



DEPARTEMEN PENDIDIKAN NASIONAL
UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

KARYA AKHIR

**ANALISIS FUNDAMENTAL
PT. SUMMARECON AGUNG TBK.**

Diajukan Oleh :

KIAGUS MUHAMMAD HARRY ROBBY IRAWAN

0606 159 970

**UNTUK MEMENUHI SEBAGIAN DARI SYARAT-SYARAT
GUNA MENCAPAI GELAR
MAGISTER MANAJEMEN**

2008



UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS INDONESIA
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

TANDA PERSETUJUAN KARYA AKHIR

Nama : Kiagus Muhammad Harry Robby Irawan
Nomor Mahasiswa : 0606159970
Konsentrasi : Manajemen Umum
Judul Karya Akhir : Analisis Fundamental PT. Summarecon Agung Tbk.

Ketua Program Studi
Tanggal Magister Manajemen : Rhenald Kasali, PhD.

Tanggal *26/5/2008* Pembimbing Karya Akhir : Dr. Gede H. Wasistha



BERITA ACARA PRESENTASI KARYA AKHIR

Pada hari *MINGGU*, tanggal *06 APRIL 2008*, telah dilaksanakan presentasi Karya Akhir dari mahasiswa dengan

Nama : Kiagus Muhammad Harry Robby Irawan

No. Mhs : 0606159970

Konsentrasi : Manajemen Umum - Pagi

Presentasi tersebut diuji oleh tim penguji yang terdiri dari :

Nama :


Tanda Tangan :

1. Dr. Irwan Adi Ekaputra
(Ketua)




.....

2. Dr. Sylvia Veronica NPS.
(Anggota 1)



.....

3. Dr. Gede Harja Wasistha
(Anggota 2/Pembimbing)



.....

Mengetahui,



Ratna Wardani, MM
Kepala Bagian Administrasi Akademik

SURAT PERNYATAAN KEASLIAN KARYA AKHIR

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Kiagus Muhammad Harry Robby Irawan
Nomor Mahasiswa : 0606159970
Konsentrasi : Manajemen Umum

Dengan ini menyatakan sebagai berikut:

1. Karya akhir yang berjudul:

Analisis Fundamental PT. Summarecon Agung Tbk.

Penelitian yang terkait dengan karya akhir ini adalah hasil kerja saya .

2. Setiap ide atau kutipan dari karya orang lain baik berupa publikasi atau bentuk lainnya dalam karya akhir ini, telah diakui sesuai dengan standar prosedur referensi dalam disiplin ilmu.
3. Saya juga mengakui bahwa karya akhir ini dapat dihasilkan berkat bimbingan dan dukungan penuh dari pembimbing saya, yaitu:

Bapak Dr. Gede H. Wasistha

Apabila dikemudian hari dalam karya akhir ini ditentukan hal-hal yang menunjukkan telah dilakukannya kecurangan akademik oleh saya, maka gelar akademik yang telah saya dapatkan akan ditarik sesuai dengan ketentuan dari Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Jakarta,



(Kiagus Muhammad Harry Robby Irawan)

KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur kepada Allah SWT atas rahmat dan berkat yang selalu dicurahkan-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan karya akhir yang berjudul: “**Analisis Fundamental PT. Summarecon Agung Tbk.**”

Karya akhir ini disusun sebagai salah satu syarat dalam menyelesaikan Program Pendidikan Pascasarjana Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Penulis menyadari bahwa karya akhir ini tidak dapat terlaksana tanpa bantuan dari berbagai pihak. Dengan segala hormat, ketulusan hati dan rasa syukur, penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Allah SWT atas segala rahmat dan petunjuk-Nya
2. Ayah dan Ibu, Ir. H. K.M. Zainuddin Zen dan Hj. R.A. Gustini Sukmi, adik-adik, K.M. Ricky Rinaldy dan N.S. Retha Deema Arintha, dan Dianita Suliastuti, ST. atas segala perhatian, dukungan dan kasih sayangnya
3. Bapak Rhenald Kasali, PhD. selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, atas bimbingannya dan kesempatan yang diberikan kepada saya sehingga dapat melanjutkan pendidikan ke Magister Manajemen Universitas Indonesia.
4. PT. Summarecon Agung Tbk.. Khususnya Bapak Ir. Soetjipto Nagaria, Bapak Johannes Mardjuki, Bapak Roeli Firman Joechri dan lainnya yang telah memberikan saya dukungan finansial dalam melanjutkan pendidikan.
5. Bapak Dr. Gede H. Wasistha selaku pembimbing karya akhir saya.
6. Seluruh staf pengajar dan karyawan Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia

7. Teman-teman mahasiswa MMUI, khususnya kelas A 063 tahun 2007.
8. Bapak Syarief sebagai referensi dari analisis.
9. Pihak-pihak lainnya yang telah berkontribusi bagi saya.

Dengan keterbatasan ilmu pengetahuan dan pengalaman, penulis menyadari bahwa karya akhir ini masih membuka kesempatan untuk penyempurnaan lebih lanjut. Segala masukan dan kritik sangat diharapkan. Akhirnya, penulis berharap agar karya akhir ini dapat bermanfaat bagi para pembaca.

Jakarta, 21 Maret 2008



Kiagus Muhammad Harry Robby Irawan

RINGKASAN EKSEKUTIF

Analisis fundamental adalah sebuah metode yang komprehensif untuk menilai sebuah perusahaan. Penilaian sebuah perusahaan merupakan suatu proses yang bermanfaat bagi banyak pihak. Para pihak terkait (*stakeholders*) menggunakan penilaian sebuah perusahaan untuk kepentingannya masing-masing. Selain itu, topik ini juga dipilih karena dinilai dapat mengintegrasikan berbagai konsep dalam ilmu manajemen, khususnya manajemen keuangan.

Karya akhir ini akan mengambil perspektif pengamat luar dan mengambil PT. Summarecon Agung Tbk. sebagai sebuah studi kasus. Pemilihan PT. Summarecon Agung Tbk. sebagai objek penelitian disebabkan oleh membaiknya kondisi ekonomi Indonesia yang diikuti dengan pertumbuhan industri properti, Summarecon tercatat sebagai satu perusahaan yang memiliki citra perusahaan yang bagus. Selain itu, *grand launching* Summarecon Mal Serpong diambil sebagai titik tolak tahap lanjutan dari pengembangan bisnis Summarecon di Serpong.

Sebelum melakukan *valuation*, penulis membahas faktor-faktor ekonomi makro dan industri yang mempengaruhi operasi bisnis PT. Summarecon Agung Tbk. Faktor-faktor tersebut antara lain inflasi, tingkat pengangguran, GDP, *mortgage* dan *property loan*, harapan kenaikan harga, urbanisasi dan lain-lain. Kemudian, dilakukan analisis terhadap perusahaan. Mulai dari gambaran umum perusahaan, visi, *brand*, pengembangan di tiga kawasan utama, hingga analisis finansial *DuPont system*. Penulis juga tidak melupakan persaingan yang terjadi. Karenanya data para pesaing juga diberikan. Kerangka besar analisis perusahaan dan lingkungan bisnisnya terdapat dalam *SWOT analysis* dan *Porter's Five Forces Analysis*.

Penilaian harga saham PT. Summarecon Agung Tbk. dilakukan menggunakan metode *discounted free cash flow to firm* dan *option pricing model*. Penilaian ini dimulai dengan melakukan proyeksi kinerja perusahaan yang diwakili oleh proyeksi laporan keuangan bagi

periode 2008-2012. Hasil proyeksi ini akan memberikan data *free cash flow*. Kemudian, perhitungan input lainnya (*discount rate, growth rate, market value of asset, dll*) juga dilakukan.

Hasilnya, diperoleh nilai wajar saham PT. Summarecon Agung Tbk. sebesar Rp.670,11 berdasarkan metode *discounted free cash flow to firm* dan Rp.901.10 berdasarkan *option pricing model*. Nilai pasar untuk saham PT. Summarecon Agung Tbk. terus mengalami fluktuasi. pada 28 Desember 2007, nilai pasar menunjukkan Rp.1.170. namun terus turun hingga mencapai Rp.700 pada tanggal 18 Maret 2008.

Dari proses *valuation* tersebut, penulis mendapatkan nilai wajar saham PT. Summarecon Agung Tbk.. Penulis juga menemukan bahwa dalam metode DCF *cost of capital* dan *growth rate* secara signifikan mempengaruhi nilai wajar saham. Sedangkan pada *option pricing model*, faktor dominannya adalah *market value of asset*. Pada akhirnya, penulis mencoba memberikan beberapa saran, yakni: perusahaan sebaiknya menjaga konservatifitas dalam bisnis, perusahaan harus mencari sumber keunggulan bersaing yang baru, perusahaan perlu terus menjaga dan meningkatkan *landbanking*, dan perusahaan sebaiknya mengembangkan *commercial property* lebih banyak lagi.

Kata kunci: Summarecon, *Fundamental Analysis, Discounted Free Cash Flow, Option Pricing*

EXECUTIVE SUMMARY

Fundamental analysis is a comprehensive method in valuating a firm. Valuation of a company gives many benefits to stakeholders. Stakeholders use valuations to fulfill their specific needs, especially the needs for investment analysis. That is why, this research takes fundamental analysis as its main theme. Beside that, the topic involves many subjects. Mainly those that closely related to macroeconomics and financial management. The research has to integrate these subjects in order to get a good analysis.

The research takes outer perspective in doing valuation. PT. Summarecon Agung Tbk. has been selected as the research objects. The company was selected due to several factors. First, PT. Summarecon Agung Tbk. is one of the players in property industry. This sector has a strong correlation to the market and the economic condition. For the last ten years, Indonesian economic condition is improving. Thus, the property industry is improving as well. Thus there is a improvement potential for the company and its stock value. Second, PT. Summarecon Agung Tbk. has a favorable brand image. The company is well-known as the crown jewel among Indonesian property developers. Their product is perceived as valuable. Third, PT. Summarecon Agung Tbk. has launched Summarecon Mal Serpong. This shows the development of Summarecon Serpong is entering the new phase. The business development is moving to the next level.

Fundamental analysis analysis consist of three level of analysis, macroeconomic analysis, industry analysis and company analysis. Macroeconomic and industry analysis includes inflation, unemployment rate, GDP, mortgage and property loan, price trends of property, and more. On the other hand, company analysis includes the analysis of strategy, DuPont analysis, brand analysis, SWOT analysis, and Porter's five forces analysis.

This research uses discounted free cash flow method and option pricing model. Both requires pro forma financial reports. The pro forma financial reports will give the base for calculating the free cash flow. This research also requires other inputs, such as weighted average cost of capital, stable growth rate and level of debt.

When the analysis is done, this research come up with the fair value of PT. Summarecon Agung Tbk. Based on discounted free cash flow the fair value is Rp. 670,11. On the other hand, option pricing models gives Rp. 901,10. This value is lower than the market value. The market value for SMRA (Summarecon's stock) on 28 December 2007 is Rp.1.170. This value keeps declining, down to Rp. 700 on 18 March 2008.

The research also shows that cost of capital and stable growth rate play important role in discounted free cash flow method. In option pricing model, the dominant factor is the market value of asset. This research also give some suggestions for the company. The research shows that the company needs to maintain its basic principle of conservatism in doing the business. It also needs to search for the new sources of competitive advantage. Landbanking is also important for future developments. The company also needs to develop more commercial property to induce more recurring income.

Keywords : Summarecon, Fundamental Analysis, Discounted Free Cash Flow, Option Pricing

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR.....	i
RINGKASAN EKSEKUTIF	iii
<i>EXECUTIVE SUMMARY</i>	v
DAFTAR ISI.....	vi
DAFTAR GAMBAR	xi
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah.....	3
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	4
1.4. Metode Penelitian.....	4
1.5. Ruang Lingkup Penelitian.....	5
1.6. Sistematika Penulisan	5
BAB II LANDASAN TEORI.....	8
2.1. Analisis Fundamental	8
2.1.1. Analisis Ekonomi Makro	9
2.1.1.1. Kondisi Ekonomi Global.....	9
2.1.1.2. Kondisi Ekonomi Nasional.....	9
2.1.2. Analisis Industri.....	11
2.1.2.1. Definisi, Klasifikasi dan Aktivitas Bisnis	12

2.1.2.2. Karakteristik Industri Properti	13
2.1.2.3. Keunggulan dan Kelemahan Industri Properti	14
2.1.2.4. Faktor Penawaran dan Permintaan Produk Properti	15
2.1.3. Analisis Perusahaan	16
2.1.3.1. Strategi.....	17
2.1.3.2. <i>SWOT Analysis</i> dan <i>Porter's Five Forces Analysis</i>	17
2.1.3.3. <i>DuPont System Analysis</i>	18
2.2. Valuation.....	19
2.2.1. Peranan <i>Valuation</i>	19
2.2.2. Pilihan dalam <i>Valuation</i>	20
2.2.3. Memilih Metode yang Tepat.....	21
2.2.3.1. Karakteristik Aktiva atau Bisnis	22
2.2.3.2. Karakteristik dan Kepercayaan Peneliti (<i>Analyst</i>).....	23
2.2.4. <i>Discounted Cash Flow</i>	25
2.2.4.1. Gambaran Umum <i>Discounted Cash Flow</i>	25
2.2.4.2. Memilih <i>Discounted Cash Flow</i> yang Tepat.....	26
2.2.4.3. <i>Cost of Capital Analysis</i>	26
2.2.5. <i>Option Pricing Model</i>	28
BAB III ANALISIS EKONOMI MAKRO DAN INDUSTRI.....	31
3.1. Trend Positif Ekonomi Makro.....	31
3.2. Mortgage & Property Loan.....	34
3.3. Peningkatan Aktivitas Konstruksi Perumahan.....	40
3.4. Supply Tightness (Kerapatan Persediaan).....	41
3.5. Harapan Kenaikan Harga.....	43

3.6. Retail Commercial Property.....	45
3.7. Urbanisasi.....	47
3.8. Faktor Lainnya	48
BAB IV ANALISIS PT. SUMMARECON AGUNG TBK.....	50
4.1. Analisis Perusahaan.....	50
4.1.1. Gambaran Umum Perusahaan.....	50
4.1.2. Pioneer Summarecon dan Visi	51
4.1.3. Pemilihan Industri.....	52
4.1.4. Brand Summarecon.....	53
4.1.5. Summarecon Kelapa Gading.....	56
4.1.6. Summarecon Serpong	58
4.1.7. Summarecon Bekasi.....	61
4.1.8. Sentra Kelapa Gading	62
4.1.9. Summarecon Mall Serpong.....	63
4.2. Analisis DuPont System	64
4.2.1. Analisis ROE.....	65
4.2.2. <i>Equity Multiplier Analysis</i>	67
4.2.3. <i>ROA Analysis</i>	69
4.2.4. <i>Profit Margin Analysis</i>	69
4.2.5. <i>Total Asset Turnover Analysis</i>	73
4.2.6. Kesimpulan <i>DuPont Analysis</i>	74
4.3. SWOT Analysis dan Porter's Five Forces.....	76
4.3.1. <i>SWOT Analysis</i>	76
4.3.1.1. <i>Strength</i>	76

4.3.1.2. <i>Weakness</i>	77
4.3.1.3. <i>Opportunities</i>	78
4.3.1.4. <i>Threats</i>	78
4.3.2. Analisis <i>Porter's Five Forces</i>	79
4.3.2.1. Ancaman Masuknya Pemain Baru (<i>Threats of New Entrants</i>).....	79
4.3.2.2. Persaingan Dalam Bisnis (<i>Rivalry</i>).....	80
4.3.2.2.1. Grup Ciputra	81
4.3.2.2.2. Grup Lippo.....	82
4.3.2.2.3. PT. Jaya Real Property Tbk.....	83
4.3.2.2.4. PT. Bumi Serpong Damai.....	84
4.3.2.2.5. Grup Pondok Indah.....	85
4.3.2.2.6. Grup Sinarmas.....	85
4.3.2.2.7. Grup Bakrie.....	87
4.3.2.3. Daya Tawar Pemasok (<i>Suppliers' Power</i>).....	88
4.3.2.4. Daya Tawar Pembeli (<i>Buyers' Power</i>).....	89
4.3.2.5. Ancaman Produk Pengganti (<i>Substitute Product</i>)	89
BAB V PROYEKSI DAN VALUATION	90
5.1. Pemilihan Metode Valuation.....	90
5.1.1. Faktor Pemilihan Berdasarkan Karakteristik Bisnis atau Aktiva	90
5.1.2. Faktor Pemilihan Berdasarkan Karakteristik dan Kepercayaan Analis.....	92
5.2. Pemilihan Discounted Cash Flow yang Sesuai	94
5.3. Input.....	96
5.4. Cost of Capital.....	98
5.4.1. <i>Cost of Equity</i>	98

5.4.2. <i>Cost of Debt</i>	102
5.4.3. <i>Weighted Average Cost of Capital (WACC)</i>	102
5.5. Proyeksi Laporan Keuangan	103
5.5.1. Laporan Laba Rugi (<i>Income Statement</i>)	103
5.5.2. Neraca (<i>Balance Sheet</i>).....	105
5.6. Valuation (Discounted Free Cash Flow to Firm Method).....	106
5.7. Valuation (Option Pricing Model).....	108
5.8. Analisis Harga Saham.....	110
BAB VI_KESIMPULAN DAN SARAN	112
6.1. Kesimpulan	112
6.2. Saran	113
DAFTAR PUSTAKA	115

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1: Faktor-faktor dalam Analisis Fundamental	8
Gambar 2.2: <i>DuPont System</i>	18
Gambar 2.3: Metode <i>Valuation</i>	21
Gambar 2.4: Memilih Metode <i>Valuation</i>	22
Gambar 2.5: Kerangka Metode <i>Valuation Discounted Cash Flow</i>	25
Gambar 2.6: Faktor-faktor dalam Memilih Jenis <i>Discounted Cash Flow</i>	26
Gambar 3.1: Perbedaan Siklus Pertumbuhan Negara	31
Gambar 3.2: Pergerakan Inflasi	32
Gambar 3.3: Data Tingkat Pengangguran	32
Gambar 3.4: Siklus <i>Capex</i> -Pada Trend Pemulihan (<i>Recovery</i>).....	33
Gambar 3.5: GDP dan Pertumbuhan GDP (Rptr).....	33
Gambar 3.6: Penurunan Suku Bunga <i>Mortgage</i>	34
Gambar 3.7: Pengguna <i>Mortgage</i> Dalam Konsumen Summarecon	34
Gambar 3.8a: Tingkat <i>Mortgage</i> Dalam Kawasan Asia Sebagai % GDP	35
Gambar 3.8b: Tingkat <i>Mortgage</i> Dalam Kawasan Asia Sebagai % GDP	36
Gambar 3.9: Jumlah <i>Mortgage Loan Outstanding</i>	37
Gambar 3.10: Pertumbuhan <i>Mortgage Loan</i>	37
Gambar 3.11: Pertumbuhan <i>Mortgage</i> Sebagai % Pertumbuhan Pinjaman.....	38
Gambar 3.12: Pinjaman Properti vs <i>Total</i> Pinjaman Bank.....	39
Gambar 3.13: Detail Komposisi Pinjaman Properti.....	39
Gambar 3.14: NPL Kredit Properti (Rp.tr dan %) Pada Semester I 2007.....	40
Gambar 3.15: Realisasi dan Perkiraan Aktivitas Konstruksi (Rptr).....	41
Gambar 3.16: Persediaan Perumahan per Daerah.....	42

Gambar 3.17: Pemasaran dan Penjualan per Kwartal untuk Beberapa Pengembang (Rp/tr)...	43
Gambar 3.18: Rata-Rata Harga Perumahan , 1996 vs 2006, Dalam US\$	44
Gambar 3.19: Index Harga Perumahan	44
Gambar 3.20: Index Harga Perumahan	45
Gambar 3.21: <i>Occupancy Rate</i> dan <i>Rent Rate</i> Jakarta.....	46
Gambar 3.22: Urbanisasi di Indonesia	47
Gambar 4.1: Lokasi Tiga <i>Township</i> Summarecon.....	55
Gambar 4.2: Proporsi <i>Revenue</i> Summarecon	56
Gambar 4.3: Penjualan	57
Gambar 4.4: Peta Kelapa Gading.....	58
Gambar 4.5: Struktur Perusahaan	59
Gambar 4.6: Daerah Pengembangan Serpong	60
Gambar 4.7: Kluster Serpong	60
Gambar 4.8: Proporsi Marketing <i>Sales</i> Summarecon Kelapa Gading dan Serpong.....	61
Gambar 4.9: Kontribusi Pendapatan	62
Gambar 4.10: Sentra Kelapa Gading.....	63
Gambar 4.11: Area Komersial Serpong	64
Gambar 4.12: <i>Investor on Equity</i> PT. Summarecon Agung Tbk.....	66
Gambar 4.13a: <i>Equity Multiplier</i> dan Komponenya Periode 2002-2006.....	67
Gambar 4.13b: <i>Equity Multiplier</i> dan Komponenya Periode 2002-2006	68
Gambar 4.14: <i>Investor on Asset</i> dan Komponen Pembentuknya Periode 2002-2006.....	69
Gambar 4.15: <i>Profit Margin</i> dan Komponennya Periode 2002-2006.....	70
Gambar 4.16a: Beban Dalam PT. Summarecon Agung Tbk.....	71
Gambar 4.16b: Beban Dalam PT. Summarecon Agung Tbk.	72
Gambar 4.16c: Beban Dalam PT. Summarecon Agung Tbk.....	72

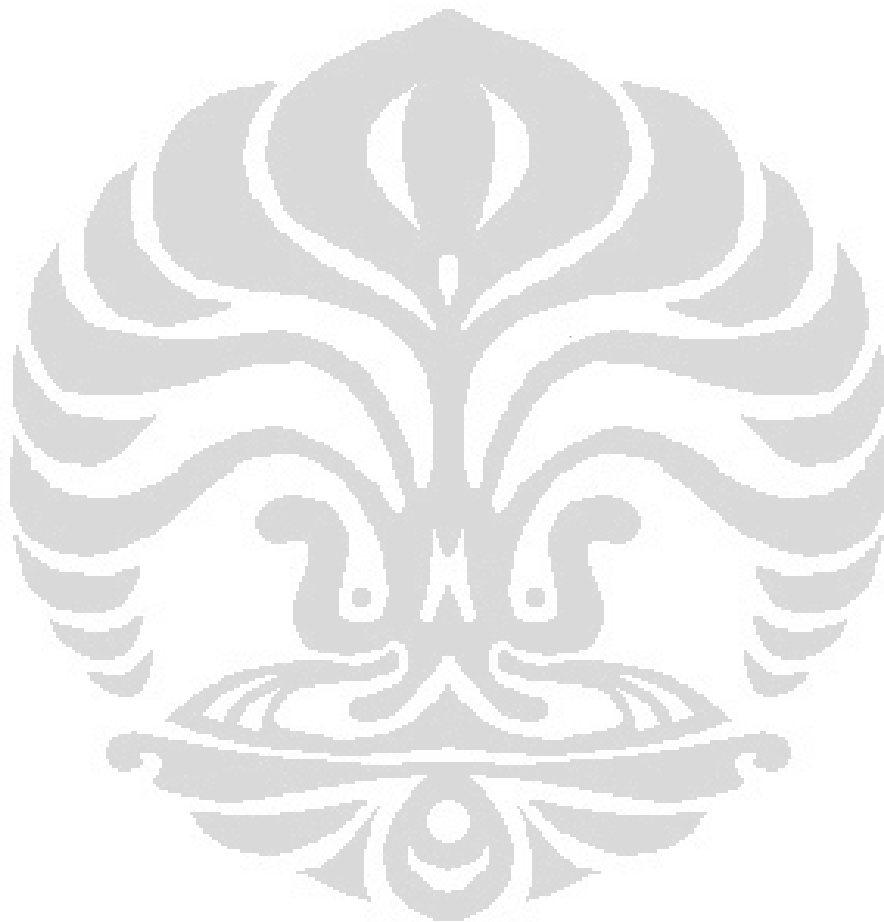
Gambar 4.17a: <i>Aktiva Turnover</i> dan Komponennya Periode 2002-2006	73
Gambar 4.17b: <i>Aktiva Turnover</i> dan Komponennya Periode 2002-2006	74
Gambar 4.18a: Komponen ROE PT. Summarecon Agung Tbk. periode 2002-2006.....	74
Gambar 4.18b: Komponen ROE PT. Summarecon Agung Tbk. periode 2002-2006.....	75
Gambar 4.19: Rencana Proyek Rasuna Epicentrum	87
Gambar 4.20: Bogor Nirwana Residence Project	87
Gambar 5.1: <i>Equity Risk Premium by Country</i>	100
Gambar 5.2: <i>Country Equity Risk Premium</i>	101
Gambar 5.3: Fluktuasi Harga SMRA 2003-2007	111



DAFTAR TABEL

Tabel 2.1: Faktor Pemilihan Metode Penilaian Berdasarkan Karakteristik Bisnis.....	23
Tabel 2.2: Faktor Pemilihan Metode Penilaian Berdasarkan Karakteristik Peneliti.....	24
Tabel 2.3: Faktor-faktor yang Mempengaruhi Nilai <i>Option</i>	29
Tabel 3.1: Persediaan Perumahan Berdasarkan Segmen Pasar	41
Tabel 3.2: Harga Lot (Tanah) per Distrik (Rpm / sqm)	44
Tabel 4.1: Struktur Pemegang Saham Hingga Semester I 2007.....	52
Tabel 4.2: Permintaan Kelapa Gading	57
Tabel 4.3: <i>Equity Multiplier</i> dan Komponennya	67
Tabel 4.4: <i>Profit Margin</i> dan Komponennya Periode 2002-2006	70
Tabel 4.5: Beban Dalam PT. Summarecon Agung Tbk.....	71
Tabel 4.6: <i>Asset Turnover</i> dan Komponennya Periode 2002-2006	73
Tabel 4.7: Grup Ciputra di Sektor Perumahan	81
Tabel 4.8: Grup Lippo di Industri Properti.....	82
Tabel 4.9: <i>PT. Jaya Real Property Tbk.</i> Dalam Industri Properti.....	83
Tabel 4.10: Komposisi Pemegang Saham PT. Bumi Serpong Damai	84
Tabel 4.11: Tahapan Pembangunan Proyek Bumi Serpong Damai.....	84
Tabel 4.12: Grup Pondok Indah dalam industri properti.....	85
Tabel 4.13: Grup Sinarmas Dalam Industri Properti	86
Tabel 5.1: Pemilihan Metode yang Sesuai	94
Tabel 5.2: Rata-Rata Suku Bunga SBI per Tahun	99
Tabel 5.3: <i>Cost of Equity</i> SMRA 2003-2006.....	101
Tabel 5.4: <i>Cost of Debt</i>	102
Tabel 5.5: <i>Debt</i> dan <i>Equity</i> SMRA.....	102

Tabel 5.6: <i>Weighted Average Cost of Capital</i> SMRA 2003-2006.....	103
Tabel 5.7: Proyeksi FCFF 2008-2012\$	107
Tabel 5.8: Harga Saham dan Faktor <i>Growth</i> dan WACC.....	107
Tabel 5.9: Harga Pasar Tanah yang Belum Dikembangkan.....	109
Tabel 5.10: Harga Saham dan Nilai Pasar dari Aktiva.....	110



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1: Grup Summarecon Dalam Industri Properti.....	L-1
Lampiran 2: Grup Pengembang Perumahan Terbesar Menurut Luas Lahan.....	L-2
Lampiran 3: Perbandingan Antar <i>Primary Mall</i> di Jakarta.....	L-3
Lampiran 4: <i>Tenant Mix</i> Pada Berbagai <i>Primary Mall</i> di Jakarta.....	L-4
Lampiran 5: Daftar Perumahan Skala Luas di Indonesia.....	L-5
Lampiran 6: Laporan Laba Rugi.....	L-6
Lampiran 7: Laporan Laba Rugi (<i>Common Size</i>).....	L-7
Lampiran 8: Neraca.....	L-8
Lampiran 8: Neraca (Lanjutan).....	L-9
Lampiran 9: Neraca (<i>Common Size</i>).....	L-10
Lampiran 10: <i>Statement of Cash Flow</i>	L-12
Lampiran 11: Proyeksi <i>Investment Cash Flow</i>	L-13
Lampiran 12: Variabel Dalam Memproyeksikan Laporan Laba Rugi.....	L-13
Lampiran 13: Variabel Dalam Memproyeksikan Neraca.....	L-14
Lampiran 14: Variabel Lain Dalam Proyeksi Keuangan.....	L-16
Lampiran 15: <i>Free Cash Flow to Firm</i>	L-17
Lampiran 16: <i>Discounted Free Cash Flow to Firm</i> dan Harga Saham.....	L-18
Lampiran 17: Jatuh Tempo Utang.....	L-19
Lampiran 18: Perhitungan Menggunakan <i>Option Pricing Model</i>	L-20
Lampiran 19: Perhitungan <i>Price earning Ratio</i>	L-21

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Penilaian sebuah perusahaan merupakan suatu proses yang bermanfaat bagi banyak pihak. Para pihak terkait (*stakeholders*) menggunakan penilaian sebuah perusahaan untuk kepentingannya masing-masing. Penulis mengidentifikasi bahwa setidaknya ada enam pengguna *valuation* dengan kepentingan yang berbeda-beda, antara lain adalah:

1. *Investor/Shareholder*. Para *investor* menggunakan *valuation* untuk menilai *feasibility* sebuah investasi yang akan dilakukannya, membandingkannya dengan nilai pasar dan memperhitungkan keuntungan yang dapat diperoleh dari investasi tersebut. Hasil *valuation* terhadap satu *asset* akan dibandingkan dengan yang lainnya, lalu, sesuai dengan prinsip *opportunity cost*, *investor* akan memilih investasi yang memberikan *investor* tertinggi.
2. Manajemen. Pihak internal manajemen dapat pula menggunakan *valuation* untuk mengevaluasi kinerja perusahaannya. Membuat strategi dan target berdasarkan *valuation*, membuat sistem kompensasi berdasarkan *valuation* dan lainnya
3. Pemerintah. Pemerintah dapat menggunakan *valuation* untuk menentukan besarnya sebuah perusahaan dan selanjutnya menentukan pula besarnya pajak yang sesuai yang mungkin dikenakan padanya.
4. Karyawan. Para karyawan dapat melihat kondisi perusahaan dan prospeknya kedepan dengan menggunakan *valuation*. *Valuation* terkait dengan kondisi kinerja perusahaan yang pada akhirnya berimbas pada penghasilan karyawan perusahaan tersebut.

5. Konsumen. Para konsumen juga dapat melihat kinerja sebuah perusahaan dari hasil *valuation*. Hal ini menjadi satu dasar dalam menentukan pembelian. Jika perusahaan mempunyai nilai yang baik, maka sewajarnya nilai itu akan tercermin dalam kualitas produk yang dihasilkannya.
6. Akademisi. Para akademisi dapat menggunakan *valuation* jika terkait dengan sebuah konsep teoritis.

Banyaknya manfaat yang didapat dari *valuation* merupakan alasan pertama penulis memilih topik ini sebagai sebagai sebuah karya akhir.

Selain itu, topik ini juga dipilih karena dinilai dapat mengintegrasikan berbagai konsep dalam ilmu manajemen, khususnya manajemen keuangan. Selama perkuliahan, penulis mendapatkan berbagai mata kuliah yang terkait dengan manajemen keuangan khususnya *valuation*. Setiap mata kuliah dijelaskan cukup mendalam, namun terkadang tidak cukup memberikan gambaran integrasi pelajaran tersebut dengan pelajaran lainnya. Setiap pelajaran seolah-olah diskrit dan terkotak-kotak tanpa adanya saling keterkaitan antara satu mata kuliah dengan yang lainnya. Penulis dengan ini berusaha mengambil benang merah dari mata kuliah tersebut dan merangkum mozaik-mozaik ilmu tersebut dalam satu aplikasi *valuation*. Berbagai mata kuliah digabungkan dalam penulisan karya akhir ini. Setidaknya beberapa teori mengenai *strategic management*, *stock analysis*, *investment management*, *corporate finance*, *financial accounting*, *financial statement analysis*, *macroeconomics* teraplikasi di dalamnya. Dengan demikian diharapkan penulis dan pembaca karya akhir ini mendapatkan gambaran atas integrasi disiplin ilmu manajemen (keuangan).

Karya akhir ini akan mengambil perspektif pengamat luar dalam melakukan *valuation* sebuah perusahaan dan mengambil PT. Summarecon Agung Tbk. sebagai sebuah studi kasus. Pemilihan PT. Summarecon Agung Tbk. sebagai objek penelitian disebabkan oleh beberapa faktor.

Pertama, membaiknya kondisi perekonomian Indonesia. Seiring dengan hal itu, industri properti dan *real estate* juga kembali bangkit. Industri ini memiliki korelasi yang positif dan kuat dengan kondisi perekonomian. Kedua, Summarecon tercatat sebagai satu perusahaan yang memiliki citra perusahaan yang bagus. Gelar '*crown jewel*' merupakan satu fakta yang mendukung pernyataan tersebut. Summarecon terkenal memiliki produk-produk yang berkualitas tinggi. Sistem infrastruktur penunjang properti yang dihasilkannya menjadi satu bagian yang terintegrasi dalam produk-produknya, dengan demikian konsumen mendapatkan lebih dari sekedar properti *real estate*. Ketiga, pada pertengahan tahun 2007, PT. Summarecon Agung Tbk. mengadakan *grand launching* Summarecon Mal Serpong. Hal ini menjadi titik tolak pengembangan bisnis Summarecon di Serpong. PT. Summarecon Agung Tbk. berpotensi mengulangi kesuksesannya mengelola kawasan Kelapa Gading. Lebih lanjut lagi, *landbanking* di daerah Serpong yang dimiliki PT. Summarecon Agung Tbk. mencapai empat kali lipat dari yang dimilikinya di Kelapa Gading.

1.2. Perumusan Masalah

PT. Summarecon Agung Tbk. memiliki potensi perkembangan yang besar, karenanya diperlukan sebuah *valuation* yang baik untuk mendapatkan nilai wajarnya. Penilaian PT. Summarecon Agung Tbk. ini dilakukan dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flow to Firm* dan *Option Pricing Model*. Dalam melakukan *valuation*, diharapkan dapat mengidentifikasi faktor-faktor yang berpengaruh dominan terhadap *value of the firm*.

Selain itu, karya akhir ini juga dibuat untuk melihat kekuatan, kelemahan, potensi dan ancaman yang terkait dengan perusahaan. Analisis menggunakan *framework Porter's five forces* digunakan untuk mengukur tingkat persaingan dalam industri properti Indonesia.

1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menganalisis PT Summarecon Agung Tbk. secara fundamental, terkait dengan analisis ekonomi makro dan analisis industri untuk mendapatkan pemahaman yang lebih luas mengenai bisnis PT. Summarecon Agung Tbk. dan mendapatkan dasar bagi asumsi-
asumsi yang diperlukan dalam pembuatan analisis finansial perusahaan.
2. Mencari nilai perusahaan (*value of the firm*) dengan menggunakan asumsi dan metode *valuation* yang sesuai.
3. Memberikan saran bagi para *stakeholders*, khususnya manajemen PT. Summarecon Agung Tbk. dalam mengambil keputusan.

Manfaat yang ingin diperoleh dari penulisan karya akhir ini adalah:

1. Penulis. Penelitian karya akhir ini diharapkan dapat membantu penulis dalam mengaplikasikan teori yang didapat dari kuliah, khususnya teori yang terkait langsung dengan *valuation*. Diharapkan penulis dapat menemukan benang merah dari kuliah-kuliah manajemen yang telah didapat sebelumnya.
2. PT. Summarecon Agung Tbk. Perusahaan dapat menggunakan hasil penelitian ini sebagai salah satu referensi yang terkait dengan *valuation value of the firm*.
3. Pembaca. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi yang memadai mengenai *valuation* secara umum dan PT. Summarecon Agung Tbk. Secara khusus.

1.4. Metode Penelitian

Penelitian akan dilakukan dalam dua tahap:

1. Tahap pertama merupakan penelitian yang bersifat *qualitative analysis*, memperhitungkan faktor-faktor ekonomi makro, industri dan perusahaan.

2. Tahap selanjutnya adalah *quantitative analysis*, analisis secara finansial harga saham PT. Summarecon Agung Tbk. yang dimulai dengan pemilihan metode yang sesuai dan membuat proyeksi laporan keuangan untuk tahun 2008-2012. Setelah melakukan proyeksi laporan keuangan, penulis menghitung *value of the firm* dengan metode *discounted free cash flow to firm* dan *option pricing model*.

1.5. Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini akan dibatasi pada lingkup PT. Summarecon Agung Tbk. serta industri dimana perusahaan itu berada selama tahun 2007. Karya akhir ini dibuat dengan menggunakan data-data sekunder yang tersedia dalam Bursa Efek Indonesia pada periode 2002–2007 beserta data tambahan yang terdapat dalam referensi pustaka. Perhitungan proyeksi untuk tahun-tahun setelah 2007 akan didasarkan pada data keuangan masa lalu dalam periode 2002-2007.

Valuation PT. Summarecon Agung Tbk. dibatasi menggunakan pendekatan fundamental, *metode free cash flow to firm* dengan menggunakan *two stage growth* dan *current earnings*, dan *option pricing model*. Jangka waktu *valuation* ditetapkan selama 5 tahun dan mencapai *steady state* pada tahun keenam. Dalam melakukan perhitungan, penulis mengambil beberapa asumsi untuk mengatasi keterbatasan yang ada.

1.6. Sistematika Penulisan

Karya akhir ini terdiri atas lima bab dengan menggunakan sistematika pembahasan sebagai berikut:

BAB I Pendahuluan

Bab ini akan menguraikan latar belakang penelitian dengan permasalahannya. Bab ini juga menunjukkan tujuan penelitian dengan metode penelitian sehingga penelitian dapat lebih terarah dan sehingga membantu penulis dalam melakukan pengumpulan, pengolahan data, analisis dan menarik kesimpulan dalam memecahkan masalah.

BAB II Landasan Teori

Bab ini akan menguraikan teori yang mendasari pembuatan karya akhir ini secara umum. Landasan teori ini akan membahas mengenai peranan *valuation*, pilihan metode *valuation*, memilih metode *valuation* yang sesuai, dan penjelasan secara umum mengenai metode *valuation*, *discounted free cash flow to firm* dan *option pricing models*.

BAB III Analisis Ekonomi Makro dan Industri

Bab ini akan memberikan penilaian secara fundamental. Faktor ekonomi makro, faktor dan industri akan dibahas pada bab ini. Tren *GDP*, *mortgage*, faktor permintaan, urbanisasi dan faktor lainnya dipaparkan dalam bab ini.

BAB IV Analisis PT. Summarecon Agung Tbk.

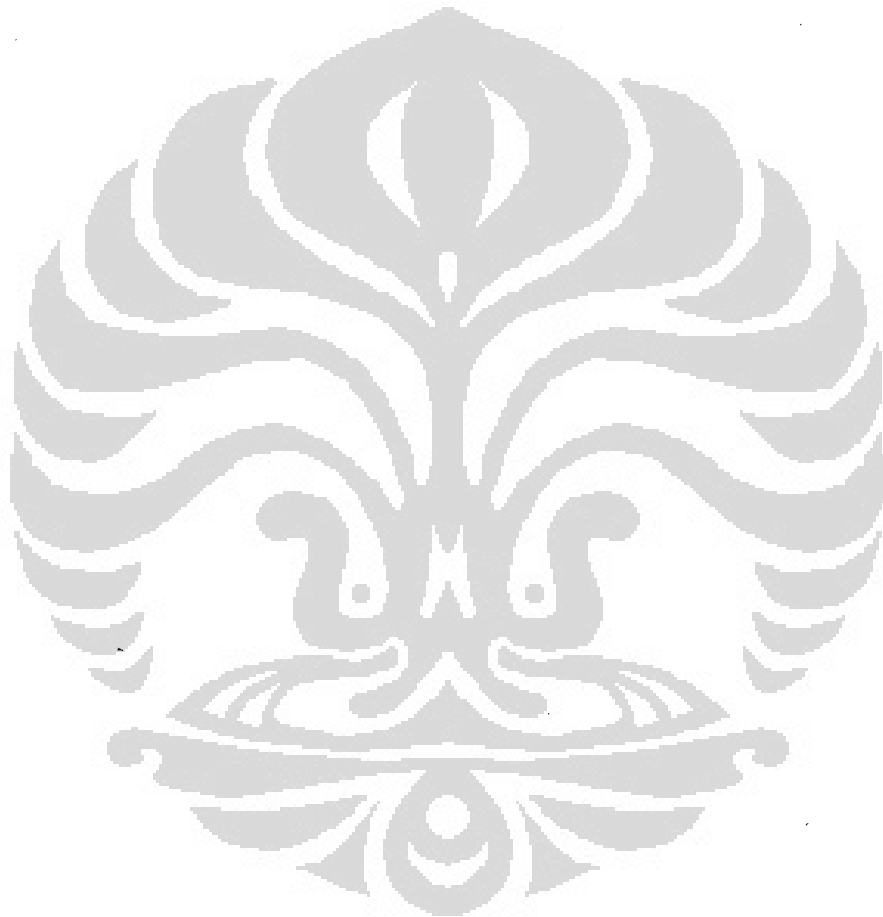
Pada bab ini akan diberikan penjelasan mengenai perusahaan dan operasi bisnis yang dijalankannya. Kawasan Kelapa Gading, Serpong dan Bekasi dibahas secara terpisah. Selain itu juga diberikan analisis *DuPont System*.

BAB V Proyeksi dan *Valuation*

Bab ini akan menguraikan proyeksi keuangan berdasarkan analisis fundamental pada bab sebelumnya. Pada bab ini akan dilakukan pemilihan metode *valuation* yang sesuai, mendefinisikan *variabel input*, melakukan proyeksi, dan melakukan proses *valuation* hingga didapatkan hasilnya. Dua metode yang digunakan untuk *valuation* adalah *discounted free cash flow to firm* dan *option pricing model*. Terdapat pula analisis lanjutan sehingga didapatkan interpretasi dari hasil *valuation* tersebut.

BAB VI Kesimpulan dan Saran

Bab ini akan memberikan ringkasan atas proses yang telah dijalankan beserta hasil yang diperoleh. Pada akhirnya penulis memberikan saran yang berhubungan dengan *value of the firm* PT. Summarecon Agung Tbk. dan saran untuk mengatasi keterbatasan yang ada dalam karya akhir ini.



