningkat hingga saat ini sebesar 2 Juta Ton. PT Krakatau Steel saat ini menguasai pasar domestik antara 55 persen hingga 60 persen.

PT Gunawan Dianjaya Steel didirikan tahun 1989 dengan status PMDN, dimana pendiri dan pemegang saham perusahaan ini adalah Mr Gunawan, dan PT Jaya Pari Steel. Perusahaan ini bergerak dalam industri *HR Plate (Steel Plate)* melalui pabriknya yang berlokasi di Jalan Margomulyo No.29-A, tandes, Surabaya pada areal seluas 8 hektar dengan kapasitas 340.000 ton pertahun. Perusahaan ini mulai beroperasi secara komersial sejak bulan juni 1991, dan dibangun dengan investasi sekitar Rp 101.4 Miliar. Perusahaan ini memiliki afiliasi sangat dekat dengan PT Jaya Pari Steel, sehingga variasi dan kualitas produk keduanya sangat identik.

Perusahaan PT Gunung Raja Paksi didirikan pada tahun 1998 dan mulai beroperasi pada awal tahun 2000, dimana pemilik perusahaan ini adalah kelompok perusahaan Gunung Garuda. Kapasitas izin yang dimiliki sebesar 350 ribu ton per

tahun, yang saat ini terpasang sebesar 150.000 ton per tahun. Perusahaan ini terlihat berkembang sangat baik dan mampu melakukan ekspor HRC ke negara Portugal, Belanda, Liverpool dan Abudhabi

Tabel 4.3. Daftar Perusahaan Produsen *Hot Rolled Coil/Plate* di Indonesia

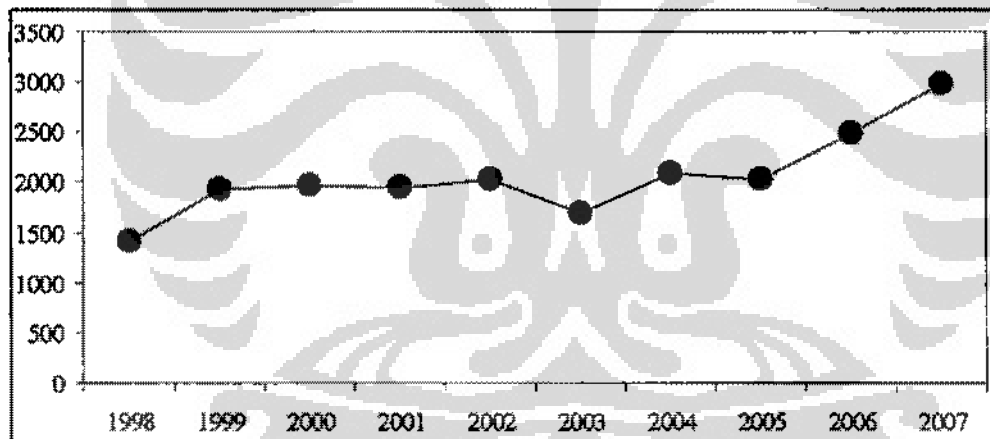
NAMA PERUSAHAAN	PRODUK	KAPASITAS PRODUKSI/TAHUN	LOKASI
PT KRAKATAU STEEL	HRC	2,000,000	Cilegon
PT GUNAWAN DIANJAYA	HRP	340,000	Surabaya
PT JAYA PARI STEEL TBK	HRC/P	100,000	Surabaya
PT GUNUNG RAJA PAKSI	HRC/P	150,000	Bekasi

Sumber : Indocommercial

### Perkembangan Produksi Industri HRC/P

Secara keseluruhan produksi *HRC/P* di dalam negeri masih sangat rendah, karena pada dasarnya hasil produksi dalam negeri masih belum mampu mencukupi permintaan dalam negeri atas produk *HRC/P*.

Gambar 4.14. Perkembangan Produksi Industri *HRC/P* Indonesia (Ribu Ton)



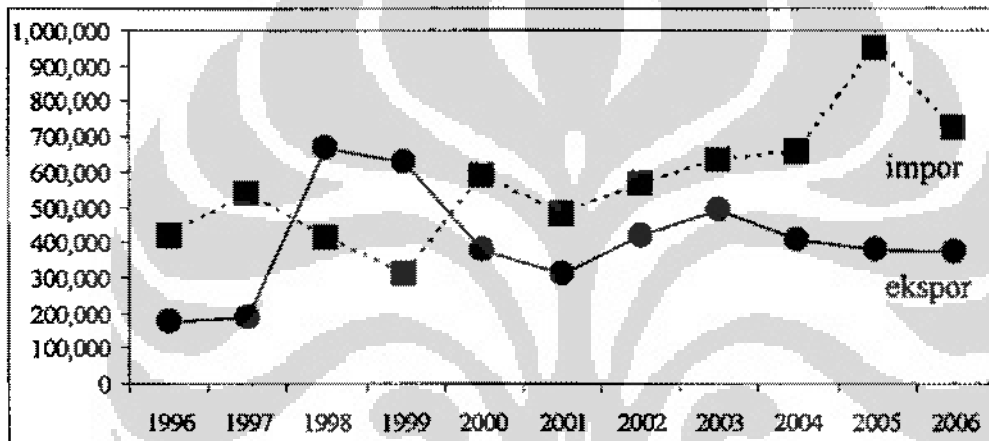
Sumber : Indocommercial, Departemen Perindustrian – RI, Warta Ekonomi

Pada tahun 1998 tampak bahwa terdapat penurunan produksi dari industri baja *HRC/P* karena pada masa tersebut Indonesia mengalami krisis ekonomi, serta molanjaknya nilai tukar US Dollar dibandingkan dengan Rupiah. Namun pada tahun berikutnya tampak bahwa produksi sudah normal kembali walaupun masih berada dibawah kapasitas maksimal. Pada tahun 2004 hingga 2007 terjadi kenaikan produksi yang cukup tajam dari 2.08 juta pada tahun 2004 hingga 2.99 juta pada tahun 2007.

### Perkembangan Ekspor dan Impor HRC/P

Dalam aktivitas bisnis perdagangannya, ternyata banyak perusahaan produsen *HRC/P* ikut memasarkan produknya dengan ekspor ke luar. Mengingat produksi *HRC/P* dalam negeri masih belum mampu untuk menutupi permintaan dalam negeri ditambah lagi dengan kegiatan *HRC/P* keluar negeri, maka pemerintah membuka pintu impor *HRC/P* untuk menutupi kekurangan pasokan *HRC/P* di dalam negeri. Ekspor *HRC/P* terbesar dari Indonesia adalah ke negara China, Malaysia, Jepang, Italia, dan Belgia. Sementara itu 5 besar impor *HRC/P* berasal dari Jepang, India, Taiwan, Swiss, dan Afrika Selatan.

Gambar 4.15. Perkembangan Ekspor Impor *HRC/P* di Indonesia ( dalam ton ).



Sumber : Warta Ekonomi dan Kompas Interaktif.

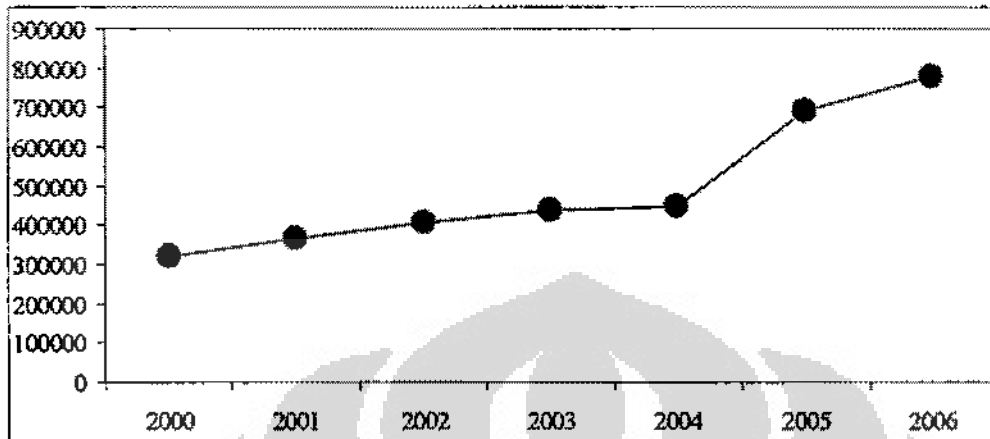
### Profil Konsumsi Domestik HRC/P

Hasil produk baja *HRC/P* dikonsumsi dan digunakan sebagai bahan baku produksi bagi industri yang lain, dan umumnya merupakan produk jenis komersial. Berikut ini adalah identifikasi industri yang mengkonsumsi *HRC/P* di dalam negeri, antara lain : (1) Industri pipa dan tube, (2) Industri *Cold Rolled Coil/Plate (CRC/P)*, (3) Industri baja profil konstruksi, (4) Industri otomotif, (5) Industri galangan kapal dan (6) Industri kontainer, dll.

Industri pipa baja telah berkembang sejak lama, dan hingga saat ini tidak kurang dari 30 perusahaan yang menerjuni bidang industri ini dengan kapasitas produksi seluruhnya mencapai 1,85 juta ton per tahun. Industri ini umumnya memproduksi 3 jenis produk komersial yaitu pipa baja jenis las lurus sebagai

produk yang paling banyak di produksi, pipa baja jenis las spiral, dan pipa baja jenis tanpa kampuh (seamless pipe).

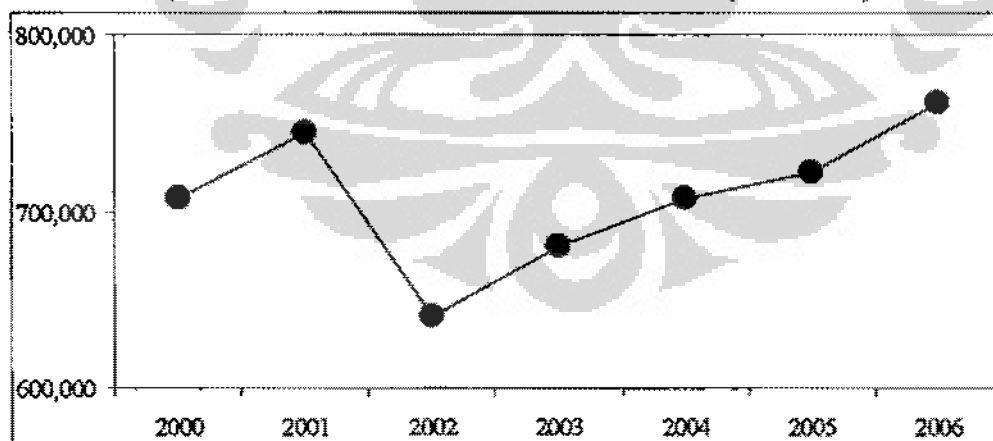
Gambar 4.16, Perkembangan Produksi Pipa Baja Domestik (dalam ton)



Sumber : Indocommercial dan Departemen Perindustrian - RI

Pada perkembangannya produksi pipa baja domestik nasional mengalami peningkatan produksi, adapun alasannya adalah adanya kenaikan permintaan di pasar domestik. Pada tahun 2005 terjadi peningkatan yang cukup signifikan yaitu sebesar 54 % dari 445 ribu ton pada tahun 2004 meningkat menjadi 689 ribu ton pada tahun 2005. Salah satu naiknya produksi kapasitas nasional adalah telah selesainya proyek dan meningkatnya kapasitas produksi dari PT Bakrie Pipe Industri.

Gambar 4.17, Produksi *Cold Roller Coil/Plate* domestik (dalam ton)



Sumber : Indocommercial dan Departemen Perindustrian RI.

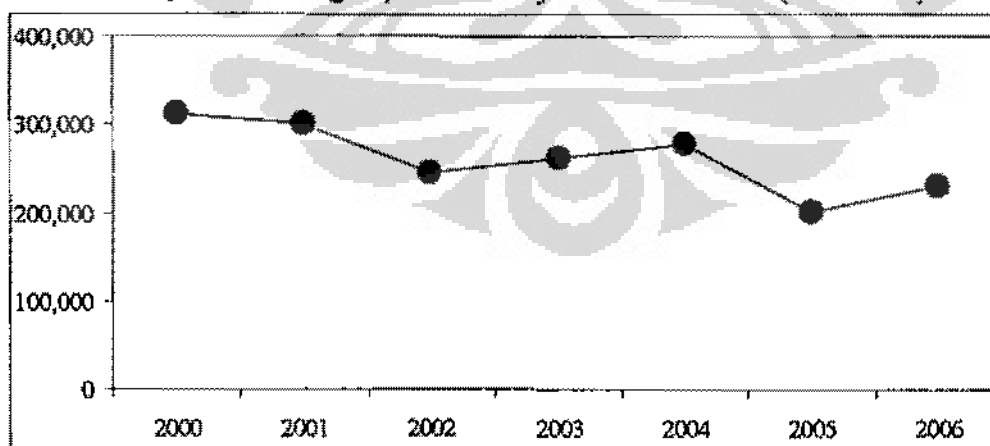
Industri CRC/P adalah industri yang menggunakan bahan baku utama *HRC/P*. Pada prinsipnya proses produksi CRC ini berupa proses penipisan kembali produk material *HRC/P* dengan menggunakan drum (mirip proses

penipisan *HRC/P*) namun proses penggilingan ini tanpa dipanaskan terlebih dahulu.

Industri *Cold Roller Coil/Plate* relatif tidak mengalami perkembangan industri yang menarik, dimana rata-rata pertumbuhan dalam kurun waktu 5 tahun terakhir hanya menunjukkan kenaikan 1 % dan dalam 3 tahun terakhir hanya 4%. Hal ini karena produk *CRC/P* mirip dengan produk *HRC/P* sehingga konsumen dapat dengan mudah berpindah ke produk *HRC/P* yang lebih murah sebagai substitusinya, serta adanya impor produk ini secara besar-besaran dari luar negeri khususnya dari China. Perusahaan PT Krakatau Steel masih memimpin pasar *CRC/P* dengan kapasitas maksimal sebesar 850.000 per tahun.

Industri produsen besi baja profil di Indonesia dikelompokkan menjadi 2 kelompok, yaitu Baja Profil Berat, dan Baja Profil Ringan. Besi baja profil berat adalah besi baja profil yang berukuran diatas 150 millimeter, sedang yang dimaksud besi baja profil ringan adalah besi baja profil yang berukuran kurang dari 150 millimeter. Besi baja profil ini dapat diproduksi dengan proses pengelasan, yaitu dengan menempelkan (mengelas) lempengan besi yang satu dengan lempengan besi yang lain, dan ada yang dengan proses canai panas dengan bahan baku billet atau bloom. Di Indonesia pabrik-pabrik besi profil umumnya memproduksi dengan menggunakan proses pengelasan dengan bahan baku plat baja (*Hot Rolled plate*).

Gambar 4.18, Perkembangan produksi Baja Profil domestik (dalam ton)



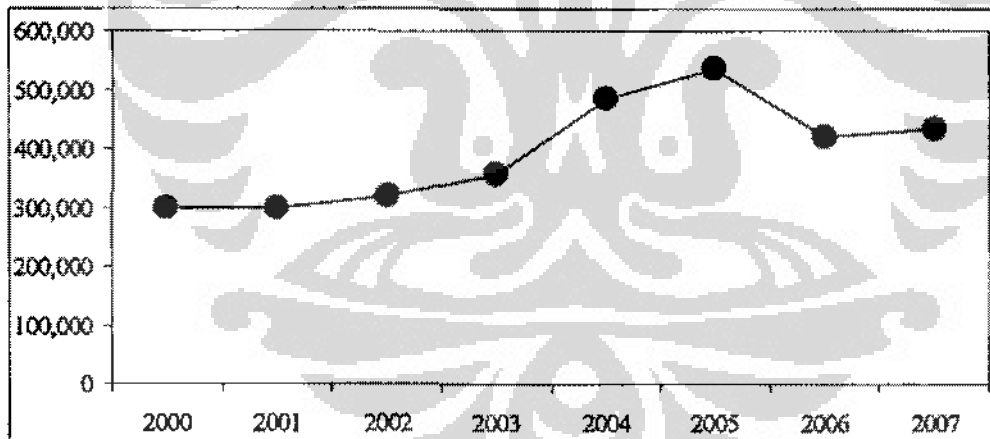
Sumber : Indocommercial dan Departemen Perindustrian RI.

Industri besi baja profil di dalam negeri telah berkembang cukup lama, dimana terdapat 25 perusahaan yang bergerak dalam industri baja profil dengan

skala industri yang beragam. Kapasitas nasional produksi besi baja profil ini mencapai sebesar 1.055.400 ton pertahun namun utilitasnya masih cukup rendah dengan rata-rata utilitas nasional kurang dari 30%. Industri ini cenderung stagnan dan bahkan mengalami penurunan dimana rata-rata pertumbuhan dalam 5 tahun terakhir dicatat sebesar minus 2 % dan bahkan masih belum bisa melampaui produksi di tahun 2000-an.

Industri otomotif termasuk salah satu industri yang mengkonsumsi *HRC/P* cukup besar di Indonesia. Perkembangan industri ini semakin maju dan berkembang karena dilandasi karena permintaan otomotif dalam negeri yang cukup besar. PT Astra Internasional masih memimpin di industri ini sebagai pemimpin pasar. Konsumsi *HRC/P* dalam industri ini terutama digunakan dalam proses perakitan kendaraan bermotor oleh industri perakitan (*assembler*), dan industri karoseri serta bengkel-bengkel otomotif. Produk *HRC/P* kemudian di potong dan cetak tekan serta mengalami berbagai permesinan untuk menjadi potongan dan bagian dari produk otomotif.

Gambar 4.19, Perkembangan Konsumsi *HRC/P* Industri Otomotif Domestik (dalam ton)



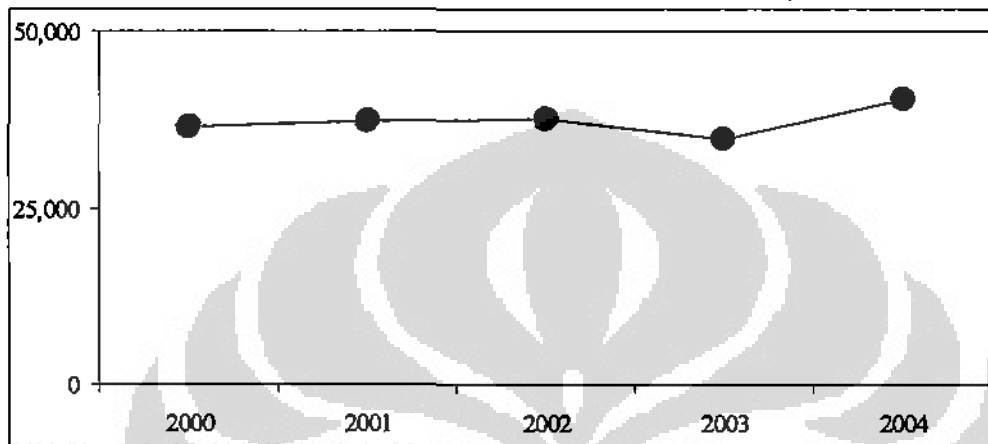
Sumber : Indocommercial, Gaikindo, dan Departemen Perindustrian RI.

Perkembangan industri ini sangat baik, khususnya dalam meningkatkan konsumsi *HRC/P*, namun pada akhir tahun 2006 tampak terjadi penurunan konsumsi *HRC/P* pada industri otomotif nasional. Banyak industri otomotif yang masih menggunakan bahan material *HRC/P* impor dari luar negeri karena adanya kebutuhan *HRC/P* dengan spesifikasi khusus yang hingga kini masih belum bisa diproduksi di dalam negeri.



Industri galangan kapal sudah cukup lama berkembang di Indonesia. Industri galangan kapal ini bermula dari industri pemeliharaan kapal, dan perbaikan kecil, kemudian berkembang menjadi industri pembuatan kapal meskipun untuk ukuran yang relatif kecil. Perkembangan konsumsi dari industri ini cukup stabil sebesar 3 % pertahun.

Gambar 4.20. Perkembangan Konsumsi *HRC/P* Galangan Kapal Domestik (ton)



Sumber : Indocommercial dan Departemen Perindustrian RI.

#### 4.5 Analisis Industri Baja *Hot Rolled Coil / Plate*

##### Persaingan dalam Industri Baja *Hot Rolled Coil / Plate*

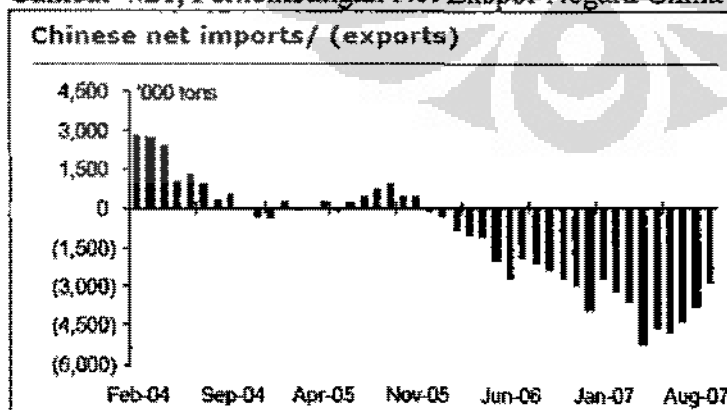
Pada industri baja *HRC/P* layaknya industri yang lain, maka pada dasarnya tingkat keuntungan para pelaku didalamnya sangat dipengaruhi oleh skala intensitas persaingan diantara para pelaku usaha tersebut.

Produksi *HRC/P* dari tahun 1998 hingga tahun 2007 mengalami peningkatan, walaupun ada penurunan produksi nasional pada tahun 2003. Meskipun terjadi penurunan namun secara umum diduga industri baja nasional masih mampu membukukan keuntungan karena adanya peningkatan harga global. Peningkatan harga global ini terjadi karena tidak seimbangnya antara semakin meningkatnya permintaan yang tidak diikuti penyediaan produk Baja *HRC/P* yang memadai di pasar global dan domestik. Dari sisi produsen global, masih terdapat minat untuk terjadinya peningkatan harga produk baja HRC di masa mendatang, dan hal ini juga akan diikuti dengan peningkatan harga baja HRC domestik dalam negeri.

Pada pasar produsen Baja *HRC/P* ini yang menjadi pemimpin pasar adalah PT Krakatau Steel yang menguasai hingga 50% dari seluruh pangsa pasar, terutama dengan adanya keinginan Krakatau Steel untuk mendirikan fasilitas baru untuk menambah kapasitas produksi. Kemudian produsen lainnya antara lain PT Gunung Raja Paksi, PT Gunawan Dianjaya, dan JPRS. Adanya konsentrasi pasar yang dipegang oleh PT Krakatau Steel dengan pangsa pasar yang sangat besar maka diyakini bahwa PT Krakatau Steel adalah produsen yang bertindak mayoritas sebagai pembentuk harga di pasaran domestik. Dengan melihat kepemilikan PT Krakatau Steel yang berbentuk BUMN yang dimiliki oleh pemerintah, serta landasan keinginan untuk mendapatkan pemasukan negara, maka kami yakin bahwa PT Krakatau Steel tidak memiliki keinginan untuk menurunkan harga jual produk *HRC/P* nya.

Tantangan kompetisi produsen produk *HRC/P* ini adalah produk-produk impor dari luar negeri khususnya dari china. Produk dari china sebenarnya banyak yang tidak sesuai dengan jenis produk biasanya umumnya ada beberapa standar pasar yang dikurangi dari spesifikasi umumnya, oleh karena itu dipasar di beri label "Banci". Volume produk luar negeri utamanya dari negara china masuk karena adanya pengaruh kebijakan pemerintah yang menghilangkan tarif bea masuk untuk impor produk baja *HRC/P*. Namun disisi lain, volume import ini juga naik karena terkait dengan jenis, spesifikasi teknis, dan ukuran tertentu, yang sepenuhnya masih belum bisa di produksi di dalam negeri. Dampaknya, import baja *HRC/P* Indonesia mengalami peningkatan hingga 2 kali lipat dalam 10 tahun.

Gambar 4.21, Perkembangan Net Ekspor Negara China



Sumber : BNP Paribas

Tekanan atas produk berkualitas rendah diperkirakan akan mereda karena posisi china yang pada saat ini menjadi net importir baja global sehingga para produsen china kembali memilih untuk memenuhi pasar domestik, dan tidak untuk diekspor ke indonesia.

Harga pasaran global yang terbentuk merupakan acuan bagi produsen dalam negeri untuk menjual produknya. Posisi para produsen *HRC/P* berada ditengah-tengah jalur rantai pasok industri baja yang dimulai pada industri hulu pertambangan bijih besi hingga produk akhir yang diterima oleh konsumen, serta data menunjukkan kenaikan harga produk juga berpengaruh pada seluruh produsen yang berada dirantai pasok tersebut. Berbeda dengan para produsen baja *HRC/P* global seperti Mittal, Nucor, Tata,dll, maka para produsen baja khususnya *HRC/P* di Indonesia sangat diuntungkan dengan adanya kenaikan harga. Kenaikan harga memang diikuti dengan kenaikan dari biaya produksi dan material, namun untuk biaya diluar keduanya tidak mengalami kenaikan yang dapat mempengaruhi profitabilitas perusahaan. Akibatnya margin para produsen baja di Indonesia masih lebih baik dari marjin yang diperoleh dari produsen baja internasional.

Diduga persaingan antara para produsen baja di Indonesia memiliki intensitas yang rendah, karena pada akhirnya para produsen baja *HRC/P* lebih bersaing dengan para importir *HRC/P*. Namun, pada akhirnya, besarnya permintaan baik dalam negeri dan potensi permintaan dari luar negeri, serta perkembangan harga jual produk baja *HRC/P* membuat para pelaku industri baja masih dapat menikmati tingkat keuntungan atau marjin yang menarik pada saat ini hingga untuk jangka mendatang.

#### **Ancaman Pendatang Baru Industri Baja *Hot Rolled Coil / Plate***

Adanya ketidaksetimbangan antara jumlah pasokan dan jumlah permintaan mengakibatkan terjadinya gap peluang bagi para pengusaha baru yang ingin masuk ke dalam industri baja *HRC/P*.

Hambatan utama untuk masuk ke dalam industri baja *HRC/P* adalah dalam hal permodalan. Pengusaha baru harus memiliki modal yang besar untuk investasi lahan, bangunan, mesin produksi dalam hal produks baja, dan utamanya untuk pembelian material. Pengusaha juga harus mempersiapkan dan mengamankan

berbagai kontrak suplai material sebagai masukan material produksi. Pengusaha juga harus mempersiapkan permodalan untuk armada dan biaya-biaya lain yang terkait dengan pengangkutan. Kebutuhan modal yang cukup besar ini sedikit menghambat para pengusaha baru yang ingin masuk ke dalam industri baja *HRC/P*.

Namun, disisi lain, Jika para pengusaha baru dapat mengamankan modal dan masuk pada industri *HRC/P* maka pada akhirnya tidak akan kesulitan untuk mencapai skala ekonomi yang optimal dari investasi awal pembangunan fasilitas produksi, mengingat masih besarnya daya serap pasar karena gap antara permintaan dan persediaan yang cukup besar. Ini adalah salah satu pemicu yang mendukung masuknya para pengusaha baru ke industri *HRC/P*. Sementara itu, pemerintah khususnya pemerintah daerah sangat menyambut baik bagi pengusaha yang berkeinginan untuk membangun fasilitas produksi baja *HRC/P* baru, utamanya yang tidak fokus di wilayah jawa. Bapennas bersama dan mengkoordinasi dengan berbagai departemen terkait bekerjasama dengan pemerintah daerah setempat akan berusaha membantu dan memudahkan proses pendirian usaha baru tersebut, dan jika perlu akan diberikan berbagai fasilitas dan subsidi yang kemudian semakin meningkatkan tingkat pengembalian usaha.

Produk Baja *HRC/P* pada dasarnya adalah bersifat komoditas yang dipasarkan dengan sistem *b2b*, sehingga konsumen memilih dan mengkonsumsi baja *HRC/P* dengan pola pikir yang rasional. Konsumen memilih produk utamanya karena pertimbangan spesifikasi, kualitas, serta finansial, sehingga pengaruh merek dagang tidak berpengaruh dalam kesuksesan penjualan. Pengusaha baru akan semakin mudah memasuki bisnis produsen baja *HRC/P* karena tidak perlu mengeluarkan biaya untuk mengelola merek dagang.

Exit Barrier secara umum sebenarnya sangat tinggi mengingat para pengusaha yang masuk pada industri ini akan menanamkan modal yang besar dan harus mendapatkan imbalan yang layak dalam waktu pengembalian modal yang cukup lama. Namun, perkembangan terjadinya Merger dan akuisisi sesama industri baja mengakibatkan proses exit menjadi lebih mudah, karena pengusaha baja dapat dengan mudah mempromosikan perusahaannya untuk dibeli oleh perusahaan lain.

