

BAB IV

METODOLOGI PENELITIAN

4.1 Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam studi kasus ini adalah data sekunder yang didapat dari PT.Kimia Farma Tbk, Bursa Efek Indonesia (BEI), www.kimiafarma.co.id dan www.finance.yahoo.com.

Adapun data yang dibutuhkan dalam penelitian ini, yaitu:

- Data aset tetap (kendaraan) PT Kimia Farma holding
- Data harga pasar kendaraan PT Kimia Farma holding
- Laporan keuangan PT.Kimia Farma Tbk 2002-2006
- Laporan keuangan perusahaan lainnya di industri farmasi 2002-2006
- Kapasitas produksi dan jumlah produksi PT Kimia Farma Tbk
- Indeks harga saham gabungan (IHSG) Januari 2006-Desember2006
- Harga saham KF Januari 2006-Desember2006

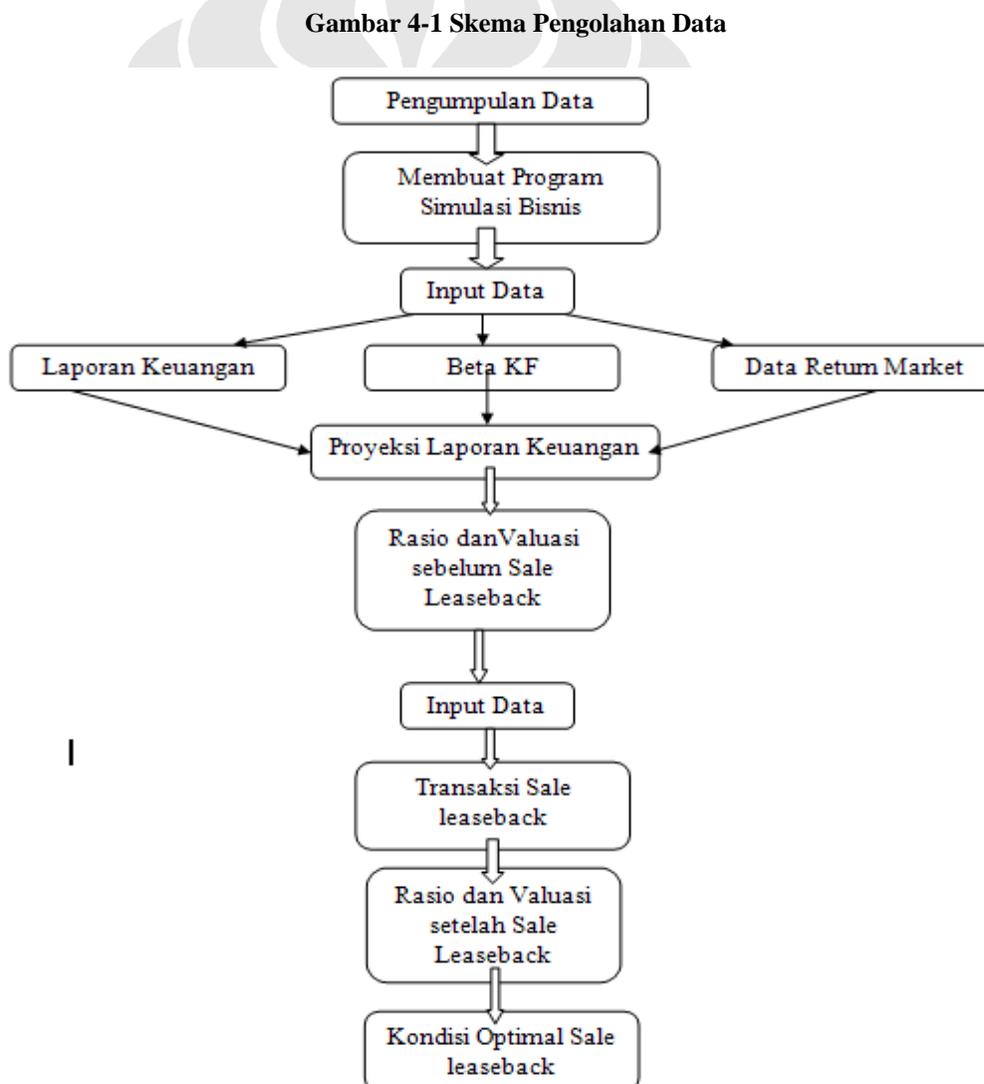
4.2 Periode Penelitian

Data penelitian yang digunakan adalah dari tahun 2002-2006 dan dilakukan proyeksi dari tahun 2007-2011. Selain periode ini merupakan periode yang paling dekat waktu

dilakukannya penelitian, ketersediaan dan kelengkapan data juga menjadi salah satu alasan pemilihan periode ini.