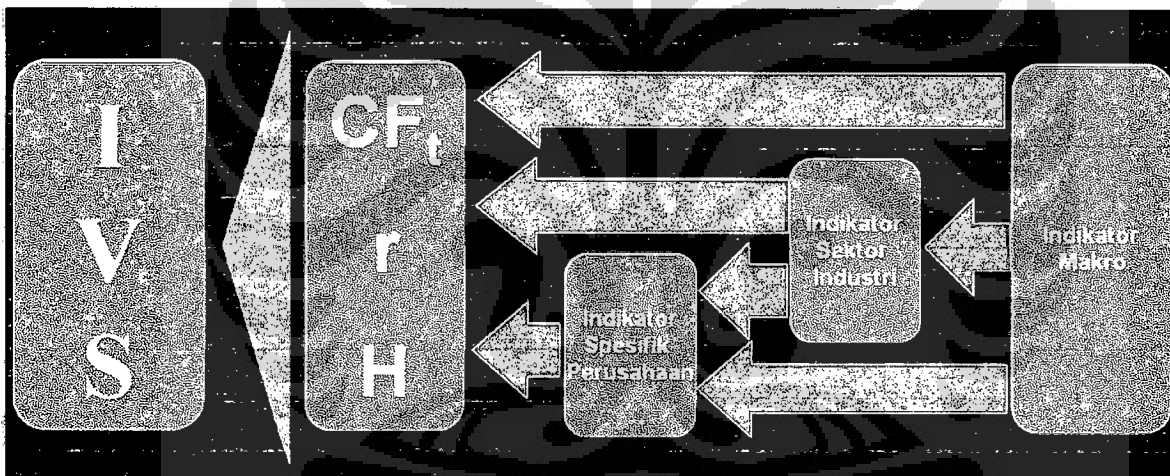
BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Analisis Fundamental

Analisis fundamental meliputi tiga komponen, ekonomi makro (ekonomi global dan domestik), industri dan perusahaan itu sendiri. Hubungan antara ketiganya dalam menghasilkan nilai perusahaan diberikan pada gambar 2.1.

Gambar 2.1: Faktor-faktor dalam Analisis Fundamental



Keterangan:
IVS : *intrinsic value per share*
CF_t : *cash flow*
r : *discount factor*
H : *holding period*

Sumber: Presentasi Prof. Roy Sembel (2007)

Kondisi ekonomi makro akan mempengaruhi kondisi industri, perusahaan dan variabel yang berpengaruh langsung dalam penentuan *intrinsic value per share*. Kondisi industri mempengaruhi kondisi perusahaan dan variabel perhitungan *intrinsic value per share*. Begitupula kondisi spesifik perusahaan memberikan kontribusi pada penentuan *intrinsic value per share*.

2.1.1. Analisis Ekonomi Makro

2.1.1.1. Kondisi Ekonomi Global

Ekonomi global merupakan suatu fenomena umum yang dampaknya sangat luas. Semua kegiatan bisnis terpengaruh oleh perubahan yang terjadi dalam ekonomi makro. Indonesia, sebagai negara dengan ekonomi yang terbuka tidak luput dari keadaan ekonomi global. Sensitivitas terhadap ekonomi makro sangat ditentukan oleh tingkat ketergantungan ekonomi. Makin besar ketergantungan ekonomi, makin besar pula dampak yang ditimbulkan oleh perubahan ekonomi makro.

Satu contoh adalah gejolak harga minyak dunia yang terjadi pada tahun 2007. Perubahan harga minyak ini mengganggu kestabilan ekonomi beberapa negara, khususnya negara-negara yang padat dengan industri yang membutuhkan bahan bakar fosil tersebut. Amerika sebagai konsumen minyak bumi terbesar di dunia merasakan dampak negatif dari kenaikan harga minyak ini. Contoh lain dampak ekonomi makro adalah krisis *subprime mortgage* yang terjadi di Amerika Serikat. Krisis ini sebenarnya tidak terhubung langsung dengan kondisi ekonomi dunia karena sifatnya masih dalam ruang lingkup ekonomi Amerika Serikat saja. Seharusnya krisis tersebut tidak berpengaruh bagi kondisi ekonomi negara lain seperti Indonesia. Namun, karena ketergantungan yang tinggi antara ekonomi Indonesia dan Amerika, maka krisis dampak tersebut juga terasa di Indonesia.

2.1.1.2. Kondisi Ekonomi Nasional

Ketika berbicara mengenai kondisi ekonomi nasional, kita pusatkan perhatian kita kepada kebijakan yang dilaksanakan pemerintah, khususnya kebijakan fiskal dan moneter. Kebijakan fiskal mengatur pendapatan pemerintah begitu pula pengeluarannya. Pendapatan tersebut utamanya dihasilkan dari pajak sedangkan pengeluaran pemerintah tercantum dalam APBN. Pengeluaran ini idealnya diutamakan untuk membiayai peranan pemerintah dalam

menggantikan '*invisible hand*' dalam sebuah mekanisme pasar yang tidak sempurna. Peranan yang dimaksud antara lain adalah penyediaan *public goods*, melakukan peran *paternalistic*, distribusi pendapatan masyarakat dan sebagainya. Sementara itu, kebijakan moneter lebih condong kepada pengaturan uang yang beredar sehingga mempengaruhi aktivitas ekonomi. Kebijakan moneter ini seringkali diidentikkan dengan peranan Bank Indonesia.

Kedua kebijakan di atas adalah alat yang digunakan pemerintah dalam mengatur perekonomian nasional. Berhasil atau tidaknya kebijakan tersebut diindikasikan dalam ukuran-ukuran ekonomi nasional berikut:

1. Produk Domestik Bruto (PDB) / *Gross Domestic Product (GDP)*. Ukuran ini menunjukkan jumlah agregat barang dan jasa yang dihasilkan oleh ekonomi nasional untuk satu periode tertentu, biasanya satu tahun. PDB terbagi dua, riil dan nominal. Perbedaannya terletak pada faktor inflasi. PDB nominal mengukur pertambahan barang dan jasa yang dihasilkan ekonomi nasional dan efek dari kenaikan harga barang (efek inflasi). Sementara PDB riil tidak mengikutsertakan efek inflasi. Miles (2005:21) memberikan definisi PDB yang diukur melalui pendekatan *output* pada persamaan 2.1:

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (2.1)$$

Keterangan:

Y	=	<i>output</i>
C	=	konsumsi
I	=	investasi
G	=	pengeluaran pemerintah
X	=	ekspor
M	=	<i>impor</i>

2. Inflasi. Inflasi memerikan gambaran tentang peningkatan harga rata-rata barang dan jasa yang diproduksi oleh sistem perekonomian. Inflasi yang tinggi berarti harga meningkat, dan dengan kenaikan pendapatan penduduk yang lebih kecil dapat menyebabkan penurunan daya beli dan kesejahteraan sosial.
3. Tingkat bunga. Tingkat bunga adalah ukuran keuntungan investasi yang dapat diperoleh *investor*, atau dengan sudut pandang lain, adalah biaya modal yang harus dikompensasi atas suatu investasi. Suku bunga bank sentral menjadi alat yang populer digunakan dalam mengatur perekonomian.
4. Nilai tukar rupiah. Nilai tukar rupiah juga merupakan indikator dari aktivitas kebijakan ekonomi moneter. Bank Indonesia melakukan *open market operation* dan *reserve requirement* untuk mengatur sektor moneter, khususnya inflasi dan nilai tukar rupiah.

Kondisi ekonomi nasional tentunya tidak hanya fungsi dari kebijakan fiskal dan moneter pemerintah saja, namun juga kumulasi dari berbagai faktor lainnya, misalnya kondisi politik, sosial, budaya.

2.1.2. Analisis Industri

Dalam menganalisis sebuah industri, kita harus mengetahui *nature* industri tersebut, apakah ia termasuk dalam *cyclical industry* atau *defensive industry*. *Cyclical industry* merupakan industri yang terpengaruh pada *business cycle* perekonomian. *Cyclical industry* memiliki sensitivitas di atas rata-rata terhadap perekonomian. Sementara itu *defensive industry* adalah industri yang tidak terlalu sensitif terhadap *business cycle* perekonomian.

Selain itu, analisis industri juga perlu melihat tahapan siklus hidup yang telah ditempuh industri. Sebuah industri dapat berada dalam *start up*, *growth*, *maturity* atau pada *declining stage*. Dalam setiap tahap, industri memiliki karakteristik yang berbeda-beda dan perlakuannya pun berbeda. Begitu pula dengan persaingan yang terjadi di dalamnya.

Untuk menganalisis persaingan yang terjadi, Michael Porter telah mengembangkan *framework Porter's Five Forces*. Berdasarkan teori ini, intensitas persaingan ditentukan oleh lima faktor; ancaman dari pemain baru (*threats of new entrant*), persaingan antar perusahaan (*rivalry*), daya tawar pemasok (*supplier's power*), daya tawar konsumen (*buyer's power*) dan keberadaan barang pengganti (*substitute product*).

Pada beberapa sub bab di bawah ini akan dijelaskan mengenai definisi, klasifikasi, aktivitas bisnis, keunggulan, kelemahan, faktor penawaran dan permintaan dalam industri properti sebagaimana tercantum dalam referensi (Soni Ario Wibowo, 2004).

2.1.2.1. Definisi, Klasifikasi dan Aktivitas Bisnis

Real estate didefinisikan sebagai tanah dan segala sesuatu yang melekat padanya baik secara alami maupun buatan manusia. Sedangkan properti didefinisikan sebagai kepentingan, manfaat dan hal yang melekat pada kepemilikan *real estate*. Berdasarkan hal ini, properti adalah harta berupa tanah dan bangunan serta sarana dan prasarana beserta hukum yang terkait.

Terdapat empat kelompok properti, yaitu:

- *Residential Property*, mencakup semua struktur yang didesain sebagai bangunan rumah tinggal. Contohnya apartemen, kondominium, rumah tinggal
- *Commercial Property*, merupakan pengembangan lahan yang akan digunakan sebagai investasi dalam bentuk bangunan komersial seperti perkantoran, pusat perbelanjaan, hotel, motel, resor dan lainnya
- *Industrial Property*, merupakan pengembangan lahan dan fasilitas yang akan digunakan untuk keperluan produksi atau pergudangan. Contohnya adalah; pabrik, gudang, tambang.

- *Special Purpose Property*, merupakan properti yang tidak termasuk dalam klasifikasi sebelumnya. Contohnya adalah; rumah sakit, pusat pendidikan.

Aktivitas dalam bisnis ini mencakup pengadaan tanah, proses perijinan, perencanaan, pengembangan, pemasaran, pemanfaatan dan pengelolaan. Perusahaan yang bergerak di industri ini juga terdiri atas beberapa jenis, antara lain; pengembang (*developer*), agen pemasaran (*broker*), penilai (*appraisal*), manajemen properti, dan lainnya. Terdapat pula aktivitas lain, yakni jasa konstruksi yang memberikan jasa pembangunan properti.

2.1.2.2. Karakteristik Industri Properti

Industri properti memiliki beberapa karakteristik, yaitu:

- Mobilitas rendah. Lokasi selalu tetap dan tidak dapat dipindahkan dengan mudah
- Hubungan antara properti. Properti sangat terpengaruh oleh lingkungan sekitarnya
- Skala besar. Secara fisik maupun nilai ekonomis, properti terdiri atas modal yang besar. Hal ini membuat proses produksi dan pemasaran per produk menjadi relatif lebih sulit
- *Useful life*. Properti memiliki umur (*useful life*) yang panjang, umur fisik lebih panjang daripada umur ekonomisnya. Tanah bersifat *indestructible*.
- Peraturan pemerintah. Pemerintah telah mengeluarkan beberapa peraturan terkait dengan properti
- Heterogen. Setiap properti cenderung memiliki karakteristik yang berbeda
- Terbatas. Keterbatasan lahan menyebabkan pertumbuhan *supply* yang tidak secepat pertumbuhan *demand*. Maka, sesuai dengan mekanisme pasar, harga akan cenderung meningkat.

Karakteristik pasar produk properti:

- *Highly stratified local market*. Terjadinya pemisahan pasar lokal dikarenakan mobilitasnya yang rendah. Permintaan di suatu tempat tidak dapat dipenuhi oleh penawaran di tempat yang lainnya
- *Private transaction*. Hal ini menyebabkan ketertutupan informasi pasar. Sebagian besar transaksi yang terjadi tidak dipublikasikan
- Pasar yang tidak terorganisir dengan penyesuaian yang lambat terhadap penawaran dan permintaan.

2.1.2.3. Keunggulan dan Kelemahan Industri Properti

Keunggulan industri properti antara lain adalah;

- Apresiasi modal dan perlindungan terhadap inflasi. Nilai properti akan mengalami peningkatan sesuai dengan peningkatan inflasi. Korelasi positif ini menjadikan properti terlindung dari efek negatif inflasi
- *Estate building*. Investasi dalam properti akan mampu meningkatkan kekayaan bagi *investor* melalui amortisasi pinjaman dan apresiasi nilai properti dalam jangka waktu yang panjang.
- Tingkat keamanan modal. Produk properti bersifat permanen, *indestructible* dan relatif langka, karenanya properti memiliki tingkat keamanan yang tinggi.
- Tingkat pengembalian operasi yang tinggi. Penelitian menunjukkan bahwa *prime property* menghasilkan penghasilan sebelum pajak 8-15 % pertahun bahkan untuk *speculative property* menghasilkan 25% atau lebih. Melalui cara-cara *leasing*, perusahaan dapat memperkecil risiko.

- *High degree of financing leverage*. Investasi dalam properti melibatkan *debt to equity ratio* yang berkisar 70-80 %.

Sedangkan kelemahannya adalah:

- *Illiquidity & time constraints*, properti sulit diubah dalam dana siap pakai dengan cepat. Dalam kondisi *financial distress*, ini menyebabkan kurangnya kemampuan dalam melunasi kewajiban jangka pendek dan kebangkrutan.
- Beban manajemen. Properti membutuhkan pengelolaan dan *maintenance* yang besar.
- Penyusutan nilai. Nilai properti dapat menurun. Fisik bangunan, perubahan fungsi bangunan juga dapat mengakibatkan penyusutan nilai.
- Kompleksitas aspek legal dalam transaksi
- Kurangnya informasi dan pendidikan properti. Pihak yang berkepentingan harus mempelajari bidang properti dalam jangka waktu yang memadai karena informasi tidak tersedia luas.

2.1.2.4. Faktor Penawaran dan Permintaan Produk Properti

Faktor-faktor yang mempengaruhi permintaan (*demand*):

- Karakteristik populasi, antara lain; tingkat pertumbuhan penduduk dan jumlah rumah tangga, *psychographic* yang tercermin pada gaya hidup, kepribadian, sikap, konsep diri, keinginan dekat tempat bekerja dan tinggal di kota
- Perubahan pada pendapatan riil, pertumbuhan investasi bisnis dan tingkat tenaga kerja
- Harga
- Ketersediaan pinjaman dengan mempertimbangkan faktor-faktor; tingkat tabungan dari *disposable income*, tingkat suku bunga dan persyaratan pembayaran, tingkat tabungan yang ditempatkan oleh perantara, kebijakan moneter bank sentral

- Faktor lainnya, seperti; pertumbuhan angkatan kerja *white collar*, pertumbuhan / perluasan ruan perkantoran oleh banyak perusahaan dan masyarakat bisnis
- Kenaikan jumlah ruang perkantoran per tenaga kerja
- Pemindahan penyewa dengan adanya program pengembangan penduduk

Faktor-faktor yang mempengaruhi penawaran (*supply*) produk properti adalah:

- Tingkat hunian dan tingkat persediaan
- Tingkat bunga untuk pinjaman konstruksi
- Ketersediaan pembiayaan keuangan permanen
- Biaya konstruksi
- Jumlah lahan yang tersedia
- Harga tanah
- Ketersediaan layanan umum dan fasilitas penunjang lainnya

2.1.3. Analisis Perusahaan

Analisis perusahaan membawa kita kepada lingkup yang lebih kecil dari analisis ekonomi makro dan analisis industri. Analisis ini nantinya akan menjelaskan latar belakang terjadinya *specific risk* suatu perusahaan. Analisis perusahaan yang dilakukan pada karya akhir ini terdiri atas beberapa elemen, antara lain ; *corporate* dan *business strategy analysis*, *SWOT analysis*, analisis persaingan bisnis dengan menggunakan *Porter's Five Forces*, analisis finansial - *DuPont System analysis*.

2.1.3.1. Strategi

Strategi merupakan merupakan hal yang penting dalam mencapai tujuan. Ketika berbicara mengenai strategi, ada dua hal yang terkait, yakni *sustainable competitive advantage* dan *above average performance*. Perusahaan mengembangkan strategi sehingga dapat memiliki sumber keunggulan bersaing yang lestari (*sources of sustainable competitive advantage*) yang mana nantinya akan memungkinkan perusahaan memberikan *value (benefit to price)* yang lebih tinggi kepada konsumen. *Sources of sustainable competitive advantage* memiliki empat persyaratan utama yang disebut VRIN, *valuable, rare, imperfectly immitable* dan *non-susbtitutable*.

Strategi dipisahkan menjadi dua kelompok utama, *corporate strategy* dan *business strategy*. *Corporate strategy* sederhananya terdapat dalam proses pemilihan industri yang dilakukan perusahaan. Sebelum melakukan operasinya, perusahaan harus terlebih dahulu melihat potensi yang ada dalam industri dan pasarnya. Karakteristik industri akan menentukan *business strategy*. *Business strategy* lebih cenderung kearah memenangkan persaingan usaha.

2.1.3.2. SWOT Analysis dan Porter's Five Forces Analysis

SWOT (*Strength, Weakness, Opportunities, Threats*) analysis merupakan analisis stratejik yang termasuk dalam karegori *Resource Based View (RBV)*. *Strength* merupakan elemen yang merepresentasikan kelebihan yang dimiliki oleh perusahaan khususnya terhadap para pesaing. Sebaliknya, *weakness* adalah elemen yang merepresentasikan kekurangan yang dimiliki perusahaan. *Opportunity* merepresentasikan kemungkinan yang *favorable* di masa mendatang. Sedangkan *threat* merepresentasikan kemungkinan yang *unfavorable*.

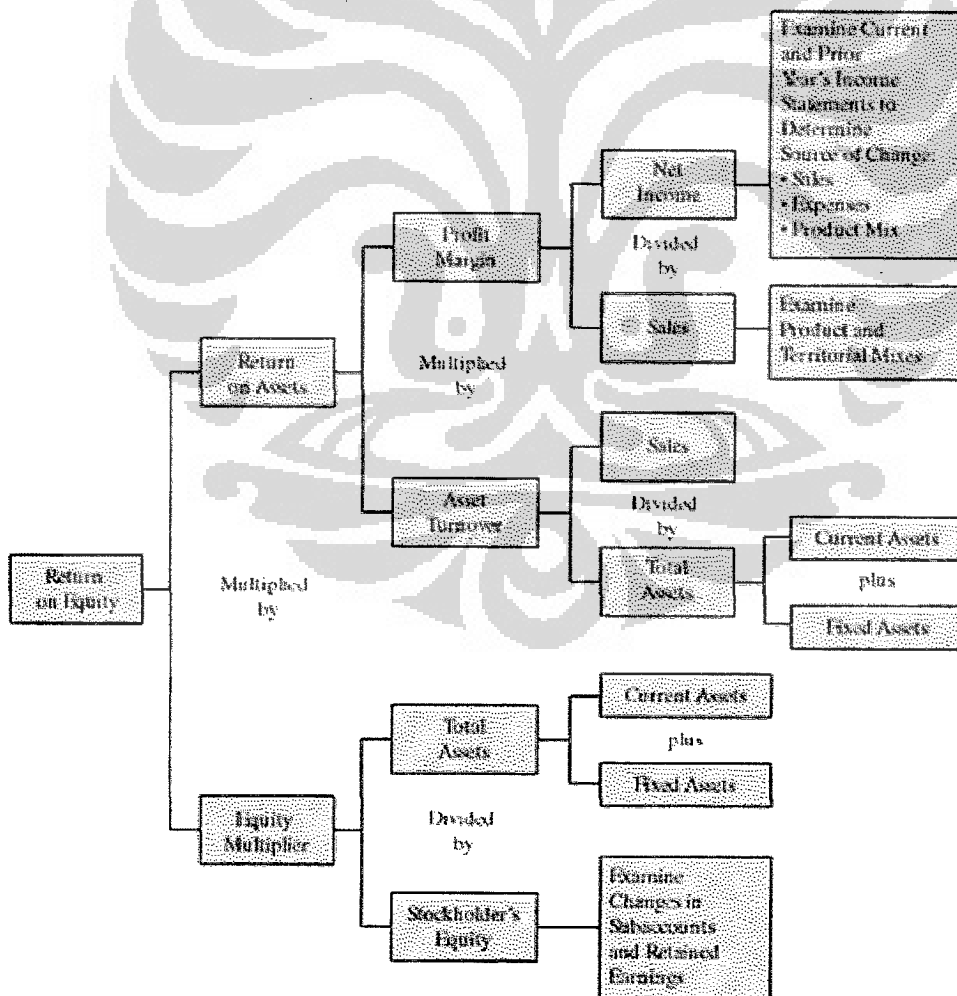
Kelompok besar lain dalam *strategic management* adalah *market based view (MBV)*. Salah satu tokoh yang berpengaruh yang termasuk dalam kelompok ini adalah Michael Porter.

Porter telah mengembangkan sebuah *framework* yang dapat membantu menganalisis situasi persaingan usaha, disebut dengan *Porter's Five Forces Framework*. *Framework* ini menyatakan bahwa tingkat persaingan usaha ditentukan oleh lima unsur utama, Ancaman dari pemain baru (*threats of new entrant*), persaingan antar perusahaan (*rivalry*), kekuatan pemasok (*suppliers' power*), kekuatan pembeli (*consumers' power*) dan produk pengganti (*substitute products*).

2.1.3.3. DuPont System Analysis

Berikut adalah kerangka yang terdapat dalam *DuPont System*:

Gambar 2.2: *DuPont System*



Sumber: Presentasi Prof. Roy Sembel (2007)

DuPont system adalah satu sistem yang mendekomposisikan *investor on equity* (ROE) menjadi rasio-rasio yang lain sehingga didapatkan penjelasan yang lebih komprehensif dengan menggunakan hubungan kausalitas rasio-rasio tersebut.

Dengan demikian, kinerja sebuah perusahaan dalam menghasilkan *investor* bagi modal (*equity*) akan dapat dimengerti dengan lebih mendalam. *DuPont System* ini memungkinkan para manajer menentukan langkah yang menjadi prioritas dalam mencapai target ataupun menyelesaikan suatu masalah.

2.2. Valuation

2.2.1. Peranan Valuation

Valuation memainkan peranan yang penting dalam berbagai bidang keuangan, dalam *corporate finance*, *mergers and acquisition*, dan *portfolio management*. Dalam *portfolio management*, peranan *valuation* ditentukan oleh filosofi *investor*. Peranannya yang dimainkannya akan menentukan keuksesan *investor* dalam menghasilkan *investor* atas investasinya. *Valuation* akan relatif berperan kecil bagi *passive investor* dan sebaliknya akan berperan besar untuk *active investors*. Bahkan dalam kategori *active investor*, *valuation* memainkan peranan yang berbeda-beda, tergantung kelompoknya. *Active investor* dibagi menjadi beberapa kelompok, yaitu; *fundamental analysts*, *franchise buyer*, *chartists*, *information traders*, *market timers*, *efficient marketers*.

Dalam bidang *acquisition analysis*, *valuation* juga berperan penting. Perusahaan atau individu yang akan membeli perusahaan harus menentukan harga wajar terlebih dahulu. Sebaliknya perusahaan yang akan dijual juga harus menentukan harga yang beralasan (*reasonable*).

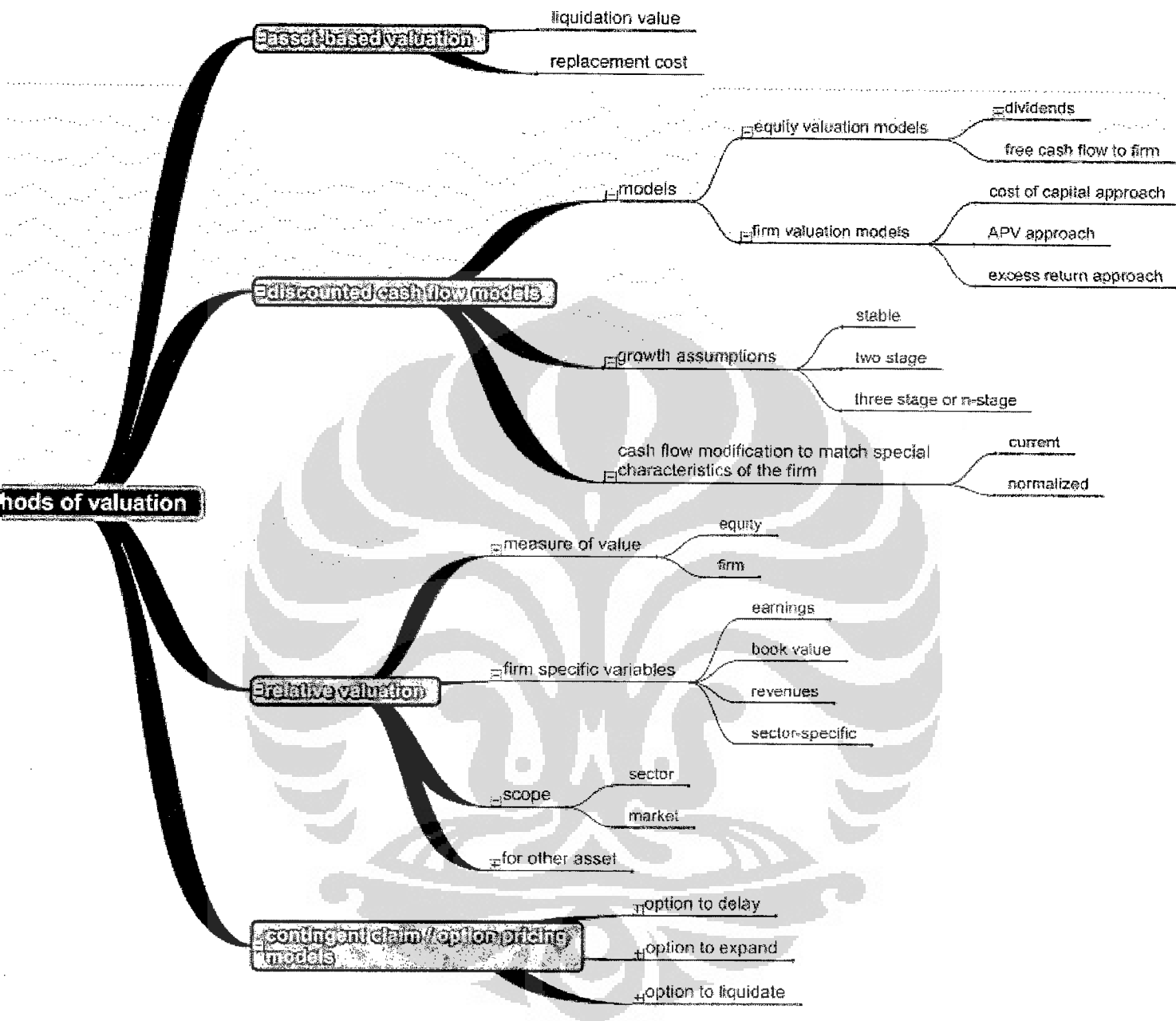
Bidang ketiga yang terkait dengan *valuation* adalah *corporate finance*. *Corporate finance* memiliki beberapa tujuan, yakni: maksimalisasi nilai perusahaan (*firm value*), hubungan antar keputusan keuangan, strategi korporasi, dan nilai perusahaan harus ditentukan.

2.2.2. Pilihan dalam *Valuation*

Berbagai metode telah dikembangkan sebagai alat dalam melakukan *valuation*. Pemilihan metode yang tepat untuk melakukan *valuation* merupakan hal yang penting untuk mendapatkan nilai yang *reasonable*. Pilihan metode yang tersedia dalam melakukan *valuation* diberikan pada gambar 2.3.

Empat metode utama yang diberikan dalam melakukan *valuation* asset adalah; asset-based *valuation*, discounted cash flow model, relative *valuation* dan contingent claim / option pricing model. Asset-based *valuation* melakukan *valuation* dengan memperhitungkan aktiva (asset) yang dimiliki sebuah perusahaan dan berapa nilai asset tersebut saat ini. Discounted cash flow *valuation* merupakan pendekatan yang mendiskon cash flow sehingga didapat value of equity perusahaan. Relative *valuation* merupakan suatu pendekatan yang mendasarkan value pada asset yang dapat dibandingkan dan melihat bagaimana asset tersebut dihargai (priced). Option pricing *valuation* adalah pendekatan *valuation* yang menggunakan contingent claim *valuation*, maksudnya adalah metode ini didasarkan pada kemungkinan terjadinya dua atau lebih event yang terkait

Gambar 2.3: Metode *Valuation*

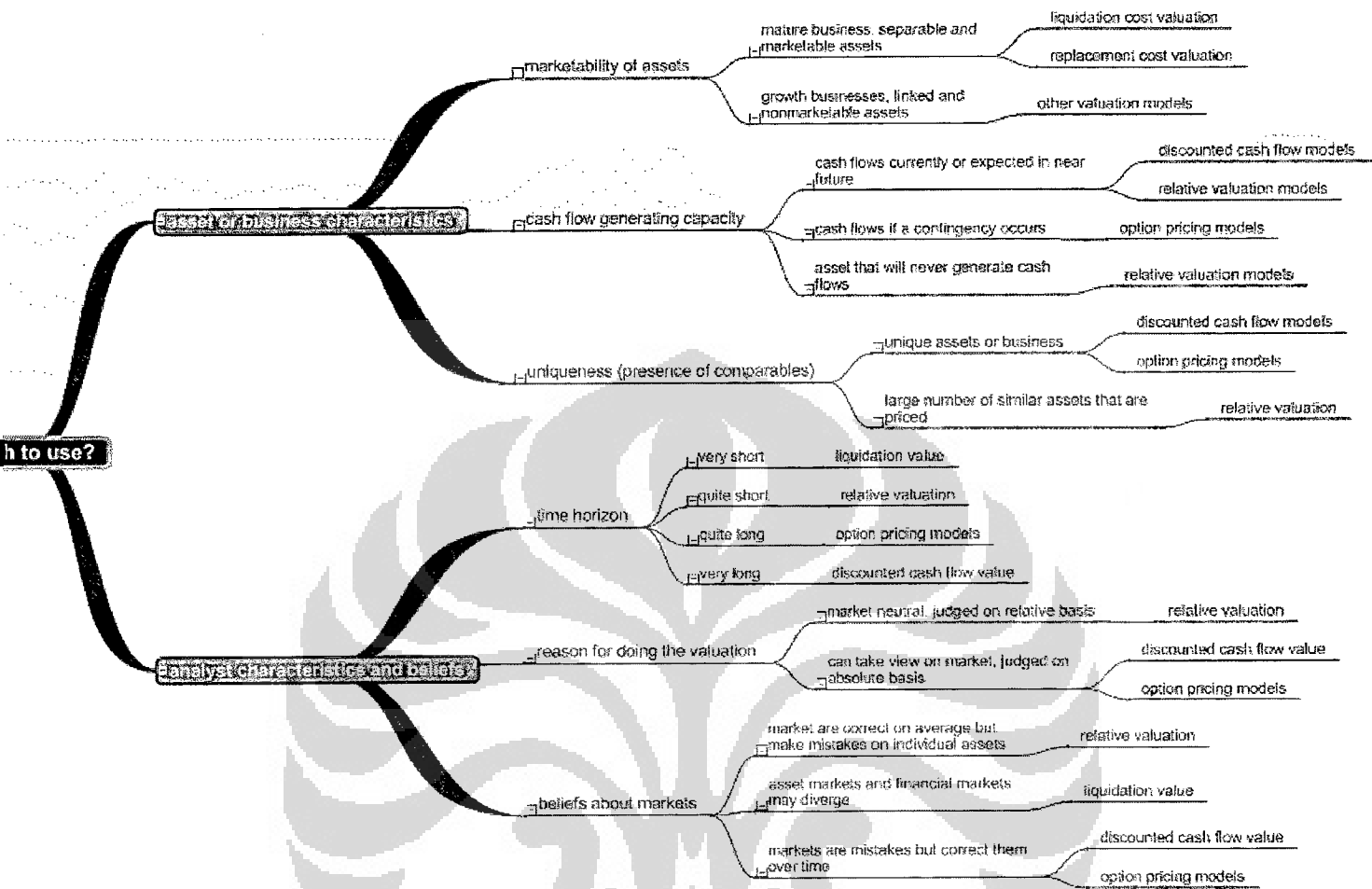


Sumber: Diolah dari Aswath Damodaran (2002)

2.2.3. Memilih Metode yang Tepat

Nilai yang didapat dari keempat metode di atas bisa sangat berbeda, karena itu pemilihan metode yang tepat menjadi faktor kritis. Damodaran (2002:946) memberikan cara pemilihan metode *valuation* yang diberikan pada gambar berikut.

Gambar 2.4: Memilih Metode *Valuation*



Sumber: Diolah dari Aswath Damodaran (2002)

2.2.3.1. Karakteristik Aktiva atau Bisnis

Faktor yang terkait dengan karakteristik aktiva atau bisnis; *marketability*, *cash flow generating capability* dan *uniqueness*. Faktor pertama, *marketability*, adalah ukuran seberapa mudahnya aktiva atau bisnis tersebut untuk dipasarkan. Aktiva yang terpisah lebih mudah dipasarkan daripada aktiva yang dapat berdiri sendiri. Sementara itu, faktor yang kedua menyatakan kemampuan bisnis menghasilkan pendapatan, terbagi berdasarkan waktu. Faktor ketiga, menunjukkan banyak atau tidaknya bisnis sejenis. Makin sedikit pembanding atau

industri sejenis, maka bisnis tersebut semakin unik. Pemilihan metode yang sesuai berdasarkan faktor-faktor tersebut diberikan pada tabel berikut:

Tabel 2.1: Faktor Pemilihan Metode Penilaian Berdasarkan Karakteristik Bisnis

FAKTOR	UKURAN DAN METODE YANG DIGUNAKAN			
Kemudahan untuk memasarkan aktiva	Bisnis yang mapan (<i>mature</i>), aktiva dapat dipisahkan dan dapat dipasarkan	Bisnis dalam masa pertumbuhan, aktiva yang terkait dengan yang lain dan tidak dapat dipasarkan		
	ABV	DCF	RV	OPM
Kemampuan dalam menghasilkan <i>cash flow</i>		<i>Cash flow</i> pada saat ini atau diharapkan dalam jangka waktu dekat	<i>Asset</i> tidak akan menghasilkan <i>cash flow</i>	<i>Cash flow</i> jika sesuatu (<i>contingency</i>) terjadi
	ABV	DCF	RV	OPM
Keunikan, ada atau tidaknya pembanding		Banyak aktiva serupa dan memiliki harga (<i>priced</i>)	Aktiva atau bisnis yang unik	
	ABV	DCF	OPM	RV

Keterangan:

ABV : *Asset-based Valuation*

DCF : *Discounted Free Cash Flow*

RV : *Relative Valuation*

OPM : *Option Pricing Model*

Sumber : Diolah dari Aswath Damodaran (2002)

2.2.3.2. Karakteristik dan Kepercayaan Peneliti (*Analyst*)

Terdapat tiga faktor utama yang terkait dengan karakter dan kepercayaan peneliti, yakni; *time horizon*, *beliefs about market* dan *analyst's reasons*. Faktor pertama, *time horizon*, adalah ukuran seberapa lama jangka waktu penilaian yang dilakukan peneliti. Semakin panjang jangka waktu tersebut, maka makin besar pula ketidakpastian yang dihadapinya. Sementara itu, faktor yang kedua menyatakan asumsi dan kepercayaan peneliti terhadap pasar. Beberapa mempercayai bahwa pasar berfungsi dengan baik dan benar, sementara yang

lain beranggapan bahwa pasar tidak sepenuhnya dapat dipercaya karena masih memiliki penyimpangan. Faktor ketiga, alasan peneliti melakukan *valuation*. Jika peneliti melakukan penelitiannya tanpa memihak dan tanpa melihat kondisi keseluruhan industri, maka ia melakukannya dalam basis relatif. Sedangkan ia melihat perusahaan secara *absolute*, ia juga baru mempertimbangkan kondisi bisnis industri tersebut. Pemilihan metode yang sesuai berdasarkan faktor-faktor tersebut diberikan pada tabel berikut:

Tabel 2.2: Faktor Pemilihan Metode Penilaian Berdasarkan Karakteristik Peneliti

FAKTOR	UKURAN DAN METODE YANG DIGUNAKAN			
	sangat pendek	relatif pendek	relatif lama	sangat lama
Jangka waktu	ABV	RV	OPM	DCF
Kepercayaan tentang pasar	<i>Asset market</i> dan <i>financial market</i> bisa tidak sama	Pasar keliru tapi seiring waktu diperbaiki		Pasar (<i>market</i>) benar secara rata-rata namun keliru dalam aktiva individual
	ABV	DCF	OPM	RV
Alasan melakukan <i>valuation</i>		Alasannya netral terhadap market, dinilai berdasarkan relativitas	Dapat terpengaruh pasar, dinilai berdasarkan basis <i>absolute</i>	
	ABV	RV	DCF	OPM

Keterangan:

- ABV : *Asset-based Valuation*
- RV : *Relative Valuation*
- DCF : *Discounted Free Cash Flow*
- OPM : *Option Pricing Model*

Sumber : Diolah dari Aswath Damodaran (2002)

2.2.4. Discounted Cash Flow

2.2.4.1. Gambaran Umum Discounted Cash Flow

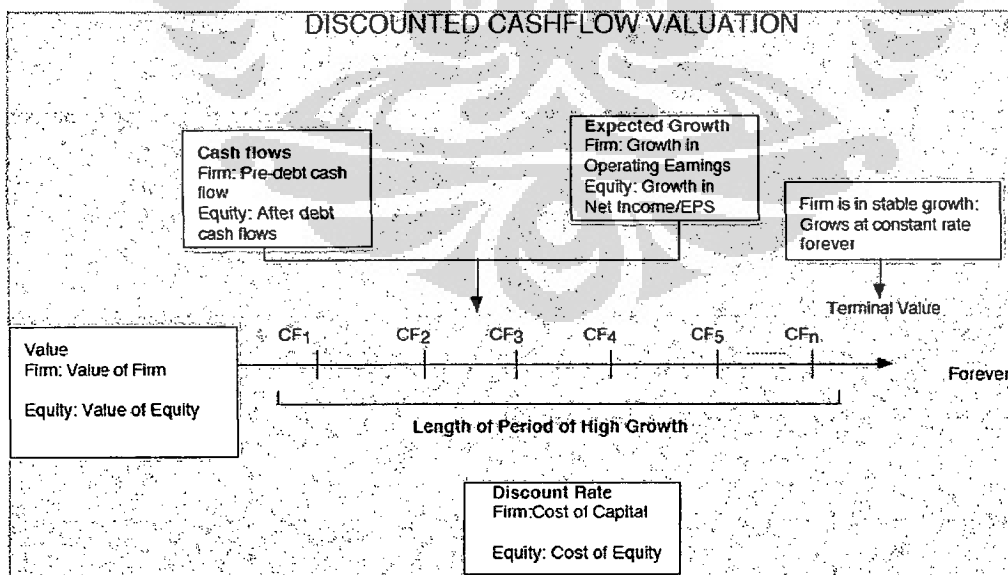
Discounted cash flow merupakan satu pendekatan yang menjadi dasar bagi pengembangan pendekatan lainnya. *Discounted cash flow* menyatakan bahwa *value* sebuah aktiva / bisnis adalah *present value* dari *cash flow* yang diharapkan akan mengalir di masa yang akan datang. Persamaan umumnya adalah (Damodaran, 2002):

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (2.2)$$

Keterangan:

- n = periode operasional (*life*) aktiva
- CF_t = *cash flow* pada periode t
- r = *discount rate* yang merefleksikan tingkat risiko *cash flow*

Gambar 2.5: Kerangka Metode *Valuation Discounted Cash Flow*

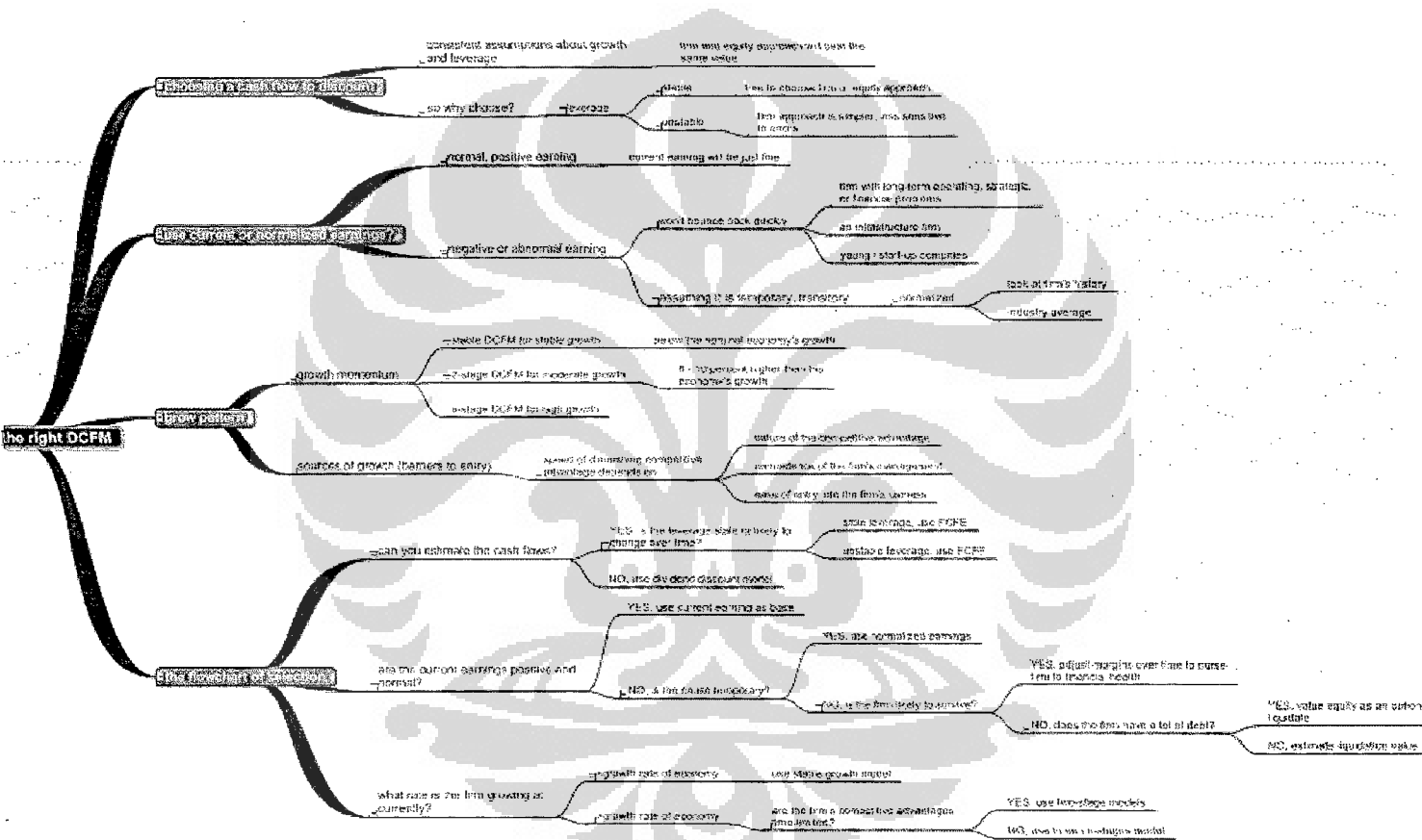


Sumber: Aswath Damodaran's *Presentation* (2002)

2.2.4.2. Memilih *Discounted Cash Flow* yang Tepat

Damodaran (2002:950) menyatakan cara-cara untuk memilih *discounted cash flow* yang baik. Berikut ini adalah *flowchart* dalam menentukan variabel input yang tepat bagi *discounted cash flow*.