Diduga bahwa memang ada potensi ancaman pendatang baru di industri baja *HRC/P* di Indonesia. Potensi ancaman ini karena tingkat kemudahan untuk masuk, dan beroperasi di industri ini cukup besar. Salah satu hal yang menghambat masuknya para pemain baru di industri ini adalah ketersediaan modal untuk berinvestasi. Melihat sejarah perkembangan industri baja *HRC/P* di Indonesia, tampaknya para pengusaha masih belum memprioritaskan untuk masuk di industri ini, dimana kemungkinan para pengusaha tersebut masih membutuhkan permodalannya untuk mengembangkan usahanya di industri lain yang dimilikinya, yang sedang tumbuh berkembang semenjak krisis moneter tahun 1998. Pada akhirnya, kami simpulkan masih belum ada ancaman dari pendatang baru untuk 5 tahun mendatang, dan jika pada akhirnya terdapat pendatang baru maka pendatang baru tersebut masih belum memberikan ancaman yang berarti mengingat masih besarnya gap potensi pasar *HRC/P* di Indonesia yang masih bisa untuk di penuhi.

#### **Kekuatan Produk Substitusi pada Industri Baja *Hot Rolled Coil / Plate***

Para konsumen produk *HRC/P* adalah para industri yang mengolah kembali produk *HRC/P* menjadi produk akhir yang dibeli oleh konsumen akhir. Pada saat ini tidak ada substitusi produk *HRC/P* dengan produk lain. Kemungkinan lain adalah konsumen dapat berubah untuk ikut membangun pengolahan yang terintegrasi jadi konsumen mengolah sendiri produk *HRC/P* dari material baja *Slab*, dimana kemungkinan ini sangat kecil terjadi karena kebutuhan modal dan skala ekonomis yang perlu untuk dipersiapkan terlebih dahulu.

Diduga bahwa tidak ada produk substitusi yang dapat menggantikan produk *HRC/P*, sehingga tidak ada ancaman terhadap pendapatan dan profitabilitas dari industri baja *HRC/P* atas adanya produk substitusi.

#### **Kekuatan tawar pemasok kepada industri baja *HRC/P***

Stabilitas dari tingkat profitabilitas industri baja *HRC/P* ditentukan oleh kekuatan tawar industri baja *HRC/P* terhadap para pemasoknya. Pemasok kepada industri baja *HRC/P* terdiri dari pemasok atas material, sumber daya manusia, komponen produksi, serta sumber daya finansial.

Pemasok bahan baku industri baja *HRC/P* adalah para produsen baja *Slab*. Pada saat ini terdapat cukup banyak produsen baja *slab* di Indonesia. Selain itu industri baja dapat dengan mudah menghubungi para pedagang untuk mendapatkan bahan baku *slab* dengan mudah melalui sarana impor. Impor baja *slab* yang paling dekat adalah melalui negara Thailand dan China. Pada prakteknya harga material produk baja *Slab* memang dipatok dengan harga internasional, oleh karena itu para produsen *HRC/P* tidak memiliki kekuatan untuk membuat penawaran untuk merubah dan menurunkan harga secara drastis, dan kondisi ini pun berlaku sebaliknya. Hal ini karena produk Baja *Slab* termasuk dalam kategori produk komoditas.

Dalam hal ketersediaan sumber daya manusia, dimulai dengan melihat tidak adanya kebutuhan sumber daya manusia yang memiliki kemampuan khusus pada industri ini, serta kemudahan mencari tenaga kerja karena stok tenaga kerja yang melimpah, maka para produsen baja *HRC/P* memiliki kemampuan tawar yang baik atas sumber daya manusia. Produsen baja *HRC/P* dapat dengan mudah mendapatkan tenaga kerja dengan upah kerja yang lebih rendah sehingga perusahaan dapat meminimumkan biaya administrasi, dan meningkatkan pendapatan operasional dibandingkan dengan industri yang lain. Batas bawah dari upah kerja ini telah ditetapkan oleh pemerintah daerah melalui penetapan upah minimum.

Komponen pasokan yang lain adalah pasokan dari sumber daya finansial. Melihat pergerakan industri baja yang cenderung stabil dan hanya terdampak oleh siklus ekonomi, maka industri baja *HRC/P* dapat menjadi target bagi lembaga finansial. Pendapatan perusahaan yang diterima dalam bentuk mata uang asing, didukung dengan keterbatasan untuk melakukan investasi secara berkala, serta likuiditas yang berlebih memberikan alasan bagi para industri finansial untuk membenarkan layanannya. Besar kesempatan bagi industri baja *HRC/P* untuk mendapatkan keleluasaan untuk melonggarkan batasan-batasan dalam mendapatkan fasilitas finansial dibandingkan industri yang lain.

### **Kekuatan tawar Konsumen kepada industri baja HRC/P**

Kekuatan tawar dari konsumen terhadap produsen Baja *HRC/P* cukup rendah. Konsumen tidak mampu memberikan pengaruh kepada produsen untuk menciptakan tingkat harga dibawah normal. Hal ini karena sifat dari industri baja *HRC/P* yang bersifat komoditas dimana harga sudah dipatok dengan indeks internasional, maka konsumen tidak dapat mempengaruhi untuk mendapatkan harga beli yang jauh lebih rendah. Namun, konsumen memiliki kesempatan yang besar untuk dapat berpindah dari produsen baja *HRC/P* satu kepada yang lainnya, walaupun biaya untuk pindah cukup besar.

### **4.6 Analisis Laporan Keuangan**

Analisis Laporan Keuangan PT Jaya Pari Steel dilaksanakan dengan menggunakan gabungan Metode Analisis Horizontal, Metode Analisis Vertikal dan Metode Analisis Rasio serta berbagai data terkait sebagai perbandingan. Untuk kebutuhan perbandingan maka jika diperlukan akan dibandingkan dengan data laporan keuangan dari perusahaan lain, antara lain Beton Jaya Manunggal (BTON), Jakarta Kyei Steel Works (JKSW), dan Ispat Industries Limited – India

#### **4.6.1. Analisis Laporan Laba Rugi JPRS**

##### **Analisis Pendapatan Usaha**

Pendapatan usaha JPRS mengalami peningkatan pada tahun 2007 sebesar 27,22% pada tahun 2007 naik dari 340 milyar menjadi 432 milyar rupiah. Pertumbuhan pendapatan usaha setiap tahun meningkat dengan rata-rata sebesar 13,59 % pertahun, namun pertumbuhan menahun ini sangat tidak stabil dengan pertumbuhan tertinggi terjadi pada tahun 53,27 % pada tahun 2004, dan terendah yaitu -9,92% pada tahun 2006.

Produksi JPRS dapat diserap oleh para konsumen domestik dan luar negeri, hal ini tampak pada laporan keuangan JPRS. Memang ditunjukkan ada penurunan pada nilai penjualan JPRS untuk ekspor. Pada tahun 2002 dan 2003, JPRS masih bisa mendapatkan konsumen dari negara lain selain dari asia, namun memasuki tahun 2004, konsumen ekspor JPRS hanya dari Asia saja, serta pada tahun 2007 tidak ada aktivitas ekspor dari JPRS.

Tabel 4.4, Persentasi pertumbuhan penjualan industri baja terhadap pertumbuhan indeks (2003 – 2007)

	2003	2004	2005	2006	2007
JPRS	-2%	53%	-1%	-10%	27%
JKSW	-44%	-18%	26%	14%	4%
BTON	-9%	147%	19%	5%	101%
ISPAT	69%	20%	63%	-18%	51%
INDEX	12%	36%	26%	57%	18%

Sumber : Laporan Keuangan masing-masing perusahaan.

Tabel 4.5, Komposisi Ekspor Penjualan *HRC/P* JPRS (dalam ribuan)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Domestik	238,011,489	234,644,307	363,315,371	361,547,238	335,774,357	432,807,900
Ekspor	15,025,955	13,242,006	16,612,358	16,111,075	4,435,721	0
Total	253,037,444	247,886,313	379,927,729	377,658,313	340,210,078	432,807,900
Persentase ekspor terhadap total penjualan	5.94%	5.34%	4.37%	4.27%	1.30%	0.00%

Sumber : Laporan Keuangan JPRS

Berdasarkan data diatas ada 2 dugaan terhadap penurunan komposisi ekspor besi baja *HRC/P* keluar negeri. Dugaan yang pertama adalah adanya perubahan strategi bisnis untuk menjual produk khusus untuk pasar domestik dalam negeri saja, hal ini ditunjang adanya keluarnya peraturan pemerintah untuk mengatur kembali pasar baja dengan memberlakukan kembali pajak impor baja *HRC/P* dari china, sehingga menjadi kesempatan untuk melayani pasar dalam negeri. Dugaan kedua adalah semakin menurunnya kompetensi manajemen khususnya dalam pengelolaan pemasaran baja *HRC/P*. Pada dugaan kedua maka manajemen tidak mampu lagi untuk mendapatkan klien dari luar negeri.

Pendapatan perusahaan adalah suatu fungsi dari perkalian atas volume produk yang terjual dikalikan dengan harga jual yang dicantumkan pada saat kontrak transaksi disetujui oleh pihak pembeli dan penjual. Pergerakan volume produksi dan konsumsi pada pasar baja global memiliki pergerakan yang setimbang, diduga bahwa seluruh baja yang telah diproduksi mampu untuk diserap seluruhnya oleh pasar. Oleh karena itu, jika diasumsikan tidak terdapat adanya tambahan kapasitas dari investasi, ataupun sebaliknya dari divestasi, maka terdapat kemungkinan bahwa penjualan perusahaan produksi baja seharusnya mengikuti pergerakan dari indeks harga. Begitu juga dengan perusahaan JPRS.

Pada tahun 2005 dan 2006, JPRS tidak mampu memiliki kinerja pertumbuhan penjualan yang baik diduga karena pada periode tersebut karena



pada periode tersebut harga produk dari baja mengalami peningkatan yang cukup besar dimungkinkan karenanya para konsumen kaget dan berbelanja tanpa adanya revisi dari anggaran. Pada saat yang sama pendapatan dari ekspor juga berkurang sehingga tidak ada tambahan pada nilai penjalan perusahaan. Terlebih lagi adanya tekanan dari kenaikan harga akibat inflasi dari kenaikan bahan bakar minyak yang ikut mengurangi kemampuan belanja konsumen.

### Lab Kotor dan Marijin Lab Kotor

Pada industri pengolahan maka laba kotor dapat digunakan menjadi salah satu indikator untuk mengukur kinerja manajemen dalam mendapatkan pasokan bahan baku produksi.

Tabel 4.6, Marjin Laba kotor JPRS dan Industri Baja HRC/P (2003-2007)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
LABA KOTOR JPRS	34,063,298	33,717,541	78,826,370	59,467,506	53,751,582	70,003,974
MARJIN LABA KOTOR (Persen laba kotor terhadap penjualan)						
JPRS	13.61%	13.78%	21.12%	17.03%	17.39%	17.30%
JKSW	3.41%	-3.88%	17.18%	16.18%	15.00%	7.42%
BTON	0.36%	7.25%	11.02%	11.98%	11.93%	16.89%
ISPAT	44.10%	47.69%	45.71%	50.50%	41.92%	51.26%

Sumber : Laporan Keuangan masing-masing perusahaan

Berdasarkan data diatas didapatkan data bahwa marjin laba kotor perusahaan JPRS pada kurun waktu tiga tahun terakhir cukup stabil pada kisaran 17 % per tahun, walaupun turun dari sebelumnya yang mencatat nilai tertinggi pada 21.12 %. Berdasarkan data diatas, diduga bahwa sebagai salah satu perusahaan yang memiliki kemampuan yang sangat baik dalam mendapatkan sumber pasokan bahan baku industri dengan biaya yang sangat murah dibandingkan dengan industrinya. Hubungan dagang yang baik antara JPRS dan Sterncor sebagai salah satu makelar perdagangan baja internasional sudah tepat untuk mendapatkan sumber bahan baku produksi yang murah. Kemampuan untuk mendapatkan sumber bahan baku tersebut meningkatkan pertumbuhan laba kotor perusahaan yang naik sebesar 30.24 % pada tahun 2007.

Tabel 4.7, Persentase Pertumbuhan Laba Kotor JPRS (2003-2007)

	2003	2004	2005	2006	2007
BEBAN POKOK PENJUALAN	-2.19%	40.59%	5.88%	-9.97%	26.85%
LABA KOTOR	-1.02%	133.78%	-24.56%	-9.61%	30.24%

Sumber : Laporan Keuangan JPRS

Membandingkan kinerja JPRS dengan Ispat Industries, maka didapatkan bahwa margin laba kotor JPRS jauh dibawah Ispat. Ispat Industries mampu memiliki margin laba kotor lebih dari 40 % pertahun selama jangka waktu 5 tahun terakhir. Diduga ukuran Ispat yang besar, serta jejaring Ispat di dunia internasional memberikan Ispat kemudahan dalam pencarian serta kekuatan tawar yang baik dari pemasok bahan baku industri.

### **Beban Usaha dan Margin Laba Operasional**

Komposisi beban usaha JPRS mengalami perkembangan yang cenderung turun dari tahun ke tahun. Komposisi Beban usaha penjualan tahun 2007 turun menjadi 1.32% dari tingkat tertinggi sebesar 2.59 % pada tahun 2002. Komposisi beban usaha umum dan administrasi pada tahun 2007 turun menjadi 2.03% dari 2.51% pada tahun 2006.

Tabel 4.8, Margin Laba Usaha JPRS (2003-2007)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Persentase biaya penjualan thdp total penjualan	2.59%	2.18%	1.52%	1.52%	1.62%	1.32%
Persentase biaya Umum dan administrasi thdp penjualan	2.69%	2.30%	1.35%	1.47%	2.51%	2.03%
Persentase Margin Laba Usaha	8.18%	9.12%	17.88%	12.76%	11.88%	12.82%

Sumber : Laporan Keuangan masing-masing perusahaan

Penurunan beban usaha penjualan disebabkan beberapa hal yaitu turunnya biaya ekspor perusahaan, hal ini disebabkan semenjak tahun 2004 kuota ekspor JPRS ke luar negeri semakin berkurang sehingga mengurangi biaya penjualan. Berkurangnya aktivitas ekspor mengurangi ongkos sehingga mengurangi biaya penjualan. Manajemen juga mengurangi biaya diskon untuk penjualan.

Tabel 4.9, Perkembangan Margin Laba Usaha JPRS (2003-2007)

	2003	2004	2005	2006	2007
Persentase pertumbuhan biaya Penjualan	-17.64%	6.85%	-0.42%	-4.27%	3.69%
Persentase pertumbuhan biaya Umum dan administrasi	-16.16%	-10.16%	8.19%	53.77%	3.19%
Persentase pertumbuhan Margin Laba Usaha	9.23%	200.44%	-29.08%	-17.54%	39.72%

Sumber : Laporan Keuangan JPRS

Pada tahun 2006 terjadi kenaikan komposisi biaya umum dan administrasi dari 1.47 % pada tahun 2005 menjadi 2.51 % pada tahun 2006. Dilihat dari perkembangan pertumbuhan biaya maka tampak terdapat peningkatan biaya

umum dan administrasi yang cukup besar pada tahun 2006 sebesar 53,77 %. Kenaikan Anggaran administrasi tersebut disebabkan naiknya anggaran gaji karyawan JPRS sebesar 77% dari 2,77 milyar menjadi 4,99 milyar rupiah. Di duga manajemen JPRS berusaha untuk menjaga total biaya operasional dengan baik sehingga dari tahun ke tahun terdapat fluktuasi pada akun di dalam biaya operasional namun berusaha pada penjagaan nilai total biaya operasional agar lebih stabil.

### Beban Usaha Lain dan Marjin Sebelum Pajak

Beban usaha lain dari perusahaan JPRS adalah sekumpulan beban dan pemasukan pendapatan bagi perusahaan JPRS yang sifatnya bukan aktivitas inti yang umum dilakukan perusahaan.

Kas yang dimiliki oleh JPRS sebagian besar dikelola dan disetorkan ke beberapa bank yang ditunjuk. Rekening perusahaan tersebut di pecah menjadi rekening dalam US dollar dan rekening dalam rupiah. Sehingga pendapatan bunga yang diperoleh juga berbeda tergantung denominasinya. Pendapatan bunga perusahaan JPRS harusnya berkolerasi terhadap jumlah kas perusahaan.

Tabel 4.10, Marjin Laba Sebelum Pajak JPRS (persentase terhadap total penjualan, 2002 – 2007)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Penghasilan bunga	0.14%	0.70%	0.19%	0.06%	0.38%	0.23%
Keuntungan (kerugian) kurs mata uang asing - bersih	1.80%	0.77%	0.61%	0.01%	1.21%	0.51%
Laba penjualan aktiva tidak digunakan dalam operasi	0.00%	0.00%	4.49%	0.00%	0.00%	0.00%
Laba penjualan kendaraan	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.16%	0.00%
Pajak dan denda pajak	0.01%	0.33%	0.07%	0.01%	0.00%	0.00%
Pendapatan sewa	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.12%	0.09%
Beban bunga dan provisi bank	1.08%	2.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Beban pada periode produksi berhenti	0.21%	1.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Lain-lain - bersih	0.22%	0.20%	0.47%	0.03%	0.01%	0.01%
Penghasilan (Beban) Lain-lain - Bersih	0.87%	1.76%	5.69%	0.20%	0.54%	0.85%
<b>LABA SEBELUM PAJAK</b>	<b>9.05%</b>	<b>7.36%</b>	<b>23.57%</b>	<b>12.96%</b>	<b>11.14%</b>	<b>13.67%</b>

Sumber : Laporan Keuangan Perusahaan.

Perusahaan menjual aktiva yang tidak digunakan untuk kegiatan bisnis pada tahun 2004 yaitu sebesar 29,3 milyar dengan keuntungan sebesar 17 milyar rupiah. Sifat transaksi ini adalah transaksi yang sangat jarang terjadi dan tidak umum serta bukanlah transaksi operasional perusahaan. Hal ini juga berlaku pada

laba penjualan kendaraan bermotor yang terjadi pada tahun 2006. Kejadian penjualan ini yang kemudian memberikan laba pada perusahaan hanya terjadi satu kali.

Pendapatan sewa adalah pendapatan yang diterima perusahaan karena menyewakan fasilitas produksinya kepada PT Baja Teknik Rakatama selama 12 tahun hingga berakhir tahun 2012. Penyewaan ini memberikan masukan kepada pendapatan perusahaan sebesar 394 Juta rupiah setiap tahun. Karena sifatnya yang sudah pasti hingga tahun 2012 maka dapat dikategorikan sebagai bagian dari operasional perusahaan.

Pada akhir tahun 2003, Perusahaan JPRS menyelesaikan seluruh hutang perusahaan kepada pihak kreditur bank. Semenjak saat itu, perusahaan JPRS tidak memiliki hutang yang mewajibkan pembayaran bunga secara berkala.

Tabel 4.11, Marjin Laba Sebelum Pajak dan Pembayaran Bunga JPRS

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
JPRS	10.3%	10.4%	23.57%	12.96%	11.14%	13.67%
JKSW	1.40%	41.56%	1.50%	8.42%	6.55%	-18.17%
BTON	-7.32%	-1.10%	6.49%	3.83%	2.09%	10.32%
ISPAT	-13.43%	12.75%	9.85%	24.17%	-5.18%	13.42%

Sumber : Laporan keuangan masing-masing perusahaan

Pada tiga tahun terakhir, JPRS mampu mencatat EBIT marjin perusahaan yang baik diatas para perusahaan lain di industri yang sama. Komposisi marjin EBIT perusahaan mengalami peningkatan dari 2002 sebesar 10.3 % naik menjadi 13.67 % pada tahun 2007. Pada tahun 2004, marjin EBIT adalah sebesar 23.57 % karena ada pendapatan dari laba penjualan asset tidak produktif sehingga menaikkan pendapatan perusahaan. Dibandingkan dengan ISPAT, komposisi Marjin EBIT perusahaan lebih baik dan stabil. Namun, pertumbuhan Marjin EBIT perusahaan sangat dipengaruhi dengan total penjualan perusahaan. Marjin EBIT JPRS pada tahun 2007 tumbuh sangat baik yaitu sebesar 56 % dibandingkan tahun 2006.

### Laba Bersih

Laba bersih perusahaan JPRS pada tahun 2007 mengalami peningkatan sebesar 55 % dari 26,7 Milyar rupiah pada tahun 2006 naik menjadi 41,5 milyar rupiah pada akhir tahun 2007. Perusahaan memiliki pertumbuhan net income yang

tidak stabil, hal ini karena adanya faktor dari pendapatan penjualan perusahaan yang tidak stabil, serta adanya pendapatan ataupun pengeluaran yang bersifat tidak umum harus dikeluarkan perusahaan pada periode lima tahun terakhir.

Tabel 4.12, Profit Marjin JPRS dan Industri (2003-2007)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
JPRS	6.27%	4.85%	16.45%	9.03%	7.88%	9.60%
JKSW	15.84%	51.67%	-22.30%	-1.29%	20.00%	-24.52%
BTON	-5.25%	0.15%	7.05%	4.35%	1.86%	10.78%
ISPAT	-34.91%	1.78%	1.50%	14.65%	-23.89%	0.03%

Sumber : Laporan Keuangan masing-masing perusahaan

Komposisi pendapatan perusahaan JPRS masih cukup baik alasannya adalah komposisi profit marjin perusahaan JPRS lebih stabil.

#### 4.6.2 Analisis Laporan Neraca JPRS

##### Aktiva

Pada tahun 2007, aktiva perusahaan mengalami peningkatan sebesar 41.93 persen dari tahun 2006, menjadi 268,7 Milyar rupiah pada tahun 2007 dari 189,3 milyar rupiah pada tahun 2006.

Tabel 4.13, Pertumbuhan Aktiva JPRS

	2003	2004	2005	2006	2007
Persentase Pertumbuhan Aktiva Lancar	-40.28%	344.68%	-17.70%	-7.46%	48.61%
Persentase Pertumbuhan Aktiva Tidak Lancar	81.70%	-67.82%	-6.33%	-8.73%	-7.74%
Persentase Pertumbuhan Total Aktiva	2.70%	87.54%	-16.48%	-7.61%	41.93%

Sumber : Laporan Keuangan JPRS

Kenaikan yang cukup besar pada seluruh asset perusahaan ini dipengaruhi oleh peningkatan aktiva lancar sebesar 48.61 %, sementara disisi lain aktiva tetap perusahaan mengalami penurunan sebesar -7.74 % pertahun. Peningkatan aktiva tetap perusahaan terjadi terakhir pada tahun 2003 naik sebesar 81.7 % karena adanya penggantian fasilitas produksi.

Aktiva perusahaan JPRS adalah kepemilikan sumber daya perusahaan yang digunakan dan diolah secara efektif dan efisien untuk mendapatkan pendapatan ekonomi. Oleh karena itu, komposisi neraca adalah wewenang para manajer untuk mengalokasikan dana para pemegang saham. Manajemen perusahaan tampaknya lebih memperhatikan untuk memperbesar aktiva lancar dari pada aktiva tetap. Tampak komposisi aktiva tetap perusahaan menjadi semakin kecil sementara komposisi aktiva lancar menjadi lebih besar. Diduga

bahwa kapasitas produksi JPRS masih belum tercapai, sehingga manajemen tidak berinvestasi pada asset tetap, kecuali untuk aktivitas peremajaan, penggantian, dan perawatan.

Tabel 4.14, Commonsized dari Neraca JPRS Sisi Aktiva

<b>AKTIVA LANCAR</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Kas dan setara kas	0.86%	0.24%	2.54%	31.86%	1.32%	1.71%
Piutang usaha						
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	16.01%	0.41%	23.53%	2.58%	31.43%	27.07%
Pihak Ketiga	12.26%	0.38%	11.64%	17.56%	23.62%	13.22%
Piutang lain-lain kepada pihak ketiga	0.37%	0.40%	0.18%	0.18%	0.08%	0.01%
Persediaan	25.31%	27.50%	50.98%	34.34%	23.18%	34.07%
Uang muka pembelian	9.17%	6.36%	0.04%	0.36%	8.46%	14.53%
Pajak dibayar dimuka	0.78%	2.33%	0.39%	1.09%	0.00%	1.65%
Biaya dibayar dimuka	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.05%	0.05%
<b>Jumlah Aktiva Lancar</b>	<b>64.77%</b>	<b>37.66%</b>	<b>69.30%</b>	<b>66.00%</b>	<b>68.15%</b>	<b>92.30%</b>
<b>AKTIVA TIDAK LANCAR</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Aktiva pajak tangguhan - bersih	0.00%	2.97%	0.00%	0.00%	0.01%	0.34%
Investasi saham	0.39%	0.38%	0.20%	0.24%	0.26%	0.19%
Aktiva tetap	24.11%	21.99%	10.48%	11.74%	11.56%	7.16%
Aktiva tidak digunakan dalam operasi	0.00%	9.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Piutang pihak yang memiliki hubungan istimewa	10.72%	25.89%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Taksiran tagihan pajak penghasilan	0.00%	1.75%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aktiva tidak lancar lainnya	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
<b>Jumlah Aktiva Tidak Lancar</b>	<b>35.23%</b>	<b>62.34%</b>	<b>10.70%</b>	<b>12.00%</b>	<b>11.85%</b>	<b>7.70%</b>

Sumber : Laporan Keuangan perusahaan

Tabel 4.15, Rasio Likuiditas Perusahaan JPRS

	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Quick ratio	0.69	0.05	0.85	3.11	21.96	2.66
Cash ratio	0.02	0.01	0.06	1.91	0.51	0.11
Current ratio	1.54	1.74	2.02	5.26	34.35	5.65

Sumber : Laporan Keuangan perusahaan

Diduga terdapat likuiditas yang tinggi pada asset perusahaan yang tidak digunakan oleh manajemen untuk menciptakan proyek baru kemudian disalurkan oleh perusahaan pada aktiva lancar lain seperti persediaan, piutang dan pembayaran di muka. Mengingat bahwa uang yang digunakan oleh manajemen adalah milik para pemegang saham, maka sudah seharusnya manajemen mengalokasikan pada sumber daya yang dapat menghasilkan pengembalian. Yang perlu diselidiki lebih lanjut adalah motif manajemen untuk mengalokasikan pada asset yang tidak menghasilkan tersebut.

Tabel 4.16, Perbandingan kinerja operasional JPRS dan Industri

	JPRS			BTON		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Days in inventory	68	47	77	34	41	20
Days in accounts payable	32	1	32	9	38	17
Days in receivables	40	112	91	15	54	63
	JKSW			ISPAT		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Days in inventory	65	29	81	9	16	11
Days in accounts payable	2	2	174	79	148	107
Days in receivables	272	245	320	64	40	28

Sumber : Laporan Keuangan masing-masing perusahaan

Pada tahun 2007 diduga JPRS berhasil untuk memperpanjang kebijakan pembayaran piutang dagang pada pemasok sehingga mengakibatkan kinerja pembayaran pemasok semakin baik dari 1 hari menjadi 32 hari. Namun kinerja ini masih jauh dibawah JKSW dan ISPAT. Kinerja penerimaan piutang dagang juga mengalami peningkatan yaitu semakin turunnya hari pembayaran piutang dari konsumen dari 112 hari pada tahun 2006 menjadi 91 hari pada tahun 2007. ISPAT sebagai perusahaan besar mampu menentukan kebijakan kredit yang baik sehingga hanya membutuhkan 28 hari untuk mengumpulkan piutang dagang. Diduga kinerja penjualan dari JPRS diduga semakin turun karena berdasarkan data menunjukkan bahwa hari barang di persediaan meningkat dari 47 hari menjadi 77 hari.

Diketahui perusahaan JPRS memiliki hubungan istimewa dengan PT Gunawan Dianjaya Steel (GDS). Beberapa pengurus dan pemegang saham JPRS diantaranya adalah pemegang saham dan pengurus dari PT GDS. Diduga dengan meningkatnya waktu pengumpulan piutang menjadi lama adalah upaya dari JPRS untuk mendukung operasional PT GDS.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Aktiva Tetap	59,884,824	62,310,379	63,842,880	66,816,569	68,492,200	70,608,754
Pertumbuhan Aktiva Tetap		4.05%	2.46%	4.66%	2.51%	3.09%
Akumulasi Penyusutan	-29,164,750	-33,533,932	-38,111,591	-42,746,305	-46,596,079	-51,354,677
Net Aktiva Tetap	30,720,074	28,776,447	25,731,289	24,070,264	21,896,121	19,254,077

Sumber : Laporan Keuangan Perusahaan JPRS

Berdasarkan data keuangan dapat diketahui bahwa dalam 5 tahun terakhir diketahui bahwa pertumbuhan aktiva tetap sangat rendah sekali yaitu dibawah 5%. Pada tahun 2007 terjadi pertumbuhan aktiva sebesar 3.09 % dari 68.4 milyar rupiah menjadi 70.6 Milyar rupiah pada akhir tahun 2007. Diduga perusahaan

tidak melakukan upaya untuk melakukan investasi jangka panjang untuk menambah kapasitas produksi. Sepertinya, manajemen hanya lebih berfokus pada melakukan perbaikan dan perawatan. Tidak adanya penambahan pada aktiva tetap diduga karena penjualan pada saat ini masih belum memakai seluruh kapasitas produksi JPRS. Tidak adanya biaya pembayaran dengan menggunakan leasing semakin memberikan keyakinan atas dugaan tidak adanya aktivitas penambahan asset tetap. Aktiva tidak lancar yang lain milik JPRS adalah kepemilikan saham pada perusahaan PT Gunawan Dianjaya sebesar Rp 500 Juta Rupiah untuk kepemilikan 1.23 % proxy saham.