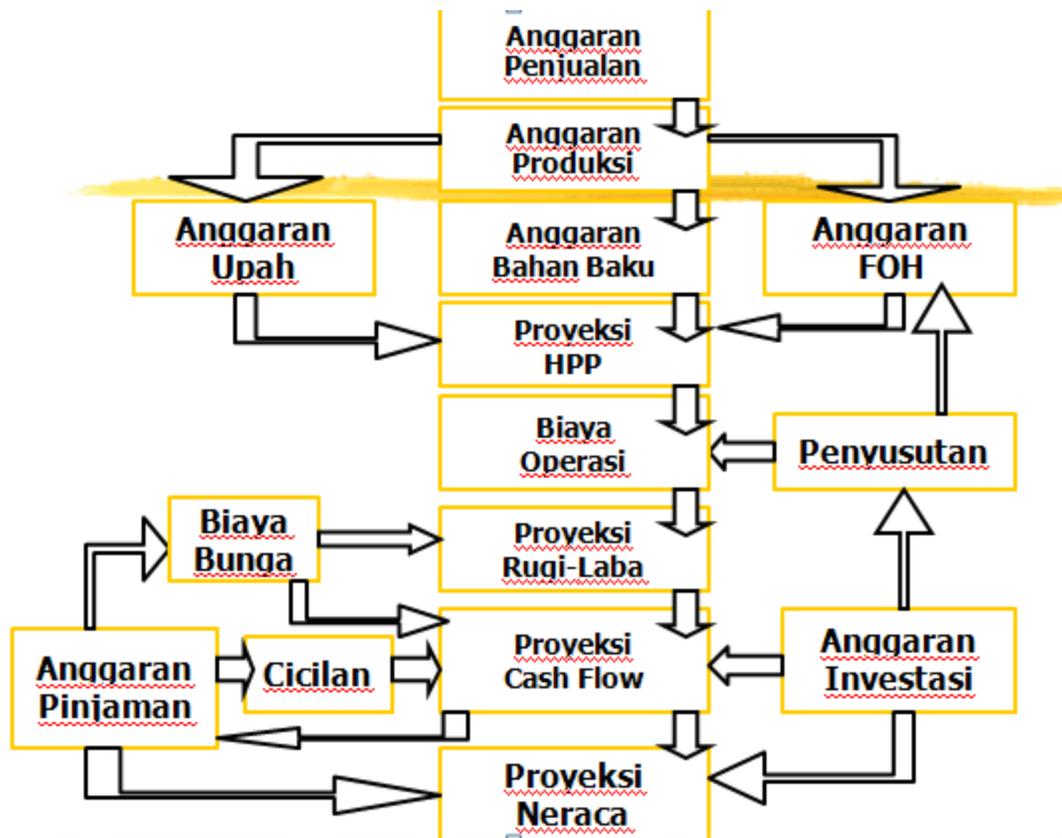
4.3 Metode Pengolahan Data

Setelah mengumpulkan data, selanjutnya dilakukan pengolahan data dan proyeksi untuk mencapai tujuan penelitian yaitu melihat kinerja KF sebelum dan setelah transaksi *sale and leaseback*. Adapun skema penelitian ini adalah sebagai berikut:



Setelah data diperoleh, dilanjutkan dengan pembuatan program simulasi bisnis dilengkapi dengan valuasi perusahaan dan perhitungan *sale and leaseback*. Skema pembuatan simulasi bisnis tersebut sebagai berikut: (Zubir 2006)

Gambar 4-2. Skema pembuatan simulasi bisnis



Untuk pembuatan proyeksi 5 tahun kedepan, dibutuhkan data laporan keuangan sebagai yaitu neraca, laba rugi dan harga pokok penjualan. Neraca digunakan untuk mengetahui posisi harta dan kewajiban KF setiap akhir tahun. Item-item laba rugi digunakan untuk proyeksi pendapatan dan biaya yang diprediksi akan terjadi. Data detail harga pokok penjualan (HPP) digunakan untuk merinci biaya-biaya produksi, sehingga dapat diproyeksikan kenaikan atau penurunan biaya dan menghasilkan proyeksi HPP yang lebih akurat.