Gambar 2.6: Faktor-faktor dalam Memilih Jenis *Discounted Cash Flow*



Sumber: Diolah dari Aswath Damodaran (2002)

2.2.4.3. *Cost of Capital Analysis*

Perusahaan memiliki suatu struktur modal (*capital structure*) tertentu. Pada umumnya modal perusahaan terdiri atas *equity* dan *debt*. Kedua komponen ini membutuhkan jenis *investor* yang berbeda, sesuai dengan *return* dan risiko yang mereka hadapi. Makin tinggi risiko maka makin tinggi pula *return* wajarnya. Besarnya *investor* yang diperlukan tercermin

dalam *cost of capital*. Untuk komponen *equity* dikenal adanya *cost of equity* sedangkan bagi *debt* dikenal pula *cost of debt*. Jika perusahaan mempunyai *capital structure* yang terdiri atas gabungan keduanya, maka dikenal istilah *weighted average cost of capital* (WACC). WACC sederhananya adalah gabungan dari *cost of equity* dan *cost of debt* dengan proporsi yang sama dengan proporsi *equity* dan *debt* dalam perusahaan tersebut.

Cost of capital ini menjadi penting dalam *valuation* dan perbandingan investasi karena seringkali ia menjadi patokan dalam mengukur *profitabilitas*. *Cost of capital* merepresentasikan *opportunity cost* berinvestasi dalam aktiva yang memiliki risiko yang sama dengan perusahaan.

Cost of capital dipengaruhi oleh beberapa faktor:

- Tingkat risiko pendapatan (*riskiness of earnings*)
- Tingkat campuran *debt* dan *equity*
- Kualitas finansial perusahaan (*financial soundness of the firm*)
- Tingkat suku bunga pasar

Penghitungan *cost of capital* didasarkan pada beberapa teori. Untuk *cost of equity*, terdapat teori yang terkenal, yakni *capital asset pricing model* (CAPM).

$$K_e = r_f + \beta \cdot R_M \quad (2.3)$$

Keterangan:

K_e	=	<i>cost of equity</i>
r_f	=	<i>risk-free rate</i>
β	=	<i>beta</i>
R_M	=	<i>market risk premium</i>

Perhitungan *cost of debt* biasanya menggunakan data transaksi *debt* di pasar. Selanjutnya perhitungan WACC, diberikan pada persamaan berikut ini (Ross, 2008:445):

$$WACC = \left(K_e \cdot \frac{E}{E+D} \right) + \left(K_d \cdot (1 - T_c) \cdot \frac{D}{E+D} \right) \quad (2.4)$$

Keterangan: WACC = *weighted average cost of capital*

K_e = *cost of equity*

K_d = *cost of debt*

T_c = *corporate tax rate*

E = *equity*

D = *debt*

2.2.5. Option Pricing Model

Ross (2008 : 630) menyatakan bahwa konsep *option* dapat diaplikasikan dalam hal lain, misalnya untuk melakukan *valuation* terhadap sebuah perusahaan. Dua karakteristik yang memungkinkan hal ini adalah:

1. *Asset* mendasarkan nilainya pada nilai *asset* lainnya.
2. *Cash flow* yang dihasilkan aktiva tersebut bergantung pada terjadinya suatu kejadian.

Sebuah *option* memberikan hak bagi pemegangnya untuk membeli atau menjual sejumlah aktiva (*underlying asset*) dengan suatu harga tertentu pada atau sebelum tanggal daluarsa (*expiration date*). Hak ini dapat tidak wajib dilaksanakan. Secara umum, terdapat dua macam *option*, *call option* dan *put option*.

Nilai *option* tersebut ditentukan oleh beberapa faktor, antara lain; nilai saat ini (*current value*) dari aktiva (*underlying asset*), variasi dalam nilai aktiva, dividen yang dibayarkan atas aktiva, harga pembelian aktiva (*strike price*), jangka waktu hingga daluarsa (*time to expiration*), tingkat suku bunga bebas risiko (*risk-free rate*) yang sesuai dengan umur *option*.

Berikut adalah hubungan antara faktor-faktor tersebut dengan *call* dan *put option*. Positif menunjukkan hubungan berbanding lurus, sedangkan negatif menunjukkan berbanding terbalik.

Tabel 2.3: Faktor-faktor yang Mempengaruhi Nilai *Option*

Faktor	Effect on	
	Call value	Put value
Nilai aktiva	+	-
Variasi nilai aktiva	+	+
Harga (strike price)	-	+
Pembagian dividend	-	+
Jangka waktu daluarsa	+	+
Suku bunga	+	-

Sumber: Diolah dari Aswath Damodaran (2002)

Teori *option pricing model* ini muncul ke permukaan ketika pada tahun 1972 *Fischer Black* dan *Myron Scholes* menerbitkan makalah mereka. Dalam makalah tersebut, mereka memberikan satu metode untuk menilai *dividend-protected European option*. Dasar pemikiran metode ini adalah 'replikasi portofolio'. Dengan replikasi portofolio, kita menghadirkan portofolio yang terdiri atas aktiva (*underlying asset*) dan *risk-free asset* yang harus memiliki *cash flow* yang sama dengan *option* yang sedang dalam proses *valuation*. Teori ini lebih dikenal dengan *Black-Scholes Model*. Logika yang lebih sederhana untuk menjelaskan metode ini diberikan oleh *binomial model*.

Berikut adalah *model Black-Scholes*:

$$C = SN(d_1) - Ee^{-Rt}N(d_2) \quad (2.5)$$

$$d_1 = \frac{\ln(S/E) + (R + \sigma^2 / 2)t}{\sqrt{\sigma^2 t}} \quad (2.6)$$

$$d_2 = d_1 - \sqrt{\sigma^2 t} \quad (2.7)$$

Keterangan :

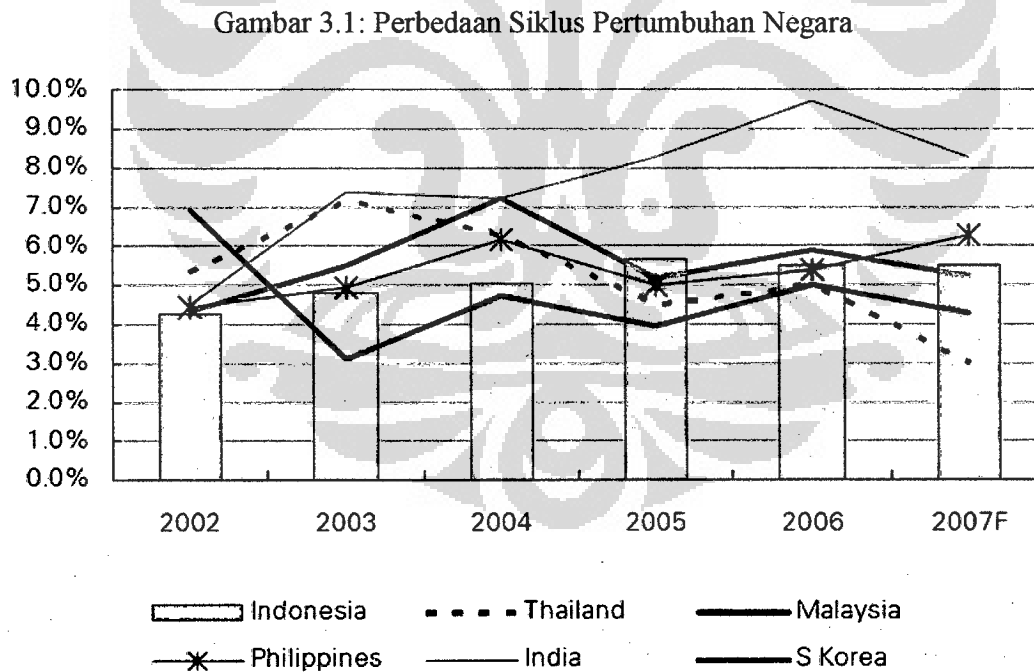
- S = harga saham saat ini , menggunakan nilai pasar aktiva perusahaan
- E = *Strike price* dari *call option*, menggunakan nilai utang (*debt*)
- R = *risk-free rate*, menggunakan SBI
- σ^2 = *variance* dari *stock's investor*, yakni *variance* nilai pasar aktiva
- t = waktu hingga jatuh tempo, menggunakan *debt maturity*

BAB III

ANALISIS EKONOMI MAKRO DAN INDUSTRI

3.1. Trend Positif Ekonomi Makro

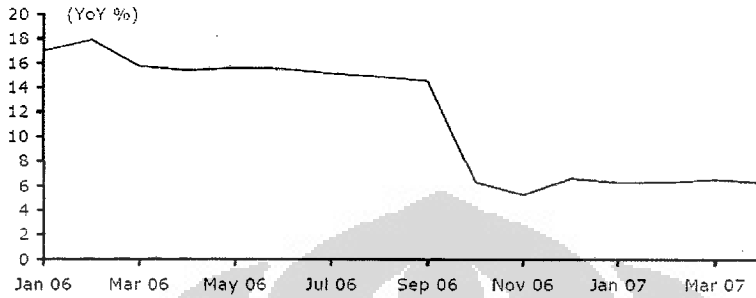
Data yang didapat dari Deutsche Bank, Danareksa, CLSA Asia Pacific Market menunjukkan kondisi ekonomi makro dan industri. Pada paruh pertama 2007, pertumbuhan GDP menunjukkan 6.1%. Hal ini menunjukkan tren positif ekonomi makro. Pada 2008, pemerintah menargetkan pertumbuhan GDP yang lebih baik. Indonesia memiliki siklus GDP yang berbeda dibandingkan dengan negara-negara lain dalam kawasan Asia. Hal tersebut ditunjukkan pada gambar di bawah ini:



Sumber: Deutsche Bank (2007)

Parameter selanjutnya adalah tingkat inflasi. Data menunjukkan tren inflasi yang menurun dan terkendali. Inflasi diharapkan akan berkisar 6%.

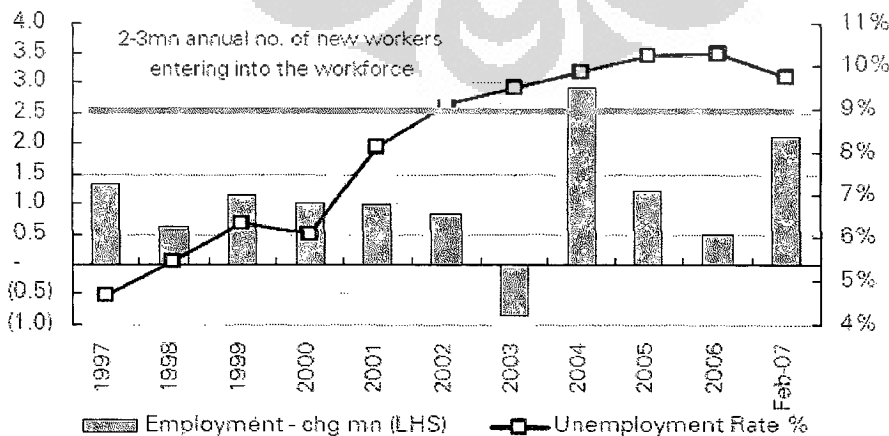
Gambar 3.2: Pergerakan Inflasi



Sumber: Badan Pusat Statistik (2007)

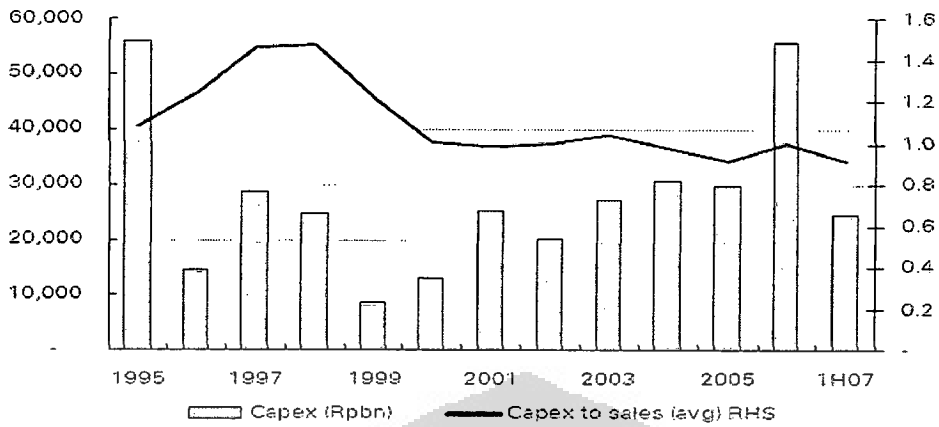
Parameter lain, seperti tingkat pengangguran (*unemployment rate*) juga menurun walaupun kecil. Perbaikan dalam aktivitas investasi telah menjadi salah satu penyebab utamanya. Perusahaan Indonesia telah meningkatkan pengeluaran modal sebesar 86% menjadi US\$ 6 milyar (billion) pada tahun 2006. Pada Paruh pertama tahun 2007, *total capital expenditure (capex)* mencapai US\$ 3 milyar. Data tersebut diberikan pada gambar di bawah ini:

Gambar 3.3: Data Tingkat Pengangguran



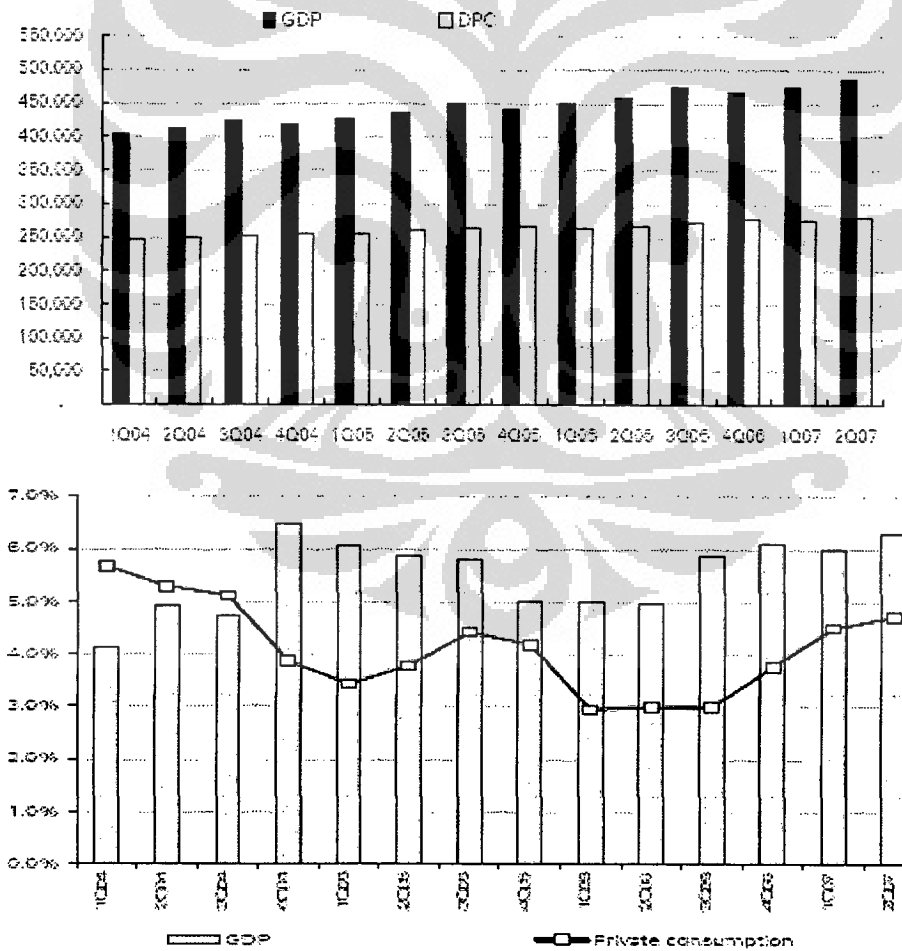
Sumber: Deutsche Bank (2007)

Gambar 3.4: Siklus *Capex*-Pada Trend Pemulihan (*Recovery*)



Sumber: Deutsche Bank (2007)

Gambar 3.5: GDP dan Pertumbuhan GDP (Rptr)

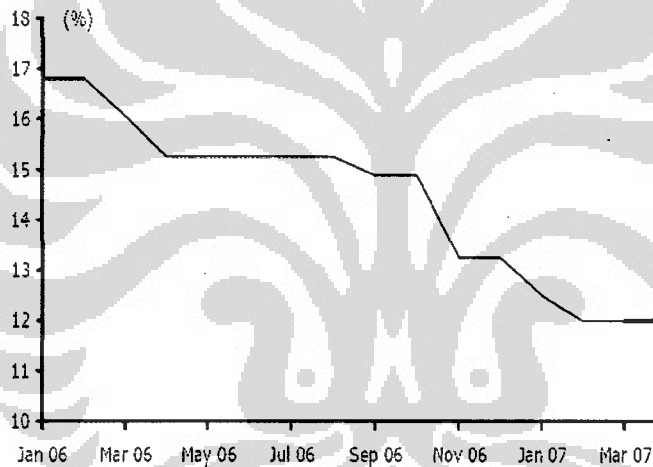


Sumber: Deutsche Bank (2007)

3.2. Mortgage & Property Loan

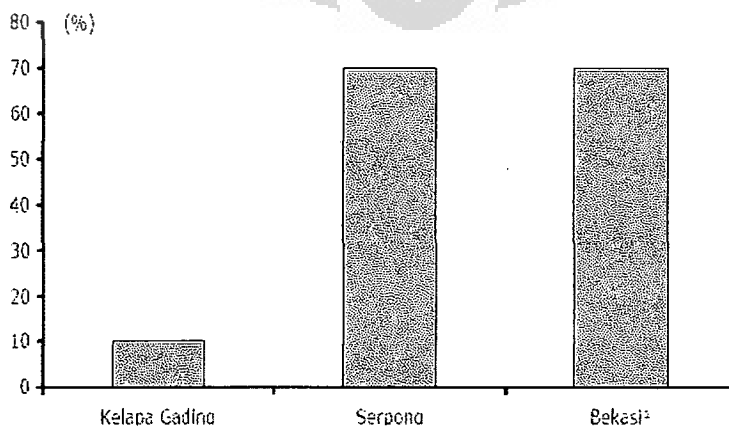
Sebagai sebuah industri yang terkait langsung dengan kondisi makro ekonomi domestik, industri properti sangat bergantung pada tingkat suku bunga bank. Meningkatnya tingkat suku bunga bank akan menurunkan daya beli konsumen dan meningkatkan biaya produksi. Konsumen utama Summarecon adalah segmen menengah dan produk utamanya adalah perumahan. Segmen menengah cenderung sensitif terhadap tingkat suku bunga karena segmen ini mengandalkan *mortgage* untuk kepemilikan rumah.

Gambar 3.6: Penurunan Suku Bunga *Mortgage*



Sumber: CLSA Asia-Pacific Research (2007)

Gambar 3.7: Pengguna *Mortgage* Dalam Konsumen Summarecon



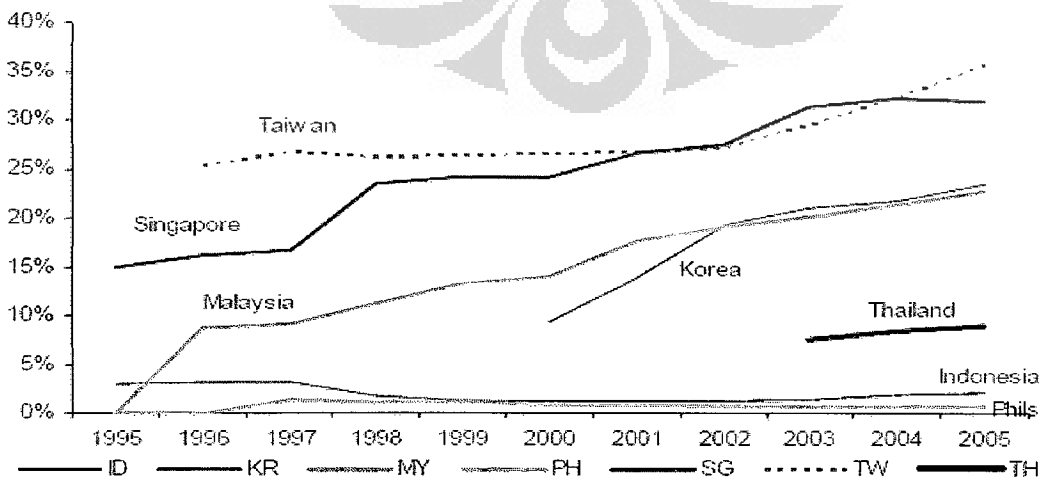
Sumber: PT. Summarecon Agung Tbk. (2007)

Kondisi makro ekonomi beberapa tahun belakangan telah menunjukkan stabilitas, karena itu tingkat suku bunga diharapkan akan terus menurun. Pada semester awal 2007 nilai pembandingan (*benchmark*) *risk-free rate* berubah dari 12,75% menjadi 9%. Para ekonom memprediksikan Bank Indonesia akan terus menurunkan suku bunga SBI hingga 8% dikarenakan inflasi yang terkendali dan Amerika Serikat menurunkan suku bunganya.

Karena itu, permintaan atas *mortgage* akan meningkat. Lebih lanjut lagi, bank akan tetap menyukai memberikan *mortgage* karena jangka waktu *maturity* yang panjang, nilai jaminan (*collateral value*) dan mendapatkan konsumen jangka panjang. Dengan demikian penawaran *mortgage* akan memadai.

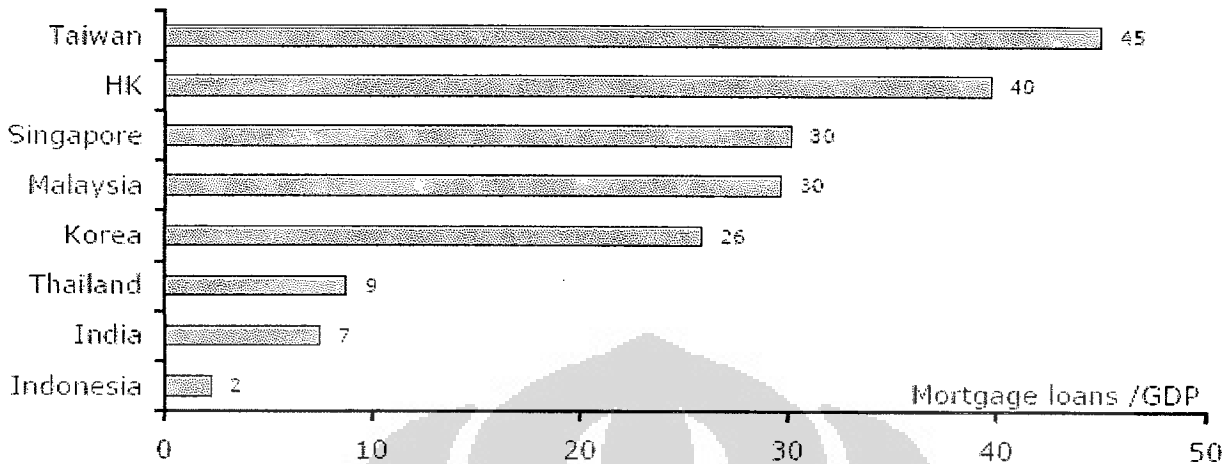
Dalam lima tahun terakhir, telah terjadi percepatan pertumbuhan *mortgage* sehingga *mortgage outstanding* sebesar Rp 56 triliun pada 2005. Namun, tidak terlihat peningkatan yang signifikan dalam rasio *mortgage* terhadap GDP. Tingkat *mortgage* Indonesia termasuk terendah di antara negara-negara kawasan Asia. Pada Kuartal IV 2007, rasio tersebut menunjukkan 2.1%, dibandingkan 1,1 % pada tahun 2000. Berikut adalah gambar perbandingan rasio *mortgage* terhadap GDP.

Gambar 3.8a: Tingkat *Mortgage* Dalam Kawasan Asia Sebagai % GDP



Sumber: Deutsche Bank & CEIC (2007)

Gambar 3.8b: Tingkat *Mortgage* Dalam Kawasan Asia Sebagai % GDP

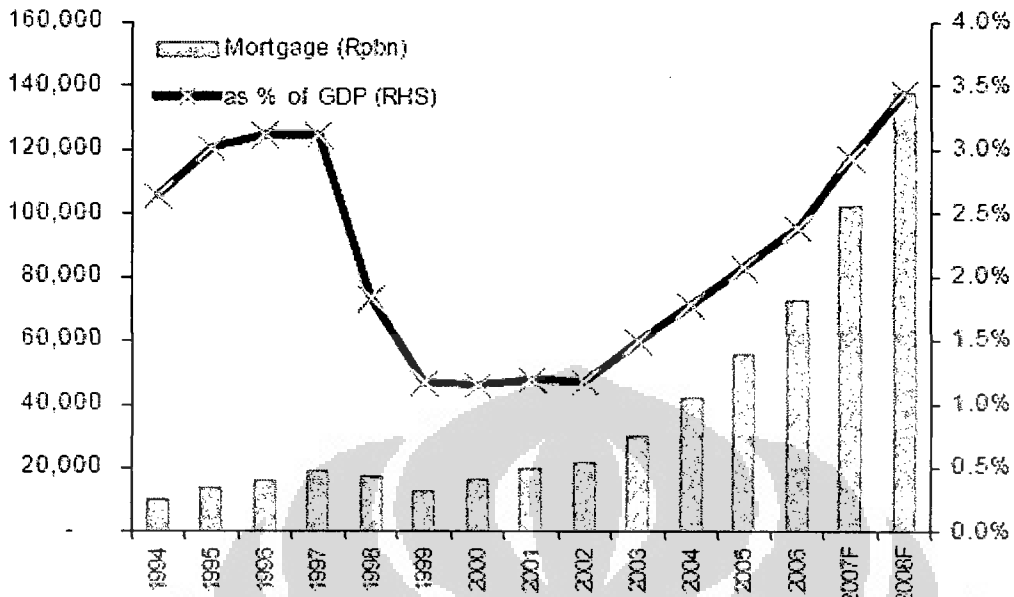


Sumber: CLSA Asia-Pacific Markets (2007)

Mortgage dinilai masih dalam masa-masa awal siklusnya dan sedang dalam masa pertumbuhan. Bahkan, pada lima tahun terakhir (2002-2007) terlihat pertumbuhan *mortgage*. Dengan laju penetrasi *mortgage* yang rendah, maka diperkirakan kebutuhan (*requirement*) terhadap perumahan baru mencapai 25 juta. Jika diasumsikan biaya per rumah 50 juta (US\$ 5,500), maka kebutuhan pendanaan (*financing*) adalah Rp 1,250 triliun (US\$ 137 billion).

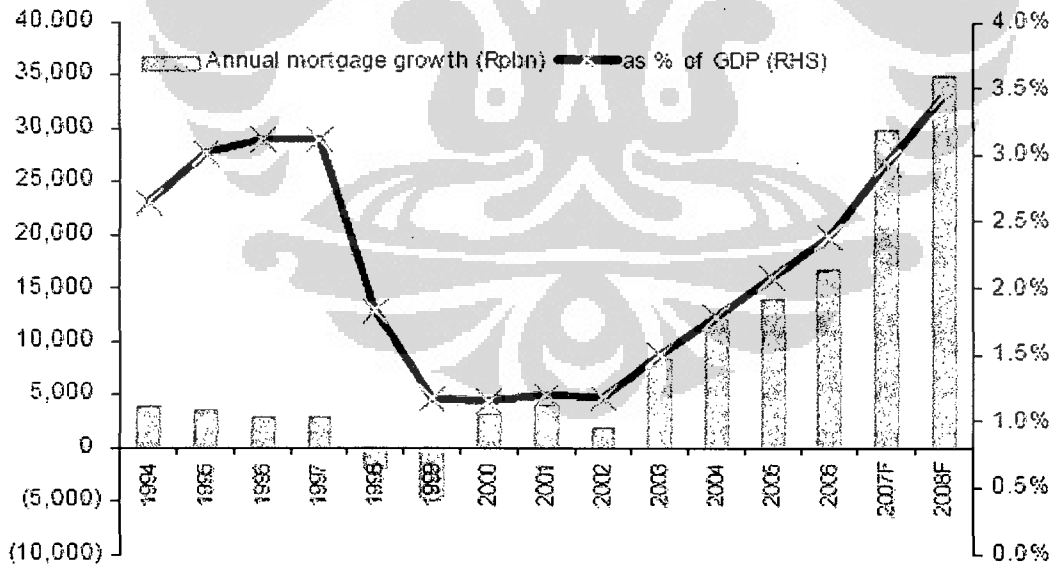
Dalam perkiraan tingkat *mortgage* di atas, hanya diasumsikan bahwa akumulasi pertumbuhan *mortgage* Rp 85 triliun (US\$ 9.3 billion) pada 2008-2010. Jumlah ini hanya merepresentasikan 7% dari *total* kebutuhan pendanaan. Dengan menggunakan tingkat pertumbuhan ini, diperkirakan *outstanding mortgage* berkisar Rp 170 triliun (US\$ 18 billion), menjadi dua kali lipat dalam tiga tahun. Meskipun demikian, tingkat ini hanya merepresentasikan 3.5% proyeksi GDP.

Gambar 3.9: Jumlah *Mortgage Loan Outstanding*



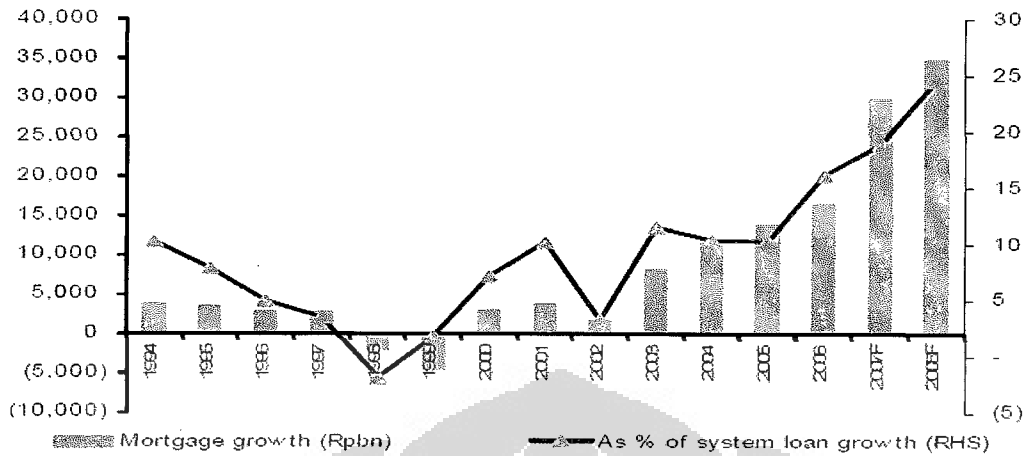
Sumber: Deutsche Bank (2007)

Gambar 3.10: Pertumbuhan *Mortgage Loan*



Sumber: Deutsche Bank (2007)

Gambar 3.11: Pertumbuhan *Mortgage* Sebagai % Pertumbuhan Pinjaman

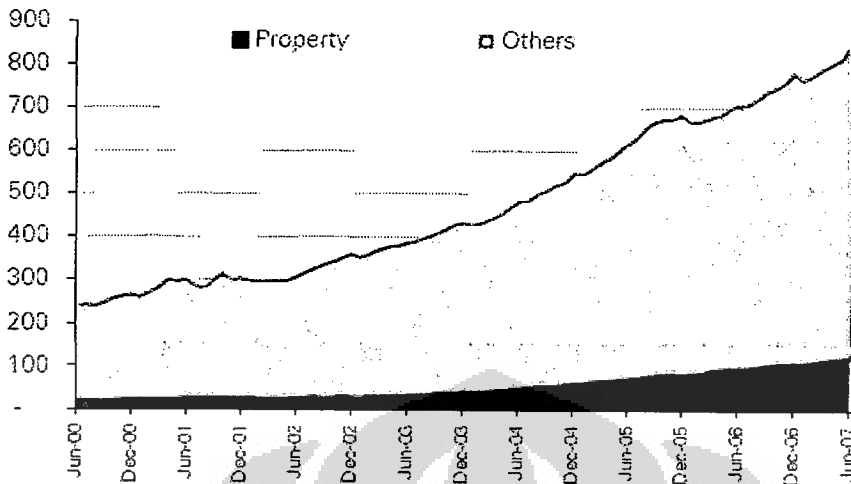


Sumber: Deutsche Bank (2007)

Data dari Bank Indonesia juga menunjukkan bahwa kredit properti (konstruksi, *real estate*, dan *mortgage*) mencapai Rp. 130.9 triliun pada bulan Juni 2007, meningkat dari Rp. 115.4 triliun pada bulan Desember 2006. Ini disebabkan oleh peningkatan GDP dan penurunan suku bunga pembandingan (*benchmark*).

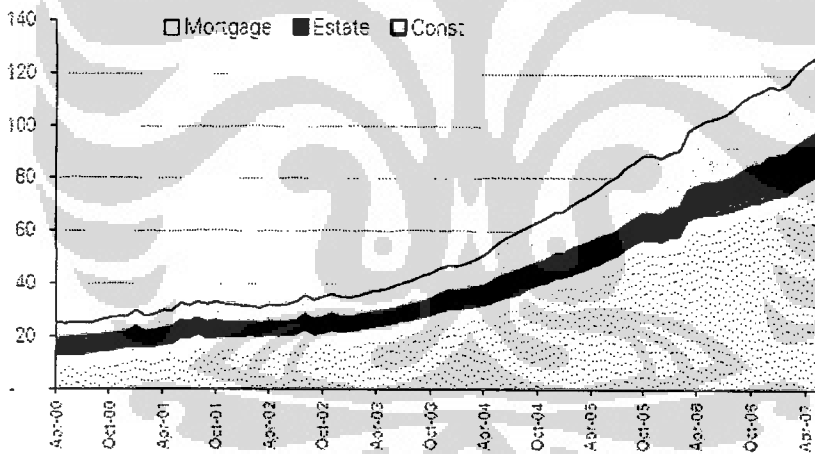
Pada tiga tahun terakhir, kredit properti telah meningkat signifikan. Pada paruh pertama 2007, *property loan* berkontribusi 14.5% dari *total* sistem kredit bank, meningkat dari 13.85% pada Desember 2006. dalam kredit properti, pendanaan *mortgage* dan apartemen telah mencapai Rp 82.5 triliun (63% *total* kredit properti). Penggerak lain adalah perubahan faktor bobot risiko yang dilakukan Bank Indonesia. Bobot risiko berubah dari 50% menjadi 40%. Ini menjadi insentif bagi bank untuk terus meningkatkan kredit properti.

Gambar 3.12: Pinjaman Properti vs *Total* Pinjaman Bank



Sumber: Deutsche Bank (2007)

Gambar 3.13: Detail Komposisi Pinjaman Properti

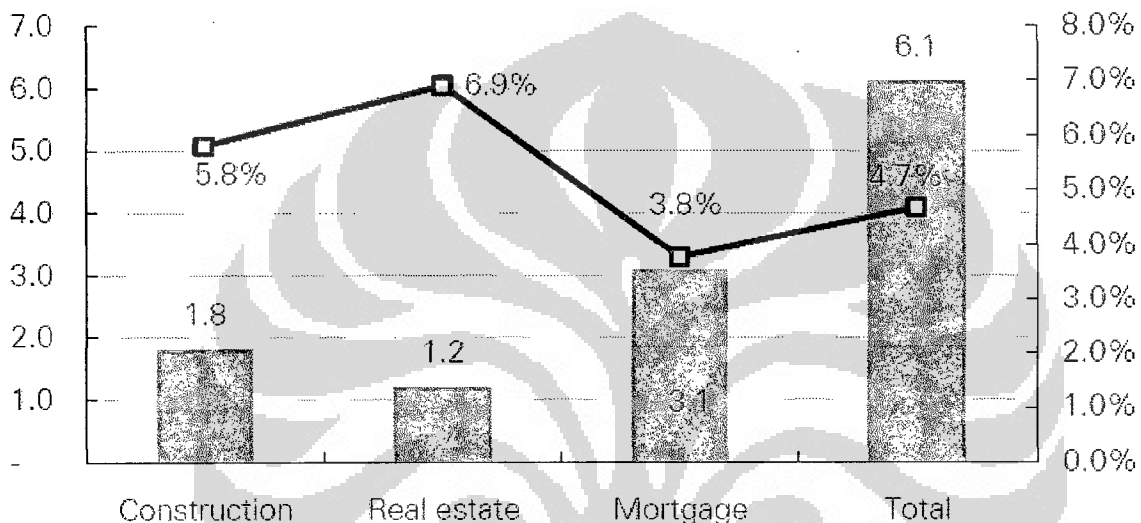


Sumber: Deutsche Bank (2007)

Selain dari itu, krisis *sub-prime mortgage* yang melanda Amerika dinilai berkemungkinan kecil terjadi pada pasar *mortgage* Indonesia. Pasar Amerika menggunakan *mortgage* secara berlebihan akibat budaya konsumtif masyarakatnya, sedangkan masyarakat Indonesia belum mencapai taraf tersebut. Bahkan, dengan laju penetrasi *mortgage* yang rendah, bank masih memberikan pinjaman. Selain itu, rendahnya tingkat *non-performing loan* (NPL) pada kredit properti juga membuat kreditor lebih yakin dalam menyalurkan kreditnya.

Pengaruh krisis *sub-prime mortgage* lebih berupa pengaruh tidak langsung ekonomi makro. Jika kondisi ekonomi Amerika Serikat mengalami sedikit guncangan, maka terasa hingga ke Indonesia karena korelasi dan dependensi yang tinggi. Ketika kondisi Indonesia menurun, baru akan berdampak kepada suku bunga *mortgage* .

Gambar 3.14: NPL Kredit Properti (Rp.tr dan %) Pada Semester I 2007



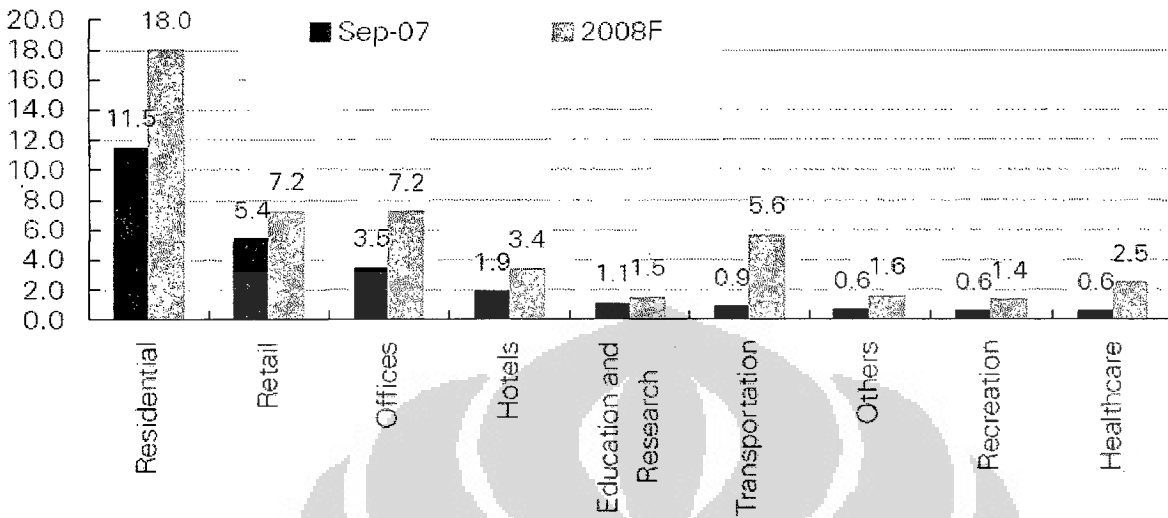
Sumber: Bank Indonesia (2007)

3.3. Peningkatan Aktivitas Konstruksi Perumahan

Pengembang saat ini lebih percaya diri untuk meningkatkan persediaan dalam rangka mengakomodasi *mortgage boom*. *Building and Construction Interchange Asia* memperkirakan *total* proyek properti dan konstruksi infrastruktur di Indonesia mampu mencapai Rp. 48.4 triliun pada tahun 2008, dan perumahan diharapkan dapat menyumbang Rp 18 triliun (38%) dari *total* nilai konstruksi.

Secara geografis, aktivitas konstruksi masih terletak di Jakarta, Bogor, Tangerang dan Bekasi. Pada Kwartal IV 2007, aktivitas konstruksi di daerah Jabotabek mencapai Rp. 10.4 triliun (40%), diikuti oleh Jawa Timur Rp. 3.6 triliun (14%).