### Kewajiban

Secara umum pertumbuhan komposisi kewajiban perusahaan pada seluruh aktiva yang dimiliki perusahaan cenderung turun.

Tabel 4.17, Commonsized dari Neraca JPRS Sisi Kewajiban

KEWAJIBAN LANCAR	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Hutang usaha						
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	0.00%	0.00%	0.00%	1.86%	0.00%	0.00%
Pihak ketiga	36.21%	20.61%	39.33%	14.35%	0.26%	14.19%
Hutang lain lain	0.01%	0.10%	0.01%	0.00%	0.00%	0.03%
Hutang dividen	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%
Hutang pajak	2.59%	0.55%	4.44%	0.08%	1.69%	1.34%
Biaya yang masih harus dibayar	0.97%	0.15%	0.35%	0.22%	0.38%	0.06%
Pendapatan sewa diterima dimuka < 1 tahun	0.31%	0.30%	0.16%	0.19%	0.21%	0.15%
<b>Jumlah Kewajiban Lancar</b>	<b>42.09%</b>	<b>21.71%</b>	<b>44.29%</b>	<b>16.72%</b>	<b>2.57%</b>	<b>15.78%</b>
KEWAJIBAN TIDAK LANCAR	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Kewajiban pajak tangguhan - bersih	0.90%	0.00%	0.48%	0.50%	0.00%	0.00%
Kewajiban imbalan pasca kerja	0.94%	1.93%	1.15%	1.59%	1.95%	1.63%
Pendapatan sewa diterima dimuka > 1 tahun	2.63%	2.26%	1.05%	1.06%	0.94%	0.51%
Hutang pihak yang memiliki hubungan istimewa	0.37%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Uang muka penjurian aktiva tidak digunakan operasi	0.00%	22.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>Jumlah Kewajiban Tidak Lancar</b>	<b>4.84%</b>	<b>26.58%</b>	<b>2.68%</b>	<b>3.15%</b>	<b>2.89%</b>	<b>2.15%</b>
<b>Jumlah Kewajiban Lancar dan Tidak Lancar</b>	<b>46.94%</b>	<b>48.28%</b>	<b>46.97%</b>	<b>19.87%</b>	<b>5.46%</b>	<b>17.92%</b>

Sumber : Laporan Keuangan JPRS

Komposisi kewajiban jangka pendek perusahaan terhadap total aktiva semakin turun dari komposisi 42.09 % senilai 59.8 milyar rupiah pada tahun 2002, sempat turun menjadi 2.57 % senilai 4.8 milyar pada tahun 2006, lalu meningkat lagi komposisinya menjadi 15.78 % senilai 42.4 milyar rupiah pada



akhir tahun 2007. Keseluruhan hutang tidak lancar diduga tidak mewajibkan kepada perusahaan untuk membayar bunga.

Pertumbuhan komposisi kewajiban jangka panjang semakin turun dengan stabil, dari 4.84 % yaitu sebesar 6.1 Milyar rupiah pada tahun 2002, turun menjadi 2.15 % sebesar 5.7 milyar rupiah pada akhir tahun 2007. Pada akhir tahun 2007, kewajiban jangka panjang perusahaan adalah kewajiban imbalan pasca kerja, dan pendapatan sewa yang di bayar di muka. Keseluruhan hutang jangka panjang ini tidak memberikan kewajiban perusahaan untuk memberikan bunga.

### Ekuitas

Ekuitas perusahaan terus tumbuh berkembang sepanjang tahun. Pada tahun 2007, ekuitas perusahaan tumbuh 23.22 % dari 179.04 milyar rupiah ada tahun 2006 naik menjadi 220.6 milyar rupiah pada tahun 2007. Dari sisi komposisi perbandingan ekuitas terhadap total aktiva, ditemukan bahwa komposisinya tiap tahun mengalami kenaikan. Pada awal tahun 2002, 53.06 % komposisi aktiva didanai oleh ekuitas, dan hal ini naik pada tahun 2007 dimana komposisi ekuitas sebesar 82.08 %. Komposisi aktiva tertinggi adalah sebesar 95.54 % pada tahun 2006.

Tabel 4.18, Commonsized dari Neraca JPRS sisi Ekuitas

EKUITAS	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Jumlah Ekuitas	53.06%	51.72%	53.03%	80.13%	94.54%	82.08%

Sumber : Laporan keuangan perusahaan

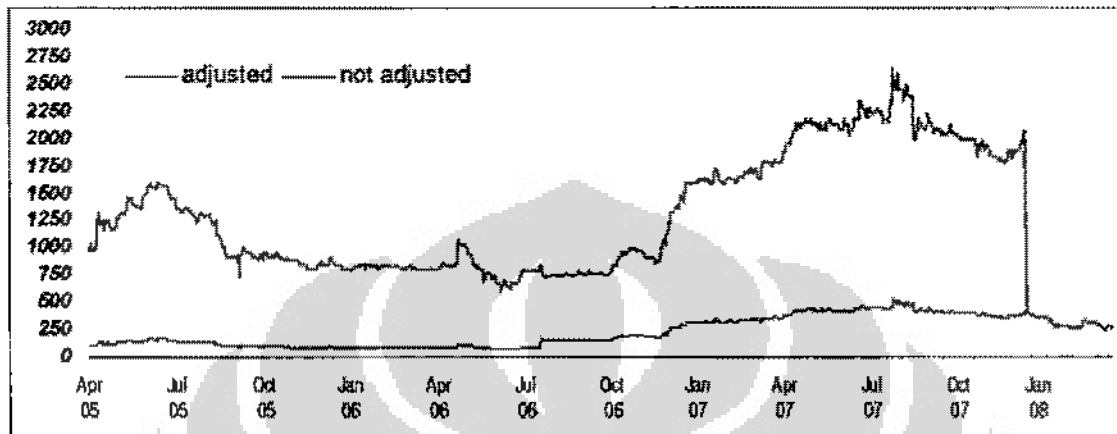
### 4.7 Pergerakan Harga Saham Perusahaan

Pergerakan harga saham JPRS pada tahun 2005 pernah mencapai posisi tertinggi pada petengahan juni 2005 pada posisi harga penutupan Rp 1680, semenjak hari itu harga saham JPRS terus turun hingga mencapai Rp 740 pada september 2005. Selanjutnya saham JPRS bergerak *sideways* selama setahun bergerak antara pada range 650 – 1050.

Mulai pada bulan oktober 2006, harga saham JPRS mulai melakukan reli bergerak naik hingga mencapai titik tertinggi tercatat tanggal 8 agustus 2007 dengan nilai penutupan pada Rp 2500 per lembar saham, selanjutnya harga saham JPRS cenderung turun. Pada tanggal 12 desember 2007, JPRS melakukan aksi korporasi menyatakan berlaku efektifnya stock split saham JPRS dengan

perbandingan 1 : 5. Selanjutnya setelah stocksplit, harga saham JPRS bergerak sideways dan cenderung turun hingga tanggal 31 maret 2008 diidentifikasi harga saham JPRS sebesar Rp 280 per lembar saham.

Gambar 4.22, Pergerakan Harga Saham JPRS



Sumber : Workstation Stokwatch - MMUI

#### 4.8 Kecenderungan pemegang saham untuk menjual saham JPRS.

##### Analisis Struktur Pemegang Saham

Pada akhir tahun 1991, komposisi pemegang saham mayoritas di perusahaan JPRS masih dipegang oleh pendiri utama perusahaan, yaitu Gwie Gunawan sebesar 22.1 %, Liem Giok Yan sebesar 11.1 %, Irwan Guito sebesar 11.1 %, Wibowo sebesar 11.1 %, Guntur sebesar 11.1 %, Guruh Wibisono 11.1 %, dan Masyarakat sebesar 22.4 %.

Pada akhir tahun 1995, tampaknya salah satu pendiri yaitu Gwei Gunawan diduga membutuhkan likuiditas untuk kebutuhan bisnisnya di perusahaan GDS, oleh karena itu Gwie Gunawan menjual 6.87% kepemilikan sahamnya dan dibeli oleh wibowo sebesar 0.25 %, dan sisanya dibeli oleh PT Modasakti Rahardjo. Diduga modasakti Rahardjo adalah perusahaan investasi yang mengkoleksi saham perusahaan sebagai bagian dari portofolio.

Pada tahun 1995 hingga 1996, salah satu pemegang saham yaitu Wibowo mencoba untuk merubah komposisi sahamnya dari 11.51% menjadi 15.38% pada tahun 1995 dan 16.64% pada tahun 1996 melalui pembelian dari masyarakat. Pada periode ini Wibowo memegang porsi persentase saham terbesar diantara

pemegang saham yang lain. Sementara, Modasakti juga melakukan koleksi saham dari masyarakat. Pada periode ini direktur utama JPRS adalah Wibowo.

Pada tahun 1997, terjadi perubahan pada struktur kepemilikan saham dari pemegang saham JPRS. Para pendiri awal yang terdiri dari Liem Giok Yan, Irwan Guito, Wibowo, Guntur, dan Guruh Wibisono menjual kepemilikan saham yang total komposisinya adalah 61.22 %, sedangkan pendiri satu-satunya yang masih tetap adalah Gunawan. Diduga pada saat tersebut, terdapat kebutuhan likuiditas dari masing-masing pemilik saham baik kemungkinan akan digunakan untuk investasi pada mata uang asing US dollar ataupun untuk menutupi hutang para pemilik saham pada usahanya yang lain, dilandasi terjadinya krisis moneter dan naiknya nilai tukar US \$ terhadap Rupiah. Kepemilikan para pemegang saham tersebut dijual dan dibeli oleh PT Indo Metal Investama, GM Iron & Steel Ltd, dan Asian Ferro Trading Ltd. Terbelinya kepemilikan saham kepada perusahaan yang bergerak pada bidang besi dan baja adalah bentuk kepedulian pemegang saham lama dalam memilih calon pembeli, dimana diduga para pemegang saham lama memiliki motif bahwa calon pembeli dapat meneruskan bisnis usaha dari JPRS kedepan.

Pada tahun 1999, Indo Metal Investama sebagai pemegang saham terbesar di JPRS menyatakan untuk keluar dan menjual kepemilikan saham sebesar 33.24 % kepada Njoo Hari Sunyoto, dan Jonathan Stevenson, masing-masing sebesar 17.22 % dan 19.94 %. Pada tahun 2002, Gwie Gunawan menjual 13.33 % kepemilikan sahamnya kepada Tetsuro Okano dan meninggalkan sisa kepemilikan saham yang dipegang sebesar 2.2 %. Pada tahun 2007, kepemilikan saham dari Njoo Hari Sunyoto dibeli oleh International Magnificent Fortune Limited sebesar 19.94 %.

Perpindahan mayoritas kepemilikan saham di JPRS terjadi berkali-kali dalam daur hidup perusahaan JPRS, berikut ini adalah dugaan atas terjadinya transaksi tersebut diatas, antara lain :

1. Porsi kepemilikan saham dari pendiri / *founding father* semakin berkurang. Mulai dari tahun 1991 sebesar 77.6 % hingga tahun 2007 tersisa hanya sebesar 2.2 %. Kepemilikan pendiri yang tersisa adalah milik keluarga Gwie Gunawan, yang diduga memiliki motif untuk keluar dari JPRS.

Alasannya adalah porsi kepemilikan Gwie Gunawan semakin berkurang semenjak tahun 1997 sebesar 15.53 % menjadi 2.2 % pada tahun 2007. Disisi lain keluarga Gwie Gunawan memiliki investasi pada perusahaan baja yang lain yaitu Gunawan Dianjaya dan Essar Steel Indonesia.

2. Tampak selama daur hidup perusahaan terdapat pemegang saham yang masuk dan keluar dalam berinvestasi di JPRS. Sebagian besar pemegang saham tersebut adalah pihak institusi, kecuali Njoo Hari Sunjoto dan Tetsuro Okano. Diduga bahwa setelah gelombang pertama penjualan saham oleh pendiri pada tahun 1997, maka motif para pemegang saham adalah untuk investasi dalam rangka diversifikasi.
3. Adanya dugaan untuk investasi dalam rangka diversifikasi, maka pemegang saham institusi ini tentunya dalam melakukan investasi pada JPRS memiliki prinsip dengan landasan pada motif finansial, dan menghilangkan motif emosional pemegang saham.

### Sisi Manajemen

Manajemen puncak dari perusahaan JPRS semenjak tahun 1991 hingga tahun 2007 masih dikelola oleh keluarga Gwie Gunawan. Kepemimpinan keluarga Gwie Gunawan sebagai pengelola JPRS walaupun tidak memiliki kepemilikan saham mayoritas memberikan dugaan bahwa para pemegang saham baru memberikan kepercayaan penuh kepada manajemen perusahaan lama untuk tetap mengelola perusahaan. Disisi pengelolaan manajemen diduga bahwa manajemen sudah terbiasa dan terbuka dalam mengelola perusahaan walaupun terjadi pergantian kepemilikan perusahaan.

Dalam hal pengelolaan hutang, tampaknya manajemen memilih untuk tidak membukukan hutang yang terlalu besar bagi perusahaan. Manajemen memilih untuk menginvestasikan kembali seluruh pendapatan bersih perusahaan untuk kebutuhan modal kerja dan investasi, diduga karena alasan berikut :

1. Mengurangi beban manajemen dalam pengelolaan perusahaan, karena secara psikologis manajemen tidak terbebani oleh kebutuhan pengelolaan hutang.

2. Manajemen tidak memiliki proyek ekspansi sehingga kebutuhan untuk investasi kapital yang membutuhkan permodalan yang besar adalah tidak ada.
3. Pengalaman manajemen pada tahun 1997 pada saat krisis moneter memberikan motivasi untuk bertindak hati-hati dan cenderung tidak memilih hutang.

Dengan adanya dugaan diatas, maka menjelaskan terhadap nilai rendahnya rasio hutang perusahaan dan tidak adanya langkah rekapitalisasi modal.

### Penilaian Perusahaan dari Sisi Pemegang Saham

Berdasarkan analisis struktur pemegang saham, diduga bahwa motif dari para pemegang saham saat ini adalah motif finansial. Dugaan tersebut mengarahkan bahwa jika para pemegang saham JPRS ditawarkan penawaran untuk menjual kepemilikan sahamnya maka para pemegang saham tersebut akan menuntut premium. Premium sebagai sarana pengganti minat para pemegang saham JPRS untuk keluar dari JPRS dengan cari mengalihkan ekspektasi imbal hasil dari investasi jangka panjang pada JPRS, dan berinvestasi pada instrumen yang lain. Oleh karena itu perlu untuk mengetahui perkiraan nilai ekuitas para pemegang saham saat ini.

Penilaian nilai ekuitas dengan menggunakan metode FCFE, dan menggunakan pertumbuhan yang stabil. Cost of equity dari perusahaan JPRS ditentukan adalah rata-rata dari *return on equity* dalam jangka waktu 10 tahun terakhir yaitu dari tahun 1998 -- 2007. Alasannya adalah para pemegang saham melihat dan berharap bahwa perusahaan JPRS mampu tumbuh, dan berkembang dan memberikan tingkat pengembalian terhadap ekuitas yang stabil. Berikut ini adalah *return on equity* dari JPRS dalam 10 tahun, antara lain :

Tabel 4.19. ROE JPRS 1998 - 2007

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ROE	-57.89%	2.41%	-21.13%	19.22%	23.46%	17.77%	48.00%	20.75%	14.97%	18.84%
AVG ROE	23.29%									

Sumber : Laporan Keuangan JPRS

Untuk kebutuhan penilaian perusahaan, dibutuhkan proyeksi untuk menentukan laporan rugi laba dari perusahaan JPRS untuk tahun 2008. Proyeksi laporan Laba Rugi tahun 2008 ini menggunakan dasar, antara lain :

1. Pendapatan bersih meningkat 5%
2. Komposisi beban usaha dan marjin laba kotor terhadap penjualan adalah - 84 %, dan 16%.
3. Komposisi beban usaha dan marjin laba usaha terhadap penjualan adalah - 3 %, dan 13 %.
4. Beban lain-lain terhadap penjualan adalah -1%.
5. Pajak adalah sebesar 30% dari laba perusahaan sebelum pajak.

Tabel 4.20, Proyeksi Laporan Rugi Laba JPRS 2008

Proyeksi Laporan Rugi Laba	2008
	Rp
PENJUALAN BERSIH	454,448,295,772
BEBAN POKOK PENJUALAN	(381,736,568,448)
LABA KOTOR	72,711,727,323
BEBAN USAHA	(13,633,448,873)
LABA USAHA	59,078,278,450
PENGHASILAN (BEBAN) LAIN-LAIN	4,544,482,958
LABA SEBELUM PAJAK	63,622,761,408
PAJAK	(19,086,828,422)
LABA BERSIH	44,535,932,986

sumber: olahan penulis

Perhitungan FCFE digunakan untuk mencari nilai akhir arus kas akhir yang menjadi hak milik para pemegang saham. Pada skenario ini kami asumsikan, antara lain :

1. Dimungkinkan bahwa manajemen mampu menciptakan hutang, namun bukan berasal dari hutang bank yang mewajibkan pembayaran hutang (*interest bearing debt*). Jadi pada asumsi maksimal maka setiap peningkatan dari modal kerja akan dibiayai melalui hutang usaha. Akibat dari asumsi ini adalah tambahan untuk modal kerja akan segera dikompesasi dari timbulnya hutang baru. Diasumsikan bahwa penambahan

modal kerja setelah dikompensasi dengan hutang baru adalah sebesar 25% yang menggunakan pendapatan bersih perusahaan JPRS.

2. Diasumsikan bahwa nilai dari pengeluaran investasi kapital adalah adalah 20% dari pendapatan perusahaan yang digunakan untuk perbaikan, dan pemeliharaan. Untuk masa mendatang diduga tetap tidak ada keinginan dari manajemen untuk investasi jangka panjang.
3. Karena investasi kapital adalah untuk asset tetap dengan nilai depresiasi 3 tahun, serta adanya depresiasi atas penggantian mesin yang masih berjalan maka diasumsikan nilai depresiasi adalah 5 % dari Penjualan.
4. Diasumsikan bahwa perusahaan JPRS hanya mampu mendapatkan pertumbuhan pertahun sebesar 10%. Adapun alasannya adalah perusahaan tidak mengalami peningkatan produksi sehingga pertumbuhan terikat dengan perkembangan harga di pasar, dan perusahaan JPRS harus menjaga harga terhadap kebutuhan untuk menjaga pasokan kepada PT GDS dengan harga rendah.

Didapatkan nilai FCFE untuk tahun 2007 adalah :

$FCFE = \text{Pendapatan bersih} - \text{modal kerja} - \text{Investasi Kapital} + \text{Depresiasi}$

$FCFE = 44,535,932,986 - 11,133,983,246 - 8,907,186,597.13 + 4,453,593,298.56$

$FCFE = \text{Rp } 28,948,356,440.66$

Dengan seluruh asumsi dan nilai FCFE tersebut maka nilai intrinsik saham perusahaan adalah sebesar :

$\text{Value JPRS} = FCFE / (\text{cost of equity} - \text{growth})$

$\text{Value JPRS} = 28,948,356,440.66 / (23.29\% - 10\%)$

$\text{Value JPRS} = \text{Rp } 217,877,086,573.46$

$\text{Value JPRS} = \text{Rp } 242 \text{ per lembar saham.}$

Pada posisi saat ini maka nilai saham dari perusahaan JPRS adalah dalam kondisi *over value*.

### Kecenderungan penjualan saham JPRS oleh pemegang saham JPRS

Dengan pendugaan bahwa para pemegang saham saat ini adalah pemegang saham dengan motif finansial untuk kebutuhan diversifikasi, serta adanya nilai dari saham yang *overvalue*, seharusnya pada saat ini sudah ada pemegang saham mayoritas yang menjual sahamnya dan keluar dari investasi pada JPRS.

Disisi permintaan diduga tidak ada penawaran yang besar karena posisi harga saham JPRS sudah terlalu tinggi dibandingkan nilai intrinsiknya, jika ada hanya untuk keperluan *trading* harian. Namun, disisi lain ada pemegang saham yang menganggap bahwa nilai tersebut masih undervalue dibandingkan dengan investasinya sebelumnya, akibat dari pembelian saham perusahaan JPRS pada posisi yang sudah mahal. Jika pendugaan bahwa posisi *overvalue* adalah benar maka sudah saatnya bagi para pemegang saham untuk menjual sahamnya, karena ekspektasi untuk mendapatkan *capital gain* sudah tercapai, karena sebelumnya telah membeli pada tingkat harga yang lebih rendah.

Akuisisi adalah salah satu solusinya sehingga penawaran terhadap akuisisi seluruh saham perusahaan dengan menggunakan nilai premium akan memberikan motivasi kepada seluruh pemegang saham untuk menjual kepemilikannya, mendapatkan keuntungan dari *capital gain* dan premium, dan keluar dari investasi pada perusahaan JPRS.



## BAB 5

### VALUASI *LEVERAGED BUYOUT*

#### 5.1 Perencanaan Akuisisi JPRS

Perusahaan holding berkeinginan untuk mengakuisisi JPRS dengan menggunakan teknik *Leveraged Buyout*. Adapun alasan yang mendukung keinginan perusahaan holding tersebut, antara lain :

1. Perusahaan holding adalah perusahaan yang memiliki karakter sebagai konglomerasi finansial. Motif perusahaan holding adalah untuk melakukan diversifikasi usaha dengan melakukan akuisisi perusahaan lain. Perusahaan holding berusaha untuk mengalokasikan sumber daya secara optimal dan mendapatkan tingkat penghasilan yang layak.
2. Diduga pemegang saham JPRS berkeinginan untuk menjual kepemilikan sahamnya.
3. Diidentifikasi bahwa terdapat kesempatan mendapatkan sinergi finansial yang dapat diciptakan jika JPRS dapat diakuisisi melalui proses akuisisi *leveraged buyout*. Diharapkan pada akhirnya, akuisisi JPRS dapat meningkatkan nilai dari para pemegang saham.

Perusahaan Holding adalah kemudian disebut sebagai pihak *Buyer* yang berkeinginan untuk memiliki perusahaan JPRS dari para pemegang saham JPRS atau disebut pihak *Seller*. Tujuan perusahaan holding untuk mengakuisisi PT Jaya Pari Steel adalah sebagai berikut :

- Untuk membeli 100 % kepemilikan saham perusahaan JPRS dengan permodalan yang bersumber dari modal ekuitas dan modal hutang, merestrukturisasi posisi JPRS pada peta struktur pengelolaan holding perusahaan serta merekstrukturisasi struktur permodalan perusahaan JPRS dan mengalihkan hutang holding pada anak perusahaan JPRS.
- Untuk mengelola JPRS dengan jangka waktu tertentu.
- Menjual JPRS pada pihak ketiga dengan harga yang tepat dan tingkat keuntungan yang sesuai.

Penilaian perusahaan dilakukan dengan metode *discounted cash flow valuation*. Tujuan akuisisi tersebut diatas kemudian menjadi tahapan dalam proses

dan perhitungan valuasi perencanaan akuisisi PT Jaya Pari Steel, Tbk. Adapun tahapan-tahapan tersebut, antara lain adalah :

1. Tahap akuisisi JPRS
2. Tahap Pengelolaan JPRS
3. Tahap Penjualan JPRS

## 5.2 Tahap akuisisi JPRS

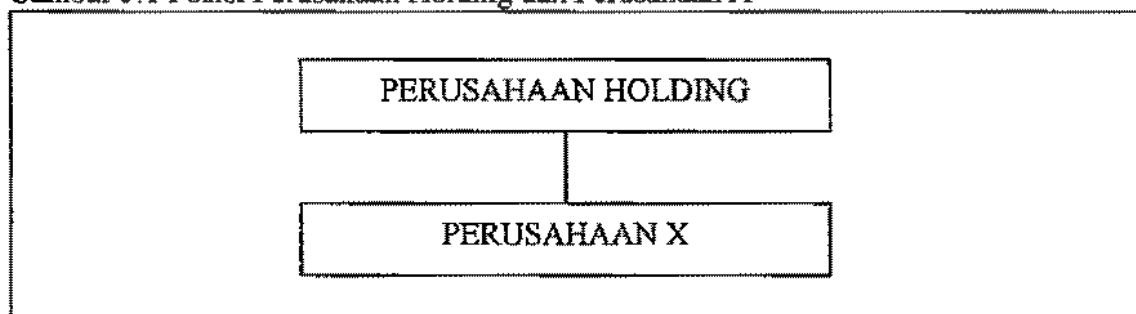
### Skenario Akuisisi

Skenario pembelian JPRS dipilih dengan menggunakan teknik *Leverage Buyout*. Setiap aktivitas akuisisi *Leverage Buyout* memiliki ciri khas tersendiri, karena setiap kasus yang terjadi adalah unik. Perlu disadari bahwa didalam aktivitas akuisisi dengan LBO terdapat langkah-langkah panjang dan berkesinambungan yang perlu ditempuh oleh pihak pengakuisisi dalam hal ini perusahaan holding, bekerjasama bersama pihak penyedia instrumen pembiayaan dalam hal ini dipilih adalah perusahaan sekuritas, dalam rangka membuat struktur yang tepat dan dapat menguntungkan seluruh pihak yang terlibat.

Berikut ini adalah pengembangan skenario yang bertujuan untuk mencapai tujuan perusahaan holding tersebut diatas. Urutan langkah dalam skenario tersebut antara lain :

1. Perusahaan holding membentuk perusahaan baru, dan selanjutnya disebut sebagai perusahaan X. Pada struktur konglomerasi maka kedudukan perusahaan X diposisikan berada 1 tingkat dibawah perusahaan holding. Tujuan dari berdirinya perusahaan X adalah bertindak sebagai perusahaan boneka khusus untuk mengakuisisi perusahaan JPRS. Oleh karena itu, perusahaan X tidak memiliki sumber daya apapun kecuali hanya kas.

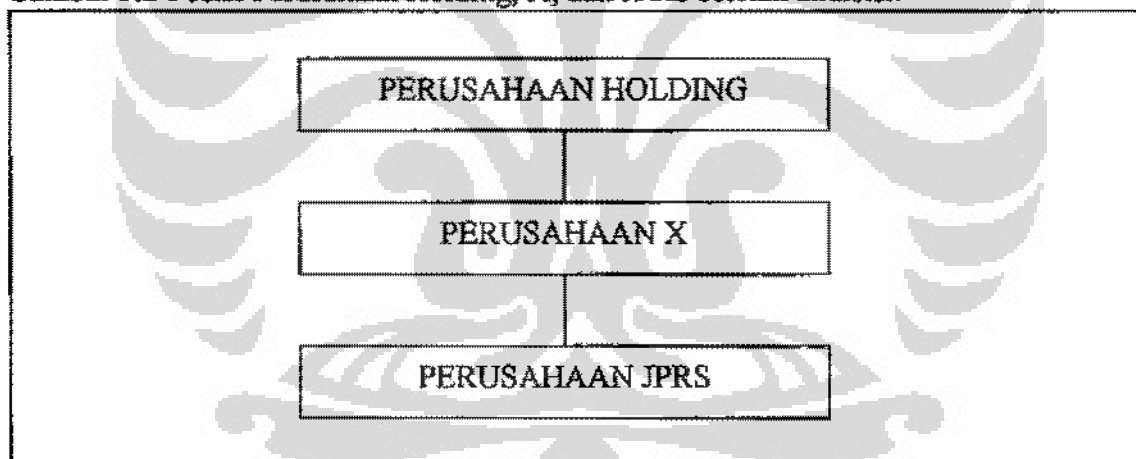
Gambar 5.1 Posisi Perusahaan Holding dan Perusahaan X



Sumber : Olahan Penulis

2. Perusahaan X membentuk kemitraan dengan para kreditur yang diorganisir oleh sekuritas dalam kerjasama sindikasi kredit. Perusahaan X dengan pendampingan sekuritas bekerjasama untuk mendanai kebutuhan hutang perusahaan X untuk proses akuisisi. Kerjasama bersifat jangka menengah hingga panjang dimulai pada saat organisasi sindikasi kredit hingga ekspektasi penjualan kembali JPRS dalam kurun waktu 2 tahun mendatang. Perusahaan Holding akan mendukung penuh proses akuisisi JPRS yang akan dieksekusi oleh perusahaan X.
3. Dengan bermodalkan ekuitas dari perusahaan holding dan hutang dari sindikasi kredit, selanjutnya perusahaan X membeli 100 % saham perusahaan dan mengakuisisi penuh perusahaan JPRS. Transaksi adalah dengan menggunakan struktur membeli seluruh saham dengan uang (*Cash for Stock*). Selanjutnya posisi JPRS pada struktur konglomerasi adalah 1 tingkat dibawah perusahaan X dan 2 tingkat dibawah perusahaan holding.