Ada dua jenis asumsi yang digunakan dalam proyeksi laba rugi ini, yaitu asumsi yang mengikuti rata-rata historis perusahaan dan asumsi yang mengikuti rata-rata historis industri. Rata-rata historis didapat dari analisis vertikal laba rugi terhadap penjualan selama lima periode dan dirata-ratakan. Semua item menggunakan penjualan sebagai *cost driver*-nya, kecuali untuk biaya depresiasi, perawatan dan asuransi atas aset tetap. Proyeksi laba rugi KF 2007-2011 seperti pada Tabel 4-1.

Tabel 4-1. Proyeksi laba rugi KF 2007-2011

PROYEKSI RUGI-LABA	std	2007	2008	2009	2010	2011
Penjualan		2,525,665,063,348	3,009,439,451,622	3,585,877,614,734	4,272,728,684,049	5,091,141,519,298
Harga Pokok Penjualan		1,675,883,623,544	2,025,852,335,849	2,411,071,710,409	2,871,412,849,663	3,420,981,404,877
Laba Kotor		849,781,439,804	983,587,115,773	1,174,805,904,326	1,401,315,834,386	1,670,160,114,421
Biaya Operasional dan Pemasaran						
Upah/Gaji	8.73%	220,490,560,030	262,724,064,127	313,047,115,766	373,009,214,117	444,456,654,635
Biaya Administrasi dan Umum	5.64%	142,447,509,573	169,732,385,071	202,243,497,471	240,981,897,780	287,140,381,688
Biaya Pemasaran	8.18%	206,599,402,182	246,172,147,143	293,324,788,885	349,509,206,355	416,455,376,279
Biaya Depresiasi		25,984,722,360	16,999,948,498	14,159,556,309	13,818,920,608	15,135,322,587
Biaya Amortisasi		0	0	0	0	0
pemeliharaan dan peralatan		11,570,396,290	13,367,038,865	15,507,816,407	18,058,645,686	21,098,069,392
Biaya Asuransi		382,926,249	442,386,754	513,236,524	597,657,097	698,247,871
biaya leasing		0	0	0	0	0
Total Biaya Operasional dan Pemasaran		607,475,516,684	709,437,970,458	838,796,011,363	995,975,541,644	1,184,984,052,452
Laba Operasi		242,305,923,120	274,149,145,315	336,009,892,962	405,340,292,742	485,176,061,969
Biaya Bunga		9,590,995,306	9,590,995,306	9,590,995,306	9,590,995,306	9,590,995,306
Laba (Rugi) sebelum pajak		232,714,927,814	264,558,150,009	326,418,897,656	395,749,297,436	475,585,066,663
Pajak		81,416,474,735	92,561,602,503	114,212,864,180	138,478,504,103	166,421,023,332
Laba Bersih		151,298,453,079	171,996,547,506	212,206,033,477	257,270,793,333	309,164,043,331

Sumber: Olahan Penulis

Selanjutnya akan dibahas lebih rinci proses proyeksi setiap item laba rugi:

Proyeksi Penjualan

Data penjualan dikelompokkan menjadi lima produk yaitu obat, alat kesehatan, minyak dan lemak, garam kina dan yodium.

Penjualan (unit) = Produksi (unit) – Barang Jadi Akhir (unit)

$$\text{Harga Jual} = \frac{\text{Penjualan (Rp)}}{\text{Penjualan (Unit)}}$$

Data unit penjualan setiap tahun adalah pengurangan produksi (unit) dengan barang jadi akhir (unit). Harga jual setiap tahun adalah pembagian penjualan dalam Rupiah terhadap penjualan (unit).

Setelah mengetahui penjualan historis dalam unit dan harga jual setiap kelompok, maka dapat diketahui rata-rata kenaikan volume penjualan dan kenaikan harga jual seperti pada tabel 4-2.

Tabel 4-2. Proyeksi penjualan KF 2007-2011

		2007	2008	2009	2010	2011
Dijual (unit)	5.95%	2,538,625,928	2,689,741,138	2,849,851,690	3,019,493,042	3,199,232,531
PENJUALAN (Rp)						
Volume Penjualan						
obat		2,534,357,957	2,685,219,110	2,845,060,482	3,014,416,631	3,193,853,939
alkes dll		537,475	569,469	603,367	639,283	677,337
minyak dan lemak		3,544,231	3,755,206	3,978,740	4,215,580	4,466,518
garam kina		57,775	61,214	64,858	68,718	72,809
yodium dan derivat		128,491	136,139	144,243	152,830	161,927
Kenaikan Harga Jual	12.46%					
obat		814	915	1029	1157	1301
alkes dll		739274	831388	934979	1051477	1182491
minyak dan lemak		8309	9344	10509	11818	13291
garam kina		433201	487178	547881	616146	692918
yodium dan derivat		93036	104628	117664	132325	148813
Nilai Penjualan		2,525,665,063,348	3,009,439,451,622	3,585,877,614,734	4,272,728,684,049	5,091,141,519,298