Gambar 3.15: Realisasi dan Perkiraan Aktivitas Konstruksi (Rptr)



Sumber: Buiding Construction Interchange Asia (2007)

3.4. Supply Tightness (Kerapatan Persediaan)

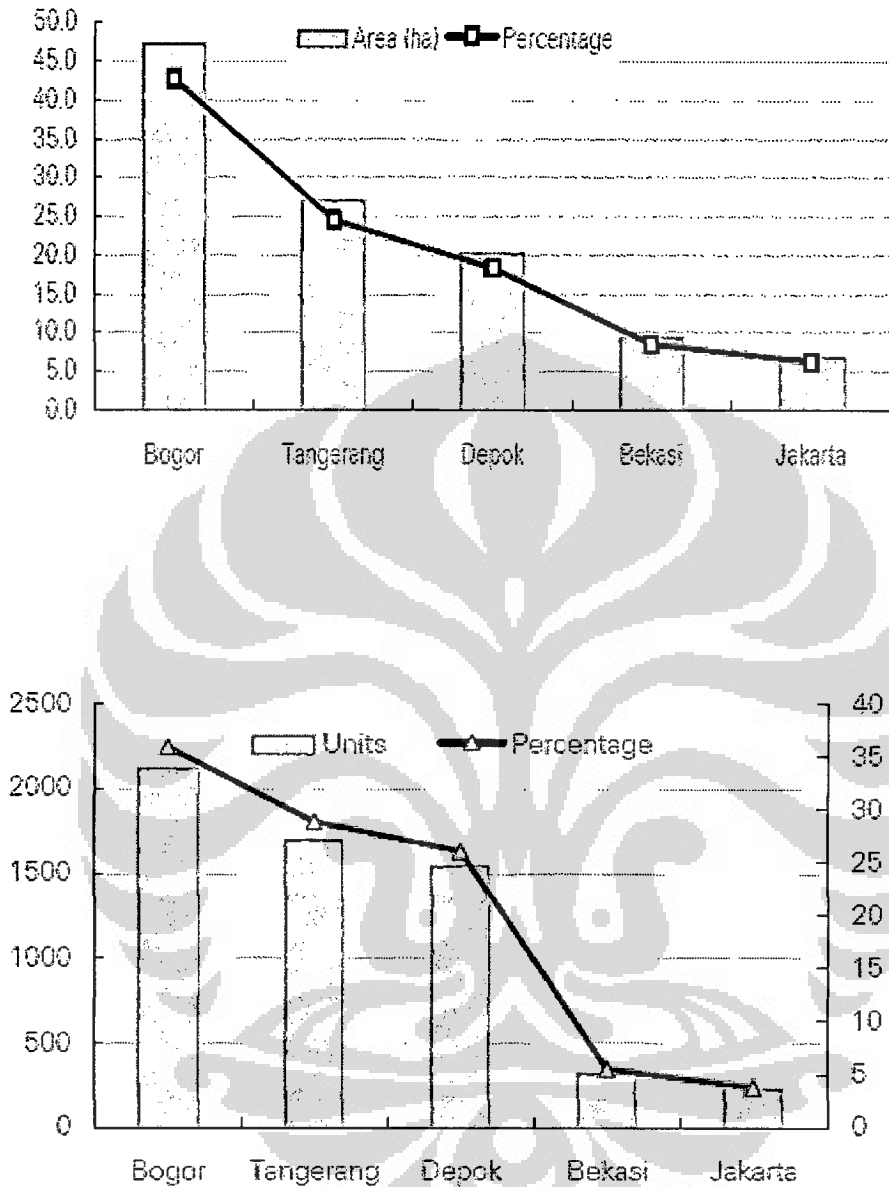
Di Jabotabek (*Greater Jakarta*), para pengembang lebih percaya diri untuk melakukan peluncuran produk baru dan meningkatkan persediaan untuk mengakomodasi *mortgage boom*. Selama Mei dan Juni 2007, terdapat 5,899 persediaan perumahan baru yang dibangun di lahan seluas 110.8 hektar. Perumahan tersebut dibangun di 17 area baru dan terdiri atas 22 *cluster*. Di luar dari persediaan baru, sekitar 5,254 (90%) unit telah diserap.

Tabel 3.1: Persediaan Perumahan Berdasarkan Segmen Pasar

Segments	Criteria	Units	Percentage	Area
Luxury house	Price more than Rp1 bn/unit with minimum area 200sqm	404	6.79%	Mostly from Tangerang (356 units-88.12%)
Middle housings	Rp210mn-995mn (64sqm-195sqm)	3,245	55.07%	Mostly from Bogor (2,017 units-62.16%)
Low-end housings	Rp49mn-205mn (21-45sqm)	2,250	38.14%	Mostly from Tangerang (1,150 units-51.11%)

Sumber: Global Property Study (2007)

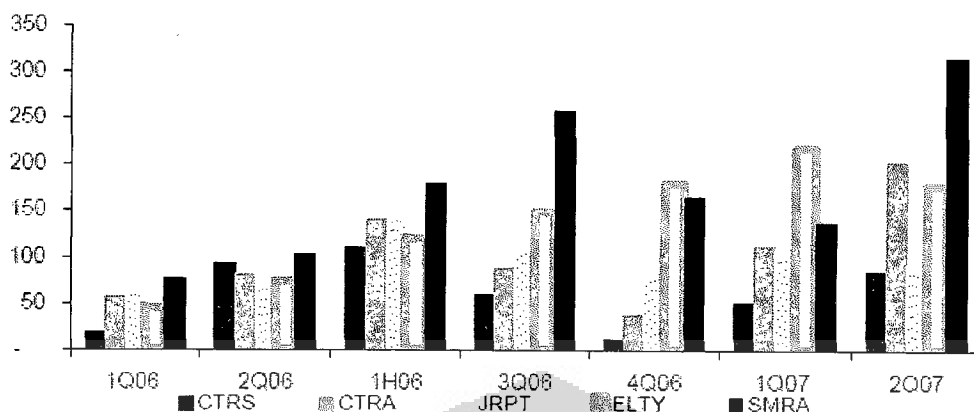
Gambar 3.16: Persediaan Perumahan per Daerah



Sumber: Global Property Study (2007)

Selain itu, trend pemasaran dan penjualan (*marketing sales*) dari beberapa pengembang besar menunjukkan kecenderungan positif. Pada paruh pertama 2007 saja, *total* nilai pemasaran dan penjualan untuk pengembang ini berjumlah Rp. 1.5 triliun (+113% YoY; +40% QoQ).

Gambar 3.17: Pemasaran dan Penjualan per Kwartal untuk Beberapa Pengembang (Rptr)



Sumber: Deutsche Bank (2007)

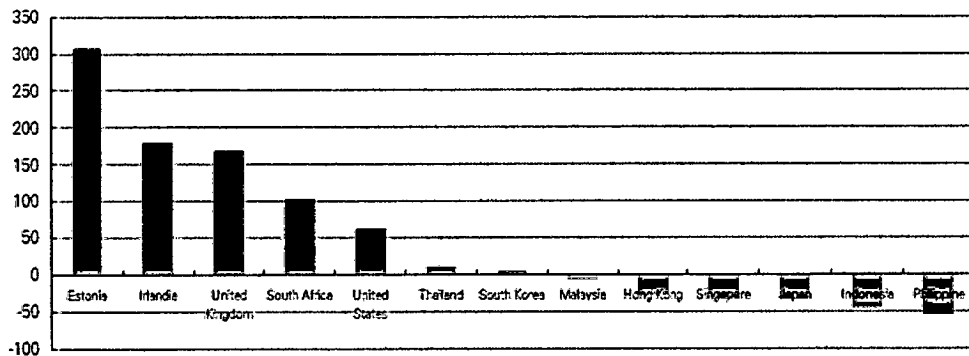
3.5. Harapan Kenaikan Harga

Berdasarkan data dari Bank Indonesia, *index* harga perumahan sebesar 145,91 pada kuartal II 2007, meningkat 1,76% QoQ, lebih tinggi 0,55% dari Kuartal I 2007. Ini menunjukkan kenaikan tahunan harga sebesar 6,7% YoY. Kenaikan harga ini dialami oleh perumahan untuk semua segmen, namun kenaikan yang terbesar terletak pada perumahan untuk segmen menengah, 8,1 % YoY.

Pada daerah Jabotabek, harga perumahan naik 11,2% YoY, melambat dari 12,2% YoY pada kuartal I 2007. Diharapkan Jabotabek tetap menjadi daerah dengan kenaikan harga terbesar di antara kota-kota besar yang dikarenakan oleh meningkatnya aktivitas konstruksi dan urbanisasi. Secara rata-rata, 3 juta penduduk pinggiran (*rural Indonesian*) pindah ke kota, sebagian besar di Jawa.

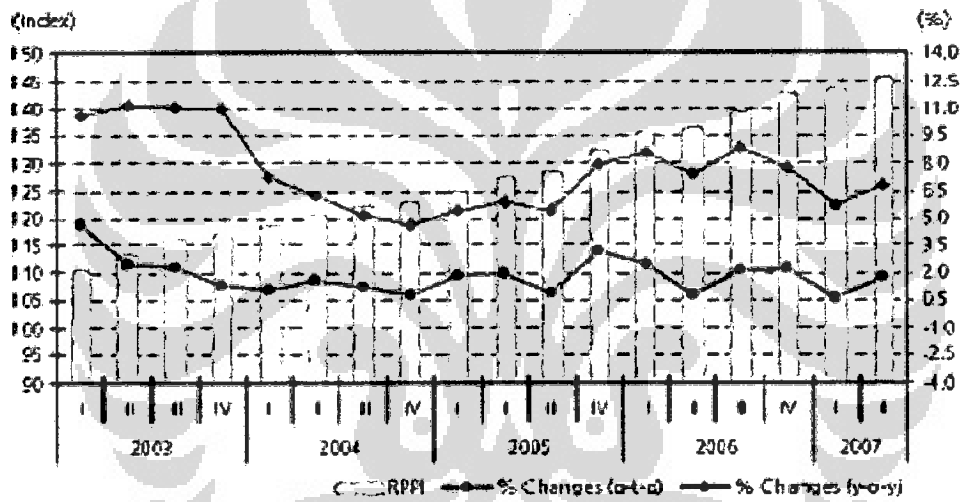
Harga perumahan di Indonesia akan terus membaik, karena masih tergolong rendah dibandingkan negara lain dalam kawasan Asia. Pada periode 1996-2006, harga properti dunia mengalami kenaikan, namun demikian, harga di Asia relatif tertahan. Harga properti perumahan (*residential property*) naik dalam kurs Rupiah, rata-rata harga *residential property* masih terdiskonto 40% (tahun 2006, kurs US\$) dibandingkan tingkat harga sebelum krisis.

Gambar 3.18: Rata-Rata Harga Perumahan , 1996 vs 2006, Dalam US\$



Sumber: Pusat Studi Global Properti (2007)

Gambar 3.19: Index Harga Perumahan



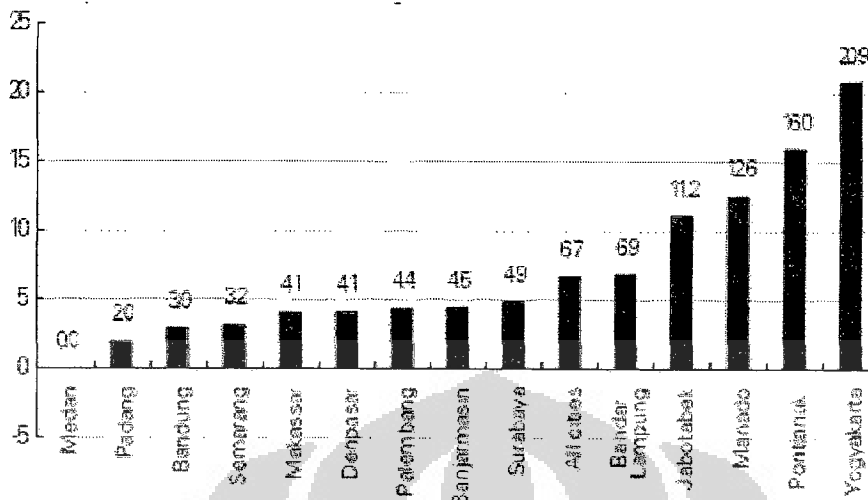
Sumber: Bank Indonesia (2007)

Tabel 3.2: Harga Lot (Tanah) per Distrik (Rpm / sqm)

Jakarta	Rp 9 - 22
Suburban Jakarta	Rp 1.5 - 8
Tangerang	Rp 0.5 - 6
Depok	Rp 0.3- 3.7
Bekasi	Rp 0.6 - 4
Bogor	Rp 0.25 -3

Sumber: Bisnis Indonesia (2007)

Gambar 3.20: Index Harga Perumahan



Sumber: Bank Indonesia (2007)

3.6. Retail Commercial Property

Pada tahun 2005 -2006, terdapat beberapa pusat perbelanjaan (*shopping center*) baru di Jakarta. Pada semester II 2007, tambahan persediaan lahan yang disewakan secara retail (*leased retail stock*) tercatat 206.400 m², sebagian dari pembukaan Summarecon Mall Serpong dan Grand Indonesia. Meskipun demikian, *occupancy* sedikit meningkat 0,92% QoQ menjadi 89,29%.

Meskipun persediaan bertambah dan tekanan persaingan dari *trade centers*, masa depan pusat perbelanjaan modern (*modern retail shopping centers*) menunjukkan tren positif. Tidak seperti kebanyakan *prime retail shopping center* yang memberikan *lease title*, *trade center* memberikan *strata title*. Karena itu, pembeli kios (*kiosk*) lebih bersifat spekulatif, mencari *capital gain* yang tinggi dengan menjual kios di pasar sekunder. Hal ini menghasilkan berlebihnya *trade center* dan menghalangi *capital flow*. Lebih lanjut lagi, telah terlihat pergerakan menuju penjualan retail modern (*modern retailing*) dalam *retail property*

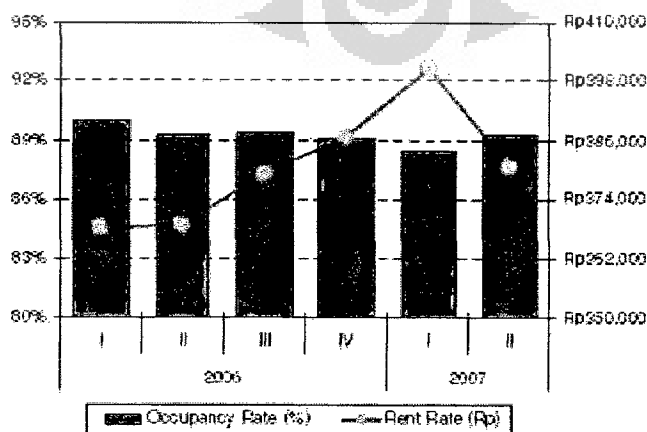
market, seperti Carrefour, Matahari, dan Seibu. Hal ini menjadi penggerak untuk pertumbuhan yang berkelanjutan dalam penjualan *retail modern*.

Pada masa yang akan datang, rental retail diperkirakan mencapai 1.040.000 m². Dalam tiga tahun mendatang (2008-2010) diperkirakan akan ada penambahan persediaan baru sebesar 36.5%. Jabodetabek akan tetap menjadi daerah yang menarik bagi pengembangan bisnis retail karena pertumbuhan ekonomi dan daya beli penduduk lebih tinggi daripada daerah lain.

Walaupun penawaran berlebih, diharapkan *occupancy rate* tetap dalam tingkat yang baik, karena permintaan retail rental didorong oleh pengembangan jaringan retail secara agresif, misalnya oleh Mitra Adi Perkasa (MAPI). Dengan demikian penawaran akan tetap bisa diserap pasar.

Selain itu, faktor kompetisi yang ketat antara *leased retail* dan *hypermarket retailer* yang membuat gedung mereka sendiri dapat membuat pengembang menawarkan *rental rate* yang lebih rendah. Data dari bank Indonesia, *rental rate* telah menurun 4,29% QoQ menjadi Rp.0,38 juta per m² (US\$ 42.2 per sqm). Bagi Summarecon ini akan sedikit mempengaruhi, karena mereka memiliki *captive market* sendiri.

Gambar 3.21: *Occupancy Rate* dan *Rent Rate* Jakarta



Sumber: Bank Indonesia (2007)

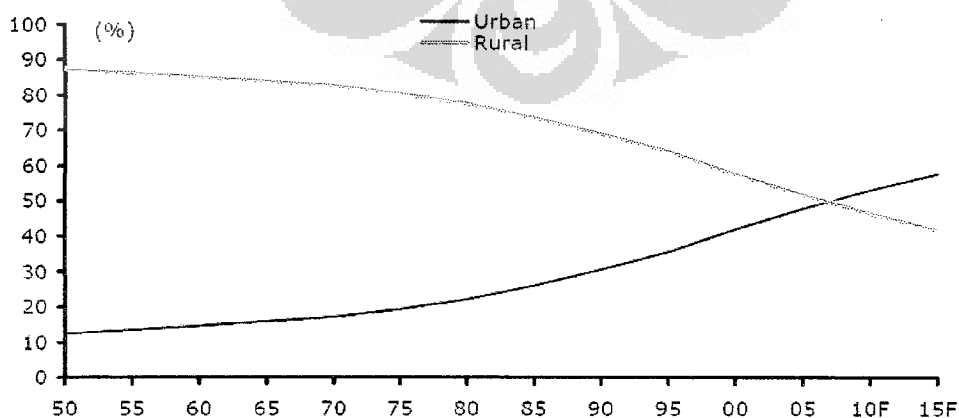
3.7. Urbanisasi

Pada bagian sebelumnya telah dinyatakan bahwa *risk-free rate* mengalami kecenderungan menurun. Hal ini dapat ‘membuka’ akses produk properti terhadap dana yang tersimpan sebesar US\$ 34 milyar (billion). Bahkan walaupun hanya sebagian kecil dari jumlah ini yang didapat, permintaan akan tetap mengalami peningkatan yang besar. *Total revenue* perusahaan tahun 2006 mencapai US\$ 838 juta, kurang dari 1 % dana yang tersimpan tersebut di atas.

Faktor lain yang menjadi penggerak dasar meningkatnya pinjaman konsumen (*consumer lending*) adalah urbanisasi. Data menunjukkan bahwa terdapat manfaat ekonomi dari tiga juta orang yang berpindah ke kota. Perubahan gaya hidup dan pengaruh media telah membuat mereka mengubah pola konsumsinya.

Terkait faktor ini, perumahan merupakan kebutuhan dasar. Dari 60 juta keluarga Indonesia (*Indonesian household*), 85% mempunyai *floor area* 100 m² atau kurang. Sementara itu, jumlah *total* keluarga (*household*) tumbuh sekitar 15% setiap lima tahun. Dengan demikian, pada tahun 2012 jumlah *total* keluarga Indonesia akan tumbuh 9 juta sehingga menjadi lebih dari 68 juta keluarga.

Gambar 3.22: Urbanisasi di Indonesia



Sumber: CLSA Asia-Pacific Market (2007)

Dengan mengasumsikan proporsi ukuran keluarga (*household size*) konstan, maka akan terdapat permintaan perumahan seluas 570 juta m². Ini merupakan jumlah yang besar. Pengembang properti perumahan akan mendapatkan keuntungan dari tren ini. Para pengembang ini memiliki persediaan tanah (*landbanks*) yang belum dinilai kembali (*revalue*). Karena itu, *margin* dan *shareholder return* akan naik.

3.8. Faktor Lainnya

Utang dan risiko kebangkrutan

Industri properti dan *real estate* merupakan industri yang padat modal, mempunyai jangka waktu yang panjang, dan sangat dibatasi oleh *landbanking* (persediaan tanah yang dimiliki oleh pengembangan). Oleh karena itu, industri ini seringkali melibatkan utang (sebagai *leverage*) dalam jumlah yang besar. Di sisi lain, jangka waktu yang panjang menyebabkan tingginya *uncertainty*. Kedua faktor tersebut di atas menyebabkan industri ini tergolong industri yang berisiko tinggi.

Kondisi politik Indonesia, khususnya Jabotabek

Kondisi Indonesia dalam periode 2000-2007 telah menunjukkan perbaikan. Indonesia secara bertahap keluar dari krisis yang melanda pada tahun 1997. Kondisi politik cenderung stabil, diwarnai dengan beberapa Pemilu dan Pilkada. Kebijakan ekonomi yang dikeluarkan pemerintah tidak menyebabkan perubahan yang drastis. Pada tahun 2009, Indonesia akan mengadakan pemilihan umum. Aktivitas ekonomi biasanya melakukan aksi menunggu untuk melihat siapa yang keluar sebagai pemenang dan memetakan kebijakan yang akan berpengaruh selama masa pemerintahan. Diperkirakan para pemain akan melakukan operasinya seperti biasa namun akan mengurangi peluncuran produk baru.

Faktor alam - banjir

Satu faktor yang cukup berpengaruh adalah terjadinya banjir pada kawasan Kelapa Gading pada tahun 2007. Banjir ini diyakini sebagai fenomena lima tahunan, karena itu diprediksikan akan terulang kembali pada tahun 2012. Banjir yang terjadi menjadi ancaman tersendiri bagi PT. Summarecon Agung Tbk. karena dapat memberikan asosiasi negatif bagi *brand* Summarecon.

Superblock

Selain itu, tekanan dari kompetitor dalam industri ini makin besar. Beberapa *megaproject* diluncurkan oleh pengembang lainnya, produk yang terintegrasi (*superblock*) bermunculan dan mungkin menjadi penantang bagi konsep *township* yang diusung PT. Summarecon Agung Tbk. Tidak hanya itu, tekanan kompetisi juga datang dari masuknya beberapa pemain baru dengan kekuatan modal yang besar dan kekuatan politik yang besar pula (contoh: grup Bakrie-Rasuna Epicentrum).

Faktor ekonomi makro dan industri yang telah dipaparkan di sebelumnya akan menjadi dasar analisis. Faktor-faktor tersebut merupakan faktor agregat dan memberikan *systematic risk / benefit* bagi para pemain dalam industri properti dan *real estate*. Faktor yang membedakan kesuksesan satu pemain dengan pemain lainnya merupakan hal yang berbeda. Faktor-faktor domestik PT. Summarecon Agung Tbk. yang menentukan kinerja perusahaan akan diberikan pada bab selanjutnya.

BAB IV

ANALISIS PT. SUMMARECON AGUNG TBK.

4.1. Analisis Perusahaan

4.1.1. Gambaran Umum Perusahaan

PT. Summarecon Agung Tbk. adalah perusahaan pengembang properti. Perusahaan ini didirikan oleh Ir. Soetjipto Nagaria pada 26 November 1975. Perusahaan ini terkenal atas kesuksesannya mengembangkan kawasan Kelapa Gading. Pada mulanya kawasan Kelapa Gading hanya berupa hamparan rawa, saat ini, kawasan tersebut telah berubah menjadi salah satu kawasan bergengsi di Jakarta. Berbagai fasilitas penunjang dibangun di sana, mulai dari pemukiman penduduk, fasilitas sosial, hingga mall dan apartemen.

Pada tahun 1984 PT. Summarecon Agung Tbk. Mendirikan Klub Kelapa Gading. Klub ini merupakan klub olah raga (*sport club*) yang terlengkap dan terbesar di Indonesia pada saat itu. Tahun 1987-1988 PT. Summarecon Agung Tbk. membangun kompleks perumahan eksklusif di Bukit Gading Villa. Pada tanggal 7 Mei 1990, PT Summarecon Agung mencatatkan sahamnya di BEJ dan BES. Sementara itu tahun 1989, mulai membangun Plaza Kelapa Gading yang menjadi cikal bakal Mall Kelapa Gading. Tahun 1991 membangun apartemen pertamanya *Summerville Apartments* beserta Plaza Summarecon yang menjadi kantor pusatnya yang terletak di Jalan Perintis Kemerdekaan.

Saat ini PT. Summarecon Agung Tbk. berekspansi ke kawasan lain, Serpong dan Bekasi. Tidak tanggung-tanggung, perusahaan ini berekspansi dengan mengembangkan kawasan seluas 2000 hektar. Selain mengembangkan kawasan baru, PT. Summarecon Agung Tbk. juga melakukan diversifikasi 'produk' yang dihasilkan. Produknya tidak hanya terbatas

pada perumahan saja, namun juga rumah toko (ruko), mall, apartemen, dan direncanakan akan membangun hotel.

4.1.2. Pioneer Summarecon dan Visi

Pemeran utama dibalik cerita sukses PT. Summarecon Agung Tbk. adalah Ir. Soetjipto Nagaria. Sejak tahun 1970-an Soetjipto telah merintis bisnisnya. Dimulai dengan bisnis rumah untuk ekspatriat Pertamina, terus tumbuh dan menyebar. Tahun 1975, ketika kondisi ekspatriat Pertamina mengalami krisis, Soetjipto mulai merambah ke rumah kecil. Lalu, ia mulai merambah Kelapa Gading dengan rekan-rekannya, H. Zaelani Zein, H. Sjamhudi dan Budi Susanto. Tanggal 26 November 1975, PT. Summarecon Agung resmi berdiri. Kata Summarecon terdiri atas *Summa* (puncak), *real estate* dan *corporation*.

Saat ini PT. Summarecon Agung Tbk. merupakan perusahaan properti nasional dengan transaksi properti 25 triliun per tahun, seperempat transaksi seluruh agen properti nasional. Maka wajar jika banyak analis memandang Summarecon sebagai '*Jewel in the Crown*'.

Visi Summarecon :

“Menjadi *crown jewel* diantara pengembang properti di Indonesia yang secara berkelanjutan memberikan nilai ekonomi yang optimal kepada pelanggan, karyawan, & pemegang saham serta juga berperan dalam menjaga lingkungan dan menjalankan tanggung jawab sosial yang diwujudkan melalui Summarecon Kelapa Gading, Summarecon Serpong dan lainnya.”

Tabel 4.1: Struktur Pemegang Saham Hingga Semester I 2007

Pemegang Saham	%
PT. Semarop Agung	20.08
PT. Sinarmeagah Jayasentosa	6.39
HSBC-Fund Service Clients	6.39
Goldman Sachs London	5.48
Lainnya < 5%	61.66

Sumber: Deutsche Bank (2007)

Pemegang saham 'mewakilkkan' operasional perusahaan pada Dewan Direksi (*Board of Directors*) dan Komisioner (*Board of Commissioners*).

4.1.3. Pemilihan Industri

Corporate strategy terkait dengan pemilihan industri dan posisi relatif perusahaan terhadap perusahaan pesaing. Summarecon telah merintis bisnisnya dalam industri properti. Menurut penuturan sang pendiri yang tertuang dalam buku Hermawan Kartajaya (2005), pemilihan industri ini didasari oleh beberapa faktor, yaitu:

- *Demand* yang besar terhadap perumahan, baik untuk penyewaan maupun pemilikan. Terjadi pergeseran demand dari rumah besar menjadi rumah kecil.
- Konsep *real estate* belum banyak diterapkan di Indonesia.
- Persaingan belum tinggi
- *Supply* untuk *landbanking* masih banyak dan dengan harga yang relatif murah.
- Pemerintah dan pihak swasta lain berencana membangun kawasan Kelapa Gading, antara lain; rencana pembangunan perumahan Paswalpres, gudang beras Bulog, perumahan PT. Bangun Cipta Sarana, perumahan PT Hotel Internasional Indonesia. Selain itu, Senen, kawasan ramai terdekat dari Kelapa Gading sedang tumbuh pesat. Ditambah lagi rencana pembangunan jalan Perintis Kemerdekaan yang akan menghubungkan Senen-Kelapa Gading.

Pemilihan industri mempunyai kontribusi besar dalam *profitability*, mencapai 36% (32% industry, 4% industry segment)². Industri yang dipilih Summarecon merupakan industri padat modal (*capital intensive*) yang memberikan *reward* yang baik. Industri ini akan sangat tergantung kondisi ekonomi makro, ia akan menguntungkan saat perekonomian negara mengalami kondisi yang baik. Selain itu, dinyatakan pula persaingan masih belum tinggi. Kedua faktor di atas menunjang pemilihan industri yang dilakukan Summarecon.

4.1.4. Brand Summarecon

Summarecon adalah salah satu pengembang properti Indonesia yang ternama. Summarecon memiliki catatan (*track record*) selama 30 tahun dalam bisnis ini. Tipikal *model* bisnis yang dilakukan oleh Summarecon adalah mendapatkan lahan yang luas (*large block*) yang belum diolah dan terletak pada lokasi yang strategis atau memiliki akses transportasi yang baik. Kemudian lahan tersebut akan diolah menjadi perumahan. Summarecon secara konsisten telah memberikan produk kepada konsumen sesuai dengan janjinya dan juga konsisten dalam memenuhi targetnya.

Summarecon merupakan *brand* yang memberikan janji untuk selalu menghasilkan produk yang berkualitas, lebih dari sekedar perumahan. Fasilitas penunjang seperti jalan raya yang luas menjadi ciri produknya. Summarecon selalu memiliki visi jangka panjang, bagi perusahaan dan bagi konsumennya. Janji yang bertahun-tahun dilaksanakan ini menjadi nilai tersendiri dimata konsumen. Saat ini, konsumen memiliki citra dan asosiasi baik terhadap *brand* Summarcon. Karena itu Summarecon tidak harus mengedukasi pasar sedetail kebanyakan *brand* yang lainnya. Kepercayaan yang ada telah membuat jalan pintas bagi konsumen dalam memilih produk dari Summarecon.

Brand Summarecon juga diperkuat dengan adanya properti komersial, khususnya Mal Kelapa Gading. Kepopuleran mal ini mengangkat *brand* Summarecon lebih tinggi lagi. Memang, salah satu strategi perusahaan dalam menunjang kesuksesan bisnis propertinya adalah membangun hunian komersial (*commercial development*) yang kuat dalam daerah perumahan untuk menarik masyarakat (*crowds*) sehingga dapat menyediakan sumber pemasukan berulang (*recurring source of income*). Summarecon telah membuktikan kepiawaiannya dalam hunian komersil melalui kesuksesan yang diraih Mal Kelapa Gading. Strategi ini juga membuka jalan bagi kenaikan harga properti.

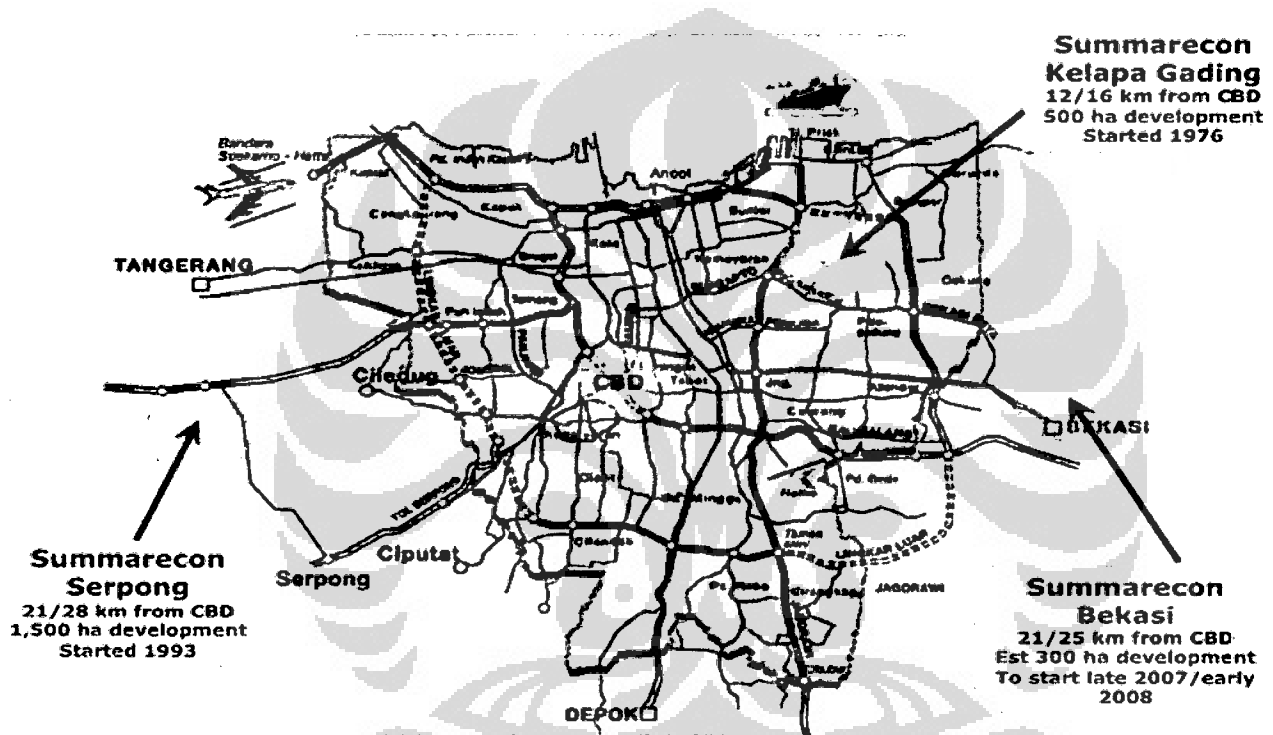
Summarecon juga secara aktif mengontrol waktu peluncuran produknya untuk memastikan penyerapan pasar. Untuk membatasi penawaran yang berlebih (*abundant supply*) dari pasar sekunder, Summarecon meningkatkan penjualan pada pengguna utama (*primary end-user*) dan menghindari penjualan tanah kepada para spekulator dengan memberikan denda (*penalty*).

Saat ini, Summarecon memiliki tiga daerah utama; Kelapa Gading, Serpong dan Bekasi. Tiap daerah tersebut ditujukan untuk segmen pasar yang relatif berbeda. Kelapa Gading adalah salah satu perumahan yang dikembangkan paling lama di Jakarta. Kelapa Gading menjadi perintis konsep perumahan yang terintegrasi dengan hunian komersial, konsep *integrated township*. Kelapa Gading terletak 15 km dari pusat bisnis (*central business district, CBD*) dan bisa dicapai dengan berbagai mode dan jalur transportasi. Kelapa Gading memiliki lahan seluas 500 ha dan lahan yang telah dikembangkan seluas 460 ha.

Untuk mereplikasi kesuksesan Kelapa Gading, Summarecon sedang telah mulai mengembangkan kawasan Serpong sejak 1993 dan telah memiliki lahan lebih dari 1500 ha. Tidak seperti Kelapa Gading, Summarecon merencanakan untuk mengalokasikan hanya 10% area untuk tujuan komersil (*commercial purposes*).

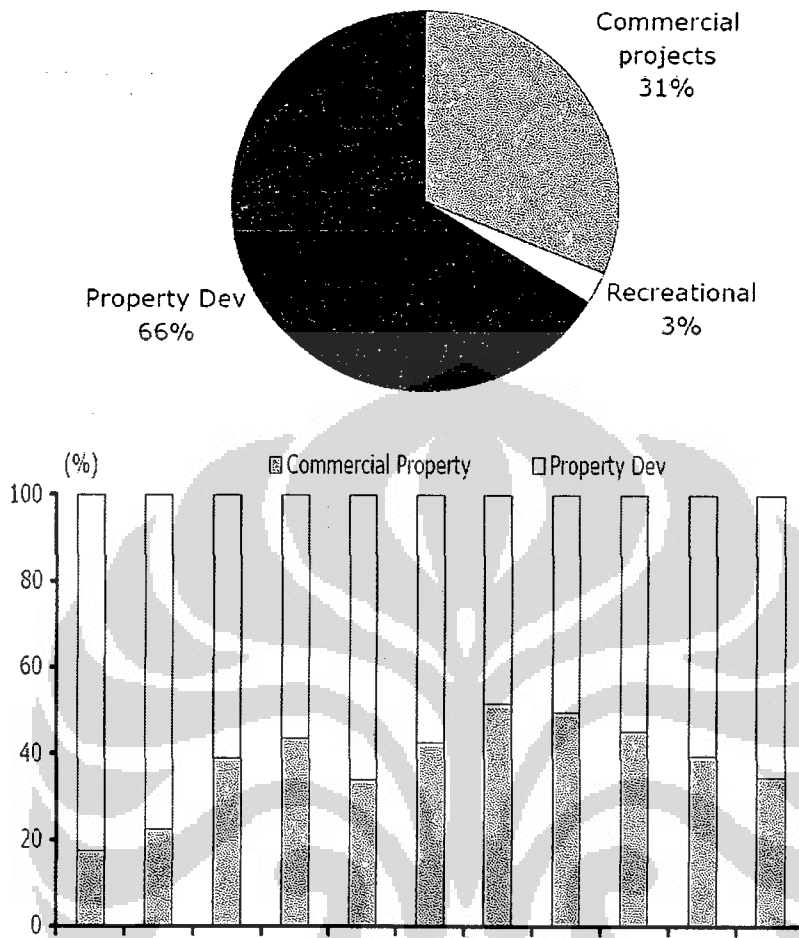
Residential township yang paling baru dikembangkan Summarecon adalah di Bekasi, sekitar 21-25 km dari pusat bisnis Jakarta. Proyek Summarecon ini secara *total* direncanakan berdiri di atas lahan seluas 300 ha, 30% ditujukan untuk aktivitas komersial. Dalam tahun 2008, Summarecon berencana mulai membangun 3 *cluster* yang masing-masingnya seluas 5 ha. Penjelasan lebih lanjut mengenai ketiga kawasan ini diberikan pada sub bab berikutnya.

Gambar 4.1: Lokasi Tiga *Township* Summarecon



Sumber: Presentasi Perusahaan (2007)

Gambar 4.2: Proporsi *Revenue* Summarecon



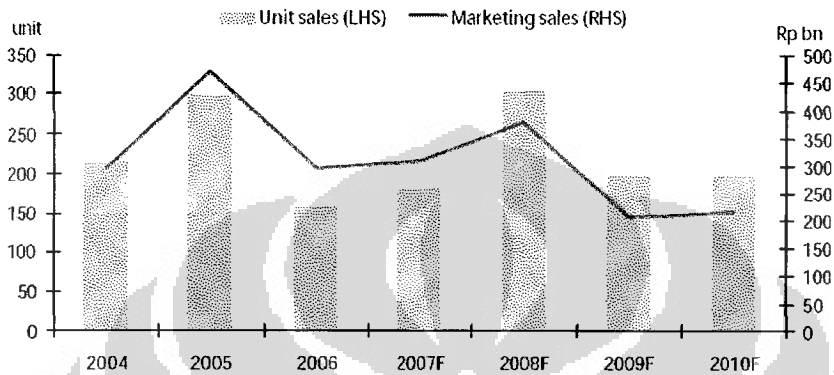
Sumber: *CLSA Asia-Pasific Market* (2007)

4.1.5. Summarecon Kelapa Gading

Pembangunan Kelapa Gading dimulai 1976 pada lahan 500 ha. Sekarang, Kelapa Gading telah ditempati oleh 30.000 rumah tinggal (*residential houses*), 2.000 toko (*shoplots*), dan 1.356 unit apartemen. Daerah komersil menduduki 40% keseluruhan area. Sisa persediaan tanah di Kelapa Gading hanya 42.5 ha dan direncanakan 25 ha akan dikembangkan. Tahun 2008 akan dikembangkan 20 ha untuk 4 *cluster* baru. Berarti sisa lahan hanya 5 ha. Walaupun demikian, Summarecon memiliki potensi untuk membeli lahan 80 ha. Akuisisi tanah akan dilakukan secara bertahap (*progressive*). Dengan mengasumsikan 5 ha

tanah diakuisisi setiap tahunnya dan penjualan sekitar 200 unit per tahun maka persediaan tanah akan memadai untuk 20 tahun mendatang.

Gambar 4.3: Penjualan



Sumber: PT. Summarecon Agung Tbk. (2007)

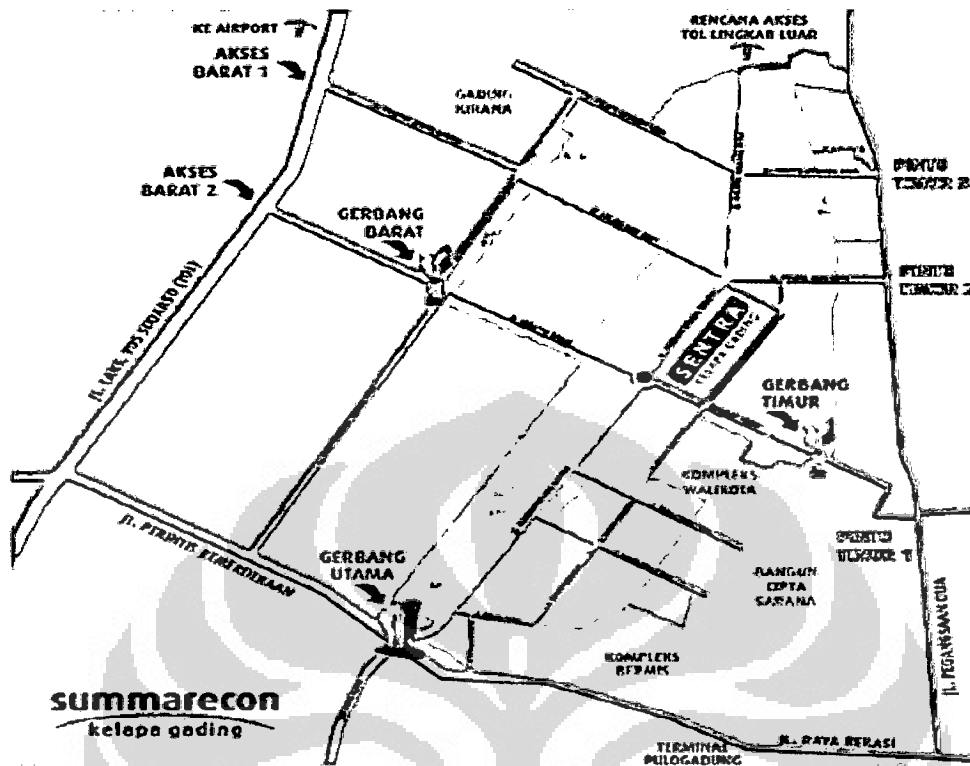
Tabel 4.2: Permintaan Kelapa Gading

Clusters	Types	Units	Avg price/unit (Rp bn)	Launched	Sales status
Gading Park View	Residential	142	1.6	Jul-05	100%
Gading Park View	Commercial	38	1.8	Sep-04	100%
Royal Gading Mansion	Residential	126	1.9	Mar-05	98%
Kew Gardens Residence	Residential	18	2.5	Apr-06	94%
Riviera Plaza	Commercial	19	1.0	Sep-06	74%
Riviera Gardens	Residential	58	1.1	Apr-07	78%
Royal Gading Square	Commercial	41	1.2	Jun-07	71%
Gading Eight	Residential	16	1.9	Sep-07	100%
Nirwana	Residential	48	1.5	Nov-07	50%

Sumber: PT. Summarecon Agung Tbk. (2007)

Harga jual tanah rata-rata antara Rp. 5 juta-Rp. 8 juta per m², tergantung lokasi. Harga lahan akan terus meningkat karena permintaan yang tinggi. Selain itu *product mix* juga mempengaruhi harga lahan. Jika perusahaan mengubah *product mix*-nya, maka harga dapat meningkat lebih tinggi karena *margin* untuk *commercial cluster* dan *landplots* lebih tinggi.