Gambar 5.2 Posisi Perusahaan Holding, X, dan JPRS setelah akuisisi.

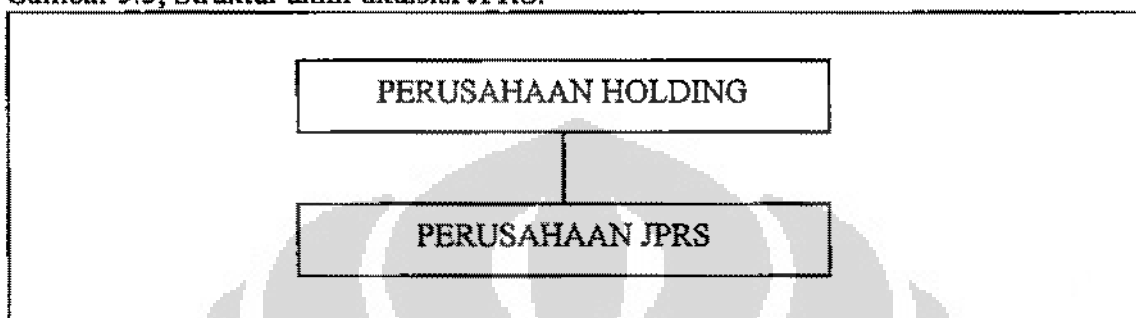


Sumber : Olahan Penulis

4. Pada saat yang sama setelah akuisisi JPRS telah berhasil dilaksanakan, maka perusahaan X segera melakukan tindakan lanjutan dari proses LBO. Internal perusahaan X segera membuat keputusan untuk melakukan merger internal antara perusahaan X dan perusahaan JPRS. Merger dilakukan dengan tujuan akhir menggabungkan perusahaan X dengan perusahaan JPRS, namun ditetapkan sebagai perusahaan yang selamat adalah perusahaan JPRS. Pada saat yang sama hutang milik perusahaan X akan melebur menjadi satu pada neraca perusahaan JPRS. Transaksi ini

menyelesaikan tujuan dari akuisisi yang ditetapkan oleh perusahaan holding, yaitu posisi JPRS pada struktur konglomerasi adalah tepat berada 1 tingkat dibawah perusahaan holding, dan hutang perusahaan X telah berhasil disuntik masuk pada neraca perusahaan JPRS. Perusahaan X sebagai perusahaan boneka sudah berakhir fungsinya.

Gambar 5.3, Struktur akhir akuisisi JPRS.



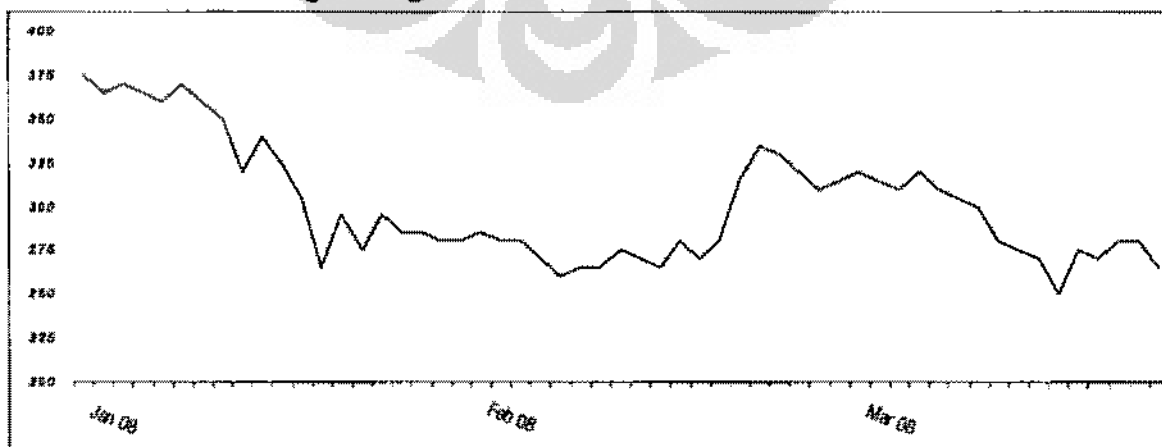
Sumber : Olahan Penulis

### Harga Pembelian Saham

Perusahaan holding memiliki minat untuk membeli 100 % saham perusahaan JPRS. Pembelian saham JPRS adalah dengan menggunakan uang tunai untuk membeli kepemilikan saham dari para pihak pemegang saham JPRS. Dalam menentukan harga dasar saham untuk bahan penawaran kepada manajemen dan pemegang saham JPRS adalah Harga pasar tertinggi dari saham JPRS selama kurun waktu 90 hari terakhir sebelum rencana akuisisi.

Harga tertinggi diidentifikasi adalah pada tanggal 1 januari 2008 yaitu Rp 375 per lembar saham JPRS. Berdasarkan data tersebut maka total kapitalisasi pasar dari JPRS adalah sebesar Rp 337.500.000.000.

Gambar 5.4 Perkembangan Harga Saham JPRS 90 hari terakhir



Sumber : *Workstation Stockwatch - MMUI*

Ekspektasi maksimum premium yang dibayarkan kepada para pemegang saham JPRS adalah sebesar 33,33%. Maka harga saham maksimum yang dapat ditawarkan kepada para pemegang saham JPRS adalah sebesar Rp 500 per lembar saham dan memiliki total kapitalisasi penawaran sebesar Rp 450.000.000.000.

### Pembiayaan Akuisisi

Pembelian saham JPRS menggunakan modal yang dibiayai melalui modal sendiri dan hutang. Adapun perencanaan perusahaan holding dalam pembiayaan akuisisi adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan holding akan membiayai akuisisi dengan komposisi ekuitas dan hutang adalah 75 % ekuitas dan 25 % hutang.
2. Pada tahap awal perusahaan holding akan menerbitkan hutang pada perusahaan X. Hutang yang diterbitkan adalah hutang bersifat *bridge financing* yang menjembatani sewaktu-waktu dibutuhkan ketersediaan modal dengan cepat pada saat pembelian. *Bridge financing* disediakan oleh sekuritas.

Pada saat akuisisi perusahaan sudah selesai yaitu posisi perusahaan JPRS telah menjadi anak perusahaan, maka perusahaan holding berusaha untuk membiayai kembali *refinancing* hutang *bringe financing* agar hutang *bridge financing* hilang.

Diharapkan atas pembelian saham perusahaan JPRS dengan menggunakan metode purchase method ini perusahaan memiliki kesempatan mencatatkan tambahan amortisasi dari goodwill sebesar Rp 184,850,309,923 selama 40 tahun.

Modal Rp 450.000.000.000 berasal dari komposisi 30 % modal dari perusahaan holding, dan 70 % adalah hutang yang didapat dari sekuritas. Ekspektasi jumlah hutang didapatkan adalah sebesar Rp 315.000.000.000 dengan fasilitas *bridge financing*. Diestimasi bahwa nilai tingkat bunga yang dibebankan adalah sebesar base rate + 10%, maka total tingkat bunga adalah sebesar 13 %, serta tambahan 2 % sebagai tambahan untuk biaya lain. Setelah pembelian ini 100 % saham yang dipegang oleh perusahaan holding adalah sejumlah 270.000.000 lembar saham.

Tabel 5.1, Rekap Perhitungan Pembelian Saham

Harga Dasar Saham	375	Premium	33%
Harga Penawaran	500	Jumlah Lembar Saham	900,000,000
Total Kapitalisasi Pasar	337,500,000,000	Total Ekuitas book	265,149,890,077
Total Kapitalisasi Pembelian	450,000,000,000	Goodwill	104,850,309,923
Total Ekuitas baru	135,000,000,000	Total Bunga Hutang	15%
Total Hutang baru	315,000,000,000	Liber	3%
Ekuitas	30%	Premium	10%
Hutang	70%	Adjustment	2%

Sumber : Olahan Penulis

### Proyeksi Laporan Keuangan Tahap Akuisisi JPRS

Penjualan bersih perusahaan JPRS pada tahun 2008 diduga akan meningkat sebesar 5%. Tahun lalu JPRS mampu mencatat kenaikan nilai penjualan perusahaan sebesar 27%. Berdasarkan sejarah, manajemen JPRS tidak mampu meningkatkan, dan menjaga stabilitas pertumbuhan penjualan perusahaan. Pada proyeksi ini asumsi 5% karena diharapkan kondisi kenaikan harga baja masih mampu mendorong peningkatan penjualan JPRS.

Diasumsikan beban pokok penjualan perusahaan adalah 84% dari penjualan, serta margin laba kotor perusahaan adalah 16%. Kami duga perusahaan akan tetap menggunakan pemasok dari Stemcor Ltd. Diasumsikan pemasok akan memberikan kebijakan yang sama pada tahun 2008 kepada perusahaan JPRS. Tidak adanya perencanaan untuk pengembangan fasilitas perusahaan, sehingga tidak ada penambahan asset tetap, dan tidak mengakibatkan adanya tambahan nilai depresiasi yang dapat meningkatkan beban pokok penjualan perusahaan.

Diasumsikan bahwa beban usaha perusahaan JPRS pada tahun 2008 adalah tetap sama dengan tahun lalu sebesar 3%, dan margin laba usaha adalah sebesar 13%. Landasan asumsi ini adalah bahwa berdasarkan rekaman historis diduga setidaknya ada upaya manajemen berusaha untuk menjaga stabilitas kenaikan margin laba usaha perusahaan, dan diduga upaya ini akan berlanjut pada tahun 2008. Jika terdapat kenaikan pada biaya beban usaha akibat dari pengaruh ekonomi nasional yang berakibat naiknya barang konsumsi, maka manajemen berusaha untuk mengurangi biaya perusahaan yang lain. Manajemen diduga tidak berencana untuk secara drastis menaikkan gaji dan kompensasi karyawan pada tahun ini, karena sudah pernah dilakukan pada tahun 2005.

Diasumsikan bahwa penghasilan lain perusahaan JPRS memiliki komposisi perbandingan 1 % terhadap penjualan perusahaan. Diduga bahwa kinerja JPRS masih mampu untuk mencatat surplus pada pendapatan lain, namun juga diasumsikan kinerja JPRS ini tidak sebaik tahun lalu dan adanya prediksi kenaikan harga barang konsumsi diduga ikut menaikkan biaya lain perusahaan JPRS. Pada periode operasional 2008, diduga perusahaan JPRS tidak akan menerbitkan hutang baru, khususnya utang untuk menambah struktur modal perusahaan. Sehingga tidak ada penambahan biaya bunga pada tahun 2008. Besar pajak perusahaan diasumsikan adalah sebesar 30%, dan ini sesuai dengan sejarah marjin pajak perusahaan adalah rata-rata 30% pertahun.

Tabel 5.2, Proyeksi Laporan Laba Rugi JPRS Tahun 2008

	2008
<b>PENJUALAN BERSIH</b>	454,448,295,772
<b>BEBAN POKOK PENJUALAN</b>	(381,736,568,448)
<b>LABA KOTOR</b>	72,711,727,323
<b>BEBAN USAHA</b>	(13,633,448,873)
<b>LABA USAHA</b>	59,078,278,450
<b>PENGHASILAN (BEBAN) LAIN-LAIN</b>	4,544,482,958
<b>AMORTISASI GOODWILL</b>	-
<b>LABA SEBELUM PAJAK</b>	63,622,761,408
<b>BUNGA HUTANG</b>	-
<b>LABA SEBELUM PEMBAYARAN PAJAK</b>	63,622,761,408
<b>PAJAK</b>	(19,086,828,422)
<b>LABA BERSIH</b>	44,535,932,986

Sumber : Olahan Penulis

Diasumsikan perusahaan JPRS akan tetap menggunakan nilai kas yang dimiliki perusahaan dalam kondisi minimal. Pergerakan kas tidak terkait dengan kewajiban lancar karena diduga tidak adanya hutang perusahaan kepada pihak bank maka tidak ada batasan penetapan kas yang perlu dipersiapkan oleh manajemen. Diasumsikan rasio kas terhadap total sales adalah tetap yaitu 1 %.

Diasumsikan nilai inventory turnover dan inventory days perusahaan pada tahun 2008 adalah sama dengan tahun 2007. Diasumsikan bahwa inventory days perusahaan adalah sebesar 80 hari dengan nilai turnover sebesar 4.5.

Diasumsikan pada tahun 2008 kinerja penjualan dengan kredit dan kemampuan koleksi piutang perusahaan tidak mengalami peningkatan sehingga diasumsikan nilai account receivable turnover, dan account receivable days perusahaan tidak mengalami perubahan dibandingkan pada tahun 2007.

Diasumsikan bahwa *account receivable days* perusahaan adalah 90 hari atau nilai *turnover* dari *account receivable* adalah sebesar 4.

Karena pada tahun 2008 tingkat likuiditas dari pendapatan JPRS masih tinggi maka diduga JPRS masih akan mengalokasikan kelebihan likuiditas pada aktiva lancarnya yang lain selain pada kas. Seiring dengan peningkatan dari penjualan perusahaan, maka diduga aktivitas pembayaran di muka akan tetap dilaksanakan oleh manajemen perusahaan, dan diasumsikan masih memiliki komposisi sebesar 10 % dari total penjualan perusahaan.

Perusahaan JPRS diduga kuat masih akan memegang investasi perusahaan JPRS pada saham perusahaan PT GDS. Karena tidak ada penilaian kembali atas nilai saham perusahaan PT GDS. Maka diasumsikan bahwa nilai investasi saham perusahaan pada tahun 2008 hingga masa mendatang adalah tetap sebesar Rp 500,498,646 .

Perusahaan JPRS diduga tidak akan melakukan investasi baru untuk penambahan fasilitas produksi atau aktiva tetap lain untuk ekspansi usaha. Namun, perusahaan JPRS masih tetap melakukan aktivitas perbaikan, penggantian komponen, penggantian aktiva tetap lain, serta pemeliharaan. Diasumsikan bahwa masih tetap ada pertumbuhan penambahan aktiva tetap sebesar 3 % namun diikuti dengan pertumbuhan depresiasi perusahaan sebesar 2%.

Pada tahun 2008 hingga masa mendatang, ekuitas perusahaan akan bertambah seiring dengan pendapatan bersih perusahaan. Perusahaan diasumsikan tidak membagikan deviden, karena kelebihan kas perusahaan lebih diarahkan pada pembayaran utang dagang perusahaan. Perusahaan diasumsikan tidak mendapatkan suntikan modal baru dari penjualan saham.

Kewajiban jangka panjang perusahaan pada saat ini adalah untuk kewajiban pembayaran imbalan pasca kerja, serta untuk uang muka penjualan yang diterima dimuka. Perusahaan tidak memiliki kewajiban jangka panjang untuk pendanaan modal perusahaan jangka panjang ke lembaga finansial. Diasumsikan pertumbuhan kewajiban jangka panjang perusahaan akan sama dengan pertumbuhan tahun 2007, yaitu tumbuh sebesar 10 %.

Karena perusahaan memiliki kelebihan likuiditas, maka perusahaan memiliki kesempatan untuk membayar kewajibannya. Perusahaan akan memilih



untuk menyelesaikan hutang jangka pendeknya. Sisa residual kas perusahaan digunakan untuk membayar kewajiban jangka pendek perusahaan. Untuk tahun 2008, perusahaan diasumsikan akan membayar hutang usaha perusahaan.

Tabel 5.3 Proyeksi Laporan aktiva JPRS Tahun 2008

<b>AKTIVA LANCAR</b>	<b>31/12/2008</b>	<b>1/1/2009</b>
Kas dan Setara Kas	4,544,482,958	4,544,482,958
Piutang Usaha	113,612,073,943	113,612,073,943
Persediaan	100,988,510,172	100,988,510,172
Pembayaran di muka	45,444,829,577	45,444,829,577
<b>Total Aktiva Lancar</b>	<b>264,589,896,649</b>	<b>264,589,896,649</b>
<b>AKTIVA TIDAK LANCAR</b>	<b>31/12/2008</b>	<b>1/1/2009</b>
Investasi saham	500,498,646	500,498,646
Aktiva Tetap	72,727,016,620	72,727,016,620
Akumulasi Penyusutan	(55,887,462,060)	(55,887,462,060)
Net Aktiva Tetap	16,839,554,560	16,839,554,560
Goodwill	-	184,850,309,823
<b>Total Aktiva Tidak Lancar</b>	<b>17,340,053,206</b>	<b>202,190,363,129</b>
<b>TOTAL AKTIVA</b>	<b>281,929,949,855</b>	<b>466,780,259,779</b>

Sumber: Olahan Penulis

Tabel 5.4, Proyeksi Laporan Kewajiban dan Ekuitas JPRS Tahun 2008

	<b>31/12/2008</b>	<b>1/1/2009</b>
<b>KEWAJIBAN JANGKA PENDEK</b>		
Hutang Usaha	6,429,980,067	6,429,980,067
Sewa di terima di muka	394,726,000	394,726,000
Hutang Pajak	3,604,362,656	3,604,362,656
<b>Total Kewajiban Jangka Pendek</b>	<b>10,429,068,723</b>	<b>10,429,068,723</b>
<b>KEWAJIBAN JANGKA PANJANG</b>	<b>31/12/2008</b>	<b>1/1/2009</b>
Bridge Financing	-	315,000,000,000
Obligasi Perusahaan	-	-
Imbal Hasil Kerja Karyawan	6,351,191,056	6,351,191,056
<b>Total Kewajiban Jangka Panjang</b>	<b>6,351,191,056</b>	<b>321,351,191,056</b>
<b>TOTAL KEWAJIBAN</b>	<b>16,780,259,779</b>	<b>331,780,259,779</b>
<b>EKUITAS</b>		
	265,149,690,077	135,000,000,000
<b>TOTAL KEWAJIBAN &amp; EKUITAS</b>	<b>281,929,949,855</b>	<b>466,780,259,779</b>

Sumber : Olahan Penulis

Proses akuisisi perusahaan JPRS dilaksanakan pada awal tahun 2009. Karena akuisisi dengan menggunakan proses purchase method, maka akan menghasilkan nilai *goodwill* pada bagian aktiva tidak lancar perusahaan JPRS. Proses transaksi akuisisi menggunakan fasilitas pembiayaan hutang bridge financing, sehingga pada awal tahun 2009 muncul hutang baru dengan nama Bridge Financing dengan besaran Rp 315,000,000,000. Lihat tabel 5.3 dan 5.4.

### 5.3 Tahap Pengelolaan JPRS

#### Skenario Pengelolaan

Perusahaan holding berencana untuk memiliki dan mengelola perusahaan JPRS, dan pada jangka waktu yang ditentukan anak perusahaan JPRS akan dijual kembali sehingga perusahaan holding akan menerima gain atas penjualan saham perusahaan JPRS. Adapun perencanaan perusahaan holding dalam mengelola JPRS adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan holding direncanakan akan mengelola JPRS selama 2 tahun. Pemilihan waktu 2 tahun ini adalah bahwa perusahaan holding ingin segera merestrukturisasi struktur modal perusahaan, dan pada saat yang tepat menjual perusahaan ke pasar. Waktu 2 tahun tersebut diharapkan perusahaan JPRS dapat dijual pada akhir tahun 2010 atau awal tahun 2011. Diharapkan pada tahun tersebut masih terdapat momentum gerakan konsolidasi produsen baja dunia, sehingga dapat memudahkan perusahaan holding untuk menjual JPRS melalui akuisisi oleh group perusahaan lain.
2. Perusahaan holding akan memberikan sinergi kepada perusahaan melalui pengelolaan secara intensif mengawasi kinerja JPRS untuk 2 tahun mendatang.
3. Pengelolaan bertujuan untuk membawa JPRS menuju pengelolaan yang lebih produktif sehingga meningkatkan kinerja perusahaan dalam mengoptimalkan modal kerja dan struktur modal perusahaan JPRS. Pada kurun waktu 2 tahun mendatang, perusahaan holding tidak akan membuat proyek-proyek berskala besar yang membutuhkan penambahan capital.
4. Perusahaan JPRS direncanakan segera menerbitkan surat hutang obligasi untuk kebutuhan pembiayaan kembali surat hutang *Bridge Financing*.

### Penerbitan Surat Hutang Obligasi

Perusahaan JPRS pada awal tahun 2009 selanjutnya diketahui bahwa tingkat bunga yang dibebankan, dan perlu untuk dibayar pada tahun 2009 adalah cukup besar yaitu sebesar 15 %.

Fasilitas *bridge financing* biasanya digunakan untuk waktu yang cepat, oleh karena itu biasanya dibebankan bunga yang tinggi dan setiap saat tingkat suku bunganya naik, hal ini mengisyaratkan bahwa *bridge financing* sesuai dengan tipikalnya adalah pembiayaan yang membutuhkan pelunasan yang cepat.

Perusahaan holding akan meminta perusahaan JPRS untuk menerbitkan surat hutang jangka panjang untuk kebutuhan pembiayaan kembali *refinancing* hutang akibat dari *bridge financing*. Alasan pembiayaan kembali ini adalah untuk mendapatkan nilai bunga yang lebih rendah sesuai dengan rating perusahaan. Proses ini adalah proses pembiayaan terakhir yang akan dilakukan oleh perusahaan JPRS sebelum keluar dari investasi dengan di jual kepada investor yang berminat.

Oleh karena itu perusahaan JPRS diperlukan untuk menerbitkan surat hutang obligasi untuk membiayai kembali *bridge financing*. Persiapan penerbitan surat hutang obligasi membutuhkan waktu untuk melakukan persiapan. Meskipun diprediksi bahwa akhir juni tim JPRS dapat menerbitkan surat hutang obligasi, namun untuk menjaga prinsip konservatif, maka diasumsikan bahwa tim manajemen JPRS membutuhkan waktu yang lebih lama, yaitu  $\pm 1$  tahun atau pada awal tahun 2010.

Berdasarkan perhitungan pada tabel diatas, perusahaan JPRS disarankan untuk menerbitkan obligasi 5 tahun. Obligasi tersebut nantinya adalah obligasi dengan denominasi US dollar amerika, dengan tingkat bunga 8.25% dibayarkan per tahun. Bunga tersebut didapatkan dari perkiraan rating perusahaan setelah mengeluarkan obligasi adalah B karena berdasarkan analisis rating syntetic didapatkan perbandingan nilai EBIT perusahaan terhadap pembayaran bunga hutang obligasi adalah 2.01 atau berada pada range 2 - 2.5X. Base rate yang digunakan adalah *Libor* sebesar 3%, sementara 2% sisanya adalah *adjustment* untuk biaya lain dan pemanis untuk surat hutang obligasi. Obligasi ini dikeluarkan dengan jangka waktu lima tahun, dan pada saat perusahaan holding berniat

menjual perusahaan JPRS, maka hutang obligasi tetap berada di neraca perusahaan JPRS.

Tabel 5.5. Rekap Perhitungan Perencanaan Obligasi Perusahaan JPRS

TOTAL PINJAMAN HUTANG LAMA	315,000,000,000
OBLIGASI BARU	315,000,000,000
BUNGA OBLIGASI BARU	8.25%
BASE RATE / LIBOR	3%
SPREAD	3.25%
ADJUSTMENT	2%
INTEREST COVERAGE RATIO	2.024
CREDIT RATING	B

Sumber : Olahan Penulis

### **Proyeksi Laporan Keuangan Tahap Pengelolaan JPRS**

Berdasarkan data pada analisis industri bisnis perusahaan JPRS, maka diduga bahwa tahun 2009 hingga 2010 masih terimbas atas pertumbuhan pada bisnis industri baja yang dipengaruhi sebagian besar oleh peningkatan harga jual baja di pasaran. Berdasarkan data internasional IMF diramalkan terdapat peningkatan nilai penjualan total sebesar 15 % khusus pada kawasan Asia.

Namun, melihat kinerja dari JPRS pada tahun sebelumnya dan untuk menjaga prinsip-prinsip konservatif maka diasumsikan bahwa untuk masa pengelolaan, manajemen JPRS untuk tahun 2009 – 2010 diasumsikan mampu mencatat kenaikan nilai penjualan sebesar 5 %.

Memasuki tahun 2009, pemasok Stemcor diharapkan masih akan memasok bahan baku pada JPRS, namun diduga Stemcor akan menghargai hasil akuisisi dan otoritas pengelolaan perusahaan JPRS dibawah perusahaan holding, hal ini berdampak pada semakin melonggarkan kredit usaha yang dimintakan kepada JPRS. Diasumsikan bahwa rasio beban pokok penjualan dan margin laba kotor perusahaan JPRS terhadap penjualan bersih tahun 2009, dan 2010 masih memiliki komposisi yang sama dengan proyeksi tahun 2008.

Pada saat pengelolaan ada kesempatan bagi perusahaan holding untuk memasukkan beberapa manajemen baru kedalam jajaran manajemen JPRS saat ini. Jajaran manajemen JPRS mendapatkan prioritas baru yaitu untuk menjaga kestabilan pendapatan perusahaan pada saat periode pengelolaan tahun 2009 dan 2010. Konsekuensi atas tujuan baru ini membutuhkan suntikan biaya baru bagi para jajaran manajemen yang bertujuan untuk stimulus. Sehingga diasumsikan

terdapat kenaikan biaya usaha, dan penurunan margin laba usaha dari JPRS pada periode tahun 2009 hingga 2010. Untuk rasio beban usaha terhadap penjualan perusahaan diasumsikan naik menjadi 5 %, dan margin laba kotor perusahaan turun menjadi 11 %.

Masuknya manajemen dan prioritas baru pada perusahaan memberikan tekanan untuk memberikan tindakan disiplin dan menurunkan biaya perusahaan lain yang tidak diperlukan. Khusus untuk kemungkinan untuk kerugian dari hedging atas selisih kurs, maka selanjutnya proses ini akan mendapatkan bantuan pendampingan dari sekuritas. Pendampingan sekuritas untuk ikut membantu transaksi selama proses pengelolaan memberikan masukan tambahan bagi sekuritas. Dampaknya adalah kemungkinan menurunnya pendapatan atas selisih dari kurs yang biasanya ikut memberikan dampak yang besar bagi pendapatan JPRS, namun hal ini bisa dikompensasi atas turunnya risiko JPRS atas transaksi tersebut, menstabilkan pendapatan JPRS, dan memang aktivitas tersebut tidak termasuk dalam bisnis inti perusahaan. Diasumsikan bahwa untuk tahun 2008 - 2009, besaran rasio biaya lain-lain yang timbul terhadap penjualan perusahaan adalah sebesar 0.25 %. Perusahaan JPRS juga mencatatkan beban dari amortisasi atas goodwill dari proses akuisisi, dan amortisasi goodwill ini memiliki jangka waktu 40 tahun.

Karena pada awal tahun 2009 terjadi akuisisi perusahaan dan akuisisi tersebut menggunakan hutang, maka akan timbul biaya pembayaran bunga hutang di laporan keuangan JPRS. Pada tahun 2009, JPRS masih harus membayar bunga dari fasilitas bridge financing sebesar 47.250.000.000. Pada masa selanjutnya, JPRS membayar bunga hutang dari obligasi sebesar Rp 26.620.570.839. Besar pajak perusahaan diasumsikan adalah sebesar 30%, dan ini sesuai dengan sejarah margin pajak perusahaan adalah rata-rata 30% pertahun.

Pada tahun 2009, Meskipun diasumsikan bahwa manajemen masih menggunakan kebijakan lama yaitu menekan rendah komposisi kas dan setara kas terhadap penjualan perusahaan, namun nilai kas tetap mengalami peningkatan. Pada tahun 2009 dan 2010, terjadi peningkatan kas dan setara kas dari 4.771.707.106 menjadi Rp 46,077,829,404 pada tahun 2009, serta menjadi 54,059,526,979 pada tahun 2010. Peningkatan kas ini akibat dari fungsi kas

perusahaan sebagai nilai residual setelah digunakan pada aktiva lancar yang lain, dan pada saat yang bersamaan komposisi aktiva lancar yang lain mengalami peningkatan efektifitasnya.