Sumber: Olahan Penulis

Volume penjualan diasumsikan akan stabil, sehingga asumsi proyeksi kenaikan volume penjualan yang digunakan adalah setengah dari rata-rata kenaikan volume penjualan historis. Sedangkan asumsi kenaikan harga jual sama dengan rata-rata kenaikan harga historis, karena angka ini sudah mencakup segala resiko makro dan mikro yang sudah dihadapi KF secara historis. Nilai penjualan diperoleh dari total perkalian volume penjualan dan harga jual.

Proyeksi Harga Pokok Penjualan

Komposisi komponen harga pokok penjualan (HPP) adalah sesuatu yang sulit diubah tanpa program efisiensi di internal perusahaan. Diasumsikan KF akan menggunakan

komposisi yang sama di periode mendatang, yaitu rata-rata historis dari komponen harga pokok penjualan. Komponen HPP selain biaya asuransi, pemeliharaan dan depresiasi menggunakan penjualan pada periode itu sebagai *cost driver*-nya, sehingga biaya yang terjadi adalah perkalian dari asumsi dengan penjualan pada periode itu. Proyeksi HPP dapat di lihat pada Tabel 4-3.

Untuk perhitungan biaya asuransi, pemeliharaan dan depresiasi akan dibahas lebih lanjut pada poin berikutnya.

Tabel 4-3. Proyeksi harga pokok penjualan KF 2007-2011

HARGA POKOK PENJUALAN	standard	2006	2007	2008	2009	2010	2011
pemakaian bahan	0.19%		4,798,763,620	5,717,934,958	6,813,167,468	8,118,184,500	9,673,168,887
biaya langsung	0.08%		2,020,532,051	2,407,551,561	2,868,702,092	3,418,182,947	4,072,913,215
biaya tak langsung	0.47%		11,870,625,798	14,144,365,423	16,853,624,789	20,081,824,815	23,928,365,141
sub total			18,689,921,469	22,269,851,942	26,535,494,349	31,618,192,262	37,674,447,243
pemakaian bahan	11.45%		289,188,649,753	344,580,817,211	410,582,986,887	489,227,434,324	582,935,703,960
biaya langsung							
biaya pabrikasi:							
gaji dan kesejahteraan karyawan	0.86%		21,720,719,545	25,881,179,284	30,838,547,487	36,745,466,683	43,783,817,066
BBM, listrik,air, gas &bahan kimia	0.67%		16,921,955,924	20,163,244,326	24,025,380,019	28,627,282,183	34,110,648,179
Depresiasi			13,310,900,066	9,327,174,912	8,436,642,163	8,711,082,717	10,090,215,058
pemeliharaan dan peralatan			3,918,755,370	4,527,256,804	5,252,312,652	6,116,248,137	7,145,664,734
asuransi			0	0	0	0	0
lain-lain	0.09%		2,273,098,557	2,708,495,506	3,227,289,853	3,845,455,816	4,582,027,367
Total Biaya Overhead			347,334,079,215	407,188,168,043	482,363,159,061	573,272,969,859	682,648,076,364
Total Biaya Pabrikasi			366,024,000,684	429,458,019,985	508,898,653,410	604,891,162,121	720,322,523,607
WIP awal			13,984,224,043	20,205,320,507	24,075,515,613	28,687,020,918	34,181,829,472
WIP Akhir	0.80%	13,984,224,043	20,205,320,507	24,075,515,613	28,687,020,918	34,181,829,472	40,729,132,154
Total Biaya Produksi			359,802,904,220	425,587,824,879	504,287,148,105	599,396,353,567	713,775,220,925
BJ Awal			163,619,750,918	227,057,289,195	270,548,606,701	322,370,397,565	384,118,308,696
pembelian BJ	54.62%		1,379,518,257,601	1,643,755,828,476	1,958,606,353,168	2,333,764,407,228	2,780,781,497,841
BJ Akhir	8.99%	163,619,750,918	227,057,289,195	270,548,606,701	322,370,397,565	384,118,308,696	457,693,622,585
Harga Pokok Penjualan			1,675,883,623,544	2,025,852,335,849	2,411,071,710,409	2,871,412,849,663	3,420,981,404,877

Sumber: Olahan Penulis

Proyeksi Upah/Gaji

KF akan mempertahankan tingkat upah/gaji yaitu perkalian antara persentase rata-rata historis biaya gaji terhadap penjualan 2002-2006 dengan penjualan periode proyeksi tersebut.