Gambar 4.4: Peta Kelapa Gading



Sumber: Presentasi perusahaan (2007)

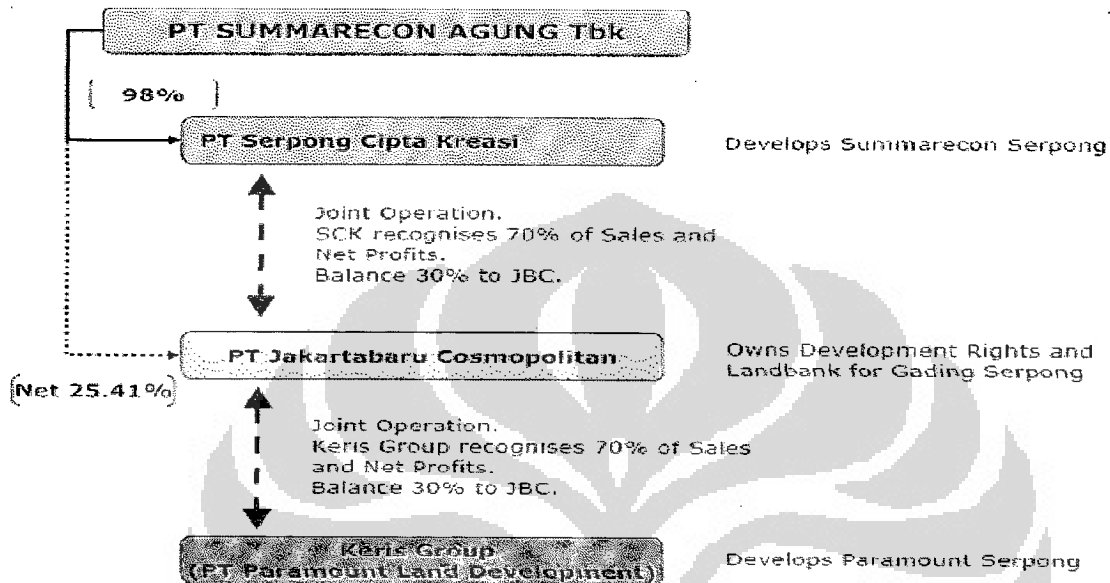
4.1.6. Summarecon Serpong

Pembangunan perumahan dimulai pada tahun 1993 pada lahan 1.500 ha di bawah nama Gading Serpong. Pada 2004, ia dipisahkan untuk membentuk Summarecon Serpong dengan daerah pengolahan 400 ha.

Serpong menjadi kawasan yang diminati kalangan pendapatan menengah (*middle-income*), karenanya banyak pengembang yang melakukan bisnisnya di sana sehingga persaingan terasa ketat. Meskipun demikian, permintaan cukup tinggi. Saat ini terdapat di Summarecon Serpong terdapat 7.000 rumah tinggal, 950 toko (*commercial shop lots*), 800 lahan perumahan (*residential land lots*) dan fasilitas lainya seperti lapangan golf, klub olahraga (*sports club*) dan sebuah pusat perbelanjaan modern. Penjualan pada September

2007 menunjukkan jumlah Rp. 467 milyar atau 111.9% target internal untuk tahun 2007 dan meningkat 52.6% YoY.

Gambar 4.5: Struktur Perusahaan



Sumber: Presentasi perusahaan (2007)

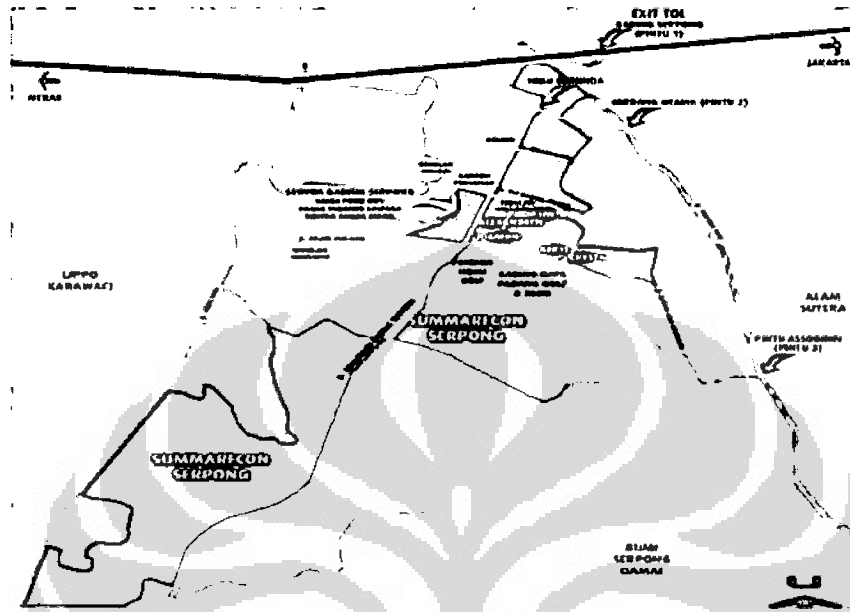
Pembagian lahan perumahan dan komersil adalah 80 : 20. Rata-rata harga jual tanah yang telah dikembangkan adalah Rp. 2.5 juta per m². dengan biaya akuisisi (*acquisition cost*) Rp. 150.000 per m² dan biaya pengelolaan (*development cost*) Rp. 500.000 per m². Sebagian besar penjualan dilakukan dengan *mortgage*. Harga perumahan diharapkan meningkat karena:

- Akses baru, *underpass*
- Tingkat suku bunga *mortgage* yang lebih rendah sehingga permintaan meningkat

Kawasan Summarecon Serpong telah menjadi salah satu kawasan sekitar Jakarta dengan pertumbuhan tercepat. Peluncuran *cluster* baru seperti *Topaz* dan *Aquamarine* memperkuat pernyataan ini. PT. Summarecon Agung Tbk. Telah mengembangkan 200 ha dari 1000 ha yang berhak dikembangkannya. Perusahaan juga masih memiliki kesempatan

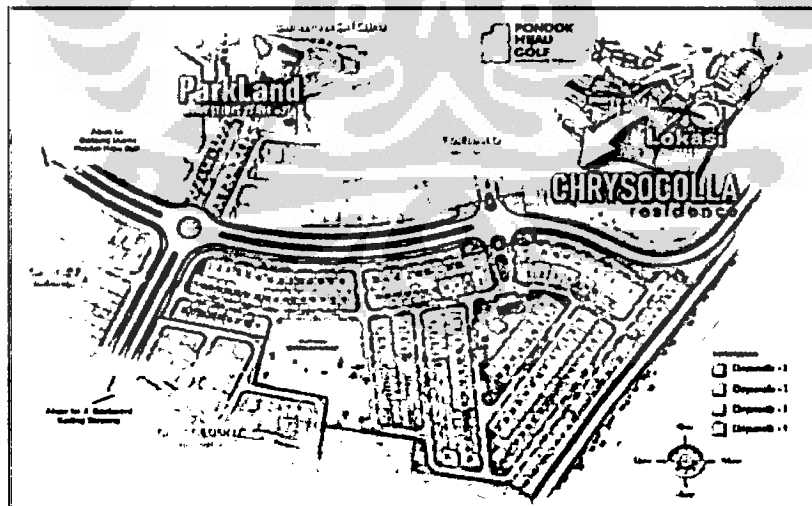
untuk mendapatkan lahan 331 ha. Jika perusahaan mengakuisisi 30 ha per tahun maka akan terdapat cukup landbanks bagi penjualan hingga 26 tahun mendatang.

Gambar 4.6: Daerah Pengembangan Serpong



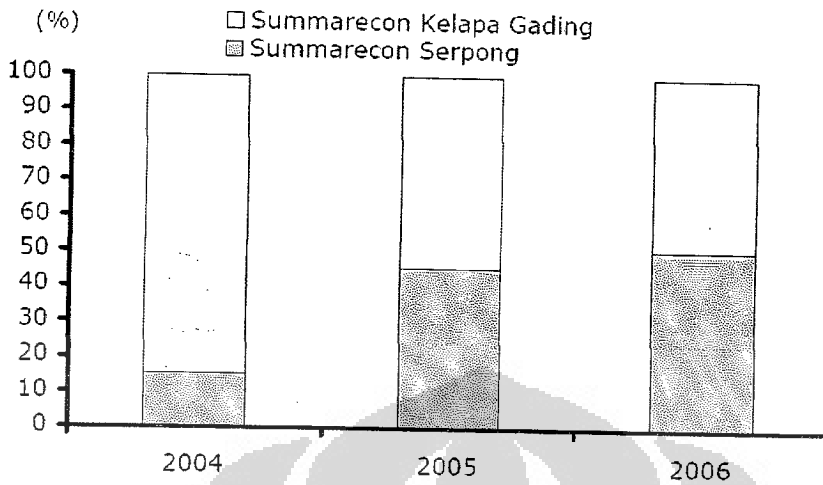
Sumber: Presentasi Perusahaan (2007)

Gambar 4.7: Kluster Serpong



Sumber: Presentasi Perusahaan (2007)

Gambar 4.8: Proporsi Marketing Sales Summarecon Kelapa Gading dan Serpong

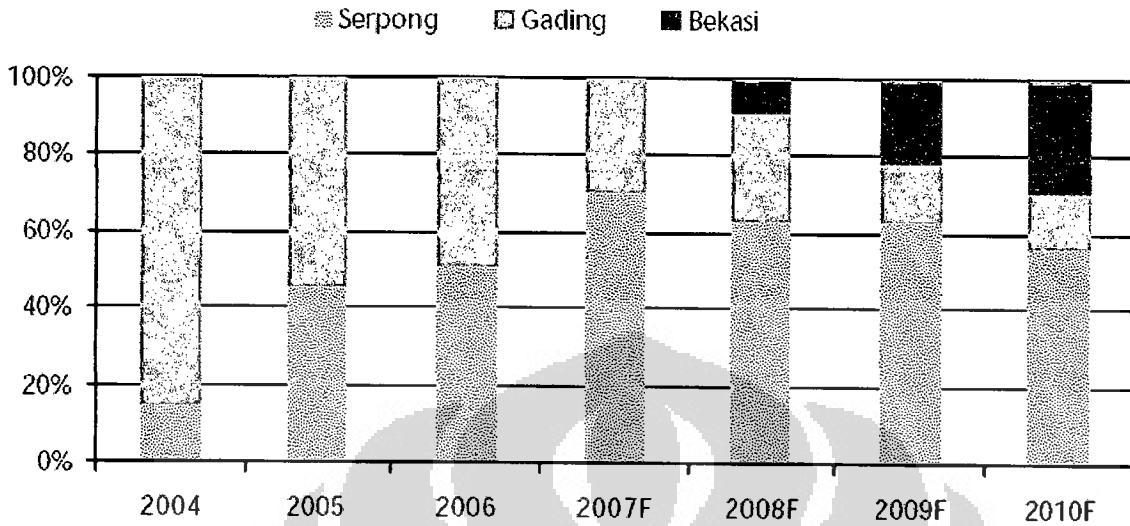


Sumber: CLSA Asia-Pacific Market (2007)

4.1.7. Summarecon Bekasi

Bekasi adalah kabupaten dengan jumlah penduduk 2 juta orang. Daerah komersilnya terdiri atas aktivitas industri dan perdagangan. Summarecon telah mendapatkan 170 ha dan berencana mendapatkan 130 ha lagi. Konsep *township* bekasi akan lebih condong seperti Kelapa Gading daripada Serpong. Maksudnya, proporsi daerah komersial akan lebih banyak dibandingkan Serpong. Hal ini dikarenakan besarnya aktivitasnya industri di sana. Rata-rata biaya akuisisi adalah Rp. 45.000 per m², namun harganya sekarang telah menjadi Rp. 100.000-Rp. 300.000 per m². Summarecon segera menyelesaikan akuisisi lahan karena harga lahan akan melonjak menjadi Rp. 500.000 per m² setelah pengembangan dimulai. Untuk meningkatkan nilai lahan, Summarecon berencana membuat jalan (*elevated road*) menuju lokasi. Selain itu, terdapat potensi pembangunan akses jalan tol Becakayu (Bekasi, Cakung, Kampung Melayu).

Gambar 4.9: Kontribusi Pendapatan

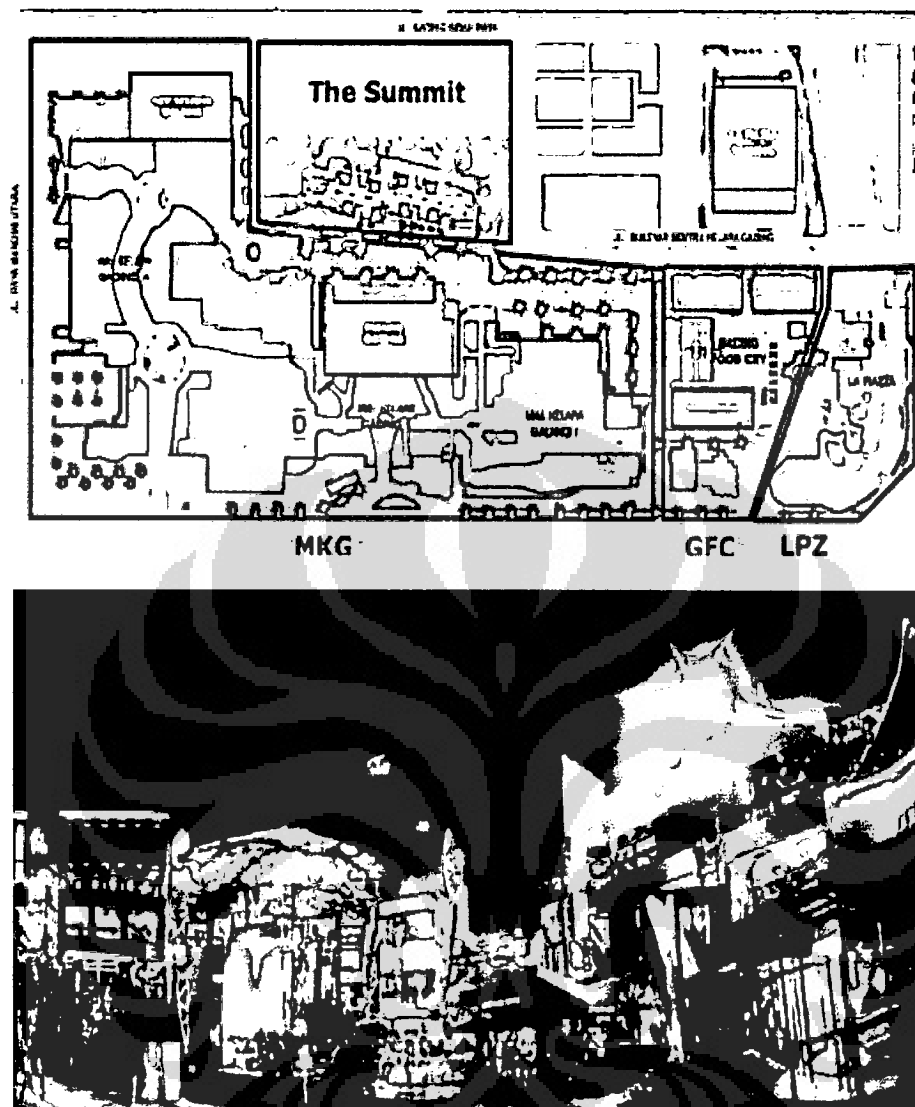


Sumber: PT. Summarecon Agung Tbk. dan Danareksa Sekuritas (2007)

4.1.8. Sentra Kelapa Gading

Sentra Kelapa Gading diresmikan pada tahun 1990 dan menjadi mal modern (*modern retail mall*), Mal Kelapa Gading (MKG) pada tahun 2003. Tahun 2007, MKG telah berkembang menjadi mal seluas 147.000 m². dengan NFA 103.380 m². Terdapat 600 tenant yang menempati 85.800 m² dan menghasilkan 99% *occupancy rate*. Lalu lintas pendatang (*traffic flow*) pada tahun 2006 adalah 2 juta orang. *Anchor tenant* yang ada adalah Sogo dan *Star Department Store*. Di masa mendatang, Summarecon berencana membangun hotel bintang tiga, 300 kamar dengan biaya konstruksi Rp. 150 milyar.

Gambar 4.10: Sentra Kelapa Gading



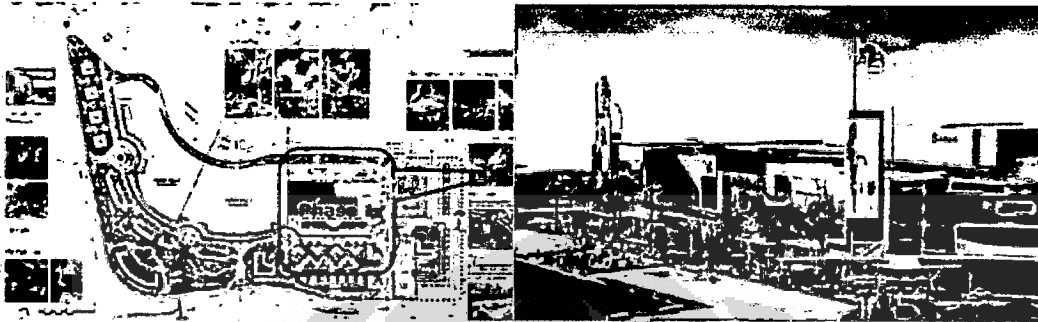
Sumber: Presentasi Perusahaan (2007)

4.1.9. Summarecon Mall Serpong

Merupakan *prime retail mall* pertama di kawasan tersebut. Dibangun pada lahan 17 ha dan dengan *total* luas 150.000 m². Tahap 1 mulai beroperasi tanggal 28 Juni 2007 dengan 34.000 m² area yang disewakan (*leased area*). Tahap 2 dan 3 akan dikembangkan dalam jangka waktu 10 tahun ke depan. Tenant antara lain adalah *Farmers Market*, *Star Dept Store*, *Gading XXI Cineplex*, *Time Zone*, *Gramedia*, dan *Agis*. Sebagai insentif kepada *tenant*,

Summarecon berencana memperkenalkan sistem bagi hasil (*revenue sharing system*) daripada biaya sewa tetap (*flat rental charges*).

Gambar 4.11: Area Komersial Serpong



Sumber: Presentasi Perusahaan (2007)

4.2. Analisis DuPont System

Analisis DuPont adalah suatu analisis menyeluruh yang mencakup rasio aktivitas dan margin keuntungan atas penjualan dan menunjukkan bagaimana rasio-rasio ini saling mempengaruhi untuk menentukan *profitabilitas* aktiva yang dimiliki perusahaan. Tujuan dari analisis DuPont adalah untuk mengetahui sejauh mana efisiensi perusahaan dalam menggunakan dananya.

Rasio *investor on equity* (ROE) adalah pengukuran dari tingkat pengembalian kepada pemegang saham. Dekomposisi ROE menjadi beberapa faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan disebut sebagai sistem DuPont.

$$ROE = \frac{NetIncome}{Sales} \times \frac{Sales}{TotalAsset} \times \frac{TotalAsset}{StockholderEquity} \quad (4.1)$$

$$ROE = ROA \times EquityMultiplier$$

Dekomposisi tersebut memberikan beberapa rasio yang dapat digunakan untuk analisis fundamental.

$$ROE = Tax\ burden \times Interest\ burden \times Margin \times Turnover \times Leverage \quad (4.2)$$

Yaitu:

- *Tax Burden* : $Net\ profit \div Pretax\ profit$. Ini adalah proporsi dari laba bersih perusahaan dibandingkan laba sebelum pajak.
- *Interest Burden*: $Pretax\ Profit \div EBIT$. Rasio ini akan bernilai 1.00 (satu) untuk perusahaan yang tidak memiliki hutang atau *financial leverage*.
- *Return on Sales (ROS)* atau *Operating Profit Margin* : $EBIT \div Sales$. Ini adalah rasio laba operasional dibandingkan dengan penjualan yang dibukukan.
- *Asset Turnover (ATO)* : $Sales \div Assets$. Rasio antara penjualan dengan *asset* yang dimiliki
- *Leverage Ratio* : $Assets \div Equity$, ini adalah pengukuran *financial leverage* dari suatu perusahaan.

Dekomposisi ROE dapat juga menjadi:

$$ROE = Tax\ burden \times ROA \times Compound\ leverage\ factor \quad (4.3)$$

$$Investor\ on\ assets\ (ROA):\ Investor\ on\ sales \times Asset\ turnover \quad (4.4)$$

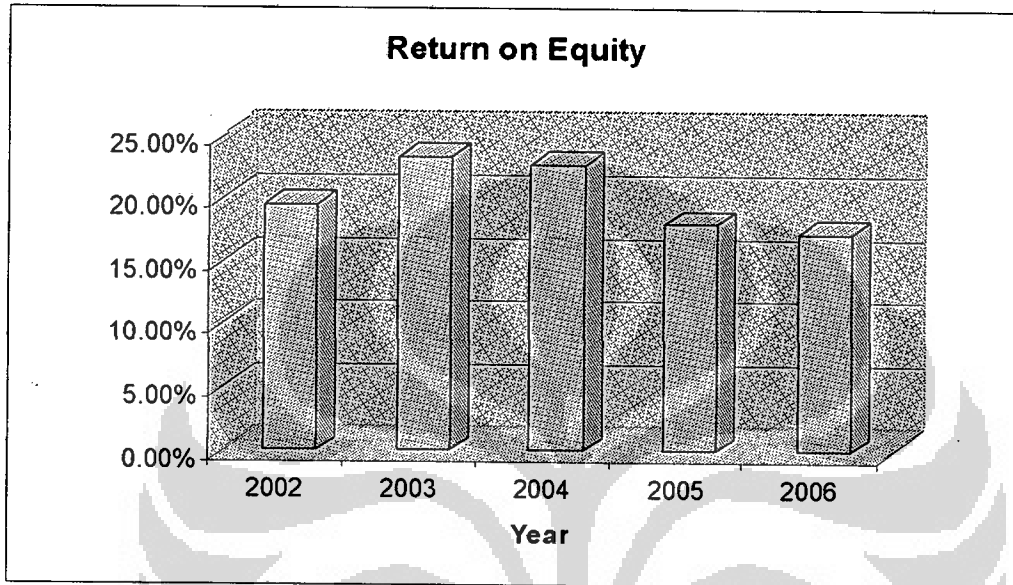
$$Compound\ leverage\ factor: Interest\ burden \times Leverage \quad (4.5)$$

4.2.1. Analisis ROE

Investor on equity (ROE) adalah sebuah rasio yang menyatakan besarnya *income* yang dihasilkan dari tiap satuan modal (*equity*) yang ditanamkan pada perusahaan. Dari data

yang ada selama periode 2002 hingga 2006, didapati ROE PT. Summarecon Agung Tbk. adalah 19,54 %; 23,40 %; 22,69 %; 18,05 %; 17,27 %. secara grafik:

Gambar 4.12: *Investor on Equity* PT. Summarecon Agung Tbk.



Sumber: Pengolahan Data (2008)

Data di atas menunjukkan ROE yang berfluktuasi, bahkan empat tahun terakhir menunjukkan trend yang menurun. Di sisi lain kondisi ekonomi makro Indonesia bergerak membaik. Maka hal ini menarik perhatian untuk dibahas lebih lanjut. ROE yang menurun tersebut dapat diinterpretasikan dari dua sudut pandang, optimis dan pesimis. Sudut pandang pesimis menyatakan bahwa PT. Summarecon Agung Tbk. mengalami kemunduran dalam bisnisnya sementara pandangan optimistis mungkin menyatakan bahwa hal ini mengindikasikan bahwa PT. Summarecon Agung Tbk. mulai melakukan investasi lagi dan kembali aktif berbisnis. ROE yang menurun terjadi karena pengeluaran yang besar untuk membiayai proyek. *Investor* dari hal ini tidak akan langsung terasa namun akan terealisasi dalam beberapa tahun mendatang. Untuk lebih lanjut menganalisis ROE, maka kita

menganalisis ROE dengan memecahnya (dekomposisi) menjadi rasio-rasio lainnya, yakni ROA (terdiri atas *profit margin* dan *total asset turnover*) dan *equity multiplier*.

4.2.2. Equity Multiplier Analysis

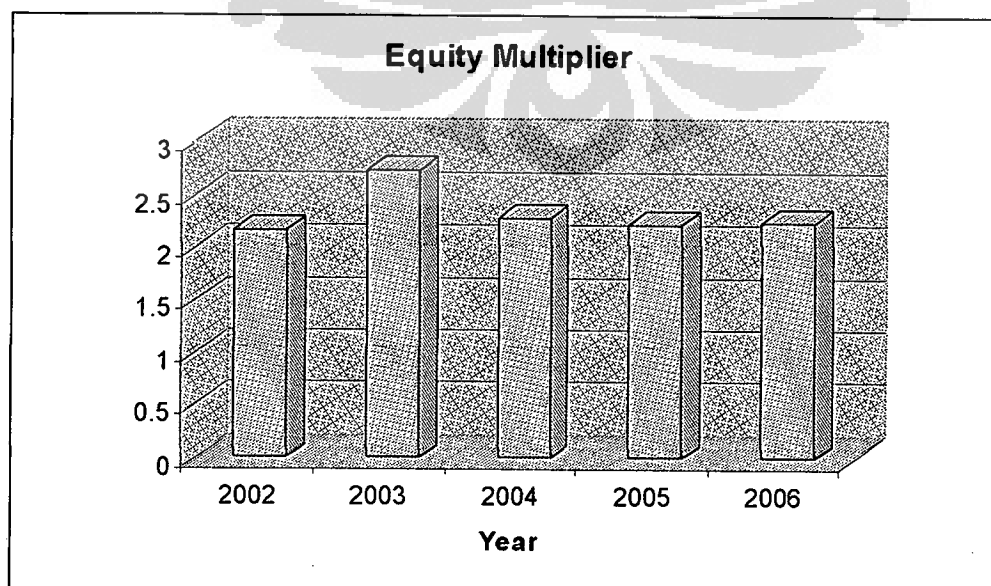
Equity multiplier / leverage ratios mengukur sejauh mana *total asset* perusahaan tergantung pada hutang untuk membiayai struktur modal. *Equity multiplier* yang terdapat dalam rasio DuPont secara langsung terkait pada proporsi hutang dalam struktur modal perusahaan. Pengukuran *equity multiplier* dilakukan dengan membagi *total asset* dengan *total* ekuitas. Perhitungan *equity multiplier* PT. Summarecon Agung Tbk. periode 2002 - 2006 adalah sebagai berikut:

Tabel 4.3: *Equity Multiplier* dan Komponennya

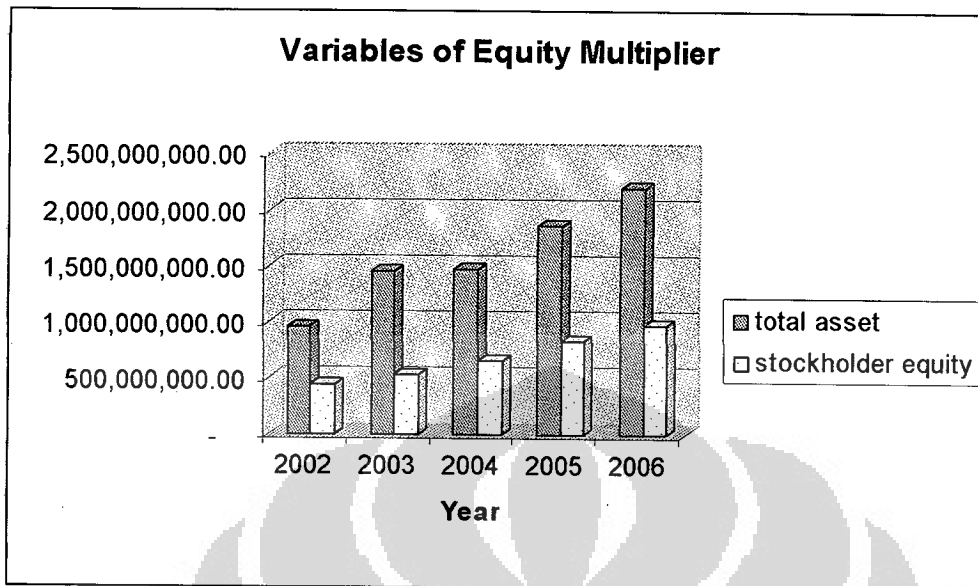
	2002	2003	2004	2005	2006
equity multiplier	2.178410015	2.737017641	2.282737555	2.227508151	2.246309478
total asset	949,601,632.00	1,447,795,927.00	1,478,940,628.00	1,864,759,453.00	2,191,817,465.00
stockholder equity	435,915,014.00	528,968,431.00	647,880,272.00	837,150,451.00	975,741,538.00

Sumber: Pengolahan Data (2008)

Gambar 4.13a: *Equity Multiplier* dan Komponennya Periode 2002-2006



Gambar 4.13b: *Equity Multiplier* dan Komponenya Periode 2002-2006



Sumber: Pengolahan Data (2008)

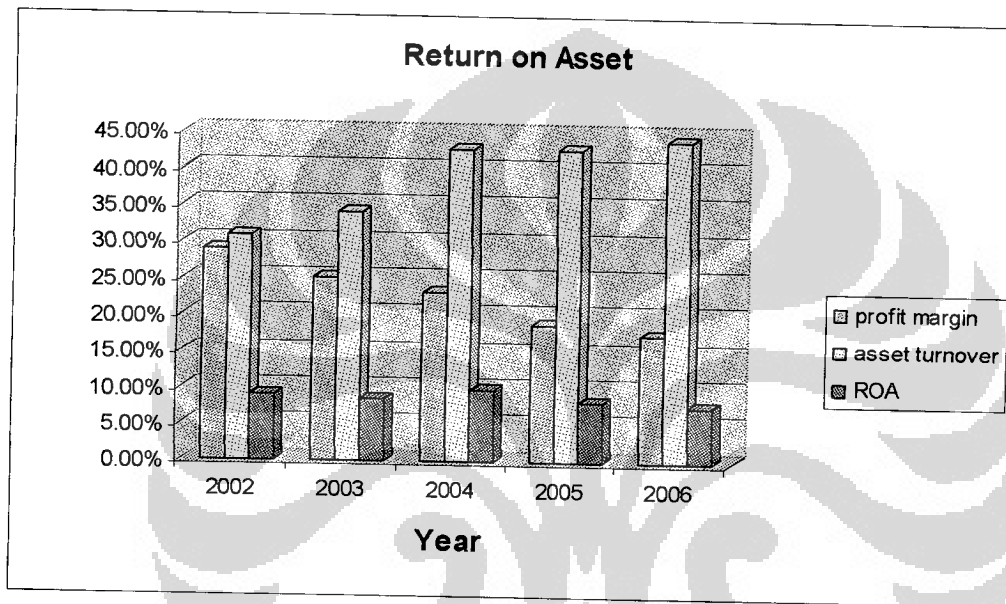
Fluktuasi tidak terlalu dramatis terjadi pada *equity multiplier*. Pengecualian terjadi untuk tahun 2003. Dilihat lebih lanjut kepada variabel pembentuk *equity multiplier* (*total asset* dan *stockholders' equity*) menunjukkan hal yang sedikit berbeda. Kedua variabel tersebut mengalami kenaikan dari tahun ke tahun. Namun kenaikan *stockholder's equity* tidak sebanyak kenaikan *total asset*. Hal ini mengindikasikan adanya penambahan *leverage* dalam perusahaan. Hal ini kemudian dapat mengindikasikan bahwa PT. Summarecon Agung Tbk. kembali berbisnis dan membiayai proyek bisnisnya dengan menggunakan utang.

Dua keuntungan yang didapat dari penggunaan utang adalah kemungkinan keuntungan yang lebih tinggi akibat adanya *leverage* dan adanya *tax shield*. Namun *leverage* juga dapat memperbesar kerugian di masa-masa sulit dan memiliki risiko kebangkrutan yang lebih besar sesuai dengan membesarnya jumlah utang.

4.2.3. ROA Analysis

Rasio ROA adalah pengukuran seberapa efektif manajemen perusahaan bertanggung jawab atas aktiva perusahaan. Pada periode 2002-2006, didapati ROA berturut-turut adalah 8,97 %; 8,55 %; 9,94 %; 8,10 %; 7,69 %.

Gambar 4.14: *Investor on Asset* dan Komponen Pembentuknya Periode 2002-2006



Sumber: Pengolahan Data (2008)

Dari tabel dan grafik di atas terlihat bahwa ROA berfluktuasi dengan *range* yang tidak terlalu besar dibandingkan dengan komponennya, yakni *profit margin* dan *asset turnover*. Pada tahun 2002-2006 terlihat *asset turnover* dengan tren meningkat. Sebaliknya, *profit margin* mengalami tren menurun dalam periode 2002-2006. Terjadi pula lonjakan pada *asset turnover* pada tahun 2003.

4.2.4. Profit Margin Analysis

$$PM = \frac{NetIncome}{Sales} \quad (4.6)$$

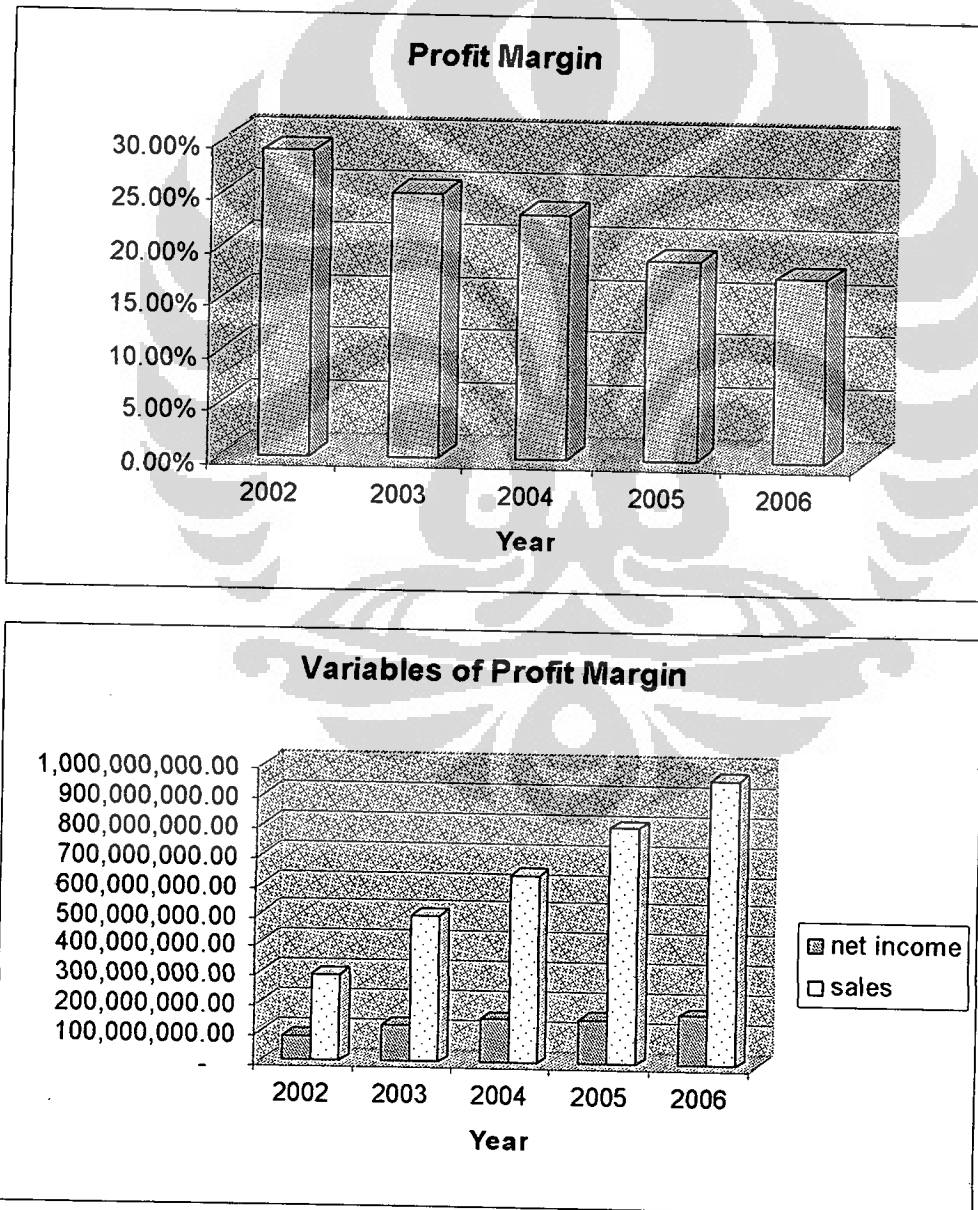
Profit margin adalah sebuah rasio yang menunjukkan seberapa besar *net income* yang didapat dari setiap satu satuan *sales*. Berikut adalah data mengenai *profit margin*:

Tabel 4.4: *Profit Margin* dan Komponennya Periode 2002-2006

	2002	2003	2004	2005	2006
profit margin	29.00%	25.16%	23.25%	18.94%	17.45%
net income	85,159,988.00	123,804,307.00	147,014,773.00	151,121,556.00	168,482,766.00
sales	293,702,348.00	492,108,979.00	632,388,471.00	797,931,932.00	965,249,803.00

Sumber: Pengolahan Data (2008)

Gambar 4.15: *Profit Margin* dan Komponennya Periode 2002-2006



Sumber: Pengolahan Data (2008)

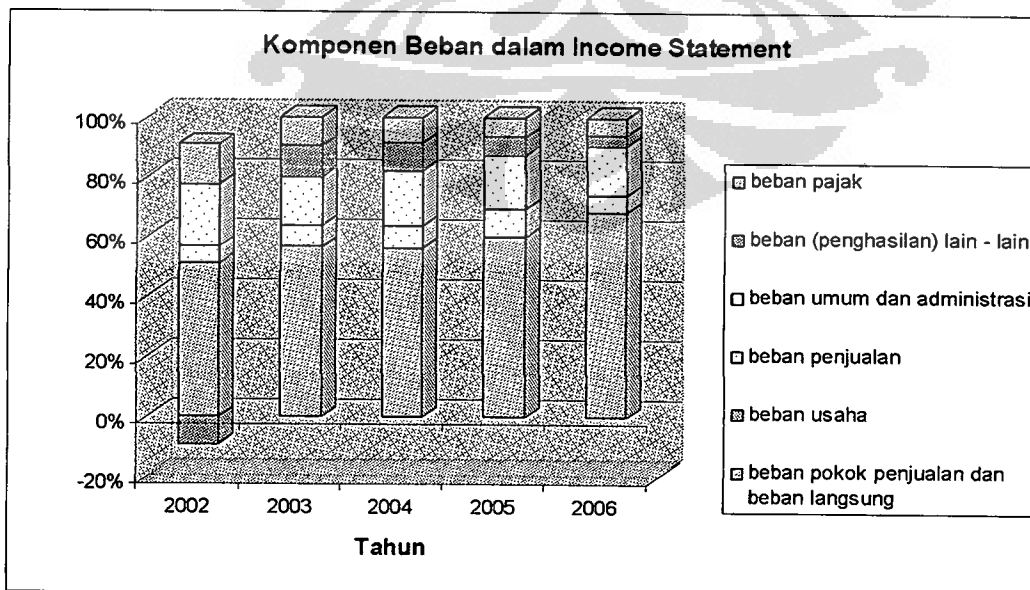
Peningkatan *sales* yang tidak diikuti oleh peningkatan *net income* menyebabkan *profit margin* PT. Summarecon Agung Tbk. menurun dari tahun ke tahun. *Sales* yang meningkat merupakan hal yang baik dan merupakan hasil dari proses bisnis yang baik pula. Namun kondisi *net income* yang meningkat dalam jumlah yang kecil relatif terhadap *sales* perlu diteliti. Untuk itu perlu dilihat lagi komponen yang terkait dengan *net income*, seperti yang tertera pada laporan laba rugi PT. Summarecon Agung Tbk.

Tabel 4.5: Beban Dalam PT. Summarecon Agung Tbk.

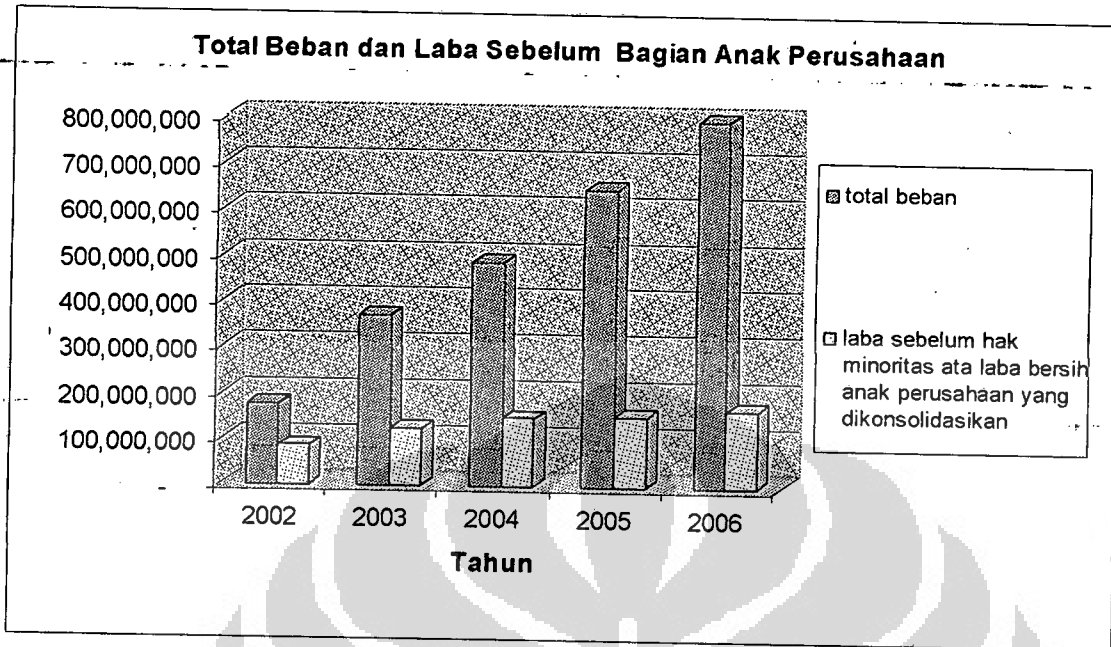
	2002	2003	2004	2005	2006
beban pokok penjualan dan beban langsung	109,066,158	209,131,454	274,335,164	388,333,762	545,681,975
beban usaha					
beban penjualan	11,730,072	25,950,540	35,832,933	60,801,146	47,720,847
beban umum dan administrasi	43,741,438	60,533,679	88,721,237	115,721,182	129,906,948
beban (penghasilan) lain - lain	(19,356,039)	37,751,006	45,650,781	39,189,532	27,631,176
beban pajak	28,615,868	34,956,300	40,740,200	41,764,754	45,826,091
total beban	173,797,497	368,322,979	485,280,315	645,810,376	796,767,037
laba sebelum hak minoritas ata laba bersih anak perusahaan yang dikonsolidasikan	85,159,988	123,786,000	147,108,156	152,121,556	168,482,766

Sumber: Pengolahan Data (2008)

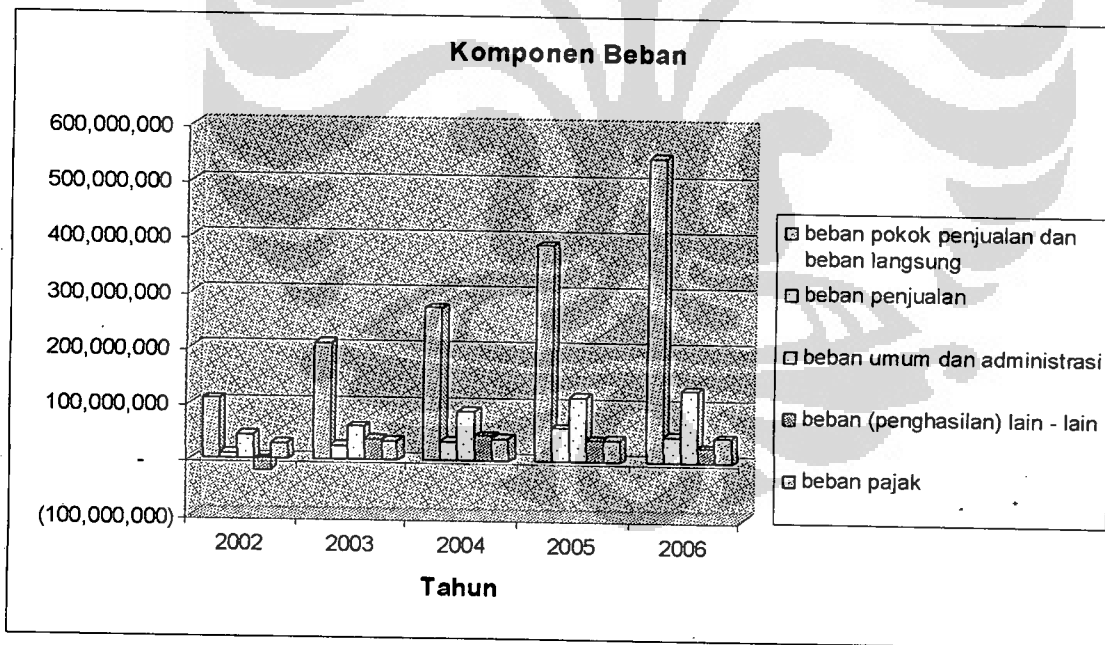
Gambar 4.16a: Beban Dalam PT. Summarecon Agung Tbk.