Tabel 5.6, Proyeksi Laporan Laba Rugi JPRS Tahun 2009 - 2010

	2009	2010
<b>PENJUALAN BERSIH</b>	477,170,710,560	501,029,246,068
<b>BEBAN POKOK PENJUALAN</b>	(391,279,982,659)	(410,843,981,792)
<b>LABA KOTOR</b>	85,890,727,901	90,185,264,296
<b>BEBAN USAHA</b>	(33,401,949,739)	(35,072,047,226)
<b>LABA USAHA</b>	52,488,778,162	55,113,217,070
<b>PENGHASILAN (BEBAN) LAIN-LAIN</b>	(1,192,926,776)	(1,252,573,115)
<b>AMORTISASI GOODWILL</b>	(4,621,257,748)	(4,621,257,748)
<b>LABA SEBELUM PAJAK</b>	46,674,583,637	49,239,386,205
<b>BUNGA HUTANG</b>	(47,250,000,000)	(25,987,500,000)
<b>LABA SEBELUM PEMBAYARAN PAJAK</b>	(575,406,363)	23,251,886,206
<b>PAJAK</b>	172,621,909	(6,975,565,862)
<b>LABA BERSIH</b>	(402,784,454)	16,276,320,344

Sumber : Olahan Penulis

Diasumsikan manajemen JPRS tidak akan merubah kebijakan operasional perusahaan dan memberikan imbas pada kebijakan atas persediaan. Manajemen berusaha menjaga prestasi kinerja perputaran persediaan pada 80 hari kerja. Pertumbuhan persediaan mengikuti pertumbuhan atas penjualan perusahaan JPRS yaitu diasumsikan tumbuh 5 % untuk tahun 2009, dan 2010..

Diasumsikan karena kebutuhan kas untuk pembayaran bunga bank atas hutang bridge financing, manajemen JPRS berusaha untuk mencari asset yang lancar untuk dikurangi. Piutang usaha mengalami penurunan karena diasumsikan manajemen semakin giat menagih kepada konsumen dan merubah kebijakan koleksi kredit piutang usaha perusahaan dari 90 hari pada tahun 2008, menjadi 80 hari hingga masa mendatang.

Pemasok stemcor sebagai pemasok utama bagi JPRS memahami dan menghargai proses akuisisi yang dilaksanakan perusahaan holding. Selanjutnya Stemcor diharapkan tidak akan menagih pembayaran dimuka dalam proses transaksi pembelian bahan baku. Diasumsikan pada tahun 2009 hingga mendatang tidak ada pembayaran di muka untuk pembelian bahan baku.

Perusahaan JPRS diduga kuat masih akan memegang investasi perusahaan JPRS pada saham perusahaan PT GDS. Karena tidak ada penilaian kembali atas nilai saham perusahaan PT GDS. Maka diasumsikan bahwa nilai investasi saham perusahaan pada tahun 2008 hingga masa mendatang adalah tetap sebesar Rp 500,498,646 .

Pada masa setelah akuisisi, perusahaan holding tidak memiliki keinginan dan memberikan mandat kepada manajemen JPRS untuk tidak melakukan investasi jangka panjang di perusahaan JPRS khususnya investasi baru penambahan fasilitas produksi atau aktiva tetap lain untuk ekspansi usaha. Diasumsikan bahwa masih tetap ada pertumbuhan penambahan aktiva tetap sebesar 3 % namun diikuti dengan pertumbuhan depresiasi perusahaan sebesar 2% pada tahun 2009 dan 2010.

Goodwill masuk pada asset perusahaan pada tanggal 1 januari 2009, yaitu pada saat penutupan pembelian 100% saham perusahaan JPRS. Diketahui bahwa nilai dari goodwill adalah sebesar Rp 184.850.309.923 yaitu timbul atas premium dari pembelian saham perusahaan. Goodwill tersebut diamortisasi selama 40 tahun dengan besaran amortisasi pertahun adalah sebesar Rp 4.621.257.748.

Pada awal tahun 2009, komposisi total ekuitas perusahaan akan berubah dan turun 49 % dari Rp 265,149,690,077 pada akhir tahun 2008, menjadi 135,000,000,000 pada awal tahun 2009. Perubahan komposisi ekuitas ini adalah karena adanya penggantian ekuitas perusahaan dengan ekuitas baru, dan akibat dari penggunaan hutang maka ekuitas perusahaan mengalami penurunan.

Komposisi kewajiban jangka panjang dari perusahaan JPRS mengalami perubahan besar selama tahun 2009 dan 2010, dan perubahan tersebut adalah khususnya pada jenis kewajibannya. Pada tahun 2009, perusahaan JPRS mencatatkan kewajiban baru dengan nama hutang bridge financing dengan besaran yaitu Rp 315.000.000.000, sedangkan pada tahun 2010, bridge financing digantikan dengan instrumen hutang obligasi dengan jumlah yang sama. Untuk kewajiban jangka panjang yang lain yaitu pembayaran imbalan pasca kerja akan tumbuh dengan pertumbuhan yang sama dengan tahun lalu sebesar 10%.

Perkembangan skenario selanjutnya perusahaan diasumsikan mampu untuk mendapatkan hutang jangka panjang dari bridge financing dan dibiayai

kembali melalui obligasi, maka manajemen perusahaan berusaha untuk menggunakan hutang jangka panjang tersebut untuk ikut mendanai operasional perusahaan. Pada tahun 2010, perusahaan tidak memiliki kewajiban jangka pendek lagi.

Tabel 5.7, Proyeksi Laporan Neraca Aktiva JPRS tahun 2009 dan 2010.

<b>AKTIVA LANCAR</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Kas dan Setara Kas	46,077,829,404	54,059,528,979
Piutang Usaha	106,037,935,680	111,339,832,464
Persediaan	106,037,935,680	111,339,832,464
Pembayaran di muka	-	-
<b>Total Aktiva Lancar</b>	<b>258,153,700,764</b>	<b>276,739,191,907</b>
<b>AKTIVA TIDAK LANCAR</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Investasi saham	500,498,646	500,498,646
Aktiva Tetap	74,908,827,119	77,156,091,932
Akumulasi Penyusutan	(59,632,903,416)	(63,490,708,013)
<b>Net Aktiva Tetap</b>	<b>15,275,923,703</b>	<b>13,665,383,920</b>
Goodwill	180,229,052,175	175,607,794,427
<b>Total Aktiva Tidak Lancar</b>	<b>200,626,732,272</b>	<b>199,016,192,489</b>
<b>TOTAL AKTIVA</b>	<b>458,780,433,036</b>	<b>475,755,384,396</b>

Sumber : Olahan Penulis

Tabel 5.8 Proyeksi Laporan Neraca Ekuitas & Kewajiban JPRS thn 2009 & 2010.

<b>KEWAJIBAN JANGKA PENDEK</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Hutang Usaha	-	-
Sewa di terima di muka	394,726,000	394,726,000
Hutang Pajak	1,802,181,328	1,802,181,328
<b>Total Kewajiban Jangka Pendek</b>	<b>2,196,907,328</b>	<b>2,196,907,328</b>
<b>KEWAJIBAN JANGKA PANJANG</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Bridge Financing	315,000,000,000	-
Obligasi Perusahaan	-	315,000,000,000
Imbal Hasil Kerja Karyawan	6,886,310,162	7,684,941,178
<b>Total Kewajiban Jangka Panjang</b>	<b>321,886,310,162</b>	<b>322,684,941,178</b>
<b>TOTAL KEWAJIBAN</b>	<b>324,183,217,490</b>	<b>324,881,848,506</b>
<b>EKUITAS</b>	<b>134,597,215,546</b>	<b>150,873,535,890</b>
<b>TOTAL KEWAJIBAN &amp; EKUITAS</b>	<b>458,780,433,036</b>	<b>475,755,384,396</b>

Sumber : Olahan Penulis



### Estimasi Nilai *Unlevered Beta* dan *Beta* JPRS

Prinsip CAPM digunakan dalam memprediksi nilai *Cost of Equity* yang diinginkan dari saham JPRS. Karenanya, maka perlu diidentifikasi terlebih dahulu nilai *Beta* dari perusahaan JPRS.

Tabel 5.9, Perhitungan *Beta*

Sumber	Nilai <i>Beta</i>	Keterangan
Osiris	0.36	1 Bulan
Osiris	0.4	3 Bulan
Osiris	0.43	1 Tahun
Bloomberg	1.078	-
Manual Regresi	0.2	3 Tahun

Sumber : Olahan Penulis, Osiris, dan Bloomberg

Berdasarkan data dari berbagai sumber dan identifikasi dengan menggunakan regresi maka diestimasi bahwa nilai *Beta* yang digunakan adalah nilai *Beta* dari hasil regresi. Nilai *Beta* JPRS didapatkan dengan melakukan analisis regresi 0.2. Hasil regresi digunakan karena menggunakan jangka waktu yang lebih panjang yaitu tiga tahun dan diharapkan dapat mencerminkan perilaku investasi akuisisi JPRS kedepan.

Berdasarkan nilai *Beta* tersebut diatas, maka diestimasi nilai *Unlevered Beta* dari perusahaan JPRS, adalah :

$$Beta\ Unlevered = Beta / [1 + (1 - t) D/E]$$

$$Beta\ Unlevered = 0.2 / [1 + (1 - 0.3) 48.176.410 / 268.790.167]$$

$$Beta\ Unlevered = 0.177$$

Jadi nilai *Beta Unlevered* dari JPRS adalah 0.177.

*Unlevered Beta* digunakan untuk memprediksi nilai *Beta* pada saat perusahaan JPRS mencatatkan nilai hutang baru di neraca perusahaan. Prediksinya adalah nilai *Beta* perusahaan akan tumbuh seiring dengan bertambahnya risiko perusahaan atas meningkatnya nilai hutang perusahaan. Berikut ini adalah estimasi nilai

### Estimasi Nilai *Risk Premium*

Nilai *Risk Premium* pada dasarnya diidentifikasi dengan menggunakan data historis dalam hal ini adalah data historis dari pasar modal di Indonesia. Namun, karena sejarah dari pasar modal Indonesia masih belum lama diasumsikan data historis masih belum cocok untuk mencari *Risk Premium* Indonesia. Salah

satu cara untuk mencari *Risk Premium* indonesia adalah dengan membandingkan dengan *Risk Premium* dari pasar modal amerika serikat diasumsikan memiliki sejarah yang lebih panjang.

Pada tahun 2006 diketahui bahwa *S&P* dan *Moody's* telah menyatakan meningkatkan nilai credit rating indonesia naik menjadi 1 tingkat lebih tinggi menjadi B1. Berdasarkan data diketahui bahwa adjusted default spread dari rating B1 adalah 600 basis point. Berdasarkan data dari *Ibbotson Associate* menyatakan bawah *Risk Premium* amerika serikat adalah sebesar 5.51 %. Berikut ini adalah estimasi *Risk Premium* Indonesia, adalah :

*Risk Premium* Indonesia = *Risk Premium for mature market* + *country premium*

*Risk Premium* Indonesia = *US Risk Premium* + *country spread premium*

*Risk Premium* Indonesia = 5.51 % + 6 %

*Risk Premium* Indonesia = 11.51 %

### Perhitungan Cost of Equity

Perhitungan nilai *Cost of Equity* JPRS tidak menggunakan besaran yang tetap dan stabil, karena berdasarkan hasil proyeksi laporan keuangan ditunjukkan bahwa nilai perbandingan hutang dan ekuitas perusahaan tidak tetap. Oleh karena alasan tersebut, maka perlu untuk diidentifikasi *Cost of Equity* setiap tahunnya. Nilai risk free didapatkan dari tabel IGSYC yang didapatkan dari bursa efek indonesia untuk periode 3 tahun yang sebesar 9.5%, hal ini untuk mengkompensasi lama investasi adalah 3 tahun. Besar *Risk Premium* adalah 11.51 % dimana diasumsikan selama 3 tahun mendatang diasumsikan tetap dan tidak ada perpindahan preferensi risiko masyarakat indonesia. Berdasarkan data-data di atas maka dapat dihitung *Cost of Equity* sebagai berikut :

Tabel 5.10 Perhitungan *Cost of Equity* perusahaan JPRS

	2009 E	2010 E
Kewajiban	324,183,217,490	324,881,848,506
Ekuitas	134,597,215,546	150,873,535,890
Kewajiban + Ekuitas	458,780,433,036	475,755,384,396
Rasio Kewajiban/Ekuitas	2.41	2.15
Beta Levered	0.47	0.43
Risk Free Rate	9.50%	9.50%
Risk Premium	11.51%	11.51%
Cost of Equity	0.150	0.145

Sumber : Olahan Penulis.

Pada hasil perhitungan *cost of equity* tampak bahwa nilai *cost of equity* pada tahun 2009 sebesar 0.15 sama dengan *cost of debt* dari bridge financing sebesar 0.15. Teori keuangan menunjukkan bahwa sebenarnya nilai *cost of equity* selalu lebih besar dari nilai *cost of debt*. Pada kasus ini maka situasinya adalah unik karena calon pemilik baru harus menyetujui persyaratan peminjaman modal dari kreditur untuk kebutuhan akuisisi yaitu sebesar 15 %. Namun, hal ini kemudian menjadi fokus bagi perusahaan untuk *refinancing* dan berhasil mendapatkan pendanaan dari obligasi, dan bunga *cost of debt* turun menjadi 8,25%.

### Perhitungan Free Cash Flow To Equity

Dengan menggunakan data proyeksi laporan keuangan perusahaan JPRS, berikut ini adalah free cash flow untuk tahun 2009 dan 2010, antara lain :

Tabel 5.11, *Free Cash Flow To Equity* JPRS

	2009	2010
Laba Bersih	(402,784,454)	16,276,320,344
Investasi Kapital	2,181,810,499	2,247,264,814
Goodwill	184,850,309,923	-
Perubahan Modal Kerja	3,905,267,312	10,603,793,568
Depresiasi	(3,745,441,356)	(3,857,604,597)
Amortisasi Goodwill	(4,621,257,748)	(4,621,257,748)
Hutang Baru	315,000,000,000	-
Hutang Terbayar	(8,232,161,395)	698,631,016
FCFE	140,258,688,310	11,205,693,291

Sumber : Olahan Penulis

### 5.4 Tahap Penjualan JPRS

Pada perencanaan valuasi ini perusahaan holding berencana akan keluar dari investasi JPRS melalui menjual anak perusahaan JPRS kepada perusahaan konglomerasi yang lain. Penawaran dilakukan khususnya kepada konglomerasi yang memiliki bisnis inti baja, dan diharapkan dapat memberikan sinergi kepada JPRS. Pada waktunya perusahaan dijual dengan harga saham wajar dengan metode pembayaran tunai untuk setiap lembar saham *cash for stock*.

Perusahaan holding tidak akan menjual perusahaan JPRS jika imbal hasil keuntungan tidak memberikan tingkat keuntungan sesuai dengan benchmark LBO internasional pada industri baja. Harapan perusahaan holding adalah bahwa aktivitas LBO dapat memberikan imbal hasil IRR > 30 % pertahun.

### **Proyeksi Laporan Keuangan Tahap Penjualan JPRS**

Pada dasarnya proses proyeksi laporan keuangan perusahaan pada tahap penjualan adalah menggunakan asumsi proyeksi yang sama sesuai dengan asumsi proyeksi pada tahap pengelolaan, diantaranya adalah :

- Penjualan perusahaan pada tahun 2011 diasumsikan tumbuh 5 % dari tahun 2010.
- Komposisi margin laba kotor perusahaan pada tahun 2011 adalah sebesar 15 %.
- Komposisi beban usaha perusahaan terhadap penjualan pada tahun 2011 adalah 5%.
- Komposisi laba kotor perusahaan turun menjadi 11 % pada tahun 2011.
- Komposisi biaya lain-lain adalah 0.25 % dari penjualan pada tahun 2011.
- Pembayaran bunga hutang pada tahun 2011 adalah tetap sebesar Rp26.620.570.839.
- Pajak penghasilan perusahaan adalah 30 %.
- Kas berfungsi sebagai residual dari sisa arus kas perusahaan.
- Inventory days perusahaan pada tahun 2011 adalah sebesar 80 hari.
- Receivable days perusahaan pada tahun 2011 adalah sebesar 80 hari.
- Pada tahun 2011 tidak ada akun aktiva pembayaran dimuka.
- Investasi pada perusahaan PT GDS adalah tetap sebesar Rp 500,498,646 .
- Pada tahun 2011, penambahan investasi kapital perusahaan tumbuh 3 % dari tahun sebelumnya.
- Goodwill akan disesuaikan dengan amortisasi tahun ke 3.
- Kewajiban jangka pendek pada tahun 2011 akan mengalami penambahan seiring dengan kebijakan perusahaan untuk menjaga rasio tingkat hutang.
- tidak ada penambahan dari hutang jangka panjang yang mengakibatkan pembayaran bunga.

Tabel 5.12, Proyeksi Laporan Laba Rugi JPRS Tahun 2011

	2011
<b>PENJUALAN BERSIH</b>	526,080,708,393
<b>BEBAN POKOK PENJUALAN</b>	(431,386,180,862)
<b>LABA KOTOR</b>	94,694,527,511
<b>BEBAN USAHA</b>	(36,825,649,587)
<b>LABA USAHA</b>	57,868,877,923
<b>PENGHASILAN (BEBAN) LAIN-LAIN</b>	(1,315,201,771)
<b>AMORTISASI GOODWILL</b>	(4,621,257,748)
<b>LABA SEBELUM PAJAK</b>	51,932,418,404
<b>BUNGA HUTANG</b>	(25,987,500,000)
<b>LABA SEBELUM PEMBAYARAN PAJAK</b>	25,944,918,404
<b>PAJAK</b>	(7,783,475,521)
<b>LABA BERSIH</b>	18,161,442,883

Sumber : Olahan Penulis

Tabel 5.13, Proyeksi Laporan Neraca Aktiva JPRS tahun 2011.

<b>AKTIVA LANCAR</b>	2011
Kas dan Setara Kas	63,514,336,710
Piutang Usaha	116,906,824,087
Persediaan	116,906,824,087
Pembayaran di muka	-
<b>Total Aktiva Lancar</b>	<b>297,327,984,885</b>
<b>AKTIVA TIDAK LANCAR</b>	2011
Investasi saham	500,498,546
Aktiva Tetap	79,470,774,690
Akumulasi Penyusutan	(67,464,246,747)
Net Aktiva Tetap	12,006,527,943
Goodwill	170,986,536,679
<b>Total Aktiva Tidak Lancar</b>	<b>197,357,336,512</b>
<b>TOTAL AKTIVA</b>	<b>494,685,321,397</b>

Sumber : Olahan Penulis

Tabel 5.14 Proyeksi Laporan Neraca Ekuitas &amp; Kewajiban JPRS thn 2011.

KEWAJIBAN JANGKA PENDEK		2011
Hutang Usaha		-
Sewa di terima di muka		394,726,000
Hutang Pajak		1,802,181,328
<b>Total Kewajiban Jangka Pendek</b>		<b>2,196,907,328</b>
KEWAJIBAN JANGKA PANJANG		2011
Bridge Financing		-
Obligasi Perusahaan		315,000,000,000
Imbal Hasil Kerja Karyawan		8,453,435,296
<b>Total Kewajiban Jangka Panjang</b>		<b>323,453,435,296</b>
<b>TOTAL KEWAJIBAN</b>		<b>325,650,342,624</b>
<b>EKUITAS</b>		<b>169,034,978,773</b>
<b>TOTAL KEWAJIBAN &amp; EKUITAS</b>		<b>494,685,321,397</b>

Sumber : Olahan Penulis

### Cost of Equity

Untuk *Cost of Equity* pada periode setelah tahun 2011, diasumsikan tetap. Adapun alasannya adalah pada periode tersebut, diasumsikan bahwa manajemen perusahaan berusaha untuk menjaga tingkat rasio hutang terhadap ekuitas perusahaan sebesar 1.8.

Tabel 5.15 Perhitungan *Cost of Equity* perusahaan JPRS

	> 2011 E
Kewajiban	325,650,342,624
Ekuitas	169,034,978,773
Kewajiban + Ekuitas	494,685,321,397
Rasio Kewajiban/Ekuitas	1.93
<i>Beta Levered</i>	0.42
Risk Free Rate	9.50%
<i>Risk Premium</i>	11.51%
<i>Cost of Equity</i>	0.141

Sumber : Olahan Penulis.

### Free Cash Flow To Equity dan Terminal Value 2011

Nilai terminal value merupakan cerminan dari tindakan perusahaan holding dalam perencanaan untuk menjual perusahaan JPRS. Karena perencanaan perusahaan berkeinginan untuk menjual perusahaan pada akhir tahun 2010, maka nilai terminal value adalah pada tanggal 31 desember 2010.

Diasumsikan bahwa perusahaan mampu untuk tumbuh dan berkembang dengan nilai pertumbuhan sebesar 5% pertahun. Untuk kebutuhan permodalan untuk modal kerja dan investasi jangka panjang, maka untuk tahun mendatang dan selanjutnya, ditargetkan nilai Debt Ratio adalah sebesar 63 %.

Berikut ini adalah perhitungan nilai terminal value penjualan perusahaan JPRS, adalah :

$$\begin{aligned} \text{Terminal Value} &= \text{FCFE} / ( \text{Cost of Equity} - \text{Growth} ) \\ \text{Terminal Value} &= \text{Laba Bersih} + (\text{Perubahan Modal Kerja} \times (1 - \text{Debt Ratio})) + (\text{Net Investasi Kapital} \times (1 - \text{Debt Ratio})) + \\ &\quad \frac{\text{Amortisasi Goodwill}}{( \text{Cost of Equity} - \text{Growth} )} \\ \text{Terminal Value} &= \text{Rp } 17,158,975,196 / (14.1 \% - 5\%) \\ \text{Terminal Value} &= \text{Rp } 188,560,166,986. = \text{Rp } 698 \text{ per lembar} \end{aligned}$$

Hasil terminal value yaitu sebesar Rp 698 per lembar cukup wajar, karena selama masa periode pengelolaan tidak ada aktivitas investasi untuk ekspansi yang bertujuan meningkatkan pendapatan perusahaan yang dilakukan oleh perusahaan holding.

### 5.5 Hasil Valuasi *Leverage Buyout*

Dengan mengetahui hasil perhitungan *Cost of Equity* dan *Free Cash Flow To Equity*, maka selanjutnya adalah melakukan perhitungan valuasi atas aktivitas akuisisi dengan metode *Leverage Buyout*. Valuasi *Leverage Buyout* adalah menggunakan metode *Discounted Cashflow valuation*. Pada akhirnya dihitung nilai *Net Present Value* untuk membandingkan investasi ekuitas dan pengelolaan perusahaan holding selama 2 tahun dengan nilai cash flow yang didapatkan dari investasi tersebut. Perhitungan valuasi ini adalah sebagai berikut :

Tabel 5.16 Valuasi *Leverage Buyout*

	1/1/2009	31/12/2009	2010
Investasi	(135.000.000.000)		
Nilai FCFE		140.259.888.310	11.205.693.291
Terminal Value			188.560.166.987
Total FCFE		140.259.888.310	199.765.860.278
Cost of Equity		0.15	0.146
Discount Factor		1.15	1.32
Present Value	(135.000.000.000)	121.964.076.792	151.578.921.222
Net Present Value	138.542.998.013		
IRR	60.36%		

Sumber : Olahan Penulis

Perhitungan menunjukkan bahwa investasi akuisisi perusahaan PT Jaya Pari Steel, Tbk dengan menggunakan teknik *Leverage Buyout* dinyatakan layak untuk dilaksanakan. Investasi tersebut dapat memberikan nilai net present value yang positif, dan tingkat pengembalian yang tinggi sebesar 60.36 % jauh diatas benchmark tingkat pengembalian dari LBO rata-rata di industri baja sebesar  $\pm$  30%.



## BAB 6

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 6.1. Kesimpulan

##### 6.1.1. Struktur Transaksi Akuisisi JPRS

Perusahaan holding berencana mengakuisisi perusahaan PT Jaya Pari Steel, Tbk dengan menggunakan skenario *Leveraged Buyout*. Dalam skenario LBO ini perusahaan holding berusaha untuk mengakuisisi 100 % saham perusahaan PT Jaya Pari Steel, Tbk dengan menggunakan komposisi ekuitas dan hutang, serta berusaha untuk mengalihkan hutang tersebut masuk kedalam neraca PT Jaya Pari Steel. Adapun struktur transaksi yang disarankan adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan Holding mendirikan anak perusahaan yang kemudian dinamakan PT X, bertujuan untuk mengakuisisi PT Jaya Pari Steel, Tbk.
2. Perusahaan holding memberikan modal kas yang menjadi ekuitas perusahaan X.
3. Perusahaan X menerbitkan hutang bridge financing melalui pendampingan sekuritas.
4. PT X mengajukan penawaran akuisisi dengan bermodalkan ekuitas dan hutang.
5. Setelah akuisisi PT X segera untuk dileburkan melalui merger dengan anak perusahaan, dengan entitas pemenang adalah PT Jaya Pari Steel.
6. Struktur sudah terbentuk, yaitu PT Jaya Pari Steel, Tbk berada satu tingkat dibawah perusahaan holding, serta hutang untuk pinjaman akuisisi masuk di dalam neraca PT Jaya Pari Steel, Tbk

##### 6.1.2 Struktur Permodalan

Perusahaan holding mengakuisisi PT Jaya Pari Steel, Tbk dengan struktur penawaran tunai untuk setiap lembar saham / *Cash for Stock*. Penawaran ditawarkan kepada pemegang saham PT Jaya Pari Steel dengan nilai premium 33% diatas 90 hari harga tertinggi di pasar, dan nilai penawaran sebesar Rp 450.000.000.000. Seluruh penawaran tersebut dibayarkan tunai dengan modal

yang bersumber dari 30 % modal ekuitas perusahaan holding senilai Rp 135.000.000.000, dan 70 % senilai Rp 315.000.000.000. Pada tahun ke 2, yaitu awal tahun 2009, JPRS menerbitkan obligasi untuk membiayai kembali / *refinancing* hutang dari *bridge financing*. Obligasi diterbitkan adalah sebesar Rp315.000.000.000, dengan tingkat bunga sebesar 8.5 %, memiliki rating B, dan dengan denominasi US Dollar.

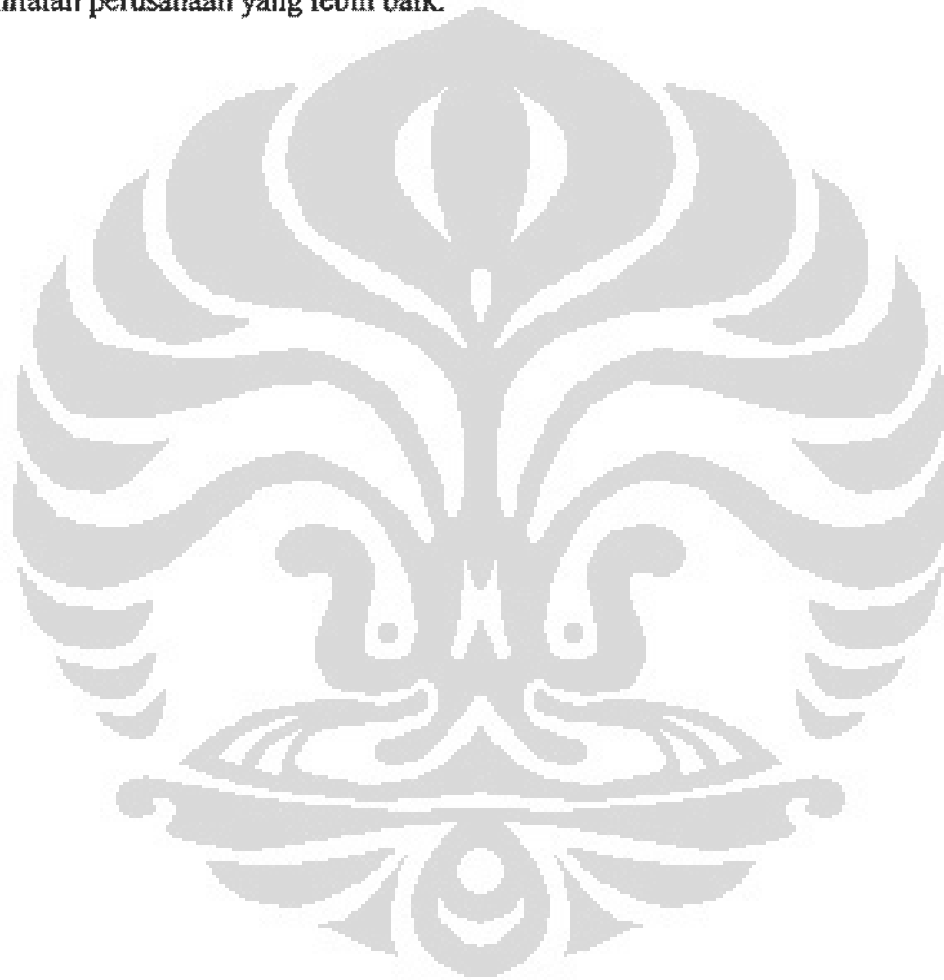
### 6.1.3 Tingkat Imbal Hasil dan Kelayakan Investasi

Serangkaian perhitungan dengan berdasar pada metode *discounted cash flow valuation* menunjukkan bahwa investasi akuisisi perusahaan PT Jaya Pari Steel, Tbk dengan menggunakan teknik *Leveraged Buyout* dinyatakan layak. Berdasarkan perhitungan di atas kertas menunjukkan bahwa investasi ini mampu memberikan nilai *Net Present Value* yang positif sebesar Rp 138,542,998,013 dan memberikan tingkat imbal hasil cukup tinggi yaitu nilai internal rate of return sebesar 60.36 %.