Proyeksi Biaya Administrasi dan Umum

KF akan melakukan efisiensi dari kegiatan administrasi dan umum sehingga persentase biayanya menyamai rata-rata industri. Perusahaan di industri yang dipilih adalah lima perusahaan dengan *operating profit margin* terbaik, yaitu Darya Varia, Kalbe Farma, Merck, Bristol Myers dan Tempo. KF akan mengejar titik efisien di industri untuk biaya administrasi dan umum di periode proyeksi.

Proyeksi Biaya Pemasaran

Persentase biaya pemasaran sesuai rata-rata historis akan cukup untuk mencapai target tingkat penjualan KF di periode proyeksi.

Persentase biaya upah/gaji, biaya administrasi dan umum dan biaya pemasaran menggunakan bobot yang sama dengan bobot historis KF, karena kenaikan pada biaya ini sudah direpresentasikan oleh faktor pengalinya, yaitu penjualan.

Proyeksi Biaya Depresiasi

Proyeksi biaya depresiasi dibagi menjadi dua kelompok, aset lama dan aset baru. Aset lama disusutkan dengan tiga metode, yaitu straight line method, double declining method dan penyusutan tanaman menghasilkan sesuai taksiran manajemen. Sedangkan aset tetap baru disusutkan dengan metoda straight line method. Seperti terlihat pada Tabel 4-4.

Tabel 4-4. Proyeksi biaya depresiasi KF 2007-2011

STRAIGHT LINE										
	nilai buku	akum peny	umur	sisa umur	Biaya Penyusutan					
	(Rp)	/nilai perole ekonomis	ekonomis	ekonomis	(Rp/Tahun)	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011
Tanah	237,929,388,013			0	0	0	0	0	0	0
Bangunan	80,481,621,821	40.50%	20	12.00	6,706,801,818	6,706,801,818	6,706,801,818	6,706,801,818	6,706,801,818	6,706,801,818
Total	318,411,009,834				6.706.801.818	6,706,801,818	6,706,801,818	6,706,801,818	6,706,801,818	6,706,801,818

DOUBLE DECLINING BALANCE METHOD									
	nilai buku	umur	Depreciation	1	2	3	4	5	
	(Rp)	ekonomis	Rate	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011	
mesin dan instalasi	38,236,214,088	5.00	40.0%	15,294,485,635	9,176,691,381	5,506,014,829	3,303,608,897	1,982,165,338	
perabot dan peralatan	16,473,215,482	5.00	40.0%	6,589,286,193	3,953,571,716	2,372,143,029	1,423,285,818	853,971,491	
kendaraan gol I	3,370,288,466	2.00	100.0%	3,370,288,466	0	0	0	0	
kendaraan gol II	12,036,744,522	4.00	50.0%	6,018,372,261	3,009,186,130	1,504,593,065	752,296,533	0	
instalasi sumur iodium	2,151,870,999	4.00	50.0%	1,075,935,500	537,967,750	268,983,875	134,491,937	0	
instalasi limbah	442,524,870	4.00	50.0%	221,262,435	110,631,218	55,315,609	27,657,804	0	
total	74,038,271,756		0.0%	32,569,630,490	16,788,048,195	9,707,050,407	5,641,340,989	2,836,136,829	

aset	book value	tarif penyusutan	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011
tanaman menghasilkan	959,505,876						
2007		2%	19,190,118				
2008		3%		28,785,176			
2009		4%			38,380,235		
2010		6%				57,570,353	
2011		85%					815,579,995
total			19,190,118	28,785,176	38,380,235	57,570,353	815,579,995

Straight line method	nilai perolehan	umur ekonomis	biaya penyusutan (per tahun)	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011
investasi baru								
2007	56,069,764,406	20	2,803,488,220		2,803,488,220	2,803,488,220	2,803,488,220	2,803,488,220
2008	66,809,555,826	20	3,340,477,791			3,340,477,791	3,340,477,791	3,340,477,791
2009	79,606,483,047	20	3,980,324,152				3,980,324,152	3,980,324,152
2010	94,854,576,786	20	4,742,728,839					4,742,728,839
2011	113,023,341,728	20	5,651,167,086					
TOTAL				2,803,488,220	6,143,966,012	10,124,290,164	14,867,019,003	20,518,186,090