Gambar 4.16b: Beban Dalam PT. Summarecon Agung Tbk.



Gambar 4.16c: Beban Dalam PT. Summarecon Agung Tbk.



Sumber: Pengolahan Data (2008)

Dari grafik komponen beban di atas terlihat bahwa beban pokok peneualan dan beban langsung PT. Summarecon Agung Tbk. merupakan komponen yang paling signifikan

mempengaruhi *net income* dan menunjukkan tren yang meningkat tajam sesuai dengan peningkatan *sales*.

4.2.5. Total Asset Turnover Analysis

Rasio *total asset turnover* adalah rasio efisiensi yang digunakan untuk menganalisis seberapa baik perusahaan menggunakan aktiva untuk menghasilkan penjualan/kas masuk. Selain *profitabilitas* tinggi, perusahaan juga harus efisien dalam penggunaan aktiva. *total asset turnover* dapat diformulasikan secara matematis sebagai berikut:

$$\text{Total Asset Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}} \quad (4.7)$$

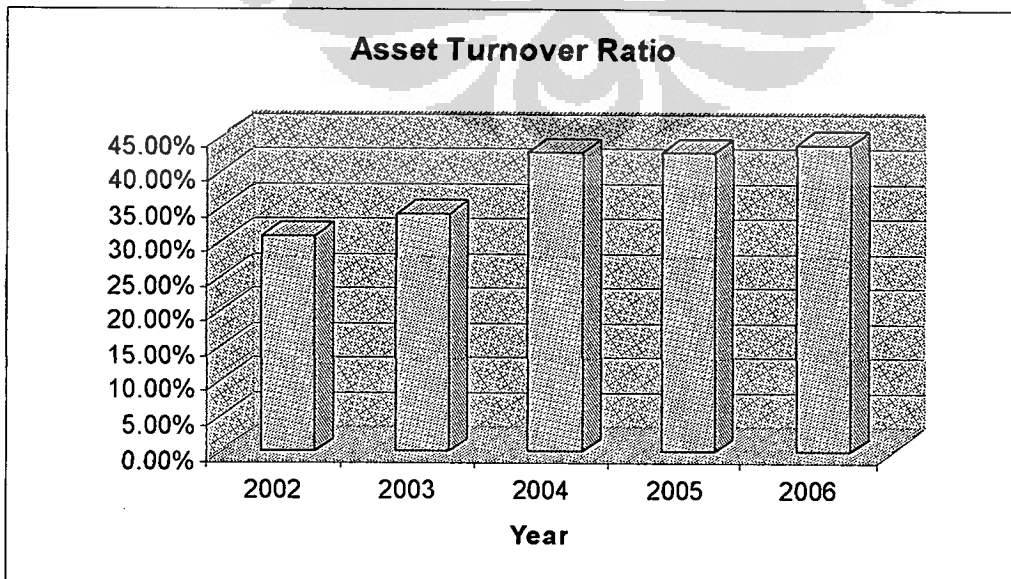
Adapun rasio *total asset turnover* dari PT. Summarecon Agung Tbk. adalah:

Tabel 4.6: *Asset Turnover* dan Komponennya Periode 2002-2006

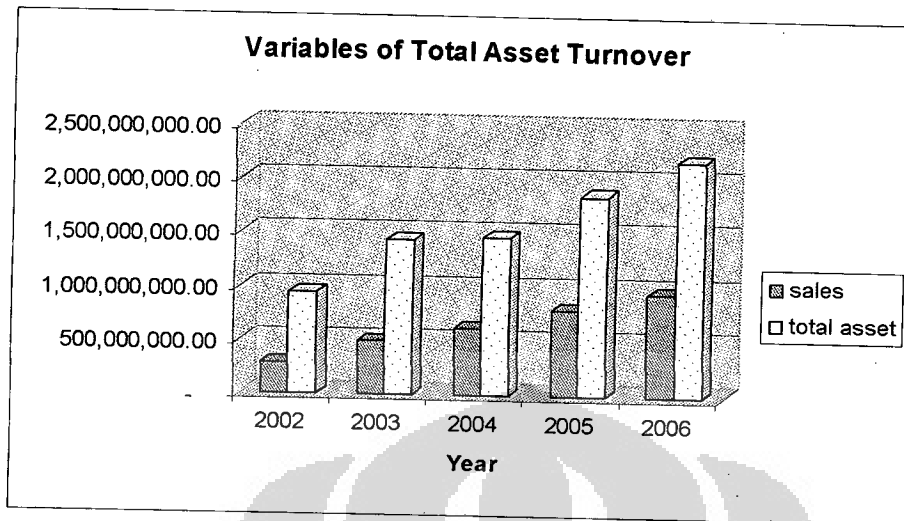
	2002	2003	2004	2005	2006
asset turnover	30.93%	33.99%	42.76%	42.79%	44.04%
sales	293,702,348.00	492,108,979.00	632,388,471.00	797,931,932.00	965,249,803.00
total asset	949,601,632.00	1,447,795,927.00	1,478,940,628.00	1,864,759,453.00	2,191,817,465.00

Sumber: Pengolahan Data (2008)

Gambar 4.17a: *Aktiva Turnover* dan Komponennya Periode 2002-2006



Gambar 4.17b: *Aktiva Turnover* dan Komponennya Periode 2002-2006



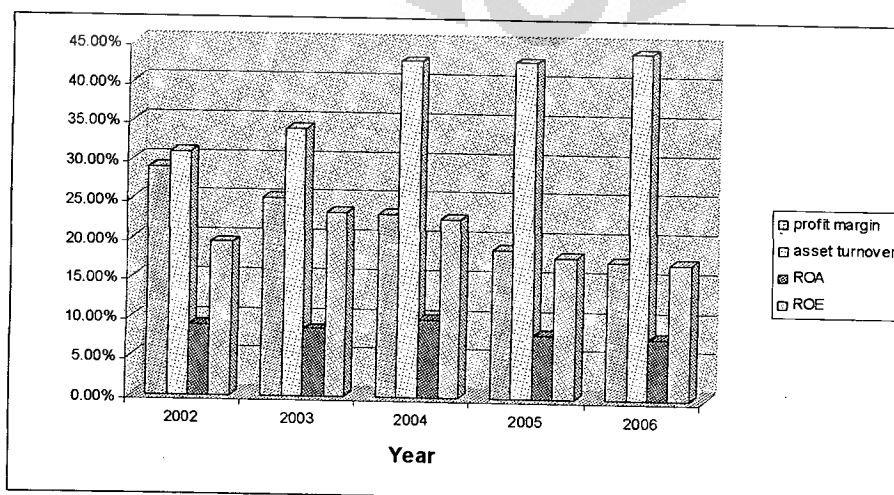
Sumber: Pengolahan Data (2008)

Total asset turnover PT. Summarecon Agung Tbk. mengalami tren meningkat dari tahun ke tahun. Hal ini disebabkan oleh peningkatan *total asset* yang disertai dengan peningkatan *sales* selama 2004-2006, rasio *total asset turnover* berfluktuasi ringan.

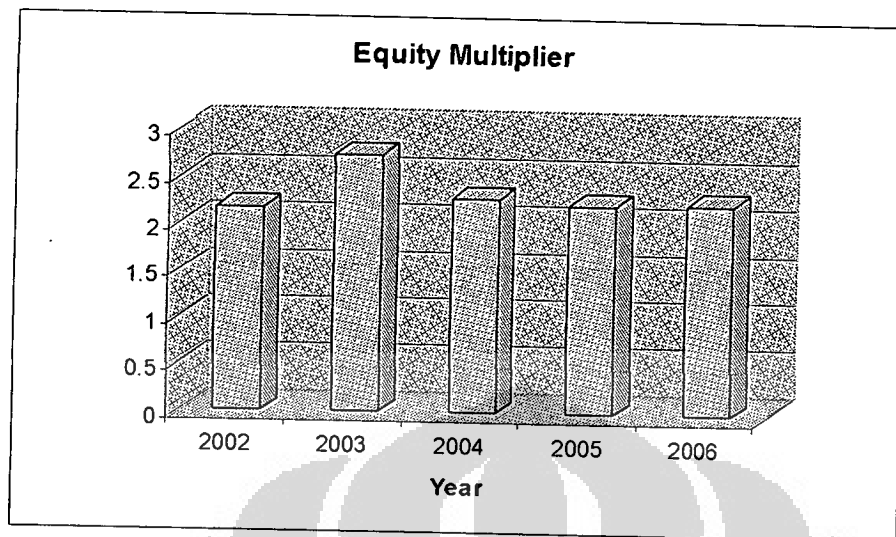
4.2.6. Kesimpulan *DuPont Analysis*

Dari analisis yang telah dilakukan terhadap ROE PT. Summarecon Agung Tbk. didapati nilai yang berfluktuasi.

Gambar 4.18a: Komponen ROE PT. Summarecon Agung Tbk. periode 2002-2006



Gambar 4.18b: Komponen ROE PT. Summarecon Agung Tbk. periode 2002-2006



Sumber: Pengolahan Data (2008)

Pada tahun 2002 dan 2003 ROE meningkat, namun menurun pada tahun-tahun berikutnya. Pada tahun 2003, ROE yang tinggi utamanya dikarenakan oleh lonjakan *equity multiplier*. Namun di tahun 2004, *equity multiplier* kembali ke posisi semula dan bertahan hingga 2006. Pada tahun 2003 *asset turnover* juga mengalami peningkatan sehingga dapat mengkompensasi penurunan *profit margin*. Namun pada tahun-tahun berikutnya *asset turnover* relatif stagnan dan tidak dapat lagi mengkompensasi penurunan *profit margin*.

Dari ulasan di atas, disimpulkan bahwa penurunan ROE disebabkan oleh *net income* yang stagnan, meskipun *sales* meningkat. Hal ini dikarenakan oleh beban pokok penjualan dan beban langsung meningkat tajam sesuai dengan *sales*. Untuk kembali menjaga nilai ROE-nya, PT. Summarecon Agung Tbk. harus melakukan efisiensi terhadap beban tersebut, misalnya:

- Negosiasi kepada para *supplier* mengenai harga dan *terms of payment*
- Melakukan *cost-benefit analysis* yang lebih baik, maksudnya perusahaan sebaiknya menerapkan analisis apakah investasi yang harus diberikan akan dapat memberikan

hasil yang optimal. Untuk beban-beban yang efeknya tidak terlihat secara langsung seperti beban pemasaran (misalnya: iklan), perusahaan harus membuatnya menjadi lebih terukur (*accountable*)

- Memanfaatkan *learnings curve* untuk menekan *cost*, maksudnya perusahaan dan karyawan akan melakukan proses bisnis dengan lebih cepat seiring dengan bertambahnya pengalaman
- Menginisiasi *learnings* dan *knowledge sharing* dalam perusahaan
- Fragmentasi konsumen sehingga penjualan dapat ditujukan kepada konsumen yang tepat / paling potensial

4.3. *SWOT Analysis* dan *Porter's Five Forces*

4.3.1. *SWOT Analysis*

Dari semua pembahasan mengenai faktor-faktor yang terkait dengan bisnis PT. Summarecon Agung Tbk. di atas, maka dibuat rangkuman dan interpretasi dampak yang mungkin terjadi dalam *SWOT analysis*.

4.3.1.1. *Strength*

PT. Summarecon Agung Tbk. tercatat memiliki beberapa kekuatan, antara lain:

- Visi jangka panjang, rencana strategis dan konservatisme manajemen dalam menghadapi risiko
- Persediaan tanah (*landbanking*) yang cukup besar, kurang lebih 500 ha di Kelapa Gading, 2.000 ha di Serpong dan 300 ha di Bekasi
- *Brand* 'Summarecon' memiliki asosiasi positif dan memberikan nilai tambah dalam setiap produknya.

- Komitmen tinggi terhadap *stakeholders* dan kemampuan pemenuhan target waktu penyelesaian proyek
- Konsep *township*. Integrasi antara properti komersial dan perumahan memberikan dampak komplementer sehingga menguntungkan satu dengan yang lain dan meningkatkan nilai, khususnya harga tanah
- Pengalaman yang luas dalam industri properti.
- Modal yang cukup dari hasil *rights issue* dan laba perusahaan
- Sistem pengontrolan peluncuran produk baru dan pembatasan spekulasi tanah dan properti
- Kinerja *marketing sales* yang terus meningkat
- Produk yang berkualitas tinggi, penggunaan biro desain ternama ketersediaan fasilitas penunjang, *consumer care* dan *after sales service* yang baik.
- *Recurring income* yang cukup besar dari *investment / commercial property*, khususnya Mal Kelapa Gading

4.3.1.2. *Weakness*

Beberapa kelemahan yang masih perlu ditanggulangi oleh PT. Summarecon Agung Tbk., antara lain:

- Penanggulangan banjir periodik yang terjadi di kawasan Kelapa Gading
- *Product mix* dinilai belum optimal
- Akses menuju Summarecon Bekasi belum terealisasi

4.3.1.3. *Opportunities*

Peluang yang berpotensi untuk dimanfaatkan PT. Summarecon Agung Tbk., adalah :

- Kondisi makro ekonomi yang semakin membaik memungkinkan terjadinya penurunan *mortgage rate* lebih lanjut sehingga meningkatkan *affordability* masyarakat.
- Penggunaan *mortgage* di Indonesia masih rendah dibandingkan negara-negara lain di kawasan Asia Pasific.
- Penawaran *mortgage* akan cukup karena *mortgage* disukai bank karena jangka waktu *maturity* yang panjang, nilai jaminan (*collateral value*) dan mendapatkan konsumen jangka panjang. Selain itu data NPL untuk properti masih rendah
- Peningkatan dalam kredit properti dapat menjadi *leverage* untuk kinerja yang lebih maksimal dalam lingkungan usaha yang kondusif.
- Harapan kenaikan harga properti dan tanah sehingga *capital gain* lebih besar.
- Kecenderungan penurunan *risk-free rate* sehingga mendorong konsumsi dan mengurangi tabungan masyarakat.
- Urbanisasi menuju daerah Jabodetabek
- Rencana peningkatan akses menuju Kawasan Serpong (*underpass*) dan pembuatan akses menuju Summarecon Bekasi (*elevated road*) dan jalan tol Becakayu)

4.3.1.4. *Threats*

Ancaman yang ada bagi bisnis PT. Summarecon Agung Tbk., yakni :

- Krisis *sub prime mortgage* di Amerika
- Persaingan yang makin ketat, ancaman dari pengembang perumahan lain yang muncul dengan konsep-konsep baru, khususnya konsep apartemen dan *superblock*.

- Ancaman dari produk pengganti yang muncul dari kecenderungan *anchor tenant* memiliki gedungnya sendiri
- Penurunan *rental rate* bagi *investment / commercial property* karena meningkatnya penawaran yang tidak sebanding dengan permintaan, daya tawar *tenant* (khususnya, *anchor tenant*) yang makin besar

4.3.2. Analisis Porter's Five Forces

Porter's Five Forces Analysis adalah sebuah kerangka (*framework*) yang dapat digunakan untuk menganalisis kondisi persaingan bisnis. Terdiri atas lima elemen, *threats of new entrants, rivalry, suppliers' power, buyers' power & substitute product*.

4.3.2.1. Ancaman Masuknya Pemain Baru (*Threats of New Entrants*)

Industri properti adalah sebuah industri yang memiliki *barrier to entry* yang cukup besar. Beberapa faktor yang menjadi *barrier to entry* adalah:

- Kebutuhan modal yang besar sehingga skala proyek cukup besar untuk mencapai nilai minimal *economies of scale*. Hal ini penting bila perusahaan mengaplikasikan *strategy low cost*
- Jika perusahaan menggunakan strategi differnsiasi, maka barrier juga tinggi karena tingkat kepercayaan konsumen terhadap *brand* tersebut masih rendah
- Faktor legal, khususnya izin untuk pengelolaan baru. Perusahaan harus memenuhi persyaratan yang diminta pemerintah untuk mendapatkan izin ini
- Pembiayaan untuk pembelian perumahan sebagian besar menggunakan *mortgage* yang disediakan bank. Bank memberikan persyaratan tertentu
- Persediaan *landbanking* yang terbatas

Dengan adanya *entry barriers* di atas, maka ancaman dari masuknya pemain baru kecil. Kalau pun terdapat pemain baru, biasanya merupakan konsorium dari beberapa pemain lama atau pemain yang bermodal besar yang telah sukses di industri yang lainnya.

4.3.2.2. Persaingan Dalam Bisnis (*Rivalry*)

Persaingan dalam industri properti yang melibatkan PT. Summarecon Agung Tbk. Berdasarkan kawasan, persaingan ini terbagi menjadi tiga: Jakarta (Jakut, Jakpus, Jaktim), Serpong dan Bekasi. Pada kawasan Jakarta, Summarecon memiliki daerah Kelapa Gading. Summarecon berhadapan dengan perumahan yang di bangun di Pantai Indah Kapuk, perumahan di sekitar Sunter dan lainnya. Summarecon Kelapa Gading juga memiliki apartemen, *Summerville* dan *The Summit*. Apartemen ini berhadapan langsung dengan beberapa apartemen lainnya di kawasan tersebut. Mal Kelapa Gading juga tidak luput dari persaingan. Sebagai salah satu *prime modern mall* di Jakarta, mal ini bersaing dengan beberapa mal, seperti : Mal Artha Gading, Mal Taman Anggrek, Plaza Senayan, Plaza Semanggi, Mal Pondok Indah, Cilandak Town Square dan lainnya. Perbandingan Mal Kelapa Gading dengan mal-mal tersebut diberikan pada lampiran.

Kawasan kedua adalah Serpong. PT. Summarecon Agung menghadapi persaingan yang ketat di kawasan ini. Dari sektor perumahan, perusahaan menghadapi beberapa pemain besar sekaligus, antara lain adalah Bumi Serpong Damai, Lippo Karawaci, Alam Sutera hingga perumahan Bintaro Jaya. Dari sektor properti komersial, PT. Summarecon Agung Tbk. memiliki Summarecon Mal Serpong. Mal ini berhadapan langsung dengan Supermal Karawaci, namun tidak menutup kemungkinan mal ini mengalami persaingan dari mal lini kedua seperti Plaza Bintaro dan *trade centers*.

Kawasan ketiga adalah Bekasi. PT. Summarecon mulai mengembangkan kawasan ini pada 2008 dan awalnya ditujukan untuk perumahan. Daerah Bekasi dan sekitarnya telah sebelumnya dipadati dengan pemainlainnya, tercatat terdapat Lippo Cikarang, Kota Deltamas dan lainnya. Properti komersial pun sudah ada beberapa. Persaingan akan lebih ketat di daerah ini.

Persaingan semakin ketat, program *marketing & sales* yang dijalankan masing-masing pengembang makin hari makin gencar. Beberapa tahun belakangan, beberapa pengembang secara rutin menggunakan media televisi untuk memasarkan produknya. Contohnya adalah Grup Agung Podomoro yang memiliki spot program di Metro TV dan beberapa televisi swasta lainnya.

Saat ini terdapat beberapa pemain dalam industri properti Indonesia. Beberapa pengembang besar antara lain adalah Grup Ciputra, Grup Lippo, PT Jaya Real Property, PT Bumi Serpong Damai, Grup Pondok Indah, Grup Sinarmas, dan Grup Bakrie. Kedua pengembang terakhir lebih memfokuskan produk propertinya kepada apartemen dan *commercial / investment property*. Para pengembang ini memiliki banyak proyek di atas *landbanking* mereka yang luas.

4.3.2.2.1. Grup Ciputra

Grup Ciputra didirikan oleh Ir. Ciputra. Ia dikenal sebagai *maestro* industri properti Indonesia. Banyak proyek yang ia tangani melalui berbagai perusahaan propertinya. Grup Ciputra masuk ke bursa melalui *PT. Ciputra Development Tbk.* pada tahun 1994 dengan menjual 20% sahamnya di BEJ.

Tabel 4.7: Grup Ciputra di Sektor Perumahan

Nama Perusahaan	Proyek	Lahan (ha)	Lokasi
PT. Sinar Bahana Mulia	Citra Gran	300,0	Cibubur-Bogor
PT. Ciputra Indah	Citra Indah	550,0	Jonggol-Bogor
PT. Ciputra Residence	Citra Raya	1.230,0	Tigaraksa-Tangerang

T. Ciputra Development Tbk.	Perumahan Citra 1,2,3,5	455,0	Kalideres-Jakarta Barat
T. Ciputra Surya	Kota Mandiri Citra Raya	1.385,4	Surabaya
T. Ciputra delta	Citra Harmoni	70,0	Sidoarjo
	Kota Mandiri Citraland	100,0	Manado

Sumber: PT. Bisinfocus Data Pratama (2004)

4.3.2.2.2. Grup Lippo

Grup Lippo masuk ke dalam industri properti sejak tahun 1990-an dengan meluncurkan proyek berskala besar. Proyek Grup Lippo diberikan berikut:

Tabel 4.8: Grup Lippo di Industri Properti

Nama Perusahaan	Proyek	Lahan (ha)	Lokasi
Perumahan			
T. Bukit Sentul Tbk.	Bukit Sentul	2.500,0	Sentul-Bogor
T. Lippo Cikarang Tbk.	Lippo Cikarang	1.300,0	Cikarang - Bekasi
T. Lippo Karawaci Tbk.	Lippo Karawaci	700,0	Karawaci-Tangerang
Shopping Center			
T. Lippo Supermal Tbk.	Lippo Supermal		Karawaci-tangerang
T. Lippo Karawaci Tbk.	WTC Serpong		Serpong-Tangerang
T. Lippoland Development Tbk.	Metropolis Square	3.9	Cikokol-tangerang
T. Lippo Cikarang Tbk.	Mal Lippo Cikarang		Cikarang-Bekasi
T. Graha Tata Cemerlang	GTC Makasar	14.0	Makassar

Sumber: PT. Bisinfocus Data Pratama (2004)

Proyek Lippo Karawaci merupakan proyek raksasa yang sedang dalam masa pengembangan. Proyek ini akan dikembangkan menjadi 2.360 ha. Saat ini LippoKarawaci telah berkembang menjadi kota baru dengan fasilitas yang lengkap, seperti:

- Lapangan golf 18 *hole* seluas 67 ha
- *Imperial Klub Golf* yang dirancang *Desmond Muirhead*
- *Golf Estat* (rumah disekeliling lapangan golf)

- Apartemen (*Village Golf Condominium 2 tower* berkapasitas 284 unit, kondominium *Amartapura 2 tower* kapasitas 299 unit)
- Gedung perkantorn (Menara Asia, Gedung *Dynaplast*, Menara Matahari)
- Pusat Perbelanjaan (Lippo Supermal dengan *anchor tenant* Matahari dan Rimo)
- Hotel (*Imperial Century Hotel*)
- Rumah Sakit *Siloam Gleaneagles* dengan kapasitas 500 tempat tidur)
- Sekolah (SK, SMP, SMU dan Universitas Pelita Harapan)
- Komplek Ruko
- Tamnsari (pusat jajan dan restoran)
- SPBU

4.3.2.2.3. PT. Jaya Real Property Tbk.

Perusahaan ini didirikan oleh Ir. Ciputra pada tahun 1979. Komposisi saham terdiri atas 75% dimiliki oleh PT. Pembangunan Jaya dan sisanya dimiliki oleh masyarakat.

Tabel 4.9: PT. Jaya Real Property Tbk. Dalam Industri Properti

Nama Perusahaan	Proyek	Lahan (la)	Lokasi
Rumah			
Jaya Garden Polis	Puri Jaya Kota Wirausaha	1.765,0	Pasar Kemis-Tangerang
Jaya Real Property Tbk.	Kota Taman Bintaro Jaya	2.321,0	Bintaro-Tangerang
Apartemen			
Jaya Real Property Tbk.	Garden Residence Kemang Jaya	5,4	Kemang-Jakarta Selatan
Shopping Centre			
Jaya Real Property Tbk.	Plaza Bintaro Jaya		Bintaro-Tangerang
Jaya Real Property Tbk.	Plaza Slipi Jaya		Slipi-Jakarta Barat
Jaya Real Property Tbk.	Bintaro Trade Center		Bintaro-Tangerang

Sumber: PT. Bisinfocus Data Pratama (2004)

4.3.2.2.4. PT. Bumi Serpong Damai

Perusahaan ini didirikan pada tanggal 16 Januari 1984 oleh konsorsium grup Pembangunan Jaya, Grup Salim, Grup Metropolitan, dan Grup Sinarmas. Kehadiran kota mandiri Bumi Serpong damai tidak terlepas dari peran Ir. Ciputra sebagai penggagas. Komposisi pemegang saham diberikan pada tabel berikut :

Tabel 4.10: Komposisi Pemegang Saham PT. Bumi Serpong Damai

No.	Pemegang Saham	Grup	Porsi Saham (%)		
			1985	1995	2001
1	PT. Paraga Artamid	Sinarmas	-	21,50	43,58
2	PT. Holdiko Perkasa	BPPN	-	-	30,18
3	PT. Serasi Niaga Sakti	Sinarmas + BPPN	20,00	20,00	6,87
4	PT. Metropolitan Transcities Indonesia	Sinarmas	12,00	12,00	5,46
5	PT. Simas Tunggal Centre	Sinarmas	1,50	9,00	4,08
6	PT. Pembangunan Jaya	Pembangunan Jaya	7,50	7,50	3,52
7	PT. Aneka Karya Amarta	Sinarmas	5,00	5,00	3,35
8	PT. Apta Citra Universal	Metropolitan	3,00	3,00	1,35
9	PT. Supra Veritas	Sinarmas	30,00	1,00	0,48
10	PT. Bhineka Karya Pratama	Sinarmas	1,00	1,00	0,47
11	PT. Anangga Pertiwi Megah	Salim	10,00	10,00	0,33
12	PT. Nirmala Indah Sakti	Salim	10,00	10,00	0,33

Sumber: PT. Bisinfocus Data Pratama (2004)

Tabel 4.11: Tahapan Pembangunan Proyek Bumi Serpong Damai

Kawasan	Tahap I	Tahap II	Tahap III	Total	Porsi (%)
Kawasan Hunian	1.050	1.461	2.135	4.646	78,1
Kawasan Komersial					
- pusat kota	150	141	145	436	7,3
Kawasan Niaga Terpadu	-	223	225	448	7,5
- Taman Kota KNT	-	75	75	150	2,5
Kawasan Industri	100	100	70	270	4,5
Total	1.300	2.000	2.650	5.950	100,0

Catatan:

- Tahap I dimulai tahun 1989
 - Tahap II direncanakan pada periode 2004-2014
 - Tahap III direncanakan pada periode 2009-2019
- Sumber: PT. Bumi Serpong Damai

Sumber: PT. Bisinfocus Data Pratama (2004)

4.3.2.2.5. Grup Pondok Indah

Grup ini merupakan kerjasama patungan antar Grup Metropolitan dengan Grup Salim membentuk PT. Metropolitan Kentjana (ganungan PT. Metropolitan Development Corporation dengan PT. Waringin Kentjana). Grup ini dikenal sebagai pengembang perumahan elit seperti Pondok Indah dan Pantai Indah Kapuk.

Tabel 4.12: Grup Pondok Indah dalam industri properti

Nama Perusahaan	Proyek	Lahan (ha)	Lokasi
Bukit Cinere Indah	Bukit Cinere Indah	60,0	Cinere-Jakarta Selatan
Mandara Permai	Pantai Indah Kapuk	1.200,0	Jakarta Utara
Metropolitan Kentjana	Pondok Indah	450,0	Jakarta Selatan
Antilope Madju	Griya Rancagong		Tangerang
Antilope Madju	Puri Indah	250,0	Kembangan-Jakarta barat
Antilope Madju	Taman Lingkar Cikunir	70,0	Cikunir-Bekasi
Metropolitan Kentjana	Villa Hijau		Ciputat-Tangerang
Apartemen			
Metropolitan Kentjana	Apartemen Pondok Indah		Pondok Indah-Jakarta Selatan
Shopping centre / ruko			
Metropolitan Kentjana	Mal Pondok Indah		Pondok Indah-Jakarta Selatan
Antilope Madju	Mal Puri Indah		Kembangan-Jakarta Barat
Metropolitan Kentjana	Plaza 5 Pondok Indah		Pondok Indah-Jakarta Selatan

Sumber: PT. Bisinfocus Data Pratama (2004)

4.3.2.2.6. Grup Sinarmas

Grup Sinarmas masuk ke industri properti melalui PT. Duta Pertiwi Tbk. Masuk ke sektor perumahan sejak tahun 1986 dengan membangun perumahan Taman Duta mas di kawasan Angke-Jakarta Barat.

Tabel 4.13: Grup Sinarmas Dalam Industri Properti

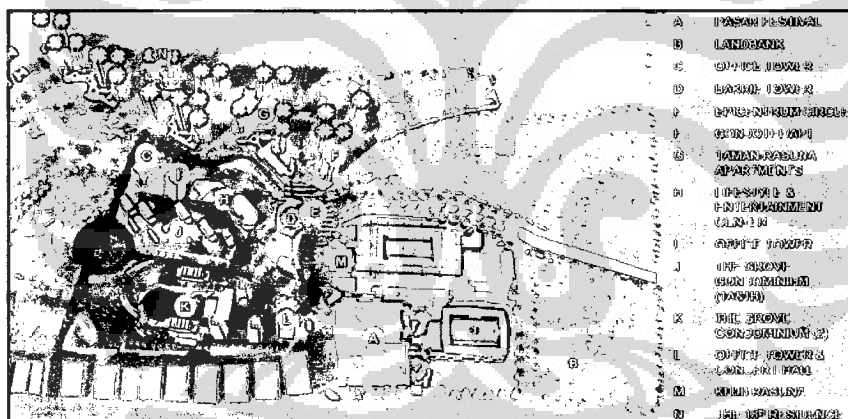
Nama Perusahaan	Proyek	Lahan (ha)	Lokasi
Perumahan			
Sinarmas Ekapratista	Taman Banjar Wijaya	120,0	Cipondoh-Tangerang
Mustika karya Sejati	Taman Permata Buana	51,0	Kebon Jeruk-Jakarta Barat
Duta Pertiwi Tbk.	Kota Wisata	750,0	Jonggol-Cileungsi
Misaya Propertindo	Legenda Wisata	180,0	Cibubur-Bogor
Pembangunan Deltamas	Kota Deltamas	150,0	Karawang
Pangeran Plaza Utama	Kota Bunga	120,0	Cipanas-Puncak
Sinar Mas Wisesa	Balikpapan Permai	14,0	Balikpapan
Sinar Mas Wisesa	Balikpapan Baru	100,0	Balikpapan
Kurnia Subur Permai		131,8	Cibubur-Bogor
Prestasi mahkota Utama		87,8	Jatiasih-Bekasi
PT Sinarmas	Vila Bukit Mas	100,0	Surabaya
Binamaju Mitra Sejati	Kota Wisata Bukit Mas	200,0	Surabaya
Proyek komersial			
Duta Pertiwi Tbk.	ITC Mangga Dua (kios) ITC Mangga Dua (office)	3,48	Mangga Dua-Jakarta Pusat
Duta Pertiwi Tbk.	Mangga Dua Ruko DHJ	9,70	Mangga Dua-Jakarta Pusat
Duta Pertiwi Tbk.	Mangga Dua Court Apartment	0,93	Mangga Dua-Jakarta Pusat
Duta Pertiwi Tbk.	Mal Mangga Dua	2,35	Mangga Dua-Jakarta Pusat
Duta Pertiwi Tbk.	Ruko Roxy Mas ITC Roxy mas Apartemen Roxy Mas	11,55	Roxy-Jakarta Pusat
Duta Pertiwi Tbk.	Ruko Cempaka Mas Apartemen Cempaka Mas ITC Cempaka Mas Perkantoran Cempaka Mas	10,75	Cempaka Putih-Jakarta Pusat
Duta Pertiwi Tbk.	Ruko Fatmawati Mas ITC Fatmawati	5,70	Fatmawati-Jakarta Selatan
Perwira Margasakti	Mal Ambassador Apartemen Ambassador Perkantoran Ambassador	2,33	Kuningan-Jakarta Selatan
Duta Pertiwi Tbk.	ITC Kuningan		Kuningan-Jakarta Selatan
Matra Olahcipta	Grand ITC Permata Hijau Apartemen Permata Hijau Ruko grand ITC Permata Hijau	3,71	Permata Hijau-Jakarta Selatan
Duta Pertiwi Tbk.	ITC BSD		Serpong-Tangerang
Panganmustika Persada	ITC Cipulir Mas		Cipulir-Jakarta Selatan

Source: PT. Bisinfocus Data Pratama (2004)

4.3.2.2.7. Grup Bakrie

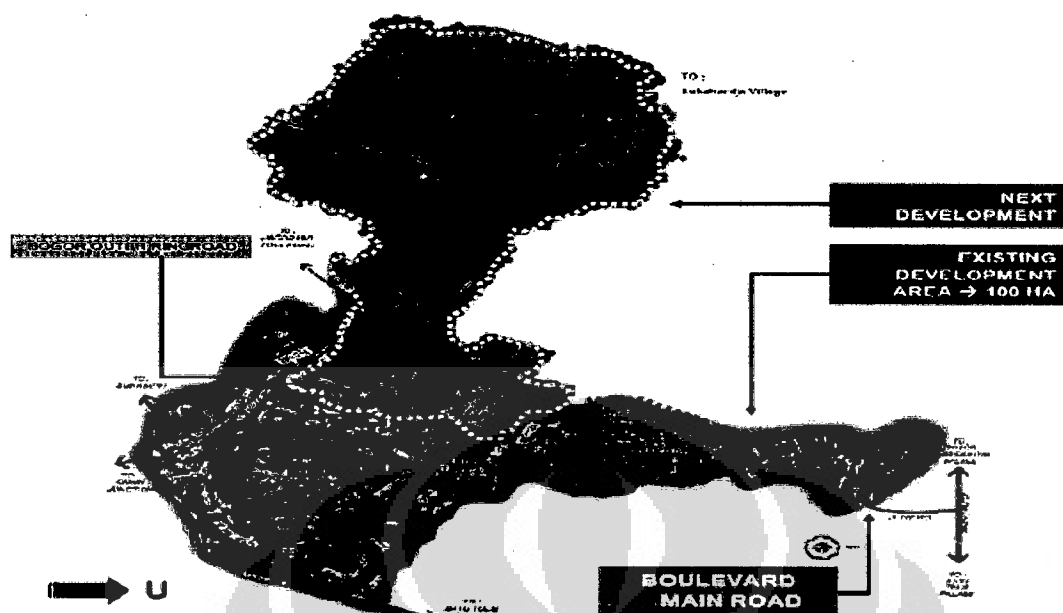
Grup Bakrie memiliki PT. *Bakrieland Development*, sebuah perusahaan properti yang memfokuskan diri pada pengembangan apartemen dan perkantoran di pusat bisnis Jakarta (*central business district* Jakarta). Didirikan tahun 1990 dan masuk bursa pada tahun 1995. Saat ini ia merupakan perusahaan yang memiliki *landbanking* terluas di pusat bisnis Jakarta. Perusahaan ini beroperasi mengurus dan mengembangkan apartemen Taman Rasuna, Wisma Bakrie 1&2, Aston Rasuna Hotel, Pasar Festival, Bogor Nirwana *Residence*, Nirwana *Hills Residence* Malang, Bali Nirwana Resort, Krakatoa Nirwana Resorts. Baru-baru ini perusahaan mengumpulkan dana Rp. 2,5 triliun untuk mendanai proyek *superblock* Rasuna Epicentrum dan proyek di Bogor dan Bali.

Gambar 4.19: Rencana Proyek Rasuna Epicentrum



Sumber: Perusahaan (2007)

Gambar 4.20: Bogor Nirwana Residence Project



Sumber: Perusahaan (2007)

4.3.2.3. Daya Tawar Pemasok (*Suppliers' Power*)

PT. Summarecon Agung Tbk merupakan pemain dalam industri properti dengan skala yang besar dan berpengalaman lebih dari 30 tahun. Banyak pemasok yang digunakannya dalam kurun waktu tersebut. Pemasok yang dimaksud antara lain adalah pemasok material bangunan, kontraktor, pemilik tanah dan lainnya.

PT. Summarecon Agung Tbk. dinilai memiliki daya tawar yang besar terhadap para pemasoknya. Hal ini dikarenakan skala proyek yang dijalankannya dan banyaknya pilihan yang perusahaan miliki. Namun demikian, PT. Summarecon Agung Tbk. memiliki daya tawar yang berbeda terhadap pemilik tanah. Mengingat keterbatasan tanah yang ada, maka harga tanah makin lama makin tinggi dan daya tawar yang lebih kuat bergeser kepada para pemilik tanah tersebut.

4.3.2.4. Daya Tawar Pembeli (*Buyers' Power*)

Pembeli adalah raja. Hal itu juga berlaku dalam industri properti. Permintaan dan penawaran dalam industri ini dinilai masih berada dalam kesetimbangan, belum terjadi *excess supply*. Namun faktor persaingan antar pengembang untuk memberikan produk yang dipesepekan lebih berkualitas bagi konsumen membuat daya tawar konsumen lebih besar. Konsumen saat ini dapat dengan mudah mendapatkan informasi mengenai properti dan karenanya memiliki pengertian yang lebih mendalam dan pilihan yang lebih luas. Permintaan akan tetap banyak, namun lebih selektif. Pada bab-bab sebelumnya telah dijelaskan bahwa kondisi ekonomi makro sedang mengalami tren yang positif sehingga menunjang peningkatan permintaan.

4.3.2.5. Ancaman Produk Pengganti (*Substitute Product*)

Perumahan merupakan produk yang memiliki kemungkinan kecil untuk substitusi. Produk substitusi akan relatif memiliki fisik yang sama namun berbeda dalam konsep pembangunan dan kepemilikannya saja. Sebagai contoh, rumah yang konsep rumah dan tanah (*landed house*) dapat digantikan dengan apartemen yang memiliki akses yang lebih baik. Untuk industri properti komersial, khususnya mal, terdapat ancaman dari munculnya konsep *trade centers* dan kecenderungan *anchor tenant* membangun bisnisnya properti sendiri. Selain itu, PT. Summarecon Agung Tbk. mempunyai strategi pembangunan *township*, konsep ini mendapat ancaman dari konsep *superblock*.

BAB V

PROYEKSI DAN *VALUATION*

5.1. Pemilihan Metode *Valuation*

Secara umum terdapat empat kelompok besar dalam melakukan *valuation* sebuah asset, yakni *asset-based valuation*, *discounted cash flow*, *relative valuation* dan *contingent claim / option pricing models*. Seorang analis harus memperhatikan faktor-faktor terkait dalam memilih metode *valuation*. Faktor-faktor tersebut telah diberikan dalam landasan teori.

Metode yang cocok untuk menganalisis nilai PT. Summarecon Agung Tbk., juga ditentukan berdasarkan faktor-faktor tersebut.

5.1.1. Faktor Pemilihan Berdasarkan Karakteristik Bisnis atau Aktiva

Faktor yang terkait dengan karakteristik aktiva / bisnis yang dinilai ada tiga, yakni, *marketability of asset*, *cash flow generating capacity* dan *uniqueness*. Faktor pertama, *marketability of asset*. PT. Summarecon Agung Tbk. merupakan sebuah perusahaan yang bergerak dalam bidang properti. PT. Summarecon Agung Tbk. mempunyai pendapatan terbesar dari pengembangan perumahan. Dalam pengembangan perumahan ini, perusahaan melakukan *township*, tidak membangun perumahan yang berdiri sendiri, namun membangun sebuah sistem tata kota kecil yang terintegrasi yang terdiri atas berbagai fasilitas umum dan komersial. Dalam setiap pengembangannya, PT. Summarecon Agung Tbk. selalu menggabungkan kawasan komersial, bisnis dan pemukiman. Dengan demikian, meskipun PT. Summarecon Agung Tbk. menjual perumahan, namun yang diiiberikan adalah sebuah konsep kota kecil terpadu.

Hal ini merupakan nilai tambah tersendiri dalam sistem pengembangan suatu kawasan. Harga tanah dan properti yang ada dalam kawasan tersebut bisa meningkat tajam jika menggunakan konsep *township* ini, lebih tinggi daripada membangun properti yang tidak terintegrasi. Karena sifat bisnis PT. Summarecon Agung Tbk. yang seperti ini, maka penulis menggolongkannya dalam kelompok bisnis dengan aktiva yang terkait. Aktiva yang dimiliki PT. Summarecon Agung Tbk. dapat dijual dengan mudah, namun harga yang berlaku akan di bawah harga sebenarnya.

Berdasarkan pembahasan di atas, maka penilaian PT. Summarecon Agung Tbk. tidak cocok menggunakan *asset-based valuation*, namun bisa menggunakan metode *valuation* yang lainnya, *discounted cash flow*, *relative valuation* maupun *option pricing*.

Faktor kedua adalah kemampuan PT. Summarecon Agung Tbk. dalam menghasilkan arus kas. PT. Summarecon Agung Tbk. adalah sebuah perusahaan yang melibatkan investasi yang tinggi dan jangka waktu yang lama. PT. Summarecon Agung Tbk. telah beroperasi selama lebih dari 30 tahun sehingga investasi yang ditanam bertahun-tahun lalu telah dapat diambil hasilnya sekarang sambil berinvestasi lagi demi pendapatan di masa depan.