### 6.2 Saran

1. Dalam perhitungan valuasi *leverage buyout* digunakan beberapa asumsi yang besarnya menyesuaikan dengan kondisi ekonomi dan performa masa lalu perusahaan. Jika di kemudian hari terjadi deviasi atas beberapa asumsi yang telah dibuat, maka akan diperlukan penyesuaian-penyesuaian terhadap asumsi tersebut dan tentunya akan menghasilkan nilai valuasi yang berbeda.
2. Asumsi yang digunakan pada transaksi *leveraged buyout* ini menggunakan dasar sudut pandang dari sisi perusahaan holding konglomerasi finansial. Jika memungkinkan dan digunakan sebagai rujukan maka disarankan hasil valuasi ini untuk disesuaikan dengan sudut pandang masing-masing investor. Diduga jika portofolio JPRS dikelola dengan lebih serius dengan pengembangan investasi untuk ekspansi perusahaan, maka diharapkan secara jangka panjang tingkat imbal hasil keuntungan dari skenario akuisisi melalui *leverage buyout* menjadi lebih baik.

3. Data yang digunakan dalam perhitungan valuasi ini adalah data publik. Karena transaksi ini bernilai ratusan milyar rupiah, dan diduga besar kemungkinan adanya deviasi atas persepsi hasil analisis bisnis perusahaan terhadap kondisi riil perusahaan, maka untuk mengurangi risiko transaksi disarankan kepada perusahaan pengakuisisi untuk bekerjasama dengan baik melalui penawaran *friendly takeover* dengan manajemen dari PT Jaya Pari Steel, Tbk sehingga data yang didapatkan lebih akurat dan menghasilkan penilaian perusahaan yang lebih baik.



## DAFTAR PUSTAKA

- Arzac, Enrique R., Valuation for Merger, Buyouts, and Restructuring, 2005, Wiley & Sons Inc., New York
- Bank Indonesia (2008), Laporan Perekonomian Indonesia 2007. Jakarta : Author.
- BNP Paribas (2007), The Steel Report. USA. Author
- CIBC (2007), CIBS World Market – Steel Sector Update, New York, Michael Willemse, CFA.
- Crawford, Edward K., A Management Guide to Leverage Buyouts: A Case Study Digest, 1987, Wiley & Sons Inc., New York
- Credit Suisse (2007), Asia Pasific Equity Research – Steel, author :Hocheol Kim.
- Damodaran, Aswath., Corporate Finance Theory and Practice, 2nd edition, 2001, John Wiley & Sons Inc., New York
- Damodaran, Aswath., Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any Asset, 2nd edition, 2002, John Wiley & Sons Inc., New York
- DePamphilis, Donald., Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions, 2001, Academic Press, San Diego
- Gaughan, Patrick A., Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, 2nd edition, 1999, John Wiley & Sons Inc.
- Giddy, Ian, Euromoney training, Leveraged Buyout, 2008.
- Kuhn, Robert Lawrence, Merger, Acquisition and Leveraged Buyouts, 1990, Dow Jones-Irwin, Illinois
- Laporan Tahunan PT Jaya Steel Tbk tahun 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.
- Lehman Brothers (2007), Basic Industry – Metal & Mining, New York, Dana Guido, CFA.
- Loos Nicolous, Value Creation in Leveraged Buyout, 2005, Deutscher Universitats-Verlag I GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden.
- PWC (2007), Asia Pasific Merger & Acquisitions in Asia. Hongkong : Author.
- Scotiabank Group (2007), Global economic research. Canada : Warren Jestin.
- Tuck School of Business (2005), Note on Leveraged Buyout, Dartmoth : Author.

UBS (2007), UBS Investment research global steel market watch, Tokyo, Atsushi Yamaguchi.

Weston, J. Fred., Mitchell, Mulherin, Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance, 4th edition, 2004, Pearson Prentice Hall, New Jersey

[www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

[www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

[www.giddy.org](http://www.giddy.org)

[www.mba.tuck.dartmouth.edu/pecenter/](http://www.mba.tuck.dartmouth.edu/pecenter/)

[www.osiris.com](http://www.osiris.com)

[www.pages.stern.nyu.edu](http://www.pages.stern.nyu.edu)

[www.reuters.com](http://www.reuters.com)

[www.steelbb.com](http://www.steelbb.com)

[www.steelguru.com](http://www.steelguru.com)

[www.worldsteel.org](http://www.worldsteel.org)



**Lampiran 1. Rekap Laporan Keuangan JPRS Tahun 2002 - 2007**

<b>A K T I V A</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
	<b>Rp</b>	<b>Rp</b>	<b>Rp</b>	<b>Rp</b>	<b>Rp</b>	<b>Rp</b>
<b>AKTIVA LANCAR</b>						
Kas dan setara kas	1.096.309,758	318.125,060	6.228.060,646	65.345.556,798	2.500.580,510	4.501.227,566
Piutang usaha	96.481.744,722	1.571.894,700	86.741.159,072	41.862.156,874	104.420.259,901	108.309.753,674
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	20.386.043,861	540.022,882	57.744.999,604	5.296.544,550	59.522.389,688	72.762.106,287
Pihak Ketiga	15.619.274,717	502.572,180	28.581.155,697	35.994.150,749	44.725.609,653	35.520.801,277
Piutang lain-lain kepada pihak ketiga	466.426,144	529.299,558	435.003,771	371.461,576	172.260,560	26.846,110
Persediaan	32.249.348,510	35.994.142,597	125.120.745,565	70.394.656,817	43.902.906,000	91.570.937,521
Uang muka pembelian	11.680.067,510	8.329.788,375	82.666,922	731.381,643	16.013.715,250	39.042.009,207
Pajak dibayar dimuka	996.985,365	3.050.737,571	950.143,942	2.231.101,178	-	4.435.881,494
Biaya dibayar dimuka	28.016,723	25.634,701	52.478,786	33.998,977	102.770,882	124.350,749
<b>Jumlah Aktiva Lancar</b>	<b>82.532.472,688</b>	<b>49.290.321,004</b>	<b>219.185.254,933</b>	<b>188.398.852,288</b>	<b>168.940.232,343</b>	<b>248.084.170,211</b>
<b>AKTIVA TIDAK LANCAR</b>						
Aktiva pajak langguhan - bersih	-	3.865.274,091	-	-	19.874,752	929.757,075
Investasi saham	500.498,846	500.498,846	500.498,846	500.498,846	500.498,846	500.498,846
Aktiva tetap	30.720.074,268	28.776.447,878	25.731.289,022	24.070.265,076	21.896.120,876	19.254.077,070
Aktiva tidak digunakan dalam operasi	-	12.235.870,950	-	-	-	-
Piutang pihak yang memiliki hubungan istimewa	13.658.076,942	33.877.353,504	-	-	-	-
Takslan tagihan pajak penghasilan	-	2.283.828,203	-	-	-	-
Aktiva tidak lancar lainnya	20.068,429	20.068,429	20.068,429	20.068,429	27.564,419	27.564,419
<b>Jumlah Aktiva Tidak Lancar</b>	<b>44.898.718,283</b>	<b>81.579.341,899</b>	<b>26.251.856,897</b>	<b>24.590.832,161</b>	<b>22.444.158,893</b>	<b>28.705.937,210</b>
<b>JUMLAH AKTIVA</b>	<b>127.431.190,971</b>	<b>130.869.662,903</b>	<b>245.437.111,830</b>	<b>212.989.684,449</b>	<b>191.384.391,236</b>	<b>276.790.107,421</b>

<b>KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
	<b>Rp</b>	<b>Rp</b>	<b>Rp</b>	<b>Rp</b>	<b>Rp</b>	<b>Rp</b>
<b>KEWAJIBAN LANCAR</b>						
Hutang usaha						
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	-	-	-	3,859,505,716	-	-
Pihak ketiga	48,588,431,931	26,971,513,018	96,519,362,622	29,410,222,404	485,665,692	38,153,086,563
Hutang lain lain	13,621,902	125,000,000	17,193,973	-	-	82,100,784
Hutang dividen	-	-	-	-	44,006,600	-
Hutang pajak	3,305,976,557	723,211,723	10,894,791,255	159,520,531	3,194,154,403	3,604,382,656
Biaya yang masih harus dibayar	1,235,058,332	193,264,299	870,324,697	452,582,433	741,758,229	168,324,266
Pendapatan sewa diterima dimuka < 1 tahun	394,725,964	394,726,000	394,726,000	394,726,000	394,726,000	394,726,000
<b>Jumlah Kewajiban Lancar</b>	<b>53,637,814,706</b>	<b>28,407,715,038</b>	<b>108,696,398,547</b>	<b>34,276,657,084</b>	<b>4,880,310,824</b>	<b>42,402,600,279</b>
<b>KEWAJIBAN TIDAK LANCAR</b>						
Kewajiban pajak tangguhan - bersih	1,145,264,573	-	1,188,727,843	1,028,325,608	-	-
Kewajiban imbalan pasca kerja	1,197,263,739	2,519,620,009	2,819,030,329	3,282,311,469	3,700,233,182	4,392,269,051
Pendapatan sewa diterima dimuka > 1 tahun	3,355,171,018	2,960,445,000	2,565,719,000	2,170,993,000	1,776,267,000	1,381,541,000
Hutang pihak yang memiliki hubungan istimewa	475,975,263	-	-	-	-	-
Uang muka penjualan aktiva tidak digunakan operasi	-	29,300,000,000	-	-	-	-
<b>Jumlah Kewajiban Tidak Lancar</b>	<b>6,173,675,591</b>	<b>34,780,065,009</b>	<b>6,673,476,972</b>	<b>6,461,630,077</b>	<b>5,476,500,182</b>	<b>5,773,810,051</b>
<b>Jumlah Kewajiban</b>	<b>59,811,490,297</b>	<b>63,187,780,047</b>	<b>115,269,875,519</b>	<b>40,738,187,161</b>	<b>10,356,811,006</b>	<b>48,176,410,330</b>
<b>EKUITAS</b>						
Modal saham - nilai nominal Rp 500 per saham						
Modal dasar - 300.000.000 saham						
Modal ditempatkan dan disetor penuh - 150.000.000 saham	75,000,000,000	75,000,000,000	75,000,000,000	75,000,000,000	75,000,000,000	75,000,000,000
Agio saham	348,000,000	348,000,000	348,000,000	348,000,000	348,000,000	348,000,000
Selisih penilaian kembali aktiva tetap	1,785,690,607	1,785,690,607	1,785,690,607	1,785,690,607	1,785,690,607	1,785,690,607
Saldo laba	(9,513,890,033)	(9,451,607,951)	53,033,554,904	87,117,806,671	101,913,868,423	143,480,066,484
<b>Jumlah Ekuitas</b>	<b>87,819,700,574</b>	<b>87,881,802,656</b>	<b>130,167,246,511</b>	<b>184,251,497,278</b>	<b>179,047,580,030</b>	<b>220,613,767,091</b>
<b>JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>	<b>127,431,190,871</b>	<b>130,869,662,703</b>	<b>245,437,121,030</b>	<b>204,989,684,439</b>	<b>189,384,391,036</b>	<b>268,790,167,421</b>

<b>LAPORAN RUGI LABA</b>		<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
		<b>Rp</b>	<b>Rp</b>	<b>Rp</b>	<b>Rp</b>	<b>Rp</b>	<b>Rp</b>
PENJUALAN BERSIH		253,037,443,637	247,666,313,426	579,927,729,040	377,656,312,442	340,210,077,953	432,807,900,735
BEBAN POKOK PENJUALAN		216,974,145,584	214,168,772,291	301,101,358,768	318,190,808,783	298,458,515,935	352,803,926,959
LABA KOTOR		34,063,298,073	33,717,541,134	78,826,370,272	59,467,505,659	53,751,562,018	70,003,973,776
BEBAN USAHA							
Penjualan		6,559,627,923	6,402,776,452	5,772,607,749	5,748,516,078	5,502,876,722	5,705,825,643
Umum dan administrasi		6,804,428,592	5,705,169,324	5,125,304,436	5,545,279,527	6,526,800,348	6,798,486,853
Jumlah Beban Usaha		13,364,056,515	11,107,945,776	10,897,912,185	11,293,795,606	14,029,777,071	14,504,312,496
LABA USAMA		20,699,241,558	22,609,595,358	67,928,458,087	48,173,710,053	39,721,784,947	55,499,661,280
PENGHASILAN (BEBAN) LAIN-LAIN							
Penghasilan bunga		352,977,480	1,736,369,949	737,590,253	212,125,347	1,302,359,364	992,790,003
Keuntungan (kerugian) kurs mata uang asing - bersih		4,560,672,563	1,898,082,753	2,306,869,262	33,582,139	(4,105,133,889)	2,219,769,455
Laba penjualan aktiva tidak digunakan dalam operasi		-	-	17,084,129,050	-	-	-
Laba penjualan kendaraan		-	-	-	50,500,000	544,038,712	-
Pajak dan denda pajak		(17,533,343)	(825,425,947)	(279,029,125)	(24,139,618)	-	-
Pendapatan sewa		-	-	-	394,726,000	394,726,000	394,726,000
Beban bunga dan provisi bank		(2,733,871,859)	(4,997,711,112)	-	-	-	-
Beban pada periode produksi berhenti		(538,144,409)	(2,872,868,581)	-	-	-	-
Lain-lain - bersih		566,670,271	503,136,748	1,784,082,862	96,692,512	38,311,658	54,157,498
Penghasilan (Beban) Lain-lain - Bersih		2,190,670,903	(4,358,405,590)	21,623,642,302	763,466,379	(1,825,688,155)	3,660,441,958
LABA SEBELUM PAJAK		22,889,912,461	18,251,189,768	89,552,100,389	48,837,196,432	37,896,086,792	59,160,103,238
BEBAN (MANFAAT) PAJAK							
Pajak kini		6,974,265,200	6,155,417,300	21,992,745,800	15,013,336,700	12,148,204,400	18,497,808,500
Pajak tangguhan		52,421,636	71,200,036	5,074,001,734	(160,402,035)	(1,048,200,380)	(903,882,323)
Jumlah Beban Pajak		7,026,686,836	6,226,617,336	27,066,747,534	14,852,934,665	11,100,004,040	17,593,926,177
LABA BERSIH		15,863,225,625	12,024,572,432	62,485,352,855	34,084,261,767	26,796,082,752	41,566,177,061
LABA PER SAHAM DASAR		106	80	417	227	179	



**Lampiran 2. Proyeksi Laporan Keuangan JPRS Tahun 2008 – 2011**

**Laba Rugi**

	2008	2009	2010	2011
<b>PENJUALAN BERSIH</b>	454,448,295,772	477,170,710,560	501,029,246,088	526,080,708,393
<b>BEBAN POKOK PENJUALAN</b>	(381,736,568,448)	(391,279,982,659)	(410,843,981,792)	(431,386,180,882)
<b>LABA KOTOR</b>	72,711,727,323	85,890,727,901	90,185,264,296	94,694,527,511
<b>BEBAN USAHA</b>	(13,633,448,873)	(33,401,949,739)	(35,072,047,226)	(36,825,649,587)
<b>LABA USAHA</b>	59,078,278,450	52,488,778,162	55,113,217,070	57,868,877,923
<b>PENGHASILAN (BEBAN) LAIN-LAIN</b>	4,544,482,958	(1,192,926,776)	(1,252,573,115)	(1,315,201,771)
<b>AMORTISASI GOODWILL</b>	-	(4,621,257,748)	(4,621,257,748)	(4,621,257,748)
<b>LABA SEBELUM PAJAK</b>	63,622,761,408	46,674,593,637	49,239,386,206	51,932,418,404
<b>BUNGA HUTANG</b>	-	(47,250,000,000)	(25,987,500,000)	(25,987,500,000)
<b>LABA SEBELUM PEMBAYARAN PAJAK</b>	63,622,761,408	(575,406,363)	23,251,886,206	25,944,918,404
<b>PAJAK</b>	(19,086,828,422)	172,621,909	(6,975,565,862)	(7,783,475,521)
<b>LABA BERSIH</b>	44,535,932,986	(402,784,454)	16,276,320,344	18,161,442,883

**Aktiva**

<b>AKTIVA LANCAR</b>	<b>31/12/2008</b>	<b>1/1/2009</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Kas dan Setara Kas	4,544,482,958	4,544,482,958	46,077,829,404	54,059,526,979	63,514,336,710
Piutang Usaha	113,612,073,943	113,612,073,943	106,037,935,680	111,339,832,464	116,906,824,087
Persediaan	100,988,510,172	100,988,510,172	106,037,935,680	111,339,832,464	116,906,824,087
Pembayaran di muka	45,444,829,577	45,444,829,577	-	-	-
<b>Total Aktiva Lancar</b>	<b>264,589,896,649</b>	<b>264,589,896,649</b>	<b>258,153,700,764</b>	<b>276,739,191,907</b>	<b>297,327,984,885</b>
<b>AKTIVA TIDAK LANCAR</b>	<b>31/12/2008</b>	<b>1/1/2009</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Investasi saham	500,498,646	500,498,646	500,498,646	500,498,646	500,498,646
Aktiva Tetap	72,727,016,620	72,727,016,620	74,908,827,119	77,156,091,932	79,470,774,690
Akumulasi Penyusutan	(55,887,462,060)	(55,887,462,060)	(59,632,903,416)	(63,490,708,013)	(67,464,246,747)
<b>Net Aktiva Tetap</b>	<b>16,839,554,560</b>	<b>16,839,554,560</b>	<b>15,275,923,703</b>	<b>13,665,383,920</b>	<b>12,006,527,943</b>
Goodwill	-	184,850,309,923	180,229,052,175	175,607,794,427	170,986,536,679
<b>Total Aktiva Tidak Lancar</b>	<b>17,340,053,206</b>	<b>202,190,363,129</b>	<b>200,626,732,272</b>	<b>199,016,192,489</b>	<b>197,357,336,512</b>
<b>TOTAL AKTIVA</b>	<b>281,929,949,855</b>	<b>466,780,259,779</b>	<b>458,780,433,036</b>	<b>475,755,384,396</b>	<b>494,685,321,397</b>

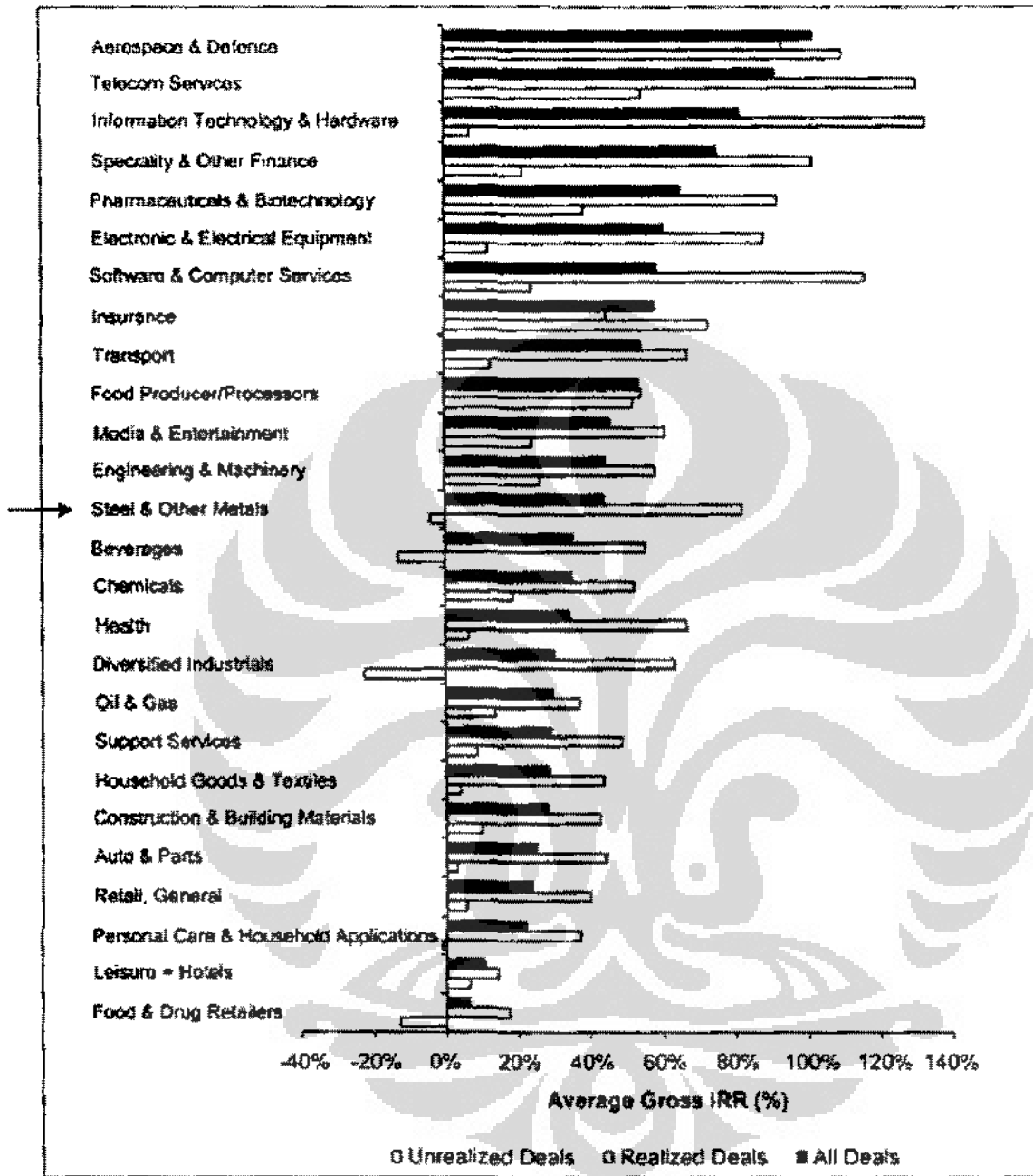
**Kewajiban dan Ekuitas**

	31/12/2008	1/1/2009	2009	2010	2011
<b>KEWAJIBAN JANGKA PENDEK</b>					
Hutang Usaha	6,429,980,067	6,429,980,067	-	-	-
Sewa di terima di muka	394,726,000	394,726,000	394,726,000	394,726,000	394,726,000
Hutang Pajak	3,604,362,656	3,604,362,656	1,802,181,328	1,802,181,328	1,802,181,328
<b>Total Kewajiban Jangka Pendek</b>	<b>10,429,068,723</b>	<b>10,429,068,723</b>	<b>2,196,907,328</b>	<b>2,196,907,328</b>	<b>2,196,907,328</b>
<b>KEWAJIBAN JANGKA PANJANG</b>	<b>31/12/2008</b>	<b>1/1/2009</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Bridge Financing	-	315,000,000,000	315,000,000,000	-	-
Obligasi Perusahaan	-	-	-	315,000,000,000	315,000,000,000
Imbal Hasil Kerja Karyawan	6,351,191,056	6,351,191,056	6,986,310,162	7,684,941,178	8,453,435,296
<b>Total Kewajiban Jangka Panjang</b>	<b>6,351,191,056</b>	<b>321,351,191,056</b>	<b>321,986,310,162</b>	<b>322,684,941,178</b>	<b>323,453,435,296</b>
<b>TOTAL KEWAJIBAN</b>	<b>16,780,259,779</b>	<b>331,780,259,779</b>	<b>324,183,217,490</b>	<b>324,881,848,506</b>	<b>325,650,342,624</b>
<b>EKUITAS</b>	<b>265,149,690,077</b>	<b>135,000,000,000</b>	<b>134,597,215,546</b>	<b>150,873,535,890</b>	<b>169,034,978,773</b>
<b>TOTAL KEWAJIBAN &amp; EKUITAS</b>	<b>281,929,949,855</b>	<b>466,780,259,779</b>	<b>458,780,433,036</b>	<b>475,755,384,396</b>	<b>494,685,321,397</b>

**Lampiran 3 Regresi Saham JPRS**

SUMMARY OUTPUT							
<b>Regression Statistics</b>							
Multiple R	0.071172871						
R Square	0.005065578						
Adjusted R Square	-0.001437262						
Standard Error	0.094472897						
Observations	155						
<b>ANOVA</b>							
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>		
Regression	1	0.006952491	0.006952	0.778979349	0.378838063		
Residual	153	1.365544636	0.008925				
Total	154	1.372497127					
	<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	0.009064741	0.007697554	1.177613	0.240779415	-0.006142472	0.024271954	-0.006142472 0.024271954
X Variable 1	0.201781215	0.228621863	0.882598	0.378838063	-0.249881916	0.653444346	-0.249881916 0.653444346

**Lampiran 4. Benchmark LBO Internasional sektor Steel**



## Lampiran 5, Kepemilikan Saham PT Jaya Pari Steel

1990

Nama pemegang saham			Name of stockholders
	Jumlah Saham (Total Shares)	Jumlah Modal (Total Capital)	
Masyarakat	3.360.000 (22,4%)	3.360.000.000	Public
Gunawan	3.330.000 (22,1%)	3.330.000.000	Gunawan
Liem Giok Yan	1.662.000 (11,1%)	1.662.000.000	Liem Giok Yan
Irwan Guito	1.662.000 (11,1%)	1.662.000.000	Irwan Guito
Wibowo	1.662.000 (11,1%)	1.662.000.000	Wibowo
Guntur	1.662.000 (11,1%)	1.662.000.000	Guntur
Guruh Wibisono	1.662.000 (11,1%)	1.662.000.000	Guruh Wibisono
Jumlah	15.000.000 (100 %)	15.000.000.000	Total

1991

Nama pemegang saham			Name of stockholders
	1991		
	Jumlah Saham (Total Shares)	Jumlah Modal (Total Capital)	
Masyarakat	5.040.000 (22,4%)	5.040.000.000	Public
Gunawan	4.995.000 (22,1%)	4.995.000.000	Gunawan
Liem Giok Yan	2.493.000 (11,1%)	2.493.000.000	Liem Giok Yan
Irwan Guito	2.493.000 (11,1%)	2.493.000.000	Irwan Guito
Wibowo	2.493.000 (11,1%)	2.493.000.000	Wibowo
Guntur	2.493.000 (11,1%)	2.493.000.000	Guntur
Guruh Wibisono	2.493.000 (11,1%)	2.493.000.000	Guruh Wibisono
Jumlah	22.500.000 (100 %)	22.500.000.000	Total

1992

Nama pemegang saham			Name of shareholder
	1992		
	Jumlah Saham (Total Shares)	Jumlah Modal (Total Capital)	
Masyarakat	3.360.000 (22,40%)	3.360.000.000	Public
Gunawan	3.330.000 (22,20%)	3.330.000.000	Gunawan
Liem Giok Yan	1.662.000 (11,08%)	1.662.000.000	Liem Giok Yan
Irwan Guito	1.662.000 (11,08%)	1.662.000.000	Irwan Guito
Wibowo	1.662.000 (11,08%)	1.662.000.000	Wibowo
Guntur	1.662.000 (11,08%)	1.662.000.000	Guntur
Guruh Wibisono	1.662.000 (11,08%)	1.662.000.000	Guruh Wibisono
Jumlah	15.000.000 (100 %)	15.000.000.000	Total

1993

<u>Nama pemegang saham</u>			<u>Name of shareholder</u>
	1993 dan 1992		
	Jumlah Saham (Total Shares)	Jumlah Modal (Total Capital)	
Masyarakat	3.860.000 (23,40%)	3.860.000.000	Public
Gunawan	3.830.000 (22,80%)	3.830.000.000	Gunawan
Liem Giok Yan	1.662.000 (11,08%)	1.662.000.000	Liem Giok Yan
Irwan Guito	1.662.000 (11,08%)	1.662.000.000	Irwan Guito
Wibowo	1.662.000 (11,08%)	1.662.000.000	Wibowo
Guntur	1.662.000 (11,08%)	1.662.000.000	Guntur
Guruh Wibisono	1.662.000 (11,08%)	1.662.000.000	Guruh Wibisono
<b>Jumlah</b>	<b>15.000.000 (100 %)</b>	<b>15.000.000.000</b>	<b>Total</b>

1994

1994			
<u>Pemegang Saham</u>	<u>Persentase Kepemilikan</u>	<u>Jumlah Saham</u>	<u>Jumlah Modal Saham (Rp)</u>
Gunawan	15,53 %	2.330.000	2.330.000.000
Liem Giok Yan	11,08 %	1.662.000	1.662.000.000
Irwan Guito	11,08 %	1.662.000	1.662.000.000
Wibowo	11,15 %	1.672.000	1.672.000.000
Guntur	11,08 %	1.662.000	1.662.000.000
Guruh Wibisono	11,08 %	1.662.000	1.662.000.000
Masyarakat :			
P.T. Modasakti			
Rahardjo	5,00 %	759.000	759.000.000
Masyarakat lainnya	24,00 %	3.591.000	3.591.000.000
<b>Jumlah</b>	<b>100,00 %</b>	<b>15.000.000</b>	<b>15.000.000.000</b>