Sumber: Olahan Penulis

Aset tetap KF ada yang digunakan untuk proses produksi dan ada juga untuk proses operasi, sehingga biaya depresiasi di alokasikan pada produksi dan operasi. Total biaya depresiasi dari aset lama dan baru di alokasikan pada biaya produksi dan operasi, seperti pada Tabel 4-5. Bobot alokasi adalah rata-rata historis biaya depresiasi produksi dan operasi terhadap total aset tetap.

Tabel 4-5. Alokasi proyeksi biaya depresiasi KF 2007-2011

ALOKASI BIAYA DEPRESIASI	Masuk Produksi	Masuk Operasi	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011
Total Masuk Produksi	37.15%		13,403,994,310	9,903,601,199	9,314,221,831	9,852,341,837	11,470,695,808
Total Masuk Operasional		62.85%	28,695,116,336	19,764,000,002	17,262,300,793	17,420,390,327	19,406,008,924

Sumber: Olahan Penulis

Proyeksi Biaya Perawatan

Sesuai dengan laporan keuangan KF bahwa biaya perawatan KF timbul karena adanya perawatan terhadap aset tetap kecuali tanah. Standar biaya perawatan didapatkan dari rata-rata biaya historis perawatan terhadap aset tetap kecuali tanah dan bobot biaya dilihat dari rata-rata biaya historis perawatan yang masuk ke biaya operasional dan produksi. Proyeksi biaya perawatan adalah perkalian antara standar dan total aset tetap lama kecuali tanah ditambah aset tetap baru. Proyeksi biaya perawatan seperti terlihat pada Tabel 4-6.

Tabel 4-6. Proyeksi biaya perawatan 2007-2011

Pemeliharaan dan perawatan	std	2,006	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011
fixed asset		374,184,448,371	430,254,212,777	497,063,768,603	576,670,251,650	671,524,828,436	784,548,170,165
biaya perawatan	3.60%		15,489,151,660	17,894,295,670	20,760,129,059	24,174,893,824	28,243,734,126
bobot							
masuk biaya produksi	25.3%		3,918,755,370	4,527,256,804	5,252,312,652	6,116,248,137	7,145,664,734
masuk biaya operasi	74.7%		11,570,396,290	13,367,038,865	15,507,816,407	18,058,645,686	21,098,069,392

Sumber: Olahan Penulis

Proyeksi Biaya Asuransi

Proses proyeksi biaya asuransi sama dengan proyeksi biaya perawatan. Standar biaya historis asuransi didapatkan dari rata-rata biaya asuransi terhadap aset tetap kecuali tanah dan bobot biaya dilihat dari rata-rata historis biaya perawatan yang masuk ke biaya operasional dan produksi. Namun, kebijakan KF adalah menganggap semua biaya asuransi adalah biaya operasional. Proyeksi biaya asuransi adalah perkalian antara standard dan total aset tetap lama kecuali tanah ditambah aset tetap baru. Proyeksi biaya asuransi seperti terlihat pada Tabel 4-7.

Tabel 4-7. Proyeksi biaya asuransi KF 2007-2011

ASURANSI	std	2,006	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011
Fixed Assets lama		374,184,448,371	374,184,448,371	374,184,448,371	374,184,448,371	374,184,448,371	374,184,448,371
Fixed Assets		374,184,448,371	430,254,212,777	497,063,768,603	576,670,251,650	671,524,828,436	784,548,170,165
premi asuransi aset lama			3,027,152,187	3,027,152,187	3,027,152,187	3,027,152,187	3,027,152,187
Premi Asuransi	0.809%		3,480,756,581	4,021,245,888	4,665,262,336	5,432,635,862	6,346,994,697
bobot							
Masuk Biaya Produksi	0.00%		0	0	0	0	0
Masuk Biaya operasi	100.00%		3,480,756,581	4,021,245,888	4,665,262,336	5,432,635,862	6,346,994,697

Sumber: Olahan Penulis

Proyeksi Biaya Bunga

KF tidak melakukan pinjaman bank jangka panjang dalam operasinya. Sehingga diasumsikan pinjaman bank jangka pendek di tahun 2006 akan terus dilakukan dengan prinsipal dan tingkat bunga yang baru. Tingkat bunga baru didapat dari penambahan BI *rate* 2006 (9.75%) dengan rata-rata selisih bunga pinjaman bank persero selama tahun 2006 (3.85%). Pilihan selisih pada bank swasta nasional disebabkan KF melakukan perjanjian kuota pinjaman dengan bank BUMN, seperti Bank Mandiri.