Produk yang dihasilkan oleh PT. Summarecon Agung Tbk. juga terdiri atas dua kelompok, *residential property* dan *commercial property*. *Residential property* memberikan penghasilan setiap kali terjadi penjualan, sementara *commercial property* seperti Mal Kelapa Gading memberikan *recurring income*. Dengan demikian, PT. Summarecon Agung Tbk. mampu menghasilkan *cash flow* saat ini dan masa yang akan datang dan metode *valuation* yang sesuai adalah *discounted cash flow*.

Namun, kita juga tidak bisa menampik kenyataan bahwa PT. Summarecon Agung Tbk. juga memiliki sifat bisnis yang seperti proyek. Maksudnya, *cash flow* di masa yang akan datang dapat dihasilkan jika proyek tersebut dilaksanakan. PT. Summarecon Agung Tbk. selalu mempunyai pilihan untuk segera mengembangkan lahan dan memulai pembangunan

proyeknya atau menunggu saat yang lebih baik. Sifat bisnis yang seperti ini memiliki sifat seperti *option*, bisa dieksekusi atau dibiarkan saja. *Cash flow* proyek tersebut akan terjadi jika sebuah peristiwa (*contingency*) terjadi. PT. Summarecon Agung Tbk. juga menjalankan bisnisnya dengan utang. Adanya utang ini dapat dilihat sebagai sebuah *contingency*. Pemegang *equity* akan mendapat bagiannya setelah *debt* terlunasi. Maka *debt* dianalogikan seperti *strike price*. Dengan demikian metode *valuation* yang sesuai adalah *option pricing model*.

Terkait dengan faktor kedua ini, penulis menyimpulkan bahwa PT. Summarecon Agung Tbk. dapat dinilai menggunakan *discounted cash flow*, ataupun *option pricing model*.

Faktor ketiga adalah keunikan, ada atau tidaknya pembanding yang lain. Di Indonesia, terdapat banyak pengembang properti dan sebagian besar dari mereka mengembangkan kawasan Jabodetabek. Produk yang dihasilkan pun relatif sama. Dengan demikian, PT. Summarecon Agung Tbk. tidak melakukan bisnis yang unik dan dapat dinilai menggunakan metode *relative valuation*.

5.1.2. Faktor Pemilihan Berdasarkan Karakteristik dan Kepercayaan Analis

Faktornya antara lain: jangka waktu (*time horizon*), alasan dalam melakukan *valuation* (*reason for doing valuation*) dan pandangan terhadap pasar (*beliefs about market*).

Faktor pertama, *time horizon*. Dengan prinsip *going concern*, penulis mengasumsikan perusahaan akan dapat terus melakukan bisnisnya dalam jangka waktu yang sangat lama. Asumsi ini diperkuat oleh kenyataan bahwa PT. Summarecon Agung Tbk. menyediakan produk untuk memenuhi kebutuhan dasar manusia, yaitu tempat tinggal. Jadi, Dalam melakukan *valuation* terhadap PT. Summarecon Agung Tbk., penulis menggunakan jangka

waktu yang panjang. Sehingga, metode *valuation* yang sesuai adalah *discounted cash flow* dan *option pricing models*.

Faktor kedua, alasan dalam melakukan *valuation*. Banyak hal yang mendasari keputusan analis dalam mengambil asumsi, keputusan dan melakukan *valuation*. Bagi analis yang tugasnya adalah menentukan perusahaan mana yang selisih harga saham dengan harga wajarnya paling rendah / tinggi (*most-under valued / most-over valued*) maka ia akan menggunakan *relative valuation*. Sedangkan bagi analis yang mewakili *investor* individu yang melakukan menyisihkan uang untuk membeli suatu perusahaan sebagai bekal di masa pensiun, maka *discounted cash flow* adalah metode yang baik. Penulis berusaha memosisikan diri sebagai *investor* individu tersebut. Dan metode *valuation* yang sesuai adalah *discounted cash flow* dan *option pricing models*.

Faktor ketiga, pandangan terhadap pasar. Indonesia adalah sebuah negara dengan sistem yang belum mapan seperti negara-negara Eropa dan Amerika. pasar modal Indonesia juga dinilai masih *semi strong*, harga dan informasi tidak sepenuhnya berhubungan. Karena itu, penulis menilai pasar mungkin salah namun dapat memperbaikinya seiring berjalannya waktu. Metode yang sesuai dengan pandangan ini adalah *discounted cash flow* dan *option pricing model*.

Berikut adalah tabel yang memberikan rekomendasi metode *valuation* berdasarkan faktor-faktor di atas:

Tabel 5.1: Pemilihan Metode yang Sesuai

		ABV	DCF	RV	OPM
Asset / business characteristics	Marketability of asset		ok	ok	ok
	Cash flow generating capability		ok		ok
	Uniqueness			ok	
Analyst characteristics and beliefs	Time horizon		ok		ok
	Reason for valuation		ok		ok
	Beliefs about market		ok		ok

Keterangan:

ABV : asset-based valuation

DCF : discounted cash flow

RV : relative valuation

OPM : option pricing model

Sumber: Pengolahan Data (2008)

Dari tabel di atas, terlihat bahwa metode *valuation* yang sesuai adalah *discounted cash flow*, diikuti oleh *option pricing model* dan *relative valuation*. Sedangkan *asset-based valuation* dinilai tidak sesuai untuk digunakan sebagai metode *valuation* PT. Summarecon Agung Tbk. Metode *discounted cash flow* akan digunakan sebagai metode utama dalam karya akhir ini, sedangkan *valuation* menggunakan *option pricing model* juga akan dilaksanakan dan berfungsi sebagai pembanding.

5.2. Pemilihan *Discounted Cash Flow* yang Sesuai

Setelah mengetahui bahwa metode yang sesuai adalah *discounted cash flow* (DCF), maka selanjutnya kita perlu menentukan jenis *discounted cash flow* yang mana yang sesuai. Faktor yang mempengaruhi pemilihan DCF yang sesuai antara lain adalah: *cash flow*, *current earnings*, *growth*.

Pertama, menentukan *cash flow*. *Cash flow* PT. Summarecon Agung Tbk. dapat ditentukan berdasarkan laporan keuangan historis yang tersedia umum dan proyeksinya. Karena itu, kita sebaiknya menggunakan *cash flow*, bukan *dividend*.

Selanjutnya, kita melihat stabilitas utang yang digunakan PT. Summarecon Agung Tbk. untuk menentukan *free cash flow to equity* atau *free cash flow to firm*. PT. Summarecon Agung Tbk. menggunakan utang sebagai salah satu sumber pendanaan bisnisnya. Penggunaan utang ini tidak terlalu agresif karena manajemen bersifat hati-hati. Hal ini sesuai dengan prinsip pendiri PT. Summarecon Agung Tbk., Ir. Soetjipto Nagaria, yang mengaplikasikan konservativitas dalam melakukan bisnisnya. Dengan alasan tersebut, maka PT. Summarecon Agung Tbk. dinilai menggunakan *stable leverage* sehingga metode yang sesuai adalah *free cash flow to equity* ataupun *free cash flow to firm*.

Pemilihan antara kedua metode ini lebih didasarkan pada alasan praktis. FCFE membutuhkan data yang lebih banyak daripada FCFF, setidaknya data yang terkait dengan *debt*. Data tambahan ini memberikan potensi yang lebih besar bagi terjadinya *error*. Dengan keterbatasan-keterbatasan yang dimiliki penulis dalam melakukan karya akhir, maka penulis memutuskan untuk melakukan *valuation* dengan metode *free cash flow to firm*.

Kemudian, faktor yang lain adalah *earnings*. Meskipun PT. Summarecon Agung Tbk. adalah perusahaan yang membangun properti beserta infrastrukturnya, ia tetap memiliki *earnings* yang positif. Hal ini karena investasinya dimasa lalu dapat mengakomodasi investasi selanjutnya. Selain itu, karena perusahaan telah lama melakukan bisnisnya dan pertumbuhannya dalam tingkat yang wajar, maka *earnings* tersebut dinilai berada dalam tingkat yang wajar pula. Kedua hal tersebut memberikan petunjuk untuk menggunakan *earnings* yang ada dalam menentukan *free cash flow to firm*.

Faktor ketiga adalah *growth*. PT. Summarecon Agung Tbk. memiliki ROE yang lebih tinggi dari para pesaingnya dan juga memiliki *growth* yang lebih tinggi dari pasar. Hal ini disebabkan karena konsep *township* yang sukses pada kawasan Kelapa Gading. Harga tanah dan properti di sana meningkat tajam. Ditambah lagi adanya Mal Kelapa Gading yang menyediakan *recurring income* yang terus tumbuh. Namun, persediaan lahan di Kelapa

Gading makin menipis dan jika tidak ada perolehan *landbanking* lebih lanjut, maka pembangunan Kelapa Gading akan mencapai titik akhir. PT. Summarecon Agung Tbk. harus mengembangkan *township* dan inovasi konsep lainnya untuk tetap tumbuh lebih tinggi dari rata-rata industri. Hal ini tidak mudah dilaksanakan karena berbagai faktor yang ada. Khususnya makin sulitnya perolehan lahan (*landbanking*) dan tekanan dari pesaing. Saat ini PT. Summarecon Agung Tbk. mengembangkan kawasan kedua, Serpong, namun kawasan ini masih dalam masa perkembangan sehingga belum sepenuhnya menduplikasi kesuksesan kawasan Kelapa Gading.

Dari ulasan di atas, penulis menyimpulkan bahwa PT. Summarecon Agung Tbk. memiliki *growth* yang lebih tinggi dari rata-rata industri namun terbatas karena *competitive advantage* yang ia miliki juga terbatas. Selalu terbuka kemungkinan PT. Summarecon Agung Tbk. menemukan sumber *sustainable competitive advantage* yang lain. Meskipun demikian, penulis mengambil sikap konservatif dan membatasi pertumbuhan tinggi yang dimiliki PT. Summarecon Agung Tbk. sehingga metode *valuation* yang digunakan adalah *free cash flow to firm* dengan *two-stage growth*.

5.3. Input

Untuk melakukan *valuation*, setidaknya ada tiga komponen data *input* yang diperlukan, *discount rate*, *earnings* dan *growth*. Discount rate yang dipergunakan dalam *free cash flow to firm* adalah *weighted average cost of capital* yang terbentuk dari *cost of debt* dan *cost of equity*. *Cost of debt* yang dipergunakan mengambil rata-rata dari suku bunga bank komersial periode 2003-2006, sedangkan *cost of equity* bergantung pada *risk-free rate*, *beta* dan *equity risk premium*.

Risk-free rate diambil dari rata-rata SBI. Beta dihitung berdasarkan gradien grafik yang menghubungkan antara *investor* saham PT. Summarecon Agung Tbk. terhadap indeks harga saham gabungan (IHSG). Sedangkan *equity risk premium* didapati 9,25 %. Penjelasan detail mengenai penentuan *weighted average cost of capital* diberikan pada sub bab 5.4.

Kemudian, kita juga memerlukan *cash flow* sebagai input proses *valuation*. *Cash flow* yang akan didiskon merupakan *free cash flow to firm*, artinya, kita harus mempertimbangkan semua aliran uang kepada *claimholders*.

$$\begin{aligned} FCFF &= EBIT (1- \text{Tax Rate}) \\ &- (\text{Capital expenditure}-\text{Depreciation}) \\ &- \text{Change in non-cash working capital} \end{aligned} \quad (5.1)$$

Capital expenditure yang digunakan diambil dari *statement of cash flow*, khususnya *cash flow from investing activities*. Pada *change in non cash working capital*, penulis memasukkan perubahan-perubahan pada akun (*account*) berikut:

- Investasi (sekuritas)
- Piutang dari pihak ketiga dan piutang lain-lain
- Persediaan
- Biaya dibayar dimuka
- Pajak dibayar dimuka
- Piutang hubungan istimewa
- Hutang usaha pihak ketiga
- Biaya masih harus dibayar
- Hutang pajak
- Kewajiban imbal kerja
- Kewajiban derivatif

Input ketiga yang perlu kita tentukan dalam melakukan *valuation* adalah *growth*. Dalam karya akhir ini *growth* PT. Summarecon Agung Tbk. ditentukan oleh besarnya *retention rate* dan *return on equity*. Data historis dari *retention rate* dan ROE digunakan untuk mencari *historical growth*, kemudian dirata-ratakan untuk mendapatkan *growth* dimasa yang akan datang. *Growth* ini kemudian diasumsikan menjadi *growth* yang konstan. Dari perhitungan, didapati *growth* sebesar 16,71%.

Pada penjelasan sebelumnya, yakni pada pembahasan tentang pemilihan metode *discounted cash flow* yang sesuai, penulis mengambil asumsi bahwa PT. Summarecon Agung Tbk. adalah sebuah perusahaan yang sedang dalam pertumbuhan yang tinggi namun kemudian akan menurun dan mencapai tingkat pertumbuhan yang wajar. Tingkat pertumbuhan *short term* telah ditentukan 16,71% selama lima tahun. Sedangkan untuk pertumbuhan selanjutnya penulis mengambil tingkat perkiraan pertumbuhan industri, yakni 12.5%. Tingkat pertumbuhan ini digunakan untuk menentukan *terminal value* dari PT. Summarecon Agung Tbk. Tingkat pertumbuhan ini diambil berdasarkan informasi dari berita yang mengutip perkataan Direktur Utama PT. Summarecon Agung Tbk., Johannes Mardjuki yang mengatakan bahwa pertumbuhan industri properti pada tahun 2008 berkisar antara 5-10%, lebih rendah dari tingkat wajarnya dikarenakan ketidakpastian pasar atas turbulensi lokal maupun global.

5.4. Cost of Capital

5.4.1. Cost of Equity

Perhitungan *cost of equity* dari saham PT. Summarecon Agung Tbk. dilakukan dengan menggunakan pendekatan CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). CAPM menyatakan bahwa, *cost of equity* suatu sekuritas dirumuskan sebagai berikut:

$$k_i = r_f + \beta_i (E(R_m) - r_f) \quad (5.2)$$

$$k_i = r_f + \beta_i (MRP) \quad (5.3)$$

Keterangan :

k_i = *cost of equity* saham (SMRA)

r_f = merupakan *risk free rate* (dengan mengacu pada SBI rate).

β_i = beta saham SMRA (risiko sistematis saham SMRA).

β_i = *covariance* (SMRA, IHSG)/ *variance* (IHSG)

MRP = *equity risk premium* (Indonesia)

Penentuan *risk free rate* didasarkan pada perhitungan SBI rate untuk periode yang sama.

Berikut adalah *risk free rate*:

Tabel 5.2: Rata-Rata Suku Bunga SBI per Tahun

Rata-rata SBI	
Tahun	Suku bunga
2003	9.96%
2004	7.43%
2005	9.18%
2006	11.83%

Sumber: Pengolahan Data Bank Indonesia (2008)

Untuk menentukan *market risk premium*, kita harus menggunakan data dari pasar modal dalam waktu yang stabil dan dalam jangka waktu yang sangat lama (50-100 tahun). Untuk itu, penentuan MRP Indonesia dapat di-*benchmark* dengan MRP dengan beberapa penyesuaian, khususnya *country risk*.

Expected risk free rate Amerika berkisar antara 3-4%

Expected market investor Amerika berkisar antara 10-12%

Dengan demikian MRP Amerika berkisar antara 7-8% atau kita ambil nilai tengahnya sebesar 7.5%.

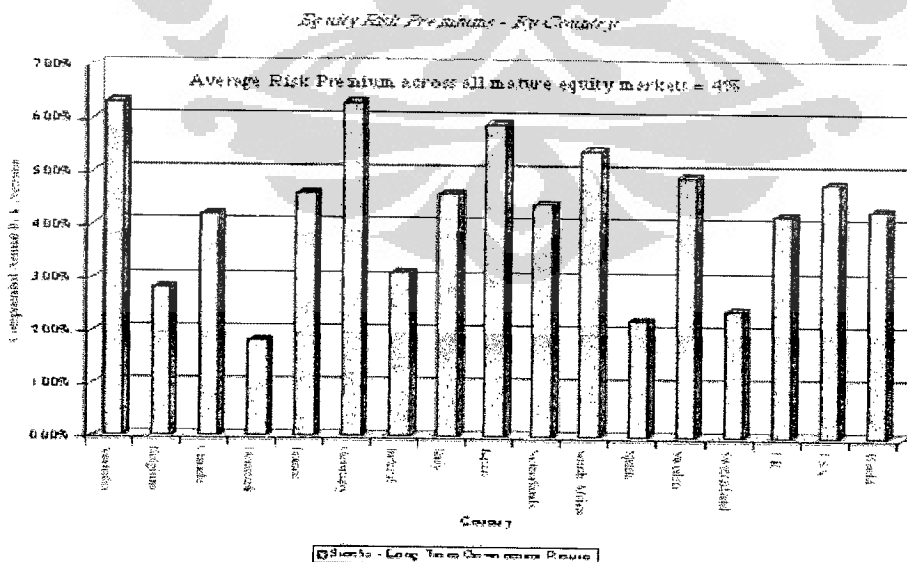
Country risk Amerika berdasarkan S&P adalah AAA

Country risk Indonesia berdasarkan S&P adalah BB

Perbedaan *country risk* tersebut menyebabkan perbedaan *yield* yang diminta terhadap obligasi antara Indonesia-Amerika sebesar lebih kurang 3.5%. Dengan demikian, kita dapat menentukan *market risk premium* Indonesia sebesar 10.5%.

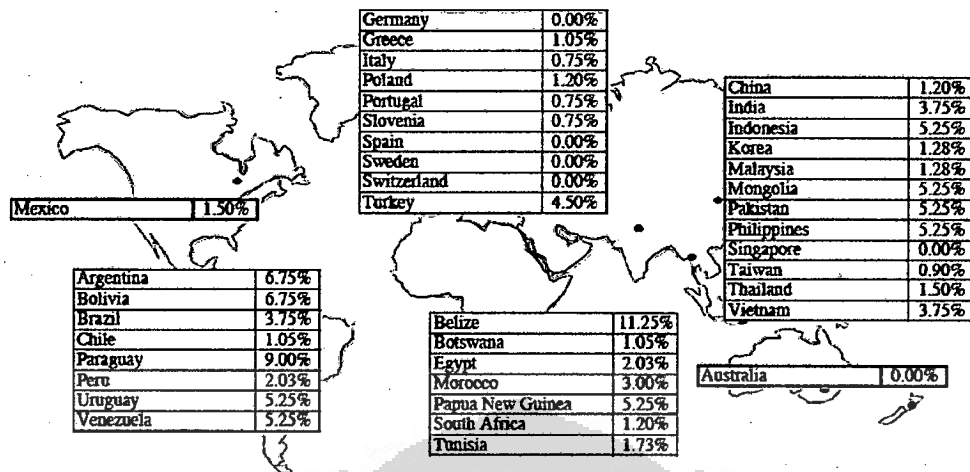
Dari referensi kedua, Aswath Damodaran, menyatakan bahwa *market risk premium* adalah *country equity risk premium* Indonesia ditambah *base equity premium for mature market*.

Gambar 5.1: *Equity Risk Premium by Country*



Sumber: Aswath Damodaran (2002)

Gambar 5.2: Country Equity Risk Premium



Sumber: Aswath Damodaran (2002)

Country equity risk premium Indonesia adalah 5,25% sedangkan base equity premium for mature market adalah 4%. Sehingga Indonesia sebesar 9,25%. Penulis menggunakan risk-free rate yang dihasilkan dari pendekatan kedua.

Langkah selanjutnya adalah menentukan beta untuk saham PT. Summarecon Agung Tbk. (SMRA). Dengan menggunakan data harga harian dari harga saham SMRA yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta (sekarang bernama Bursa Efek Indonesia), dan data adjusted closed harian IHSG dari yahoo finance, didapatkan investor harian untuk Saham SMRA dan pasar (IHSG).

Tabel 5.3: Cost of Equity SMRA 2003-2006

Periode	Beta	Market Risk Premium (%)	Risk Free Rate, Rf (SBI): %	Required Rate of Investor of SMRA
Januari - Desember 2003	1.5662	9.250%	9.96%	24.44%
Januari - Desember 2004	1.0898	9.250%	7.43%	17.51%
Januari - Desember 2005	1.3769	9.250%	9.18%	21.92%
Januari - Desember 2006	1.0762	9.250%	11.83%	21.78%

Sumber: Pengolahan Data (2008)

5.4.2. Cost of Debt

Cost of yang digunakan dalam analisis ini adalah rata-rata tingkat suku bunga pinjaman investasi dalam rupiah untuk kelompok bank umum pada akhir periode penelitian. Berdasarkan data yang kami dapatkan dari Bank Indonesia, suku bunga kredit investasi dari bank umum adalah sebagai berikut:

Tabel 5.4: *Cost of Debt*

Rata-rata suku bunga investasi bank umum per tahun	
Tahun	%
2003	17.04
2004	14.67
2005	14.20
2006	15.73

Sumber: Pengolahan Data (2008)

5.4.3. Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Weighted average cost of capital dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$WACC = \frac{E}{E+D} \times k_e + \frac{D}{E+D} \times k_d \times (1 - T_c) \quad (5.4)$$

Dari *Balance Sheet* per 31 Desember, maka diperoleh informasi utang sebagai berikut:

Tabel 5.5: *Debt dan Equity SMRA*

	2003	2004	2005	2006
hutang bank dan lembaga pembiayaan	176,775,288	124,777,323	99,974,983	363,499,525
hutang obligasi - bersih	194,803,739	195,958,464	162,815,494	178,770,218
total debt	371,581,030	320,737,791	262,792,482	542,271,749
total equity	528,968,431	647,880,272	837,150,451	975,741,538
total debt & equity	900,549,461	968,618,063	1,099,942,933	1,518,013,287

Sumber: Pengolahan Data (2008)

Dengan asumsi *corporate tax* yang didapat dari perhitungan *taxes / profit before tax*, maka WACC SMRA untuk periode 2002-2006 adalah:

Tabel 5.6: *Weighted Average Cost of Capital* SMRA 2003-2006

	2003	2004	2005	2006
<i>cost of debt</i>	17.04%	14.67%	14.20%	14.20%
<i>cost of equity</i>	24.44%	17.51%	21.92%	21.78%
<i>corporate tax rate</i>	22.021%	21.688%	21.541%	21.383%
<i>WACC</i>	19.84%	15.52%	19.34%	17.99%

Sumber: Pengolahan Data (2008)

5.5. Proyeksi Laporan Keuangan

Untuk mendapatkan nilai perusahaan, kita harus memperkirakan pendapatan di masa yang akan datang. Hal ini dilakukan dengan metode proyeksi laporan keuangan. Laporan keuangan proyeksi yang terkait erat dengan *valuation* diberikan pada lampiran.

5.5.1. Laporan Laba Rugi (*Income Statement*)

Format laporan laba rugi yang digunakan dalam membuat laporan laba rugi adalah seperti yang tercantum pada lampiran. Format ini digunakan agar laporan laba rugi tercatat dalam format yang umum. Berikut keterangan mengenai hubungan akun yang terdapat pada format laporan laba rugi karya akhir terhadap akun pada format laporan laba rugi yang diterbitkan perusahaan.

Akun *sales* adalah pendapatan bersih, *cost of goods sold* (COGS) adalah beban pokok penjualan dan beban langsung yang telah dikurangi sebagian dari biaya penyusutan. Beban usaha (beban penjualan dan beban umum dan administrasi) dikurangi dengan sebagian porsi biaya penyusutan adalah *operating expense*. Laba usaha adalah *operating profit*. Beban bunga adalah *net interest*, laba sebelum pajak penghasilan adalah *pre-tax profit*, beban pajak penghasilan adalah *taxes*, *minority interest* adalah hak minoritas atas laba bersih anak perusahaan yang dikonsolidasikan. Terakhir, *net profit* adalah laba bersih.

Dengan menggunakan format yang lebih umum tersebut penulis melakukan proyeksi. Proyeksi laporan laba rugi sangat penting dalam melakukan *valuation*. Proyeksi ini memberikan basis pendapatan untuk menghitung *free cash flow to firm* yang dibutuhkan. Untuk mendapatkan proyeksi laporan laba rugi, dalam membuat proyeksi, penulis mengambil *sales* sebagai basis.

Langkah pertama adalah menentukan *sales* di masa yang akan datang. Dari faktor ekonomi makro dan industri, terlihat bahwa permintaan untuk *residential property* masih tinggi. *Residential property* memang menjadi sumber utama pendapatan PT. Summarecon Agung Tbk. Hal ini terbukti dari tingginya daya serap pasar terhadap produk yang dihasilkan perusahaan. Dalam setiap kali peluncuran produk baru PT. Summarecon Agung Tbk. selalu mampu menjual sebagian besar unit yang ada.

Karena itu, penulis mengambil kesimpulan bahwa pertumbuhan *sales* perusahaan bergantung pada kemampuannya dalam menyediakan produk bagi pasar. Hal ini diindikasikan dari *growth* internal perusahaan. *Sales* tumbuh 16,71% setiap tahunnya selama periode 2008-2012.

Selanjutnya, penulis menentukan besarnya *gross profit*. Proyeksi *gross profit* didapat dengan melihat rata-rata korelasinya terhadap *sales* tahun tersebut. Langkah ketiga adalah menentukan *cost of goods sold*. Akun ini didapat dengan mengurangkan *sales* dengan *gross profit*. Akun *operating expense* didapat dari korelasinya terhadap *sales*. Akun *depreciation expense* didapat dari rata-rata *depreciation expense* terhadap *fixed asset* pada tahun sebelumnya.

Akun-akun yang proyeksinya tidak didasarkan pada *sales* antara lain adalah *net interest*, *taxes*, *other income* dan *minority interest*. *Net interest* ditentukan nilainya berdasarkan hubungannya dengan *total debt* pada tahun sebelumnya. *Taxes* ditentukan dari rata-rata *tax rate* perusahaan dan dikalikan dengan *pre-tax profit*. Akun lain, seperti *other*

income dan *minority interest* merupakan akun dengan *uncertainty* yang lebih tinggi dan tidak selalu terkait dengan *sales* ataupun akun lainnya. Penulis kemudian menggunakan rata-rata data historis untuk menentukan nilai akun ini.

5.5.2. Neraca (*Balance Sheet*)

Seperti halnya laporan laba rugi, neraca yang digunakan pada karya akhir ini mempunyai format yang disesuaikan dengan format umum. Penjelasan mengenai akun-akun dalam neraca format umum yang dibandingkan dengan format perusahaan diberikan berikut. *Cash* adalah kas dan setara kas, *receivables* adalah piutang usaha dari pihak ketiga dan piutang lain-lain. *Inventory* adalah persediaan, *land for development* adalah tanah yang belum dikembangkan, *fixed asset* adalah aktiva tetap, *other assets* adalah investasi, biaya dibayar dimuka, pajak dibayar dimuka, uang muka, piutang hubungan istimewa, aktiva pajak tangguhan, dan aktiva lain-lain.

Neraca juga merupakan laporan keuangan yang diperlukan dalam menentukan *free cash flow*. Beberapa akun dalam proyeksi laporan laba rugi juga dibuat berdasarkan akun-akun yang ada dalam neraca. Langkah yang ditempuh dalam membuat neraca proyeksi dijelaskan sebagai berikut. Pada awalnya, kita memproyeksikan aktiva dalam neraca. Piutang (*receivables*) ditentukan berdasarkan *sales* dan *account receivables turnover ratio*. Begitu pula dengan persediaan (*inventory*), didasarkan pada *inventory turnover ratio*. Untuk tanah yang belum dikembangkan (*land for development*) dan aktiva tetap (*fixed assets*) ditentukan nilainya berdasarkan *capital expenditure*. Pada akun *other assets*, penulis mengambil rata-rata dari data historis karena tidak terdapat informasi yang memadai sebagai basis proyeksi. Ditambah lagi akun tersebut memiliki *uncertainty* yang tinggi. Akun lain yang diperlakukan dengan cara yang serupa adalah *other liabilities* dan *minority interest* pada *equity*.

Selanjutnya, proyeksi terhadap akun-akun kewajiban. Akun utang (*account payables*) diproyeksikan berdasarkan *sales* dan *account payable turnover ratio*. Akun *customer advances* dan *accrued expenses* juga diperlakukan serupa. Untuk akun *debt*, penulis memproyeksikannya berdasarkan modal dan *debt to equity ratio*.

Bagian terakhir dari pembahasan pembuatan proyeksi neraca adalah modal (*equity*). Proyeksi akun-akun dalam *equity* dilakukan dengan menganggap bahwa perusahaan tidak mengeluarkan saham baru untuk kebutuhannya. Akun *capital* konstan, begitu pula dengan *share premium*-nya. *Retained earnings* didapat dari rata-rata *retention rate* PT. Summarecon Agung Tbk. dikalikan dengan *net income* dan dijumlahkan dengan saldo *retention rate* pada tahun sebelumnya.

5.6. Valuation (Discounted Free Cash Flow to Firm Method)

Proyeksi dilakukan pada periode lima tahun 2008-2012. Sebagai catatan, laporan keuangan akhir tahun 2007 PT. Summarecon Agung Tbk. belum tersedia pada saat pembuatan karya akhir ini sehingga digantikan dengan laporan keuangan hasil proyeksi. Meskipun demikian, periode proyeksi mengambil titik mulai perhitungan pada awal 2008.

Dengan berdasarkan laporan keuangan proyeksi di atas, maka kita dapat mengetahui besarnya EBIT pada masa mendatang. Tidak hanya EBIT, *taxes*, *depreciation expense*, *capital expenditure* dan *net change in non-cash working capital* juga didapat. Dari data tersebut nilai *free cash flow to firm* dapat dihitung. Hasilnya dirangkum dalam tabel berikut.

Tabel 5.7: Proyeksi FCFF 2008-2012

FCFF						
EBIT	398,380,786	472,922,006	560,125,556	662,107,928	781,339,388	
taxes	(66,605,210)	(79,292,365)	(94,062,679)	(111,266,297)	(131,311,791)	
depreciation expense	(58,444,439)	(59,658,015)	(60,871,590)	(62,085,166)	(63,298,741)	
capital expenditures	(200,066,709)	(229,396,709)	(263,629,186)	(303,583,583)	(350,216,312)	
change in working capital	71,267,394	83,179,659	97,083,046	113,310,369	132,250,070	
FCFF	118,885,912	140,711,288	166,222,235	196,032,845	230,859,956	259,717,450

Sumber: Pengolahan Data (2008)

Setelah mendapatkan *free cash flow to firm*, maka langkah selanjutnya adalah mendiskonnnya hingga didapati *present value* (PV). Kemudian *present value* tersebut dijumlahkan. *Total present value* yang didapat adalah Rp. 2.489.141.092.660. Nilai ini masih merupakan nilai perusahaan secara keseluruhan yang masih melibatkan unsur *debt*. Untuk mendapatkan nilai modal (*equity*) dari perusahaan, maka faktor-faktor yang tidak terkait dengan *equity* harus dikeluarkan terlebih dahulu. Ini dilakukan dengan cara mengurangi *debt* dari *value of the firm* tersebut. Hasilnya, didapatkan *value of equity* sebesar Rp.1.845.548.030.380 sehingga didapati nilai per lembar saham sebesar Rp.670.113. Harga ini lebih rendah daripada harga saham PT. Summarecon Agung Tbk. yang ada di lantai bursa pada tanggal 28 Desember 2007, yakni Rp.1.170

Nilai ini masih dipengaruhi berbagai faktor yang bersifat tidak pasti. Karenanya, penulis membuat beberapa skenario berdasarkan tingkat *growth* industri yang berbeda-beda dan WACC yang berbeda-beda pula. Hasilnya dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 5.8: Harga Saham dan Faktor *Growth* dan WACC

		Stable Growth Rate				
		10 %	11.25%	12.5 %	13.75%	15 %
WACC	19.17%	362,484	433,953	532,197	675,727	905,237
	18.17 %	438,381	533,328	670,113	884,205	1.266,959
	17.17 %	535,555	666,373	867,171	1.214,605	1.961,682

Sumber: Pengolahan Data (2008)

5.7. Valuation (Option Pricing Model)

Metode *valuation option pricing model* didasarkan pada aplikasi konsep *option* dalam memandang sebuah perusahaan. Untuk melakukan *valuation* menggunakan metode ini, kita membutuhkan beberapa variabel input.

Pertama, kita membutuhkan *market value of asset*. Dalam penulisan karya akhir ini, penulis mengambil beberapa asumsi bahwa aktiva yang paling signifikan mempengaruhi *market value* adalah lahan yang belum dikembangkan (*land for development*). Hal ini didasari dengan kenyataan bahwa PT. Summarecon Agung Tbk. mencatat harga aktiva tersebut menggunakan biaya pembeliannya. Sementara itu, nilai tanah meningkat tajam. Dengan menggunakan nilai rata-rata harga tanah untuk setiap kawasan, penulis melakukan penyesuaian.

Untuk akun aktiva yang lain seperti *cash, receivables, inventory, fixed asset* dan *other asset* penulis mengambil *book value*-nya sebagai *market value*. Hal ini didasari oleh sifat aktiva tersebut yang bersifat *short term* (kecuali *fixed asset*). Untuk *fixed asset* selain tanah, nilainya terus terdepresiasi. Penulis mengasumsikan nilai yang telah terdepresiasi ini sebagai nilai wajarnya. Selain itu, nilai akun-akun tersebut relatif kecil dibandingkan dengan nilai *market value land for development*.

Nilai pasar aktiva PT. Summarecon Agung Tbk. juga seharusnya memperhitungkan *brand equity* dan *intangible asset* lainnya. Namun hal tersebut di luar batasan karya akhir ini. Penulis mendapati nilai pasar dari *land for development* sebesar Rp. 783.271.757.000 sehingga *total* nilai pasar aktivanya menjadi Rp. 2.820.076.927.790 atau lebih tinggi Rp.404.514.524.810 dari nilai bukunya.

Tabel 5.9: Harga Pasar Tanah yang Belum Dikembangkan

MARKET VALUE OF LAND	book value	market value	landbanking 2007 (sqm)	market value (000)
- kelapa gading	3,263,039	6,500,000	40,475	263,087,500
- gading serpong	110,100	219,768	1,190,675	261,671,757
- bekasi	50,099	100,000	1,577,499	157,749,900
- slipi	2,370,096	6,500,000	12,046	78,299,000
- pulo gadung	145,320	5,000,000	2,944	14,720,000
- ciketing	2,053	50,000	149,220	7,461,000
- cisarua	20,146	100,000	2,826	282,600
Total			2,975,685	783,271,757

Sumber: Pengolahan Data (2008)

Selanjutnya kita juga membutuhkan nilai utang yang dimiliki perusahaan. Dari proyeksi didapati nilai Rp. 547.415.043.781. Nilai *risk free rate* diambil sama seperti pada metode *discounted cash flow to firm* 9,6 %. Nilai *asset investor standard deviation* didekati dengan standar deviation of *equity return* tahunan, 60,36%.

Input lain yang diperlukan adalah *debt maturity*. PT. Summarecon Agung Tbk. menggunakan utang dari berbagai institusi berbeda, dengan jumlah yang bervariasi dan memiliki jangka waktu jatuh tempo yang berbeda-beda pula. Karena itu penulis mengambil *weighted average debt maturity* dan memakai jumlah utang sebagai faktor pembobotnya. Hasilnya, didapati *weighted average debt maturity* sebesar 3,53 tahun.

Data-data tersebut diproses menggunakan persamaan *Black-Scholes* sehingga didapat *market value of equity* sebesar Rp.2.481.702.972.448,65. Dengan jumlah *outstanding share* 2.754.086.720, maka didapati *fair value* saham PT. Summarecon Agung Tbk. adalah Rp.901,10. Sebagai tambahan, dari identitas neraca, didapati *market value of debt* sebesar Rp.338.373.955.338,11.

Tabel 5.10: Harga Saham dan Nilai Pasar dari Aktiva

	Market Value of Asset (Rp.)		
	2.415.562.402.978	2.820.076.927.786	3.224.591.452.595
	757,31	901,10	1.045,55

Sumber: Pengolahan Data (2008)

5.8. Analisis Harga Saham

Dari kedua metode yang digunakan untuk menghitung harga wajar saham PT. Summarecon Agung Tbk. didapati hasil Rp. 670,113 (*discounted free cash flow to firm*) dan Rp.901,10. Nilai lebih rendah daripada nilai saham SMRA pada tanggal 28 Desember 2007, Rp. 1.170. untuk kasus ini saham SMRA *overvalued*.

Penulis memperkirakan harga saham SMRA akan dalam jangka waktu pendek SMRA akan mengalami pelemahan, dan terus turun sehingga lebih rendah dari harga wajar hasil perhitungan sebelum kemudian kembali ke tingkat wajarnya. Pergerakan ini disebabkan oleh beberapa hal berikut.

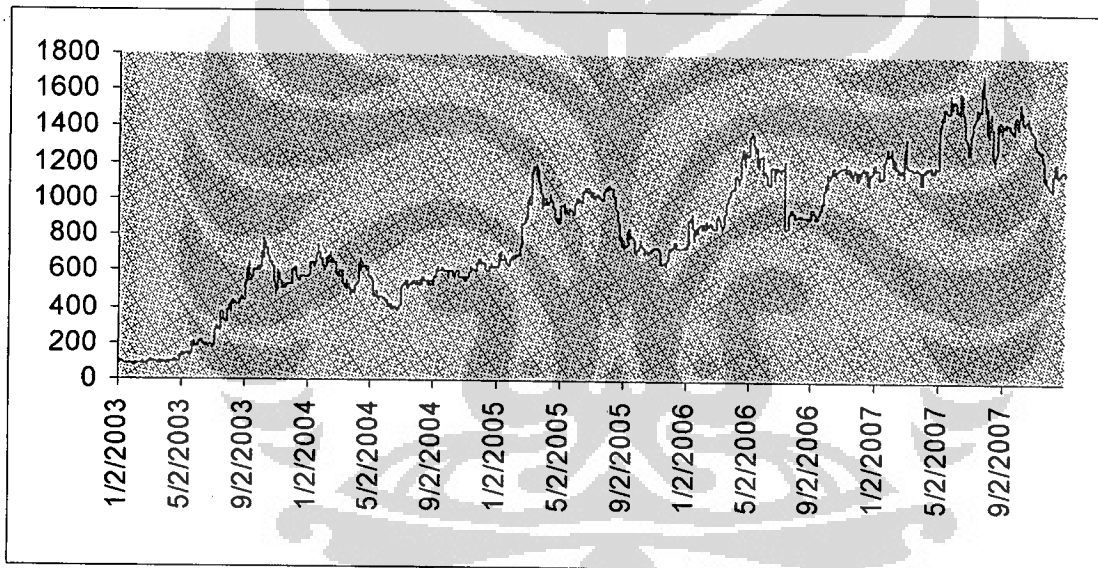
Pertama, PT. Sumarecon Agung Tbk. mencatat membukukan penjualannya lebih lambat dari penjualannya itu sendiri (*accounting sales lag marketing sales*), hal ini menjadi contoh lain dari konservativitas perusahaan. Laporan keuangan tahun 2007, *accounting sales* dipengaruhi oleh *marketing sales* tahun 2006. *Marketing sales* tahun 2006 mengalami penurunan yang cukup signifikan sehingga laporan keuangan 2007 hanya membukukan peningkatan yang kecil.

Faktor lain adalah dampak *slow down* ekonomi Amerika Serikat akibat *sub-prime mortgage*. Para *investor* cenderung berjaga-jaga dan melepas saham-saham dengan korelasi tinggi terhadap pasar, termasuk saham-saham industri properti. Dengan aksi tersebut maka

harga SMRA akan terdorong turun. Sentimen negatif ini akan berakhir seiring usaha-usaha internal perusahaan, khususnya *marketing sales* 2008. Selain itu harga SMRA akan kembali menguat jika kekhawatiran pasar mengenai resesi Amerika dan dunia setelah *sub-prime mortgage* berakhir.

Harga saham SMRA mengalami fluktuasi dari waktu ke waktu. Namun bagi penulis yang melihatnya dari sudut pandang *investor* jangka panjang, SMRA memiliki potensi yang besar untuk terus meningkat.

Gambar 5.3: Fluktuasi Harga SMRA 2003-2007



Sumber: Bursa Efek Indonesia (2007)

BAB VI

KESIMPULAN DAN SARAN

6.1. Kesimpulan

Dari karya akhir ini disimpulkan hal-hal sebagai berikut:

- Nilai saham SMRA yang dihitung menggunakan metode *discounted free cash flow to firm* (DCFF) adalah Rp.670,11
- Nilai saham SMRA yang dihitung menggunakan *option pricing model* (OPM) adalah Rp.901,10
- Laju pertumbuhan dan *cost of capital* menjadi faktor penentu utama dalam pencarian nilai wajar saham SMRA menggunakan metode DCFF
- Nilai pasar dari aktiva PT. Summarecon Agung Tbk. sangat berpengaruh dalam metode OPM. Nilai pasar aktiva ini utamanya ditentukan dari nilai pasar *landbanking* perusahaan.
- Analisis *SWOT* menunjukkan bahwa PT. Summarecon Agung Tbk. memiliki kekuatan dalam jumlah *landbanking* dan *brand image* yang baik, perusahaan juga berpotensi mengoptimalkan produksi, *production mix* dan fasilitas pembiayaan (*mortgage*). Satu faktor yang menjadi kelemahan adalah banjir.
- Analisis Porter's five forces menunjukkan bahwa persaingan dalam industri properti skala besar masih dalam tingkat moderat. PT. Summarecon Agung Tbk. masih memiliki keunggulan besaing untuk terus menjalankan dan meningkatkan aktivitas bisnisnya.

6.2. Saran

Dalam penyusunan karya akhir ini, penulis menemukan beberapa hal yang penting. Beberapa saran muncul berdasarkan hal-hal tersebut.

Saran bagi PT. Summarecon Agung Tbk.:

- Industri properti merupakan industri yang sangat terkait erat dengan kondisi ekonomi makro. Korelasi ini akan makin besar dengan bertambahnya utang perusahaan. Penulis menyarankan untuk menjaga utang pada tingkat tertentu dan tetap menjalankan prinsip kehati-hatian dan konservatifitas. Pertumbuhan gradual seperti yang terjadi selama ini dirasa cukup untuk menopang bisnis secara berkesinambungan.
- Visi jangka panjang yang mendasari setiap proyek properti dan konsep *township* telah terbukti memberikan *value* bagi konsumen, perusahaan, dan *stakeholders* lainnya. Namun, untuk tetap sukses dalam persaingan masa yang akan datang perusahaan perlu mencari *sources of sustainable competitive advantages* lainnya yang tidak keluar dari *core competence*. Perusahaan juga dirasa belum memaksimalkan usaha untuk mendapatkan *brand equity* yang lebih baik, sehingga produknya terdiferensiasi dari produk kompetitor dan memberi *value* yang lebih dalam perspektif konsumen
- Industri properti Indonesia memiliki pasar yang besar dan harga tanah yang masih relatif rendah dibandingkan dengan negara-negara lain dalam kawasan Asia. Penggunaan *mortgage* oleh masyarakat Indonesia pun masih rendah. Hal ini mengindikasikan kebutuhan yang makin tinggi di masa yang akan datang. Permintaan yang tinggi ini harus dimanfaatkan dan diimbangi dengan persediaan yang cukup. Ketersediaan properti ini sangat dibatasi oleh *landbanking* yang dimiliki perusahaan. Karena itu disarankan PT. Summarecon Agung Tbk. terus menambah *landbanking* dan memanfaatkannya dengan lebih efisien.