1995

31 Desember 1995			
<u>Pemegang Saham</u>	<u>Persentase Kepemilikan</u>	<u>Jumlah Saham</u>	<u>Jumlah Modal Saham (Rp)</u>
Gunawan	15,53 %	2.330.000	2.330.000.000
Liem Giok Yan	11,08 %	1.662.000	1.662.000.000
Irwan Guito	11,08 %	1.662.000	1.662.000.000
Wibowo	15,38 %	2.305.900	2.305.900.000
Guntur	11,31 %	1.695.500	1.695.500.000
Guruh Wibisono	11,08 %	1.662.000	1.662.000.000
Masyarakat :			
P.T. Modasakti Rahardjo	5,35 %	803.800	803.800.000
Masyarakat lainnya	19,19 %	2.878.800	2.878.800.000
<b>Jumlah</b>	<b>100,00 %</b>	<b>15.000.000</b>	<b>15.000.000.000</b>

1996

Pemegang Saham	1996		
	Persentase Kepemilikan	Jumlah Saham	Jumlah Modal Saham (Rp)
Gunawan	15,53 %	2.330.000	2.330.000.000
Liem Giok Yan	11,08 %	1.662.000	1.662.000.000
Irwan Guito	11,08 %	1.662.000	1.662.000.000
Wibowo	16,64 %	2.496.200	2.496.200.000
Gunjur	11,34 %	1.700.500	1.700.500.000
Guruh Wibisono	11,08 %	1.662.000	1.662.000.000
Masyarakat :			
P.T. Modasakti Rahardjo	6,60 %	990.000	990.000.000
Masyarakat lainnya	16,65 %	2.497.300	2.497.300.000
<b>Jumlah</b>	<b>100,00 %</b>	<b>15.000.000</b>	<b>15.000.000.000</b>

1997

Pemegang Saham	1997		
	Persentase Kepemilikan	Jumlah Saham	Jumlah Modal Saham (Rp)
Gunawan	15,53%	11.650.000	5.825.000.000
Masyarakat :			
P.T. Indo Metal Investama	33,24%	24.930.000	12.465.000.000
G.M. Iron & Steel Ltd.	17,22%	12.914.500	6.457.250.000
Ascan Ferro Trading Co. Ltd.	11,08%	8.310.000	4.155.000.000
PT Modasakti Rahardjo	6,41%	4.806.000	2.403.000.000
Masyarakat lainnya	16,32%	12.389.500	6.194.750.000
<b>Jumlah</b>	<b>100,00%</b>	<b>75.000.000</b>	<b>37.500.000.000</b>

1998

Pemegang Saham	1998		
	Jumlah Saham	Persentase Pemilikan (%)	Jumlah Modal Saham Rp
Gwis Gunawan	11.650.000	15,53	5.825.000.000
P.T. Indo Metal Investama	24.930.000	33,24	12.465.000.000
G.M. Iron & Steel Ltd.	12.914.500	17,22	6.457.250.000
Ascan Ferro Trading Co. Ltd.	8.310.000	11,08	4.155.000.000
P.T. Modasakti Rahardjo	4.806.000	6,21	2.328.000.000
Masyarakat lainnya (di bawah 5%)	12.539.500	16,72	6.269.750.000
<b>Jumlah</b>	<b>75.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>37.500.000.000</b>



1999

Pemegang Saham	1999		
	Jumlah Saham	Persentase Pemilikan (%)	Jumlah Modal disetor
			Rp
Gwie Gunawan	11.850.000	15,53	5.825.000.000
Njoo Hari Sunyoto	14.958.000	19,94	7.479.000.000
G.M. Iron & Steel Ltd.	12.914.500	17,22	6.457.250.000
Jonathan Stevensons S.	11.624.500	15,50	5.812.250.000
Asean Ferro Trading Co. Ltd.	8.310.000	11,08	4.155.000.000
P.T. Modusakti Baharajo	4.639.500	6,19	2.319.750.000
Masyarakat lainnya (dibawah 5%)	19.963.500	14,54	9.451.750.000
<b>Jumlah</b>	<b>75.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>37.599.000.000</b>

2000

Pemegang Saham	2000		
	Jumlah Saham	Persentase Pemilikan	Jumlah Modal Disetor
			Rp
<b>Pendiri :</b>			
Gwie Gunawan	23.300.000	15,53%	11.650.000.000
<b>Masyarakat :</b>			
Njoo Hari Sunyoto	29.916.000	19,94%	14.958.000.000
G.M. Iron & Steel Ltd.	25.829.000	17,22%	12.914.500.000
Jonathan Stevensons S.	23.249.000	15,50%	11.624.500.000
Asean Ferro Trading Co. Ltd.	18.620.000	11,08%	9.310.000.000
Masyarakat lainnya (masing-masing dibawah 5%)	31.081.000	20,73%	15.540.500.000
<b>Direksi :</b>			
Gunadi Gunawan	5.000	-	2.500.000
<b>Jumlah</b>	<b>150.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>75.000.000.000</b>

2001

Pemegang Saham	2001		
	Jumlah Saham	Persentase Pemilikan	Jumlah Modal Disetor
			Rp
<b>Pendiri :</b>			
Gwie Gunawan	23.300.000	15,53%	11.650.000.000
<b>Masyarakat :</b>			
Njoo Hari Sunyoto	29.916.000	19,94%	14.958.000.000
G.M. Iron & Steel Ltd.	25.829.000	17,22%	12.914.500.000
Jonathan Stevensons S.	23.249.000	15,50%	11.624.500.000
Asean Ferro Trading Co. Ltd.	18.811.500	12,54%	9.405.750.000
Masyarakat lainnya (masing-masing dibawah 5%)	28.869.500	19,27%	14.444.750.000
<b>Direksi :</b>			
Gunadi Gunawan	5.000	-	2.500.000
<b>Jumlah</b>	<b>150.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>75.000.000.000</b>

2002

Pemegang saham	2002		
	Jumlah lembar saham ditempatkan dan disetor penuh	Persentase kepemilikan	Jumlah
Gwie Gunawan	3.300.000	2,20%	1.650.000.000
Gwie Gunadi Gunawan	5.000	0,00	2.500.000
Njoo Hari Sunyoto	29.916.000	19,94	14.958.000.000
G.M. Iron & Steel Ltd., Malaysia	25.829.000	17,22	12.914.500.000
Jonathan Stevensons S.	23.249.000	15,50	11.624.500.000
Asean Ferro Trading Co. Ltd., Hong Kong	20.336.500	13,56	10.168.250.000
Tetsuro Okano	20.000.000	13,33	10.000.000.000
Lain-lain (masing-masing di bawah 5%)	27.364.500	18,25	13.682.250.000
<b>Jumlah</b>	<b>150.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>75.000.000.000</b>

2003

Pemegang saham	2003		
	Jumlah lembar saham ditempatkan dan disetor penuh	Persentase kepemilikan	Jumlah
Gwie Gunawan	3.300.000	2,20%	1.650.000.000
Gwie Gunadi Gunawan	5.000	0,00	2.500.000
Njoo Hari Sunyoto	29.916.000	19,94	14.958.000.000
G.M. Iron & Steel Ltd., Malaysia	25.829.000	17,22	12.914.500.000
Jonathan Stevensons S.	23.249.000	15,50	11.624.500.000
Asean Ferro Trading Co. Ltd., Hong Kong	22.436.500	14,96	11.218.250.000
Tetsuro Okano	20.000.000	13,33	10.000.000.000
Lain-lain (masing-masing di bawah 5%)	25.264.500	16,85	12.632.250.000
<b>Jumlah</b>	<b>150.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>75.000.000.000</b>

2004

Nama Pemegang Saham	2004			Nama Pemegang Saham
	Jumlah saham/ Number of Shares	Persentase Kepemilikan/ Percentage of Ownership %	Jumlah Modal Disetor/ Total Paid-up Capital Rp	
Njoo Hari Sunyoto	29.916.000	19,94	14.958.000.000	Njoo Hari Sunyoto
G.M. Iron & Steel Ltd.	25.829.000	17,22	12.914.500.000	G.M. Iron & Steel Ltd.
Jonathan Stevensons S.	23.249.000	15,50	11.624.500.000	Jonathan Stevensons S.
Asean Ferro Trading Co. Ltd.	22.436.500	14,96	11.218.250.000	Asean Ferro Trading Co. Ltd.
Tetsuro Okano	20.000.000	13,33	10.000.000.000	Tetsuro Okano
Gwie Gunawan (Komisaris Utama)	3.300.000	2,20	1.650.000.000	Gwie Gunawan (President Commissioner)
Gwie Gunadi Gunawan (Direktur Utama)	3.000	0,00	1.500.000	Gwie Gunadi Gunawan (President Director)
Masyarakat lainnya (masing-masing dibawah 5%)	25.266.500	16,85	12.633.250.000	Others (each below 5%)
<b>Jumlah</b>	<b>150.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>75.000.000.000</b>	<b>Total</b>

2005

Nama Pemegang Saham	2005			Nama of Stockholders
	Jumlah saham/ Number of Shares	Persentase Kepemilikan/ Percentage of Ownership %	Jumlah Modal Disetor/ Total Paid-up Capital Rp	
Njoo Hari Suryoto	29.916.000	19,94	14.958.000.000	Njoo Hari Suryoto
G.M. Iron & Steel Ltd.	25.829.000	17,22	12.914.500.000	G.M. Iron & Steel Ltd.
Jonathan Stevensons S.	23.249.000	15,50	11.624.500.000	Jonathan Stevensons S.
Asean Ferro Trading Co. Ltd.	22.436.500	14,96	11.218.250.000	Asean Ferro Trading Co. Ltd.
Tetsuro Okano	20.000.000	13,33	10.000.000.000	Tetsuro Okano
Gwie Gunawan (Komisaris Utama)	3.300.000	2,20	1.650.000.000	Gwie Gunawan (President Commissioner)
Gwie Gunadi Gunawan (Direktur Utama)	2.000	0,00	1.000.000	Gwie Gunadi Gunawan (President Director)
Masyarakat lainnya (masing-masing dibawah 5%)	25.267.500	16,85	12.633.750.000	Others (each below 5%)
Jumlah	150.000.000	100,00	75.000.000.000	Total

2006

Nama Pemegang Saham	2006			Name of Stockholders
	Jumlah saham/ Number of Shares	Persentase Kepemilikan/ Percentage of Ownership %	Jumlah Modal Disetor/ Total Paid-up Capital Rp	
Njoo Hari Suryoto	29.916.000	19,94	14.958.000.000	Njoo Hari Suryoto
G.M. Iron & Steel Ltd.	25.829.000	17,22	12.914.500.000	G.M. Iron & Steel Ltd.
Jonathan Stevensons S.	23.249.000	15,50	11.624.500.000	Jonathan Stevensons S.
Asean Ferro Trading Co. Ltd.	22.436.500	14,96	11.218.250.000	Asean Ferro Trading Co. Ltd.
Tetsuro Okano	20.000.000	13,33	10.000.000.000	Tetsuro Okano
Ferry Sudjono	9.435.500	6,29	4.717.750.000	Ferry Sudjono
Gwie Gunawan (Komisaris Utama)	3.300.000	2,20	1.650.000.000	Gwie Gunawan (President Commissioner)
Gwie Gunadi Gunawan (Direktur Utama)	2.000	0,00	1.000.000	Gwie Gunadi Gunawan (President Director)
Masyarakat lainnya (masing-masing dibawah 5%)	15.832.000	10,55	7.916.000.000	Public (each below 5%)
Jumlah	150.000.000	100,00	75.000.000.000	Total

2007

Nama Pemegang Saham	2007			Name of Stockholders
	Jumlah saham/ Number of Shares	Persentase Kepemilikan/ Percentage of Ownership %	Jumlah Modal Disetor/ Total Paid-up Capital Rp	
International Magnificent Fortune Limited	149.580.000	19,94	14.958.000.000	International Magnificent Fortune Limited
G.M. Iron & Steel Ltd.	129.145.000	17,22	12.914.500.000	G.M. Iron & Steel Ltd.
Vihara Limited	116.245.000	15,50	11.624.500.000	Vihara Limited
Asean Ferro Trading Co. Ltd.	112.182.500	14,96	11.218.250.000	Asean Ferro Trading Co. Ltd.
Tetsuro Okano	100.000.000	13,33	10.000.000.000	Tetsuro Okano
Gwie Gunawan (Komisaris Utama)	16.500.000	2,20	1.650.000.000	Gwie Gunawan (President Commissioner)
Gwie Gunadi Gunawan (Direktur Utama)	10.000	0,00	1.000.000	Gwie Gunadi Gunawan (President Director)
Masyarakat lainnya (masing-masing dibawah 5%)	126.337.500	16,85	12.633.750.000	Others (each below 5%)
Jumlah	750.000.000	100,00	75.000.000.000	Total

**BETONJAYA MARUNGGAL TBK**
**KEY RATIOS**

	12/31/2002	12/31/2003	12/31/2004	12/31/2005	12/31/2006	12/31/2007
Return on Shareholders Funds (%)	-4.84	0.13	14.01	9.54	4.15	36.09
Profit Margin (%)	-5.25	0.15	7.05	4.35	1.86	10.78
Return on Total Assets (%)	-4.29	0.12	11.23	8.54	3.16	26.73
Current Ratio	2.01	5.04	2.60	6.24	2.93	3.15
Solvency Ratio (%)	86.72	92.19	80.14	89.51	76.12	74.06
Price Earning Ratio	11.37	636.73	15.41	20.57	44.02	3.79

**ALL RATIOS**

	12/31/2002	12/31/2003	12/31/2004	12/31/2005	12/31/2006	12/31/2007
<b>Profitability Ratios</b>						
Profit Margin (%)	-5.25	0.15	7.05	4.35	1.86	10.78
Return on Shareholders Funds (%)	-4.84	0.13	14.01	9.54	4.15	36.09
Return on Total Assets (%)	-4.29	0.12	11.23	8.54	3.16	26.73
Return on Capital Employed (%)	-4.92	0.12	13.60	9.21	3.89	34.93
Cost of Empl./Op. Revenue (%)	4.12	5.12	2.48	2.32	4.28	2.39
Operat. Rev. per Employee (th)	640,890	602,429	1,306,162	1,431,878	1,606,887	3,003,549
Aver. Cost of Employee/Year (th)	28,416	26,734	28,971	33,168	84,605	72,545
Profit per Employee (th)	-33,655	748	85,034	62,292	27,990	326,078
Cash Flow/Oper. Revenue (%)	11.92	0.78	5.31	7.44	5.44	9.67
Gross Margin (%)	0.38	7.25	11.02	11.38	11.93	16.09
EBIT Margin (%)	-7.32	-1.10	5.49	3.93	2.08	10.32
EBITDA Margin (%)	-6.98	-0.59	6.70	8.05	6.10	12.37
ROE (%)	10.90	0.24	16.13	7.05	3.19	25.82
ROA (%)	9.45	0.22	8.12	6.31	2.43	18.96
ROCE (%)	10.55	0.24	8.83	8.81	3.07	24.70
EV / EBITDA	-17.54	-287.24	10.33	7.04	8.00	1.78
Market Cap/Cash Flow from Operations	n.a.	150.95	13.08	19.88	-111.64	8.34
<b>Liquidity Ratios</b>						
Current ratio	2.01	5.04	2.60	6.24	2.93	3.15
Liquidity ratio	0.97	3.09	1.90	3.78	1.50	2.68
Interest Cover	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Collection Period (days)	37	36	60	15	63	62
Credit Period (days)	44	20	17	9	36	17
<b>Assets Utilization Ratios</b>						
Share Funds per Employee (th)	630,968	564,547	606,945	652,990	674,514	906,663
Working Cap. per Employee (th)	76,230	91,267	162,274	167,718	236,761	542,041
Total Assets per Employee (th)	785,106	634,875	767,379	729,500	898,160	1,222,874
Stock Turnover	9.07	7.31	14.09	10.80	8.84	18.51
Net Assets Turnover	0.94	0.84	1.83	2.12	2.15	3.24
<b>Structure Ratios</b>						
Shareholders Liquidity ratio	252.62	41.18	32.87	28.32	25.25	29.93
Solvency ratio (%)	86.72	92.19	80.14	89.51	76.12	74.06
Gearing (%)	0.40	2.43	3.04	3.53	3.95	3.34
<b>RATIOS - WVB</b>						
<b>Profitability ratios</b>						
Return on assets (ROA)	18.80	n.a.	6.96	6.19	2.65	21.92
Return on net assets (RONA)	26.57	n.a.	14.57	11.73	8.02	74.72
Return on gross assets (ROGA)	17.20	n.a.	8.30	6.98	2.72	28.85
Return on gross investment (ROGI)	23.19	n.a.	-782.18	n.a.	78.31	278.07
Return on equity (ROE)	21.79	n.a.	19.39	7.31	3.24	29.28
Return on invested capital (ROIC)	-12.97	n.a.	9.34	6.26	3.51	28.96
Operating margin %	-5.27	n.a.	7.05	4.35	1.86	10.78
COGS/Sales, %	99.96	n.a.	62.02	88.94	88.97	83.91
Depreciation/Sales, %	0.34	n.a.	0.21	4.23	4.01	2.05
SG & A /Sales, %	7.38	n.a.	4.32	3.92	5.83	3.72
Net profit margin	11.81	n.a.	5.10	3.22	1.43	7.62
<b>Liquidity ratios</b>						
Quick ratio	0.82	n.a.	1.88	3.65	1.86	2.57
Cash ratio	0.45	n.a.	0.85	2.54	0.65	0.76
Current ratio	2.01	n.a.	2.60	6.24	2.93	3.15
Gross cash flow to current liabilities	-8.42	n.a.	0.63	3.29	0.82	1.62
Free cash flow to current liabilities	-8.72	n.a.	0.79	2.84	0.65	1.05
Interest coverage	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Funded capital ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Days in inventory	60	n.a.	26	34	41	20
Days in accounts payable	44	n.a.	18	9	38	17
Days in cash	28	n.a.	34	35	29	28
Days in receivables	28	n.a.	41	15	54	63

#### Assets utilization ratios

R&D to sales(%)	0.00	n.a.	0.00	0.00	0.00	0.00
Sales to cash	28.10	n.a.	16.18	11.53	11.75	17.99
Sales to accounts receivable	26.30	n.a.	13.13	14.75	10.69	8.14
Sales to inventories	12.11	n.a.	15.61	13.13	9.84	18.14
Sales to working capital	12.48	n.a.	6.86	6.83	4.88	6.35
Sales to fixed assets	2.20	n.a.	2.85	3.65	4.21	4.80
Sales to total assets	1.63	n.a.	1.76	1.93	1.87	2.67

#### Structure ratios

Financial leverage at book (%)	0.00	n.a.	0.00	0.00	0.00	0.00
Debt to capital at book	0.00	n.a.	0.00	0.00	0.00	0.00
Payout ratio	0.18	n.a.	0.38	0.00	0.00	0.00
Retention ratio	0.81	n.a.	0.61	1.00	1.00	1.00
Z-Score	4.87	n.a.	4.91	8.11	4.43	6.12

#### Memo Lines

Operating working capital (th)	1,619,853	n.a.	3,769,440	5,470,609	8,250,151	15,241,068
Net working capital (th)	3,275,096	n.a.	8,042,837	10,634,027	12,835,084	23,450,680
Gross investment (th)	20,473,614	n.a.	-816,588	906,370	1,238,371	5,126,011
Other assets (th)	0	n.a.	0	0	0	0
Other liabilities (th)	88,281	n.a.	791,719	878,268	1,014,650	1,149,928
Invested capital (th)	21,766,194	n.a.	22,747,352	24,192,843	24,675,936	33,064,607
Enterprise value (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
NOPAT (th)	-1,411,337	n.a.	2,080,787	1,488,827	646,771	9,346,349
Gross cash flow (th)	-1,362,185	n.a.	3,168,818	8,623,463	6,787,464	16,604,926
Free cash flow before goodwill (th)	-21,835,758	n.a.	3,978,404	6,778,093	4,549,094	11,479,916
Market capitalization (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Operating current assets (th)	5,069,308	n.a.	8,782,890	7,501,716	16,278,201	26,145,160
Total interest bearing debt (th)	0	n.a.	0	0	0	0
Change in Deferred Taxes (th)	0	n.a.	0	0	0	0
EBIT (th)	-1,602,121	n.a.	2,876,254	2,081,373	1,196,471	11,888,142
Taxes on EBIT (th)	81,064	n.a.	-895,621	-617,385	-245,718	-3,637,693
Investment in goodwill (th)	0	n.a.	0	0	0	0
Free cash flow (th)	-21,835,758	n.a.	3,879,404	6,778,093	4,549,094	11,479,916
Capital (th)	21,787,789	n.a.	23,083,508	26,813,821	25,631,627	34,416,188
Net operating profit before tax (NOPBT) (th)	-1,602,121	n.a.	2,876,254	2,081,373	1,196,471	11,888,142
Net operating profit after tax (NOPAT) (th)	-1,411,057	n.a.	2,080,633	1,484,008	950,762	8,250,448
Cash operating profit after tax (COPAT) (th)	-1,341,039	n.a.	2,178,914	3,785,053	3,248,249	10,609,841
Total gross capital (TGC) (th)	21,657,737	n.a.	23,160,189	27,114,868	27,927,024	36,773,680
3yr CAP average (th)	7,262,590	n.a.	22,148,977	23,267,594	24,603,018	28,286,776
3yr NOPBT average (th)	-500,707	n.a.	449,892	1,644,506	2,084,699	6,065,329
3yr NOPAT average (th)	-479,352	n.a.	181,838	1,146,193	1,488,464	3,655,070
3yr COPAT average (th)	-447,030	n.a.	268,421	1,970,460	3,962,739	6,973,381
3yr TGC average (th)	7,265,912	n.a.	22,336,668	24,087,078	26,067,293	30,606,090
3yr average pre-tax return risk (th)	0	n.a.	0	0	0	0
3yr average after-tax return risk (th)	0	n.a.	0	0	0	0
3yr average total gross return risk (th)	0	n.a.	0	0	0	0
5yr CAP average (th)	4,367,854	n.a.	13,349,388	18,312,116	23,438,416	25,960,800
5yr NOPBT average (th)	-300,424	n.a.	269,891	688,566	825,450	3,603,603
5yr NOPAT average (th)	-282,211	n.a.	109,103	401,954	692,959	2,624,358
5yr COPAT average (th)	-268,218	n.a.	181,052	914,060	1,565,313	3,823,299
5yr TGC average (th)	4,371,547	n.a.	13,401,336	18,824,269	24,469,874	27,392,843
5yr average pre-tax return risk	0	n.a.	0	0	0	0
5yr average after-tax return risk	0	n.a.	0	0	0	0
5yr average total gross return risk	0	n.a.	0	0	0	0

#### Per share data

Earnings per share (EPS) (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Net sales per share (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Free cash flow per share (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Working capital per share (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend per share (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

#### Growth rates

Sustainable growth rate	17.86	n.a.	6.39	7.31	3.24	29.26
Growth in total assets (%)	n.a.	n.a.	23.27	-3.68	21.48	38.00
Growth in fixed assets (%)	n.a.	n.a.	-7.49	-6.30	-11.63	-16.89
Growth in gross fixed assets (%)	n.a.	n.a.	3.21	4.65	1.19	1.18
Growth in current assets (%)	n.a.	n.a.	88.21	-3.00	58.83	73.01
Growth in operating current assets (%)	n.a.	n.a.	68.98	-14.69	103.68	71.13
Growth in working capital (%)	n.a.	n.a.	62.31	32.22	20.70	82.78
Growth in operating working capital (%)	n.a.	n.a.	-3.14	45.17	60.81	84.74
Growth in gross investment (%)	n.a.	n.a.	-479.90	-211.69	36.78	313.85
Growth in total debt (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Growth in net turnover (%)	n.a.	n.a.	147.06	18.75	5.24	101.21
Growth in cash flow (%)	n.a.	n.a.	n.a.	45.25	-11.27	152.35
Growth in EBITDA (%)	n.a.	n.a.	n.a.	42.63	-20.32	307.98
Growth in EBIT (%)	n.a.	n.a.	n.a.	-31.84	-36.54	799.52
Growth in net profit (%)	n.a.	n.a.	n.a.	-25.09	-53.25	973.92
Growth in NOPLAT (%)	n.a.	n.a.	n.a.	-29.41	-41.67	874.16
Growth in shareholders' equity (%)	n.a.	n.a.	5.34	7.59	3.30	34.27
3yr Sustainable growth rate (%)	0.00	n.a.	-49.97	-47.28	-74.43	-18.20
3yr Growth in total assets (%)	n.a.	n.a.	11.77	4.15	12.03	29.24
3yr Growth in gross fixed assets (%)	n.a.	n.a.	2.23	4.12	2.30	1.18
3yr Growth in fixed assets (%)	n.a.	n.a.	-8.71	-8.85	-10.17	-14.97
3yr Growth in current assets (%)	n.a.	n.a.	49.69	17.60	30.72	54.12
3yr Growth in operating current assets (%)	n.a.	n.a.	38.31	4.76	45.22	60.32
3yr Growth in working capital (%)	n.a.	n.a.	45.97	33.15	22.15	49.97
3yr Growth in operating working capital (%)	n.a.	n.a.	19.27	25.00	41.62	57.87
3yr Growth in gross investment (%)	n.a.	n.a.	-112.23	761.43	178.67	111.62
2yr Growth in total debt (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3yr Growth in net turnover (%)	n.a.	n.a.	62.07	37.43	6.08	62.35
3yr Growth in cash flow (%)	n.a.	n.a.	-155.30	80.45	-4.81	67.83
3yr Growth in EBITDA (%)	n.a.	n.a.	472.82	77.10	-4.30	93.21
3yr Growth in EBIT (%)	n.a.	n.a.	484.65	21.23	-38.62	133.22
3yr Growth in net profit (%)	n.a.	n.a.	45.46	25.19	-49.95	132.14
3yr Growth in NOPLAT (%)	n.a.	n.a.	n.a.	28.64	-41.67	134.62
3yr Growth in shareholders' equity (%)	n.a.	n.a.	3.69	8.69	4.61	21.87
5yr Sustainable growth rate (%)	n.a.	n.a.	30.13	14.75	-53.80	213.32
5yr Growth in total assets (%)	n.a.	n.a.	88.28	32.94	21.44	45.22
5yr Growth in gross assets (%)	n.a.	n.a.	79.39	31.44	6.08	4.11
5yr Growth in fixed assets (%)	n.a.	n.a.	52.16	10.93	-18.04	-23.18
5yr Growth in current assets (%)	n.a.	n.a.	149.46	63.07	69.20	93.65
5yr Growth in operating current assets (%)	n.a.	n.a.	130.52	41.27	92.82	107.91
5yr Growth in working capital (%)	n.a.	n.a.	142.28	95.25	60.17	94.68
5yr Growth in operating working capital (%)	n.a.	n.a.	59.78	82.87	77.81	108.09
5yr Growth in gross investment (%)	n.a.	n.a.	-120.39	-78.22	-71.89	284.10
5yr Growth in total debt (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5yr Growth in net turnover (%)	n.a.	n.a.	170.12	95.41	45.72	97.80
5yr Growth in cash flow (%)	n.a.	n.a.	-210.49	-336.24	-388.15	123.91
5yr Growth in EBITDA (%)	n.a.	n.a.	654.78	265.72	64.11	183.09
5yr Growth in EBIT (%)	n.a.	n.a.	574.25	185.23	32.80	223.69
5yr Growth in net profit (%)	n.a.	n.a.	142.43	33.22	-44.62	218.38
5yr Growth in NOPLAT (%)	n.a.	n.a.	n.a.	264.63	49.21	230.45
5yr Growth in shareholders' equity (%)	n.a.	n.a.	72.77	35.90	8.35	32.55