Pajak

Perhitungan pajak yang digunakan adalah pajak progresif, seperti yang dijabarkan pada halaman 37. Untuk kebutuhan perhitungan lain seperti pajak untuk perhitungan beta *leverage*, tarif pajak yang digunakan adalah rata-rata total tarif pajak progresif terhadap pendapatan sebelum pajak.

Untuk membuat proyeksi neraca, dibutuhkan proyeksi *cash flow* terlebih dahulu. *Cash flow* adalah laporan penerimaan dan pengeluaran kas yang dilakukan selama satu periode.

Penerimaan penjualan tunai setiap tahun adalah penjualan setiap periode dikurangi *term of payment* piutang usaha selama 30 hari ditambah penerimaan piutang usaha periode sebelumnya. Penerimaan lainnya adalah pembayaran piutang dari tahun 2006.

Pembayaran *inventory* per tahun adalah pemakaian bahan dikurangi *term of payment* selama 45 hari ditambah pembayaran *inventory* periode sebelumnya. Sedangkan untuk pembayaran bahan lainnya, dilakukan dengan tunai. *Cash outflow* meliputi semua pembayaran yang dilakukan secara tunai seperti item tunai di laba rugi, HPP, pembayaran hutang bank, pajak, dividen, pengeluaran investasi dan pembayaran lainnya.

Setiap perusahaan mempunyai cadangan kas minimum yang harus dimiliki untuk menghindari kekosongan kas. Cadangan kas minimum di asumsikan sama dengan perkalian persentase cadangan kas historis terhadap penjualan historis dengan penjualan proyeksi. Jika terjadi kekurangan kas maka KF dapat menggunakan tiga akses dana yaitu ekuiti, pinjaman bank jangka panjang dan pendek. Proyeksi *cash flow* seperti terlihat pada Tabel 4-8. Kebutuhan pembiayaan KF untuk menjaga cadangan kas minimum dapat dilihat pada Tabel 4-9.

Tabel 4-8. Proyeksi arus kas KF 2007-2011

PENERIMAAN	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011
Penerimaan Penjualan	2,315,192,974,736	2,969,124,919,265	3,537,841,101,142	4,215,491,094,940	5,022,940,449,694
Piutang Lama	207,341,987,600	0	0	0	0
Piutang Lain-lain	3,356,754,469	0	0	0	0
Harta Lancar Lain-lain	94,277,529,251	0	0	0	0
Total Penerimaan	2,620,169,246,056	2,969,124,919,265	3,537,841,101,142	4,215,491,094,940	5,022,940,449,694
PEMBAYARAN	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011
Pembayaran Barang jadi	1,207,078,475,401	1,610,726,132,116	1,919,250,037,581	2,286,869,650,470	2,724,904,361,514
Pembayaran Bahan Bakar, listrik	16,921,955,924	20,163,244,326	24,025,380,019	28,627,282,183	34,110,648,179
pembayaran bahan pertambang	4,798,763,620	5,717,934,958	6,813,167,468	8,118,184,500	9,673,168,887
pembayaran bahan untuk produ	289,188,649,753	344,580,817,211	410,582,986,887	489,227,434,324	582,935,703,960
Pembayaran Hutang Usaha	189,616,766,044	0	0	0	0
Pembayaran Hutang Bunga	0	0	0	0	0
pembayaran Biaya ymh dibayar	30,063,857,222	0	0	0	0
Hutang Lain-lain	47,061,093,553	0	0	0	0
Uang Muka	(1,550,308,203)	0	0	0	0
Biaya dibayar dimuka	(10,737,784,156)	0	0	0	0
Upah/Gaji	242,211,279,575	288,605,243,411	343,885,663,253	409,754,680,800	488,240,471,701
biaya langsung	2,020,532,051	2,407,551,561	2,868,702,092	3,418,182,947	4,072,913,215
biaya tak langsung	11,870,625,798	14,144,365,423	16,853,624,789	20,081,824,815	23,928,365,141
Biaya Overhead Pabrik Lainnya	2,273,098,557	2,708,495,506	3,227,289,853	3,845,455,816	4,582,027,367
biaya perawatan	15,489,151,660	17,894,295,670	20,760,129,059	24,174,893,824	28,243,734,126
Biaya Asuransi	3,480,756,581	4,021,245,888	4,665,262,336	5,432,635,862	6,346,994,697
Biaya Administrasi dan Umum	142,447,509,573	169,732,385,071	202,243,497,471	240,981,897,780	287,140,381,688
Biaya Pemasaran	206,599,402,182	246,172,147,143	293,324,788,885	349,509,206,355	416,455,376,279
biaya leasing	0	0	0	0	0
Biaya Bunga	10,089,537,141	10,089,537,141	10,089,537,141	10,089,537,141	10,089,537,141
Cicilan Hutang Bank	0	0	0	0	0
Pajak	11,741,502,239	79,176,523,599	89,965,344,937	111,192,052,050	134,951,816,799
Deviden	0	34,795,817,207	40,503,878,789	61,491,777,531	84,483,393,468
Pengeluaran Investasi FA	56,069,764,406	66,809,555,826	79,606,483,047	94,854,576,786	113,023,341,728
Total Pembayaran	2,476,734,628,922	2,917,745,292,057	3,468,665,773,608	4,147,669,273,185	4,953,182,235,890
Selisih Penerimaan dan Pemba	143,434,617,134	51,379,627,208	69,175,327,534	67,821,821,755	69,758,213,804
Kas Awal	210,381,277,934	353,815,895,068	405,195,522,276	474,370,849,810	542,192,671,565
Kas sebelum Financing	353,815,895,068	405,195,522,276	474,370,849,810	542,192,671,565	611,950,885,368