- Perusahaan mempunyai dua jenis pendapatan dari properti yang dikembangkannya. Pertama adalah pendapatan *non recurring* dari penjualan properti (misalnya : penjualan perumahan) dan *recurring income* dari *commercial / investment properties* (misalnya Mal Kelapa Gading). Dengan makin sulitnya melakukan penambahan *landbanking*, penulis menyarankan agar perusahaan meningkatkan operasi perusahaan dalam mengembangkan *commercial properties* yang mampu menghasilkan *recurring income*. Misalnya dengan pembangunan gedung perkantoran, mal, hotel, apartemen dan lainnya

Penulis juga melakukan beberapa asumsi dan pendekatan untuk mengatai keterbatasan dalam penulisan karya akhir ini. Berikut adalah saran untuk perbaikan dan pengembangan karya akhir ini:

- Menggunakan informasi yang lebih spesifik dan valid mengenai detail perusahaan
- Melakukan perbandingan dengan hasil *valuation* yang dilakukan oleh para analis saham, baik internal maupun eksternal perusahaan
- Penulis juga membuka kesempatan untuk melakukan *valuation* dengan metode yang lain yang sesuai. Metode *relative valuation* dapat menjadi pilihan metode selanjutnya. Namun, karena sifatnya yang relatif, maka ia tidak merupakan metode *valuation* yang dominan.

DAFTAR PUSTAKA

- Laporan Keuangan (2002-2006). **PT. Summarecon Agung Tbk.**
- Damodaran, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining The Value of Any Assets*. New York: John Wiley & Sons, 2002
- Damodaran, Aswath. *Class Presentation Materials*.
- Irwanti, Irwanti; Kosasih, Raymond. **Summarecon : A Lifestyle Developer; Initiate With a Buy**. Global Market Research. Deutsche Bank, 2007.
- Barus, Felicia A. **Summarecon Agung: Short-term growth, Long-term Stability**. Danareksa, 2007
- Oen, Daniel. **Summaecon Agung: Solid Diversified Asset**. CLSA Asia-Pasific Markets, 2007
- Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W. Jaffe, Jeffrey F., Jordan, Bradford D. *Modern Financial Management*. 7th ed. New York: McGraw-Hill.
- Wild, John J.; Bernstein, Leopold A.; Subramanyam, KR. *Financial Statement Analysis*. 7thed. New York: McGraw-Hill, 2001.
- Sembel, Roy. *Class Presentation Materials*
- Wibowo, Soni A. **Penilaian Perusahaan dengan Pendekatan Economic Profit Model (Studi Kasus PT. Summarecon Agung Tbk.) Proyeksi Keuangan Periode 2003 –2007**. Universitas Indonesia, 2004.
- Kartajaya, Hermawan.; Yoswohady; Christynar, Mathilda M.F. **Creating Land of Golden Opportunity, 30 Tahun Perjalanan Summarecon, dari Rawa-rawa Menjadi Kota Penuh Warna**. Mark Plus & Co. 2005
- PT. Bisinfocus Data Pratama. **Prospek Bisnis Real Estate di Indonesia**, 2004
- Juanda, Stevanus. **Bakrieland Development: The Landlord of Jakarta CBD**. Asia Pasific Equity Research. JP Morgan, 2007

Antusiasi, Rosita. **Strategi *Positioning* Pusat Perbelanjaan, Kasus Mal Kelapa Gading.**

Universitas Indonesia. 2005

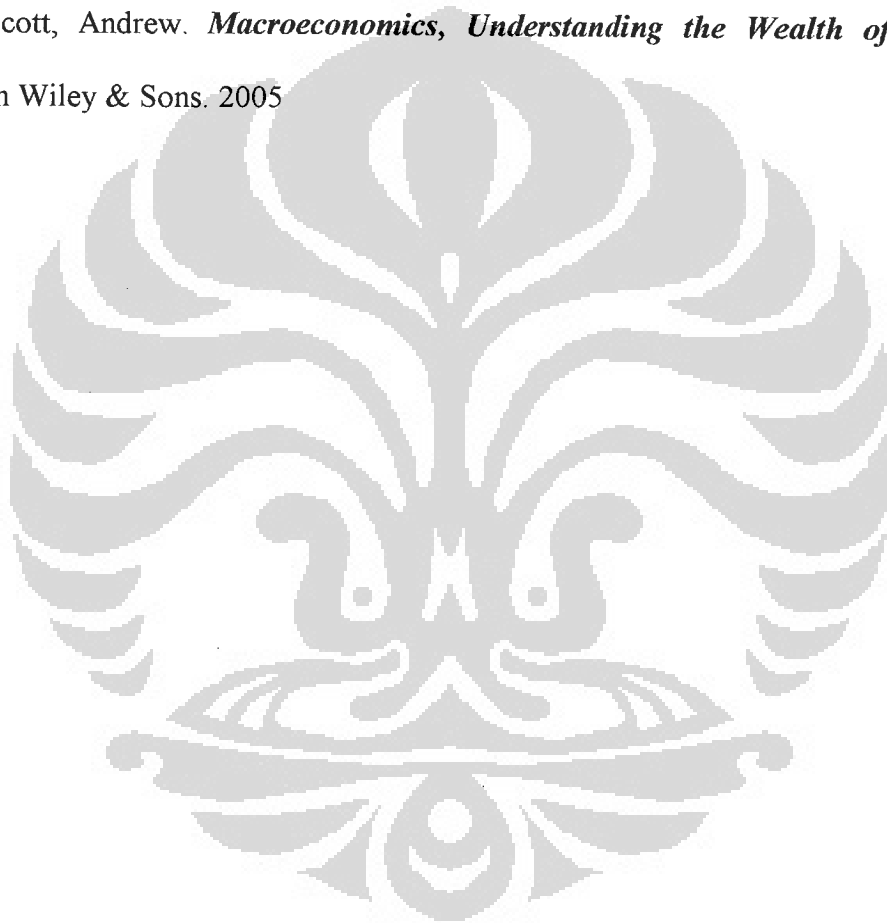
Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J. ***Investment Management.*** 4th ed. Singapore.

McGraw-Hill, 1999

Kluyver, Cornelis A.; Pierce, John A. ***Strategy, A View From the Top, Executive Perspective.*** 2nd edition.

Miles, David; Scott, Andrew. ***Macroeconomics, Understanding the Wealth of Nation.***

England. John Wiley & Sons. 2005



LAMPIRAN 1: GRUP SUMMARECON DALAM INDUSTRI PROPERTI

NAMA PERUSAHAAN	PROYEK	LAHAN (HA)	MULAI DIKEMBANGKAN	LOKASI
Perumahan				
PT. Jakartabar Cosmopolitan	Gading Serpong	2.000	1993	Serpong-Tangerang
PT. Summarecon Agung Tbk.	Kelapa Gading Permai	500	1976	Kelapa Gading-Jakut
PT. Sukmapersada Nusa	Gading Kusuma*	5	2001	Kelapa Gading-Jakut
PT. Summarecon Agung Tbk.	Gading Park View*		2002	Kelapa Gading-Jakut
PT. Summarecon Agung Tbk.	Gading Nirwana*	14	1997	Kelapa Gading-Jakut
PT. Summarecon Agung Tbk.	Bukit Gading Villa*	70	1987	Kelapa Gading-Jakut
PT. Summarecon Agung Tbk.	Gading Riviera*	3	2002	Kelapa Gading-Jakut
Apartemen				
PT. Summarecon Agung Tbk.	Wisma Gading Permai	1,4	1997	Kelapa Gading-Jakut
PT. Summarecon Agung Tbk.	Summerville	1,7	1991	Kelapa Gading-Jakut
Shopping Center				
PT. Summarecon Agung Tbk.	Mal Kelapa Gading 1,2,3	8,7	1993	Kelapa Gading-Jakut
PT. Summarecon Agung Tbk.	La Piazza	1,6	2003	Kelapa Gading-Jakut
PT. Jakartabar Cosmopolitan	Sentra Gading Serpong**	15	2003	Serpong-Tangerang

Data hingga 2004

*) bagian dari Kelapa Gading Permai

**) meliputi shopping center, hotel, perkantoran, apartemen, ruko

Sumber: PT. Bisinfocus Data Pratama (2004)

LAMPIRAN 2: GRUP PENGEMBANG PERUMAHAN TERBESAR MENURUT LUAS LAHAN

No	Grup	Lahan (ha)	Porsi (%)	Jumlah Proyek
1	PT. Bumi Serpong Damai	5.950	12,4	1
2	Lippo	4.500	9,4	3
3	PT. Jaya Real Property Tbk.	4.156	8,7	2
4	Ciputra	4.090	8,5	7
5	Kota Tigakarsa	3.000	6,3	1
6	Summarecon	2.500	5,2	2
7	Pondok Indah	2.050	4,3	7
8	Sinarmas	2.004	4,2	12
9	PT. Putra Alvita Pratama (Kota Legenda)	2.000	4,2	1
10	Pakuwon	1.650	3,4	4

Data hingga 2004

Sumber: PT. Bisinfocus Data Pratama (2004)

LAMPIRAN 3: PERBANDINGAN ANTAR PRIMARY MALL DI JAKARTA

No	Atribut	Mal taman Anggrek	Mal Pondok Indah	Plasa Indonesia	Plasa Senayan	Mal Kelapa Gading	Plasa Semanggi	Cilandak Town Square	Mal Artha Gading
1	Pernyataan positioning	<i>The greatest place in Jakarta for shopping, dining, and entertainment</i>	<i>Meet me at the mall</i>	<i>The leading fashion center.. It's where I want to be</i>	<i>The stylish shopping mall in Jakarta</i>	<i>Fashion, food, entertainment</i>	<i>The best meeting point</i>	<i>The hottest place in town</i>	Dunia belanja sedunia-7 pesona dunia dalam mall
2	Luas area disewakan	97.000	45.000	42.000	75.000	130.000	36.000	26.500	94.000
3	Anchor tenant	Galeria, Metro, Rimo	Metro,	Sogo, Debenhams	Sogo, metro	Sogo, Diamond	Centro	Matahari	Java
4	Secondary tenant	Hero supermarket, Gramedia, Samudra Seafood restaurant, Agis Electronic, Gunung Agung, mega Kid, Timezone, Sky Ring, Cineplex 21	Hero supermarket, Gramedia, Agis Electronic, Gunung Agung, Ace Hardware, Toys City, Cineplex 21		Timezone, Hero supermarket, cineplex 21	Timezone, Gramedia, Gunung Agung, Cineplex 21, Gading XXI	Cinema 21	Timezone, Cinema 21, The Score	
5	Occupancy	95,1 %	99,6 %	98,2 %	99,35 5	99,43 %	85 %	98,59 %	
6	Tarif sewa	US\$ 75/m ²	US\$ 65/m ²	US\$ 100/m ²	US\$ 100/m ²		Ground Floor Rp. 300.000 / m ² , kategori fashion (2 nd floor) Rp. 550.000- Rp.750.000		Lantai dasar Rp. 325.000 / m ² , 1 st fl. Rp. 275.000 / m ² , 2 nd fl. Rp. 185.000 / m ² , 3 rd fl. Rp. 165.000 / m ²

Sumber: PT. Bisinifocus Data Pratama (2004)

LAMPIRAN 4: TENANT MIX PADA BEBAGAI PRIMARY MALL DI JAKARTA

Kategori		MPI (%)	MTA (%)	PI (%)	PI + EX (%)	PS (%)	MKG (%)
Anchor	Department Store	28,8	33,1	36,1	28,7	56,1	29,9
	Supermarket	4,5	3,4	6,3	5,0	7,6	5,
	Entertainment	9,9	5,1	0,0	5,7	10,5	7,0
	Komposisi Area	43,1	41,6	42,3	39,4	74,3	42,4
Fashion	Fashion & Accessories	9,1	11,8	24,4	20,0	11,1	17,1
	Childen Wear & Toys	2,7	6,4	0,7	0,8	0,7	1,9
	Sports Fashion & Goods	3,9	1,5	1,1	1,3	1,3	2,3
	Textile & Tailoring	0,5	1,2	0,4	0,3	0,1	0,1
	Komposisi Area	16,1	20,9	26,7	22,4	13,2	21,5
Food	Restaurant & Food Specialities	15,0	14,1	15,4	19,9	6,8	10,4
	Food Court	0,0	3,1	0,0	0,0	0,8	4,8
	Komposisi Area	12,0	17,2	15,4	19,9	7,5	15,2
Others	Books, Stationary, Arts & Gifts	8,2	4,9	4,0	3,7	0,4	4,8
	Health & Beauty	3,2	4,1	5,7	8,9	1,6	9,3
	Home decor & Houseware	5,7	4,5	2,3	1,9	1,1	2,3
	Music, Electronics, Home Entertainment, Internet	5,1	4,1	1,4	2,2	1,2	3,7
	Service	3,5	2,8	2,0	1,6	0,8	0,9
	Komposisi Area	25,7	20,4	15,5	18,3	5,0	21,0
TOTAL		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
TOTAL LETTEABLE AREA (m ²)		45.000	97.000	42.000	55.600	75.000	84.000
PHYSICAL OCCUPANCY RATE		99,8	94,9	99,7	99,01	98,8	99,4

Waktu pengamatan : Desember 2004

Sumber: PT. Bisinfocus Data Pratama (2004)

LAMPIRAN 5: DAFTAR PERUMAHAN SKALA LUAS DI INDONESIA

No	Nama Perusahaan	Lahan (ha)	Perumahan	Pemilik	Lokasi	Unit	Tahun
1	PT. Bumi Serpong Damai	5.950	Bumi Serpong Damai	Konsorsium	Tangerang	150.000	1989
2	PT. Panca Wiratama Sakti Tbk.	3.000	Kota Tigaraksa	Tigaraksa	Tangerang	80.000	1990
3	PT. Bukit Sentul Tbk.	2.500	Bukit Sentul	Lippo	Bogor	7.000	
4	PT. Jaya Real Property Tbk.	2.321	Kota Taman Bintaro Jaya	Jaya Realty	Tangerang	40.000	1980
5	PT. Jakartabaru Kosmopolitan	2.000	Gading Serpong	Summarecon	Tangerang	15.000	1993
6	PT. Putra Alvita Pratama	2.000	Kota Legenda	Konsorsium	Bekasi	45.000	1994
7	PT. Jaya Gardenpolis	1.765	Puri Jaya Kota Wirausaha	Jaya Realty	Tangerang	25.000	1996
8	PT. Grahabuana Cikarang	1.400	Kota Hijau Cikarang Baru	Konsorsium	Bekasi	100.000	1994
9	PT. Ciputra Surya Tbk.	1.385	Kota Mandiri Citra Raya	Ciputra	Surabaya	20.000	1993
10	PT. Lippo Cikarang Tbk.	1.300	Lippo Cikarang	Lippo	Bekasi	50.000	1992
11	PT. Ciputra Residence	1.230	Citra Raya	Ciputra	Tangerang	220.000	1994
12	PT. Mandara Permai	1.200	Pantai Indah Kapuk	Pondok Indah	Jakarta	10.000	
13	PT. Centranusa Majupermai	1.040	Bumi Manggala	Suryamas	Bogor		2003
14	PT. Belaputera Intiland	1.000	Kotabaru Parahyangan	Lyman	Bandung	15.000	2001
15	PT. Modern Realty Tbk.	770	Kota Modern	Modernland	Tangerang	12.000	1989
16	PT. Duta Pertiwi Tbk.	750	Kota Wisata	Sinarmas	Bogor	10.000	1997
17	PT. Kuripan Jaya	750	Telaga Kahuripan	Konsorsium	Bogor	7.000	1996
18	PT. Alfa Goldland Realty	700	Alam Sutera	Argo Manunggal	Tangerang	13.800	
19	PT. Lippo Karawaci Tbk.	700	Lippo Karawaci	Lippo	Tangerang	9.000	1992
20	PT. Kembang Griya Cahaya	600	Kota Taman Metropolitan	Metropolitan	Bogor	10.000	1996
21	PT. Ciputra indah	550	Citra Indah	Ciputra	Bogor	15.000	1996
22	PT. Modernland Realty Tbk.	500	Pantai Modern	Modernland	Jakarta		2003
23	PT Summarecon Agung Tbk.	500	Kelapa Gading Permai	Summarecon	Jakarta	25.000	1976

Data hingga 2004

Sumber: PT. Bisinfocus Data Pratama (2004)

LAMPIRAN 6: LAPORAN LABA RUGI

INCOME STATEMENT	2002	2003	2004	2005	2006	2007F
sales	293,702,348	492,108,979	632,388,471	797,931,932	965,249,803	1,013,512,293
COGS	(95,460,369)	(181,112,322)	(244,026,759)	(350,554,530)	(505,588,867)	(435,058,670)
gross profit	198,241,979	310,996,657	388,361,712	447,377,402	459,660,936	578,453,623
operating expenses	(53,329,900)	(84,827,761)	(121,308,717)	(170,726,534)	(166,278,242)	(190,141,993)
depreciation expenses	(15,747,399)	(29,675,590)	(33,553,858)	(43,575,026)	(51,442,661)	(57,230,864)
operating profit	129,164,680	196,493,306	233,499,137	233,075,842	241,940,033	331,080,766
other income (expenses)	(9,522,666)	(8,364,976)	13,062,083	4,897,249	17,967,017	3,607,741
net interest	(4,867,455)	(29,386,030)	(58,712,864)	(44,086,781)	(45,598,193)	(89,997,463)
pre-tax profit	114,774,559	158,742,300	187,848,356	193,886,310	214,308,857	244,691,044
taxes	(29,615,868)	(34,956,300)	(40,740,200)	(41,764,754)	(45,826,091)	(52,995,581)
minority interest.	1,297	18,307	(93,383)	(912,037)	(383,607)	(273,885)
net profit	85,159,988	123,804,307	147,014,773	151,209,519	168,099,159	191,421,579

Sumber: Diolah dari Laporan Keuangan PT. Summarecon Agung Tbk. (2008)

INCOME STATEMENT	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
sales	1,182,919,739	1,380,643,450	1,611,416,458	1,880,762,916	2,195,130,333
COGS	(507,778,240)	(592,652,804)	(691,714,058)	(807,333,288)	(942,278,144)
gross profit	675,141,499	787,990,645	919,702,400	1,073,429,627	1,252,852,189
operating expenses	(221,924,015)	(259,018,366)	(302,312,996)	(352,844,275)	(411,821,801)
depreciation expenses	(58,444,439)	(59,658,015)	(60,871,590)	(62,085,166)	(63,298,741)
operating profit	394,773,045	469,314,265	556,517,814	658,500,187	777,731,647
other income (expenses)	3,607,741	3,607,741	3,607,741	3,607,741	3,607,741
net interest	(90,851,400)	(106,813,525)	(125,819,623)	(148,369,497)	(175,046,959)
pre-tax profit	307,529,387	366,108,481	434,305,932	513,738,431	606,292,430
taxes	(66,605,210)	(79,292,365)	(94,062,679)	(111,266,297)	(131,311,791)
minority interest	(273,885)	(273,885)	(273,885)	(273,885)	(273,885)
net profit	240,650,292	286,542,232	339,969,369	402,198,249	474,706,754

Sumber: Pengolahan Data (2008)

LAMPIRAN 7: LAPORAN LABA RUGI (COMMON SIZE)

<i>1/5 COMMON SIZE</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007F
<i>sales</i>	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
<i>COGS</i>	32.5%	36.8%	38.6%	43.9%	52.4%	42.9%
<i>gross profit</i>	67.5%	63.2%	61.4%	56.1%	47.6%	57.1%
<i>operating expenses</i>	18.2%	17.2%	19.2%	21.4%	17.2%	18.8%
<i>depreciation expenses</i>	5.4%	6.0%	5.3%	5.5%	5.3%	5.6%
<i>operating profit</i>	44.0%	39.9%	36.9%	29.2%	25.1%	32.7%
<i>other income / expenses</i>	3.2%	1.7%	-2.1%	-0.6%	-1.9%	-0.4%
<i>net interest</i>	1.7%	6.0%	9.3%	5.5%	4.7%	8.9%
<i>pre-tax profit</i>	39.1%	32.3%	29.7%	24.3%	22.2%	24.1%
<i>taxes</i>	10.1%	7.1%	6.4%	5.2%	4.7%	5.2%
<i>minority interest</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
<i>net profit</i>	29.0%	25.2%	23.2%	19.0%	17.4%	18.9%

Sumber: Diolah dari Laporan Keuangan PT. Summarecon Agung Tbk. (2008)

<i>1/5 COMMON SIZE</i>	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
<i>sales</i>	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
<i>COGS</i>	42.9%	42.9%	42.9%	42.9%	42.9%
<i>gross profit</i>	57.1%	57.1%	57.1%	57.1%	57.1%
<i>operating expenses</i>	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%
<i>depreciation expenses</i>	4.9%	4.3%	3.8%	3.3%	2.9%
<i>operating profit</i>	33.4%	34.0%	34.5%	35.0%	35.4%
<i>other income (expenses)</i>	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
<i>net interest</i>	7.7%	7.7%	7.8%	7.9%	8.0%
<i>pre-tax profit</i>	26.0%	26.5%	27.0%	27.3%	27.6%
<i>taxes</i>	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%
<i>minority interest</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<i>net profit</i>	20.3%	20.8%	21.1%	21.4%	21.6%

Sumber: Pengolahan Data (2008)

LAMPIRAN 8: NERACA

BALANCE SHEET	2002	2003	2004	2005	2006	2007F
assets						
cash	85,504,052	219,697,047	114,974,543	213,555,807	116,749,455	479,246,644
receivables	27,238,763	45,986,117	64,320,136	77,681,372	97,030,873	99,478,887
inventory	204,022,170	219,226,350	193,407,486	454,587,077	519,194,865	402,209,449
land for development	94,630,638	178,258,820	283,035,300	220,790,618	339,962,156	378,757,233
fixed asset	380,628,108	613,154,814	668,392,898	754,987,386	860,553,229	878,801,185
other assets	157,577,901	171,472,779	154,810,265	143,157,193	258,326,887	177,069,005
total assets	949,601,632	1,447,795,927	1,478,940,628	1,864,759,453	2,191,817,465	2,415,562,403
liabilities						
account payables	30,799,022	25,569,404	12,613,461	111,014,624	93,783,488	46,672,320
debts	150,792,000	371,579,027	320,735,787	262,790,477	542,269,743	547,415,044
customer advances	171,232,312	166,352,637	161,090,822	350,114,503	239,624,023	377,597,278
accrued expenses	16,092,325	14,688,703	22,255,162	19,727,275	24,648,928	28,645,265
other liabilities	144,558,835	340,443,908	313,755,051	282,494,595	314,757,410	279,201,960
total liabilities	513,474,494	918,633,679	830,450,283	1,026,141,474	1,215,083,592	1,279,531,867
equity						
capital stock	187,352,880	187,352,880	187,352,880	196,720,480	275,408,672	275,408,672
share premium	22,382,308	22,382,308	22,382,308	84,798,888	6,110,696	6,110,696
retained earnings & others	226,179,826	319,233,243	438,145,084	555,631,083	694,222,170	852,739,090
total equity	435,915,014	528,968,431	647,880,272	837,150,451	975,741,538	1,134,258,458
minority interest	212,124	193,817	610,073	1,467,528	992,335	1,772,078

Sumber: Pengolahan Data (2008)

LAMPIRAN 8: NERACA (Lanjutan)

BALANCE SHEET	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
assets					
<i>cash</i>	704,420,483	978,101,747	1,308,908,776	1,707,440,947	2,187,027,259
<i>receivables</i>	116,106,672	135,513,772	158,164,748	184,601,808	215,457,794
<i>inventory</i>	469,438,308	547,904,396	639,486,003	746,375,373	871,131,182
<i>land for development</i>	424,036,863	476,884,933	538,566,498	610,558,068	694,582,949
<i>fixed asset</i>	897,049,141	915,297,097	933,545,053	951,793,009	970,040,965
<i>other assets</i>	177,069,005	177,069,005	177,069,005	177,069,005	177,069,005
<i>total assets</i>	2,788,120,472	3,230,770,950	3,755,740,083	4,377,838,210	5,115,309,154
liabilities					
<i>account payables</i>	54,473,547	63,578,739	74,205,854	86,609,280	101,085,924
<i>debts</i>	643,593,062	758,112,201	893,983,967	1,054,726,056	1,244,446,811
<i>customer advances</i>	440,712,240	514,376,798	600,354,305	700,702,855	817,824,553
<i>accrued expenses</i>	33,433,289	39,021,626	45,544,047	53,156,684	62,041,764
<i>other liabilities</i>	279,201,960	279,201,960	279,201,960	279,201,960	279,201,960
<i>total liabilities</i>	1,451,414,099	1,654,291,324	1,893,290,133	2,174,396,835	2,504,601,012
equity					
<i>capital stock</i>	275,408,672	275,408,672	275,408,672	275,408,672	275,408,672
<i>share premium</i>	6,110,696	6,110,696	6,110,696	6,110,696	6,110,696
<i>retained earnings & others</i>	1,052,022,490	1,289,309,175	1,570,839,071	1,903,900,933	2,297,007,357
<i>total equity</i>	1,333,541,858	1,570,828,543	1,852,358,439	2,185,420,301	2,578,526,725
<i>minority interest</i>	3,164,516	5,651,084	10,091,511	18,021,075	32,181,417

Sumber: Pengolahan Data (2008)

LAMPIRAN 9: NERACA (COMMON SIZE)

B/S COMMON SIZE	2002	2003	2004	2005	2006	2007F
assets						
cash	9.0%	15.2%	7.8%	11.5%	5.3%	19.8%
receivables	2.9%	3.2%	4.3%	4.2%	4.4%	4.1%
inventory	21.5%	15.1%	13.1%	24.4%	23.7%	16.7%
land for development	10.0%	12.3%	19.1%	11.8%	15.5%	15.7%
fixed asset - net	40.1%	42.4%	45.2%	40.5%	39.3%	36.4%
other assets	16.6%	11.8%	10.5%	7.7%	11.8%	7.3%
total assets	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
liabilities						
account payables	6.0%	2.8%	1.5%	10.8%	7.7%	3.6%
debts	29.4%	40.4%	38.6%	25.6%	44.6%	42.8%
customer advances	33.3%	18.1%	19.4%	34.1%	19.7%	29.5%
accrued expenses	3.1%	1.6%	2.7%	1.9%	2.0%	2.2%
other liabilities	28.2%	37.1%	37.8%	27.5%	25.9%	21.8%
total liabilities	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
equity						
capital stock	43.0%	35.4%	28.9%	23.5%	28.2%	24.3%
share premium	5.1%	4.2%	3.5%	10.1%	0.6%	0.5%
retained earnings & others	51.9%	60.4%	67.6%	66.4%	71.1%	75.2%
total equity	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Sumber: Pengolahan Data (2008)

LAMPIRAN 9: NERACA (COMMON SIZE) (lanjutan)

B/S COMMON SIZE	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
assets					
cash	25.3%	30.3%	34.9%	39.0%	42.8%
receivables	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
inventory	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
land for development	15.2%	14.8%	14.3%	13.9%	13.6%
fixed asset-net	32.2%	28.3%	24.9%	21.7%	19.0%
other assets	6.4%	5.5%	4.7%	4.0%	3.5%
total assets	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
liabilities					
account payables	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%	4.0%
debts	44.3%	45.8%	47.2%	48.5%	49.7%
customer advances	30.4%	31.1%	31.7%	32.2%	32.7%
accrued expenses	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.5%
other liabilities	19.2%	16.9%	14.7%	12.8%	11.1%
total liabilities	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
equity					
capital stock	20.7%	17.5%	14.9%	12.6%	10.7%
share premium	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%
retained earnings & others	78.9%	82.1%	84.8%	87.1%	89.1%
total equity	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Sumber: Pengolahan Data (2008)

LAMPIRAN 10: STATEMENT OF CASH FLOW

CASH FLOW	2002	2003	2004	2005	2006
operating					
receipt from customers	383,122,545	513,868,618	610,892,424	969,274,753	815,529,539
payment to suppliers & employees	(186,735,318)	(317,907,119)	(397,804,297)	(529,271,465)	(822,808,545)
net interest and tax	(15,861,800)	(47,165,837)	(89,912,382)	(94,297,483)	(108,388,370)
others	(38,309,237)	(101,322,872)	(43,193,780)	(61,645,105)	(58,437,135)
cash from operating act	142,216,190	47,472,790	79,981,965	284,060,700	(174,104,511)
investment					
fixed assets	(192,773,969)	(101,350,973)	(61,667,517)	(103,944,944)	(154,070,996)
others	(1,887,434)	(11,126,106)	(5,031,361)	(31,702,951)	(73,224,154)
cash from investing act	(194,661,403)	(112,477,079)	(66,698,878)	(135,647,895)	(227,295,150)
financing					
bank loans	52,218,000	25,847,858	(57,081,399)	(23,695,340)	261,591,667
bond	-	194,226,377	-	(34,800,000)	14,610,660
dividends	(10,219,248)	(18,691,951)	(28,050,927)	(33,660,626)	(29,432,217)
others	(1,276,206)	-	(31,858,265)	43,431,425	55,890,324
cash from financing act	40,722,546	201,382,284	(116,990,591)	(48,724,541)	302,660,434
net cash flow	(11,722,667)	136,377,995	(103,707,504)	99,688,264	(98,739,227)
beginning balance	100,245,110	85,504,052	219,697,047	114,974,543	213,555,807
forex	(3,018,391)	(2,185,000)	(1,015,000)	(1,107,000)	1,932,875
ending balance	85,504,052	219,697,047	114,974,543	213,555,807	116,749,455

Sumber: Diolah dari Laporan Keuangan PT. Summarecon Agung Tbk. (2008)

LAMPIRAN 11: PROYEKSI INVESTMENT CASH FLOW

Investment	2007F	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
fixed assets	-150342694.9	-175472308.1	-204802308.1	-239034784.8	-278989181.6	-325621911.2
others	-24594401.2	-24594401.2	-24594401.2	-24594401.2	-24594401.2	-24594401.2
cash from investing act	-174937096.1	-200066709.3	-229396709.3	-263629186	-303583582.8	-350216312.4

Sumber: Pengolahan Data (2008)

LAMPIRAN 12: VARIABEL DALAM MEMPROYEKSIKAN LAPORAN LABA RUGI

I/S VARIABLES	2002	2003	2004	2005	2006	2007F
sales growth		67.6%	28.5%	26.2%	21.0%	35.8%
gross profit / sales	67.5%	63.2%	61.4%	56.1%	47.6%	57.1%
operational expense / sales	18.2%	17.2%	19.2%	21.4%	17.2%	18.8%
depre expense / prior year's fixed asset		7.8%	5.5%	6.5%	6.8%	6.7%
other op. inc.(exp.) / sales	3.2%	1.7%	2.1%	0.6%	1.9%	0.7%
interest exp. / prior year's long term debt		19.5%	15.8%	13.7%	17.4%	16.6%
income tax expense / pretax income	25.8%	22.0%	21.7%	21.5%	21.4%	21.7%

Sumber: Pengolahan Data (2008)

I/S VARIABLES	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
sales growth	35.8%	35.8%	35.8%	35.8%	35.8%
gross profit / sales	57.1%	57.1%	57.1%	57.1%	57.1%
operational expense / sales	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%
depre expense / prior year's fixed asset	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
other op. inc.(exp.) / sales	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
interest exp. / prior year's long term debt	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%
income tax expense / pretax income	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%

Sumber: Pengolahan Data (2008)

LAMPIRAN 13: VARIABEL DALAM MEMPROYEKSIKAN NERACA

B/S VARIABLES	2002	2003	2004	2005	2006	2007F
A/R turnover rate	10.78251417	10.70125097	9.831889519	10.27185684	9.947862708	10.18821501
inventory turnover rate	-2.137244724	-1.210444146	-0.792566712	-1.296765662	-1.02691119	-1.081671927
land vs (fixed asset+land)	19.9%	22.5%	29.7%	22.6%	28.3%	25.8%
fixed asset vs (fixed asset+land)	80.1%	77.5%	70.3%	77.4%	71.7%	74.2%
A/P turnover rate	9.536093321	19.24600898	50.13599923	7.18762901	10.29232143	21.71548966
DER	34.6%	70.2%	49.5%	31.4%	55.6%	48.3%
customer advances / sales	58.3%	33.8%	25.5%	43.9%	24.8%	37.3%
accrued expenses turnover rate	18.2510823	33.50254811	28.41536139	40.44815779	39.15991004	35.38149433
other liabilities		1.355054314	-0.078394286	-0.099633316	0.11420684	0.322808388
taxes payable / tax expense	25.8%	22.0%	21.7%	21.5%	21.4%	21.7%
share outstanding	1,873,528,800	1,873,528,800	1,873,528,800	1,967,204,800	2,754,086,720	2,754,086,720
share premium				2.79	(0.93)	0.47
minority interest		-0.086303294	2.147675385	1.405495736	-0.323805065	0.78576569
dividends per share	0.005454545	0.009976869	0.014972242	0.017110891	0.010686743	0.013186686

Sumber: Pengolahan Data (2008)

LAMPIRAN 13: VARIABEL DALAM MEMPROYEKSIKAN NERACA (lanjutan)

B/S VARIABLES	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
A/R turnover rate	10.18821501	10.18821501	10.18821501	10.18821501	10.18821501
inventory turnover rate	-1.081671927	-1.081671927	-1.081671927	-1.081671927	-1.081671927
land vs (fixed asset+land)	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%
fixed asset vs (fixed asset+land)	74.2%	74.2%	74.2%	74.2%	74.2%
A/P turnover rate	21.71548966	21.71548966	21.71548966	21.71548966	21.71548966
DER	48.3%	48.3%	48.3%	48.3%	48.3%
customer advances / sales	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%
accrued expenses turnover rate	35.38149433	35.38149433	35.38149433	35.38149433	35.38149433
other liabilities	0.322808388	0.322808388	0.322808388	0.322808388	0.322808388
taxes payable / tax expense	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%
share outstanding	2,754,086,720	2,754,086,720	2,754,086,720	2,754,086,720	2,754,086,720
share premium	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47
minority interest	0.78576569	0.78576569	0.78576569	0.78576569	0.78576569
dividends per share	0.013186686	0.013186686	0.013186686	0.013186686	0.013186686

Sumber: Pengolahan Data (2008)

LAMPIRAN 14: VARIABEL LAIN DALAM PROYEKSI KEUANGAN

OTHER VARIABLES	2002	2003	2004	2005	2006	2007F
fixed asset investments	(192,773,969)	(101,350,973)	(61,667,517)	(103,944,944)	(154,070,996)	(150,342,695)
fixed assets investments / (debt + equity)	-32.9%	-11.3%	-6.4%	-9.5%	-10.1%	-9.3%
fixed assets investments / sales	-65.6%	-20.6%	-9.8%	-13.0%	-16.0%	-14.8%
investasi / other assets	6.1%	54.0%	49.5%	14.9%	9.3%	31.9%
biaya dibayar dimuka/other assets	0.1%	0.2%	0.9%	4.4%	1.3%	1.7%
pajak dibayar dimuka / other assets	4.5%	9.1%	3.4%	11.4%	11.0%	8.7%
piutang hubungan istimewa / other assets	59.7%	1.5%	1.4%	0.5%	0.2%	0.9%
hutang pajak / other liabilities	11.6%	6.3%	6.4%	9.5%	4.5%	6.6%
Kewajiban imbal kerja / other liabilities	13.8%	6.4%	9.3%	9.6%	7.8%	8.3%
Kewajiban derivatif / other liabilities	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	0.4%

Sumber: Pengolahan Data (2008)

OTHER VARIABLES	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
fixed asset investments	(175,472,308)	(204,802,308)	(239,034,785)	(278,989,182)	(325,621,911)
fixed assets investments / (debt + equity)	-9.3%	-9.3%	-9.3%	-9.3%	-9.3%
fixed assets investments / sales	-14.8%	-14.8%	-14.8%	-14.8%	-14.8%
investasi / other assets	31.9%	31.9%	31.9%	31.9%	31.9%
biaya dibayar dimuka/other assets	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
pajak dibayar dimuka / other assets	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
piutang hubungan istimewa / other assets	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
hutang pajak / other liabilities	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
kewajiban imbal kerja / other liabilities	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
kewajiban derivatif / other liabilities	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

Sumber: Pengolahan Data (2008)

LAMPIRAN 15: FREE CASH FLOW TO FIRM

FREE CASH FLOW TO FIRM	2002	2003	2004	2005	2006	2007F
EBIT	119,642,014	188,128,330	246,561,220	237,973,091	259,907,050	334,688,507
tax	(29,615,868)	(34,956,300)	(40,740,200)	(41,764,754)	(45,826,091)	(52,995,581)
depreciation expense	(15,747,399)	(29,675,590)	(33,553,858)	(43,575,026)	(51,442,661)	(57,230,864)
capital expenditures	(194,661,403)	(112,477,079)	(66,698,878)	(135,647,895)	(227,295,150)	(174,937,096)
change in working capital		34,252,394	(33,576,636)	133,158,778	118,345,498	(50,469,079)
FCFF		36,118,147	206,252,636	(29,023,310)	(80,117,028)	214,455,773

Sumber: Pengolahan Data (2008)

FREE CASH FLOW TO FIRM	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
EBIT	398,380,786	472,922,006	560,125,556	662,107,928	781,339,388
tax	(66,605,210)	(79,292,365)	(94,062,679)	(111,266,297)	(131,311,791)
depreciation expense	(58,444,439)	(59,658,015)	(60,871,590)	(62,085,166)	(63,298,741)
capital expenditures	(200,066,709)	(229,396,709)	(263,629,186)	(303,583,583)	(350,216,312)
change in working capital	71,267,394	83,179,659	97,083,046	113,310,369	132,250,070
FCFF	118,885,912	140,711,288	166,222,235	196,032,845	230,859,956

Sumber: Pengolahan Data (2008)

LAMPIRAN 16: DISCOUNTED FREE CASH FLOW TO FIRM DAN HARGA SAHAM

FREE CASH FLOW TO FIRM	2003	2004	2005	2006	2007F
FCFF	36,118,147	206,252,636	(29,023,310)	(80,117,028)	214,455,773
risk free rate %	10.0%	7.4%	9.2%	11.8%	9.6%
Beta	1.5662	1.0898	1.3769	1.0762	1.277275
cost of debt	17.0%	14.7%	14.2%	14.2%	15.0%
Growth	19.9%	18.4%	14.0%	14.2%	16.7%
discount rate	19.8%	15.5%	19.3%	18.0%	18.2%

Sumber: Pengolahan Data (2008)

LAMPIRAN 16: DISCOUNTED FREE CASH FLOW TO FIRM DAN HARGA SAHAM (lanjutan)

FREE CASH FLOW TO FIRM	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	->
tahun ke	1	2	3	4	5	->
FCFF	118,885,912	140,711,288	166,222,235	196,032,845	230,859,956	259,717,450
risk free rate %	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	
beta	1.277275	1.277275	1.277275	1.277275	1.277275	
cost of debt	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	
growth	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	
discount rate	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%	12.5%
PV FCFF	100,602,933	100,760,295	100,723,279	100,519,386	2,086,535,199	18.2%
terminal value						
total PV FCFF	2,489,141,093					4,577,804,615
net debt	643,593,062					
value of equity	1,845,548,030					
fair value (real Rp)	670.11					

Sumber: Pengolahan Data (2008)

LAMPIRAN 17: JATUH TEMPO UTANG

DEBT MATURITY					
Kreditor	jumlah (000)	mulai	akhir	periode	interest (2007)
BCA	80,000,000	28 september 2007	28 juni 2011	4	10,5 - 13 %
	150,000,000	18 desember 2007	18 september 2012	5	10,5 - 13 %
	80,000,000	14 desember 2003	18 september 2007	4	10,5 - 13 %
	30,000,000	kwartal IV 2007	23 juli 2008	1	10,5 - 13 %
	160,000,000	16 september 2006	25 september 2012	6	10,5 - 13 %
	10,000,000	21 desember 2004		1	10,75 - 13 %
	30,000,000	21 desember 2004		3	10,75 - 13 %
Bank Mega	100,000,000	16 oktober 2006	16 oktober 2007	1	13 - 15 %
Bank Dipo Internasional	kendaraan	15 juli 2003	28 juni 2010		6,89 - 16,77 %
Bank Resona Perdania	63,000,000	30 juni 2007	20 juni 2011	4	SIBOR + 2,3 %
	27,000,000	30 september 2007	30 juli 2011	4	SIBOR + 2,25 %
BCA Finance	kendaraan	31 juli 2003	19 agustus 2011		7,8 - 9,73 %
Obigasi	200,000,000	25 juni 2003			15,125 %
Total	930,000,000				
weighted average debt maturity	3.1532				

Sumber: Diolah dari Laporan Keuangan PT. Summarecon Agung Tbk. (2008)

LAMPIRAN 18: PERHITUNGAN MENGGUNAKAN OPTION PRICING MODEL

Assets	Book Value	Market Value
Cash	479,246,644	479,246,644
receivables	99,478,887	99,478,887
inventory	402,209,449	402,209,449
land for development	378,757,233	783,271,757
fixed asset	878,801,185	878,801,185
other assets	177,069,005	177,069,005
total assets	2,415,562,403	2,820,076,928
market value of asset	S	2,820,076,927,787
face value of pure discount debt	E	547,415,043,782
asset return variance	Var	0.603572936
risk free rate	r	9.60%
debt maturity	t	3.53
market value of equity	C	2,481,702,813,595
market value of debt		338,374,114,192
price per share		901.098

Sumber: Pengolahan Data (2008)

LAMPIRAN 19: PERHITUNGAN PRICE EARNING RATIO

Year	price	earning ('000)	share outstanding	market value of equity ('000)	PER
2003	575	123,804,307	1,873,528,800	1,077,279,060	8.70
2004	625	147,014,773	1,873,528,800	1,170,955,500	7.96
2005	750	151,209,519	1,967,204,800	1,475,403,600	9.76
2006	1,170	168,099,159	2,754,086,720	3,222,281,462	19.17
2007	1,170	191,421,579	2,754,086,720	3,222,281,462	16.83

Sumber: Pengolahan Data (2008)