JAKARTA KYOEI STEEL WORKS LIMITED TBK

KEY RATIOS	12/31/2002	12/31/2003	12/31/2004	12/31/2005	12/31/2006	12/31/2007
Return on Shareholders Funds (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Profit Margin (%)	15.84	51.57	-22.30	-1.29	20.00	-24.52
Return on Total Assets (%)	5.69	14.53	-6.30	-0.49	9.56	-11.10
Current Ratio	0.30	0.17	0.18	0.19	0.17	2.25
Solvency Ratio (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Price Earning Ratio	0.11	0.15	n.a.	0.92	3.91	n.a.
<b>ALL RATIOS</b>	<b>12/31/2002</b>	<b>12/31/2003</b>	<b>12/31/2004</b>	<b>12/31/2005</b>	<b>12/31/2006</b>	<b>12/31/2007</b>
<b>Profitability Ratios</b>						
Profit Margin (%)	15.84	51.57	-22.30	-1.29	20.00	-24.52
Return on Shareholders Funds (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Return on Total Assets (%)	4.89	14.53	-6.30	-0.49	9.56	-11.10
Return on Capital Employed (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-14.30
Cost of Empl./Op. Revenue (%)	n.a.	n.a.	3.51	3.62	2.89	3.26
Operat. Rev. per Employee (th)	890,218	534,513	450,187	550,484	629,753	663,803
Avar. Cost of Employee/Year (th)	n.a.	n.a.	15,799	20,279	16,071	21,684
Profit per Employee (th)	155,878	276,357	-100,371	-7,242	128,342	-162,872
Cash Flow/Oper. Revenue (%)	n.a.	37.12	-48.48	10.31	4.90	-26.47
Gross Margin (%)	3.41	-3.98	17.18	17.18	15.00	7.42
EBIT Margin (%)	1.40	41.56	1.50	9.42	6.55	-18.17
EBITDA Margin (%)	n.a.	-7.89	2.47	10.11	7.03	-16.00
ROE (%)	-5.44	-11.76	11.31	-2.96	-1.57	9.01
ROA (%)	3.73	10.16	-13.40	3.67	2.11	-12.09
ROCE (%)	-8.70	-12.39	11.84	-3.15	-1.68	-15.64
EV / EBITDA	n.a.	-69.69	284.16	58.97	69.77	-27.12
Market Cap/Cash Flow from Operations	n.a.	-1.64	2.70	0.47	1.47	0.52
<b>Liquidity Ratios</b>						
Current ratio	0.30	0.17	0.18	0.19	0.17	2.25
Liquidity ratio	0.27	0.14	0.16	0.14	0.16	1.80
Interest Cover	0.35	n.a.	93.94	555.56	453.51	n.a.
Collection Period (days)	421	312	403	268	242	315
Credit Period (days)	51	50	115	2	2	172
<b>Assets Utilization Ratios</b>						
Share Funds per Employee (th)	-1,890,042	-1,840,821	-1,898,236	-1,823,173	-1,759,213	-1,982,845
Working Cap. per Employee (th)	1,159,867	451,780	409,063	513,849	488,254	411,435
Total Assets per Employee (th)	2,757,812	1,907,404	1,893,750	1,459,273	1,310,908	1,485,342
Stock Turnover	7.02	4.39	9.20	5.65	12.44	4.82
Net Assets Turnover	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.58
<b>Structure Ratios</b>						
Shareholders Liquidity ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Solvency ratio (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gearing (%)	-13.35	-6.03	-4.47	-6.97	-6.32	-167.91
<b>RATIOS - WVB</b>	<b>12/31/2002</b>	<b>12/31/2003</b>	<b>12/31/2004</b>	<b>12/31/2005</b>	<b>12/31/2006</b>	<b>12/31/2007</b>
<b>Profitability ratios</b>						
Return on assets (ROA)	7.46	9.38	-12.08	3.55	2.01	-12.64
Return on net assets (RONA)	43.74	62.88	-60.58	21.90	11.63	-73.81
Return on gross assets (ROGA)	17.88	17.28	-28.77	15.60	9.17	-51.39
Return on gross investment (ROGI)	-22.44	96.81	-38.22	42.23	22.79	n.a.
Return on equity (ROE)	-10.89	-11.05	11.99	-2.93	-1.56	9.43
Return on invested capital (ROIC)	-1.74	4.62	-0.34	-24.10	-0.39	16.74
Operating margin %	20.14	51.67	-22.28	-1.28	20.03	-24.52
COGS/Sales, %	87.96	193.88	82.82	84.00	85.09	87.65
Depreciation/Sales, %	0.00	1.03	0.97	0.89	0.48	0.17
SG & A/Sales, %	2.04	4.11	14.53	6.03	7.97	25.43
Net profit margin	10.53	36.59	-47.45	9.84	4.42	-28.66
<b>Liquidity ratios</b>						
Quick ratio	0.26	0.13	0.16	0.13	0.14	1.78
Cash ratio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01
Current ratio	0.30	0.17	0.18	0.18	0.17	2.25
Gross cash flow to current liabilities	0.00	-0.01	0.00	0.02	0.02	-0.36
Free cash flow to current liabilities	0.21	-0.40	-0.81	-0.05	0.01	-0.20
Interest coverage	-0.35	n.a.	-16.95	-655.56	-453.51	1,134.94
Funded capital ratio	-6.50	-4.14	1.45	4.19	6.71	0.27
Days in inventory	83	83	40	65	29	81
Days in accounts payable	62	81	117	2	2	174
Days in cash	1	3	3	1	2	2
Days in receivables	433	316	409	272	245	320

Assets utilization ratios

R&D to sales (%)	0.00	0.00	0.03	0.01	0.01	0.01
Sales to cash	583.50	153.72	127.97	204.67	243.45	188.08
Sales to accounts receivable	1.69	0.67	0.92	1.22	1.51	1.32
Sales to inventories	13.85	4.11	5.25	7.60	8.50	6.78
Sales to working capital	-0.63	-0.18	-0.16	-0.21	-0.26	-0.64
Sales to fixed assets	4.15	1.19	1.28	2.27	2.63	2.77
Sales to total assets	0.71	0.23	0.25	0.37	0.46	0.47

Structure ratios

Financial leverage at book (%)	-183.43	-178.85	-184.87	-171.64	-168.78	-158.88
Debt to capital at book	0.71	1.05	1.85	2.13	2.27	2.09
Payout ratio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Retention ratio	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Z-Score	-2.38	-3.39	-4.15	-4.10	-4.30	-2.09

Memo Lines

Operating working capital (th)	-268,881,220	14,139	46,097,117	83,940,167	89,635,542	80,237,784
Net working capital (th)	-698,627,392	-567,800,219	-641,482,334	-618,726,729	-491,666,046	81,040,893
Gross investment (th)	-177,768,922	268,836,627	7,422,856	42,378,647	6,971,126	-10,284,386
Other assets (th)	0	875,668	875,668	875,668	875,668	0
Other liabilities (th)	0	252,839	857,269	6,438,187	7,315,738	7,692,926
Invested capital (th)	-607,405,084	-478,241,831	-492,403,648	-474,186,022	-469,471,729	120,853,168
Enterprise value (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
NOPLAT (th)	4,418,113	-22,787,203	1,674,494	118,843,781	1,814,789	-26,948,347
Gross cash flow (th)	2,693,768	-7,373,894	3,003,049	11,824,166	9,467,269	-23,428,788
Free cash flow before goodwill (th)	180,482,888	-274,218,821	-4,419,907	-30,854,392	3,498,143	-13,131,423
Market capitalization (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Operating current assets (th)	253,469,926	118,701,337	116,885,800	108,858,724	102,892,678	146,324,947
Total interest bearing debt (th)	379,232,669	684,618,683	603,848,900	516,467,288	696,611,789	608,164,076
Change in Deferred Taxes (th)	0	0	0	0	0	0
EBIT (th)	2,693,768	-6,654,928	1,311,821	10,398,181	6,247,529	-23,871,244
Taxes on EBIT (th)	-10,485,918	-18,600,041	-31,188,078	-14,690,100	-18,630,316	-2,792,886
Investment in goodwill (th)	0	0	0	0	0	0
Free cash flow (th)	180,482,888	-274,218,821	-4,419,907	-30,854,392	3,498,143	-13,131,423
Capital (th)	12,664,391	269,738,089	237,831,315	267,282,151	243,208,994	217,950,465
Net operating profit before tax (NOPBT) (th)	39,298	-8,664,928	1,334,189	10,697,571	8,233,382	-23,869,420
Net operating profit after tax (NOPAT) (th)	-10,447,622	-26,954,969	-29,853,689	-4,002,637	-11,388,853	-28,682,108
Cash operating profit after tax (COPAT) (th)	-10,447,622	-24,984,692	-29,008,275	-3,238,655	-10,787,883	-26,439,378
Total gross capital (TGC) (th)	12,664,391	268,826,668	238,476,929	268,069,133	243,618,864	217,773,183
3yr CAP average (th)	4,188,130	80,766,839	168,977,268	251,653,188	248,044,497	239,350,870
3yr NOPBT average (th)	12,765	-3,172,211	-2,727,481	788,944	6,718,374	-1,682,829
3yr NOPAT average (th)	-3,482,841	-12,187,530	-22,118,827	-19,970,465	-16,084,460	-14,020,632
3yr COPAT average (th)	-3,482,841	-11,904,041	-21,473,466	-19,070,444	-14,344,838	-13,488,339
3yr TGC average (th)	4,188,130	81,130,318	170,822,629	262,453,209	248,794,309	239,883,063
3yr average pre-tax return risk (th)	0	0	0	0	0	0
3yr average after-tax return risk (th)	-1	0	0	0	0	0
3yr average total gross return risk (th)	-1	0	0	0	0	0
5yr CAP average (th)	2,612,878	64,460,898	101,988,381	163,444,781	202,886,780	243,084,005
5yr NOPBT average (th)	7,659	-1,903,326	-1,638,489	481,026	2,127,698	-2,653,845
5yr NOPAT average (th)	-3,889,624	-7,360,618	-13,271,286	-14,071,903	-16,351,184	-19,684,091
5yr COPAT average (th)	-3,889,624	-7,082,425	-12,894,890	-13,631,791	-16,688,207	-18,887,669
5yr TGC average (th)	2,612,878	64,678,191	102,373,577	163,884,804	202,748,777	243,790,637
5yr average pre-tax return risk	0	0	0	0	0	0
5yr average after-tax return risk	-1	0	0	0	0	0
5yr average total gross return risk	-1	0	0	0	0	0

Per share data

Earnings per share (EPS) (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Net sales per share (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Free cash flow per share (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Working capital per share (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend per share (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Growth rates

Sustainable growth rate	-10.88	-11.05	11.99	-2.93	-1.59	9.43
Growth in total assets (%)	n.a.	-29.60	-17.92	-6.38	-8.97	10.11
Growth in fixed assets (%)	n.a.	-3.60	-44.42	-1.63	-1.28	-0.44
Growth in gross fixed assets (%)	n.a.	-1.05	-69.04	-0.03	0.01	0.02
Growth in current assets (%)	n.a.	-63.79	0.17	-6.41	-6.27	41.80
Growth in operating current assets (%)	n.a.	-63.98	0.26	-6.27	-6.43	41.64
Growth in working capital (%)	n.a.	-6.16	-4.03	-4.57	-4.87	-116.49
Growth in operating working capital (%)	n.a.	-100.01	n.a.	82.09	6.79	-10.48
Growth in gross investment (%)	n.a.	-290.11	-87.22	477.65	-88.07	-272.40
Growth in total debt (%)	n.a.	54.18	3.31	2.07	-3.18	1.67



Growth in net turnover (%)	n.a.	-44.09	-17.53	26.17	14.22	4.32
Growth in cash flow (%)	n.a.	-251.96	-89.39	600.34	-111.29	-475.80
Growth in EBITDA (%)	n.a.	-414.22	-125.49	447.29	-20.63	-366.99
Growth in EBIT (%)	n.a.	n.a.	-99.49	n.a.	-20.67	-389.44
Growth in net profit (%)	n.a.	81.58	-200.42	-125.63	-47.52	-729.15
Growth in NOPLAT (%)	n.a.	-618.90	-107.35	n.a.	-88.45	n.a.
Growth in shareholders' equity (%)	n.a.	-11.40	12.76	-1.95	-1.65	9.90
3yr Sustainable growth rate (%)	0.00	-49.61	-645.69	-164.45	216.34	36.80
3yr Growth in total assets (%)	n.a.	23.95	-24.03	-10.97	-8.31	3.24
3yr Growth in gross fixed assets (%)	n.a.	49.21	-59.97	-42.65	0.00	0.02
3yr Growth in fixed assets (%)	n.a.	47.26	-35.70	-21.93	-1.35	-0.71
3yr Growth in current assets (%)	n.a.	-6.16	-27.88	-4.31	-0.45	21.87
3yr Growth in operating current assets (%)	n.a.	-5.42	-27.95	-4.19	-0.61	21.92
3yr Growth in working capital (%)	n.a.	46.04	-4.89	-4.66	-4.85	-126.22
3yr Growth in operating working capital (%)	n.a.	-100.02	-182.05	83.83	22.41	-5.16
3yr Growth in gross investment (%)	n.a.	793.66	-76.92	-59.44	-69.17	-180.10
3yr Growth in total debt (%)	n.a.	61.96	16.67	2.48	-1.47	-0.08
3yr Growth in net turnover (%)	n.a.	7.89	-31.63	0.95	18.76	7.22
3yr Growth in cash flow (%)	n.a.	777.40	-86.49	-70.00	-132.90	-2.96
3yr Growth in EBITDA (%)	n.a.	340.64	-279.13	689.97	19.93	n.a.
3yr Growth in EBIT (%)	n.a.	182.64	-98.66	-42.76	31.14	n.a.
3yr Growth in net profit (%)	n.a.	97.11	-842.93	330.33	-166.10	458.02
3yr Growth in NOPLAT (%)	n.a.	272.12	-130.09	266.16	-85.48	-183.93
3yr Growth in shareholders' equity (%)	n.a.	40.94	3.88	2.69	-1.69	5.85
5yr Sustainable growth rate (%)	n.a.	151.90	-702.61	13.73	-45.92	702.14
5yr Growth in total assets (%)	n.a.	106.68	20.62	-4.18	-26.73	-6.12
5yr Growth in gross assets (%)	n.a.	148.69	-33.28	-41.16	-47.34	-30.84
5yr Growth in fixed assets (%)	n.a.	148.41	7.16	-12.98	-20.69	-16.44
5yr Growth in current assets (%)	n.a.	68.03	20.23	-8.14	-26.66	22.90
5yr Growth in operating current assets (%)	n.a.	67.63	20.09	-8.13	-26.65	22.89
5yr Growth in working capital (%)	n.a.	143.39	58.62	16.14	-9.61	-119.90
5yr Growth in operating working capital (%)	n.a.	-160.03	-203.42	-402.10	n.a.	33.79
5yr Growth in gross investment (%)	n.a.	n.a.	-61.64	63.82	-79.46	-116.45
5yr Growth in total debt (%)	n.a.	203.27	92.81	41.11	7.30	0.76
5yr Growth in net turnover (%)	n.a.	79.29	14.12	11.76	1.71	17.10
5yr Growth in cash flow (%)	n.a.	n.a.	-77.49	19.66	-113.91	-79.43
5yr Growth in EBITDA (%)	n.a.	633.40	-398.64	639.39	169.97	n.a.
5yr Growth in EBIT (%)	n.a.	371.07	-87.69	-9.09	-36.97	-407.12
5yr Growth in net profit (%)	n.a.	228.62	n.a.	94.15	-18.49	684.28
5yr Growth in NOPLAT (%)	n.a.	620.19	-160.14	483.36	-91.10	-281.13
5yr Growth in shareholders' equity (%)	n.a.	134.89	73.14	26.73	-0.15	8.39

**JAYA PARI STEEL TBK**

	12/31/2002	12/31/2003	12/31/2004	12/31/2005	12/31/2006	12/31/2007
<b>KEY RATIOS</b>						
Return on Shareholders Funds (%)	33.85	22.00	69.60	29.79	21.17	28.82
Profit Margin (%)	9.03	7.00	23.46	12.94	11.11	13.66
Return on Total Assets (%)	17.96	16.15	36.49	23.97	20.01	22.01
Current Ratio	1.54	1.74	2.02	5.26	34.36	6.65
Solvency Ratio (%)	63.06	68.88	63.03	60.13	64.54	62.09
Price Earning Ratio	1.23	5.19	2.16	3.52	6.90	6.41
<b>ALL RATIOS</b>						
<b>Profitability Ratios</b>						
Profit Margin (%)	9.03	7.00	23.46	12.94	11.11	13.66
Return on Shareholders	33.85	22.00	69.60	29.79	21.17	28.82
Return on Total Assets (%)	17.96	16.15	36.49	23.97	20.01	22.01
Return on Capital Employed	34.72	25.93	65.49	28.57	20.54	26.13
Cost of Empl./Op. Revenue	n.a.	0.95	0.65	0.78	1.72	1.76
Operat. Rev. per Employee	758,614	754,863	1,182,681	1,208,507	1,076,390	1,406,678
Aver. Cost of Employee/Year	n.a.	7,201	7,734	8,382	16,668	24,688
Profit per Employee (th)	69,633	52,856	279,860	156,349	119,546	192,070
Cash Flow/Oper. Revenue (%)	6.54	4.71	16.44	19.25	9.29	10.69
Gross Margin (%)	13.81	13.78	21.12	17.63	17.39	17.39
EBIT Margin (%)	8.12	7.66	18.19	12.67	11.93	12.91
EBITDA Margin (%)	8.42	8.73	19.25	14.11	13.36	14.01
ROE (%)	23.46	14.45	48.00	20.75	14.97	16.84
ROA (%)	12.45	9.95	25.46	16.63	14.16	15.46
ROCE (%)	26.20	19.02	45.70	19.97	14.62	16.56
EV / EBITDA	0.68	2.73	1.85	1.02	6.18	4.31
Market Cap/Cash Flow from	n.a.	23.31	-5.06	1.91	-5.01	65.07
<b>Liquidity Ratios</b>						
Current ratio	1.54	1.74	2.02	5.26	34.36	6.65
Liquidity ratio	0.84	0.47	0.87	3.21	26.31	3.69
Interest Cover	7.73	4.29	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Collection Period (days)	61	2	61	39	110	80
Credit Period (days)	69	39	91	32	1	32
<b>Assets Utilization Ratios</b>						
Share.Funds per Employee	202,454	240,247	406,773	524,765	564,819	716,276
Working Cap. per Employee	68,911	30,593	369,988	260,529	465,821	526,002
Total Assets per Employee	381,531	340,780	766,991	654,919	697,427	872,695
Stock Turnover	7.86	6.90	3.05	6.97	7.77	4.73
Net Assets Turnover	3.43	2.88	2.79	2.22	1.65	1.91
<b>Structure Ratios</b>						
Shareholders Liquidity ratio	10.96	10.83	19.80	25.42	32.89	38.21
Solvency ratio (%)	63.06	68.88	63.03	60.13	64.54	62.09
Gearing (%)	9.71	9.73	6.05	3.93	3.06	2.62
<b>RATIOS - WVB</b>						
<b>Profitability ratios</b>						
Return on assets (ROA)	24.90	9.43	34.70	15.13	13.59	18.14
Return on net assets (RONA)	103.28	38.39	229.27	136.08	116.60	202.62
Return on gross assets	52.99	18.69	99.06	62.17	39.61	59.76
Return on gross investment	48.74	40.05	174.84	125.60	108.38	72.42
Return on equity (ROE)	46.92	16.68	69.73	23.15	16.61	20.80
Return on invested capital	62.27	33.24	60.35	22.97	16.99	19.62
Operating margin %	10.13	9.03	23.57	12.88	11.14	13.67
COGS/Sales, %	86.54	86.40	79.25	83.09	82.85	82.79
Depreciation/Sales, %	0.08	0.11	0.07	1.24	1.44	1.10
SG & A./Sales, %	6.29	6.05	2.87	2.82	4.04	3.29
Net profit margin	6.27	4.81	16.45	9.03	7.89	9.60
<b>Liquidity ratios</b>						
Quick ratio	0.69	0.65	0.86	3.11	21.96	2.66
Cash ratio	0.02	0.01	0.06	1.91	0.51	0.11
Current ratio	1.54	1.74	2.02	5.26	34.36	6.65
Gross cash flow to current	0.40	0.77	0.64	1.69	10.39	1.54
Free cash flow to current	-0.81	1.06	-0.09	2.43	-5.18	0.62
Interest coverage	-7.68	-3.75	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Funded capital ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Days in inventory	47	53	120	68	47	77
Days in accounts payable	70	40	93	32	1	32
Days in cash	2	0	9	63	3	4
Days in receivables	62	2	83	40	112	81

**Assets utilization ratios**

R&D to sales (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Sales to cash	461.62	250.51	116.08	10.55	10.03	121.89
Sales to accounts receivable	14.05	13.38	8.70	5.92	4.88	4.07
Sales to inventories	15.69	7.26	4.72	3.86	5.95	8.39
Sales to working capital	17.51	9.95	5.78	2.94	2.21	2.35
Sales to fixed assets	19.47	8.33	13.84	15.37	14.80	21.04
Sales to total assets	3.97	2.05	2.11	1.68	1.73	1.89

**Structure ratios**

Financial leverage at book (%)	0.58	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00
Debt to capital at book	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Payout ratio	0.00	0.00	0.00	0.35	0.00	0.00
Retention ratio	1.00	1.00	1.00	0.65	1.00	1.00
Z-Score	3.38	4.35	4.00	6.60	14.68	6.71

**Memo Lines**

Operating working capital (th)	28,193,073	20,659,267	104,260,786	80,776,739	169,679,341	201,080,342
Net working capital (th)	28,894,867	20,882,608	110,488,857	148,122,208	162,079,821	205,681,670
Gross investment (th)	65,086,823	-8,651,652	75,630,391	-25,266,830	75,843,330	39,166,267
Other assets (th)	0	0	0	0	0	0
Other liabilities (th)	6,173,678	7,299,517	6,573,177	5,461,629	5,476,600	5,773,810
Invested capital (th)	53,441,055	42,359,636	139,648,689	163,730,851	179,499,642	210,161,837
Enterprise value (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
NOPLAT (th)	16,639,900	15,921,907	43,304,893	33,688,344	27,368,113	39,014,479
Gross cash flow (th)	21,549,833	21,964,165	69,976,610	58,080,415	60,476,468	65,465,743
Free cash flow before	-43,636,890	30,015,977	-9,563,891	83,317,345	-25,167,864	26,309,476
Market capitalization (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Operating current assets (th)	81,436,162	49,972,198	212,957,194	115,053,295	164,439,652	243,482,842
Total interest bearing debt	394,726	394,726	0	0	0	0
Change in Deferred Taxes (th)	1,145,264	-187,223	230,687	-180,403	-1,928,925	0
EBIT (th)	21,121,379	21,425,887	69,443,612	49,891,489	40,698,862	55,848,545
Taxes on EBIT (th)	-7,026,697	-5,968,194	-27,056,747	-14,652,834	-11,100,004	-17,593,926
Investment in goodwill (th)	0	0	0	0	0	0
Free cash flow (th)	-43,636,890	30,015,977	-9,563,891	83,317,345	-25,167,864	26,309,476
Capital (th)	71,845,674	82,366,467	132,732,855	166,422,491	180,823,847	221,385,280
Net operating profit before tax	20,282,142	19,710,876	69,443,612	49,691,489	40,698,862	55,848,545
Net operating profit after tax	13,255,455	13,742,482	42,376,785	33,838,555	28,598,858	38,364,618
Cash operating profit after tax	13,469,732	14,011,616	42,843,264	38,523,019	34,487,160	43,113,218
Total gross capital (TGC) (th)	72,059,861	82,666,591	132,959,454	171,106,954	185,712,149	226,763,897
3yr CAP average (th)	23,948,525	61,414,010	85,658,328	127,163,968	169,893,888	189,747,312
3yr NOPBT average (th)	6,760,714	13,330,539	36,478,777	45,948,659	52,944,621	46,448,299
3yr NOPAT average (th)	4,419,485	8,929,312	23,124,801	29,985,834	35,271,393	33,839,877
3yr COPAT average (th)	4,409,915	9,160,449	23,374,871	31,726,968	30,651,147	39,767,789
3yr TGC average (th)	24,018,660	51,675,147	85,908,299	129,824,000	183,272,862	194,824,333
3yr average pre-tax return	0	0	0	0	0	0
3yr average after-tax return	0	0	0	0	0	0
3yr average total gross return	0	0	0	0	0	0
5yr CAP average (th)	14,369,115	30,848,408	57,394,997	90,678,495	128,044,265	168,874,210
5yr NOPBT average (th)	4,056,428	7,898,564	21,887,268	31,625,564	39,765,338	46,898,517
5yr NOPAT average (th)	2,651,091	5,309,587	13,974,540	20,642,651	26,562,423	31,582,256
5yr COPAT average (th)	2,693,646	5,496,270	14,024,922	21,729,626	28,628,958	34,555,855
5yr TGC average (th)	14,411,970	30,945,088	57,544,979	91,786,370	129,908,000	169,847,809
5yr average pre-tax return	0	0	0	0	0	0
5yr average after-tax return	0	0	0	0	0	0
5yr average total gross return	0	0	0	0	0	0

**Per share data**

Earnings per share (EPS) (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Net sales per share (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Free cash flow per share (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Working capital per share (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend per share (th)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

**Growth rates**

Sustainable growth rate	46.92	15.58	50.73	16.00	15.61	20.80
Growth in total assets (%)	n.a.	-9.95	113.89	-16.48	-7.81	41.93
Growth in fixed assets (%)	n.a.	-6.38	-10.60	-6.46	-9.03	-12.07
Growth in gross fixed assets	n.a.	4.05	2.48	4.66	3.51	3.09
Growth in current assets (%)	n.a.	-40.29	344.68	-17.70	-7.48	48.61
Growth in operating current	n.a.	-39.88	334.85	-45.97	42.92	49.07
Growth in working capital (%)	n.a.	-27.73	429.10	32.25	10.92	26.90
Growth in operating working	n.a.	-25.69	357.45	-22.62	97.66	26.01
Growth in gross investment	n.a.	-112.37	n.a.	-131.79	-399.50	-68.24
Growth in total debt (%)	n.a.	0.00	-100.00	n.a.	n.a.	n.a.

Growth in net turnover (%)	n.a.	-2.04	53.27	-0.69	-8.92	27.22
Growth in cash flow (%)	n.a.	-168.94	-131.83	-972.88	-139.21	-204.54
Growth in EBITDA (%)	n.a.	1.68	221.32	-23.43	-14.59	33.17
Growth in EBIT (%)	n.a.	-3.45	361.30	-43.71	-16.41	37.47
Growth in net profit (%)	n.a.	-28.00	447.98	-45.45	-21.38	55.12
Growth in NOPLAT (%)	n.a.	-4.32	174.98	-22.21	-18.76	42.56
Growth in shareholders'	n.a.	16.89	64.69	26.16	9.01	23.22
3yr Sustainable growth rate	0.00	-76.08	-34.32	-81.23	-69.10	-49.77
3yr Growth in total assets (%)	n.a.	42.14	54.00	6.81	-11.29	24.59
3yr Growth in gross fixed	n.a.	62.69	2.95	3.88	3.10	2.87
3yr Growth in fixed assets (%)	n.a.	45.10	-8.43	-8.10	-8.39	-11.44
3yr Growth in current assets	n.a.	12.17	87.33	29.87	-11.60	25.00
3yr Growth in operating	n.a.	12.66	86.96	-8.44	0.18	39.67
3yr Growth in working capital	n.a.	26.86	109.82	67.87	16.13	20.07
3yr Growth in operating	n.a.	27.92	103.89	17.64	38.92	36.65
3yr Growth in gross	n.a.	-142.35	74.71	-283.83	74.67	-31.19
3yr Growth in total debt (%)	n.a.	50.00	-100.00	-100.00	n.a.	n.a.
3yr Growth in net turnover (%)	n.a.	48.48	29.40	12.68	-7.03	12.84
3yr Growth in cash flow (%)	n.a.	-765.98	24.21	140.85	-255.37	-8.55
3yr Growth in EBITDA (%)	n.a.	61.28	85.90	10.60	-18.92	14.06
3yr Growth in EBIT (%)	n.a.	43.66	106.92	-6.12	-30.69	16.49
3yr Growth in net profit (%)	n.a.	26.48	108.82	-5.31	-34.84	24.72
3yr Growth in NOPLAT (%)	n.a.	46.69	71.24	9.77	-21.33	16.88
3yr Growth in shareholders'	n.a.	61.68	41.06	31.84	13.46	17.97
6yr Sustainable growth rate	n.a.	24.62	144.36	-45.24	-48.93	-17.83
6yr Growth in total assets (%)	n.a.	136.91	161.87	47.98	7.36	31.33
6yr Growth in gross assets	n.a.	164.96	71.59	32.12	8.57	8.32
6yr Growth in fixed assets (%)	n.a.	141.83	50.96	10.11	-16.56	-18.59
6yr Growth in current assets	n.a.	86.88	212.22	69.74	18.63	43.60
6yr Growth in operating	n.a.	87.76	210.10	26.49	32.00	55.10
6yr Growth in working capital	n.a.	199.78	244.70	138.46	72.89	63.39
6yr Growth in operating	n.a.	113.21	239.88	72.48	102.63	77.43
6yr Growth in gross	n.a.	-170.68	181.18	-219.46	192.31	24.59
6yr Growth in total debt (%)	n.a.	150.00	-100.00	-100.00	-100.00	-100.00
6yr Growth in net turnover (%)	n.a.	147.43	115.66	60.04	8.40	21.68
6yr Growth in cash flow (%)	n.a.	n.a.	107.82	601.52	-458.78	26.39
6yr Growth in EBITDA (%)	n.a.	162.99	209.16	60.98	7.67	20.89
6yr Growth in EBIT (%)	n.a.	137.60	243.36	39.39	-6.61	11.63
6yr Growth in net profit (%)	n.a.	109.30	249.03	37.80	-14.67	17.85
6yr Growth in NOPLAT (%)	n.a.	144.49	195.40	53.75	-0.08	22.48
6yr Growth in shareholders'	n.a.	169.47	135.10	86.19	44.38	42.89