Sumber: Olahan Penulis

Tabel 4-9. Kebutuhan Pembiayaan KF 2007-2011

FINANCING		2,007	2,008	2,009	2,010	2,011
Pinjaman Bank Jangka Panjang		0	0	0	0	0
Equity		0	0	0	0	0
Total Financing		0	0	0	0	0
Kas Akhir	Asumsi	353,815,895,068	405,195,522,276	474,370,849,810	542,192,671,565	611,950,885,368
Kas Minimum	10.70% std	270,246,161,778	322,010,021,324	383,688,904,777	457,181,969,193	544,752,142,565

Sumber: Olahan Penulis

Data yang diperoleh dari proses pembuatan laba rugi dan *net cash flow* akhirnya digunakan untuk membuat proyeksi neraca. Untuk *item* yang tidak diproyeksikan, data yang dimasukkan sama dengan data tahun sebelumnya, karena dianggap tidak ada perubahan transaksi untuk item tersebut seperti kewajiban imbalan kerja, proyek dalam konstruksi, dan lain-lain. Proyeksi neraca dapat dilihat pada Tabel 4-10.

Tabel 4-10. Proyeksi Neraca KF 2007-2011

HARTA	2006	2007	2008	2009	2010	2011
HARTA LANCAR						
Kas dan Bank	210,381,277,934	353,815,895,068	405,195,522,276	474,370,849,810	542,192,671,565	611,950,885,368
Piutang Usaha	207,341,987,600	210,472,088,612	250,786,620,968	298,823,134,561	356,060,723,671	424,261,793,275
Piutang Lain-lain	3,356,754,469	0	0	0	0	0
Persediaan						
- Bahan Baku	46,737,555,360	46,737,555,360	46,737,555,360	46,737,555,360	46,737,555,360	46,737,555,360
- barang dalam perjalanan	638,177,091	638,177,091	638,177,091	638,177,091	638,177,091	638,177,091
- Barang dalam proses	13,984,224,043	20,205,320,507	24,075,515,613	28,687,020,918	34,181,829,472	40,729,132,154
- Barang Jadi	163,619,750,918	227,057,289,195	270,548,606,701	322,370,397,565	384,118,308,696	457,693,622,585
- persediaan barang usang	(4,721,467,346)	(4,721,467,346)	(4,721,467,346)	(4,721,467,346)	(4,721,467,346)	(4,721,467,346)
- Bahan Bakar	0	0	0	0	0	0
Uang Muka	1,550,308,203	0	0	0	0	0
Biaya dibayar dimuka	10,737,784,156	0	0	0	0	0
Harta Lancar Lain-lain	94,277,529,251	0	0	0	0	0
Total Harta Lancar	747,903,881,679	854,204,858,487	993,260,530,663	1,166,905,667,958	1,359,207,798,509	1,577,289,698,488
HARTA TETAP						
Nilai Perolehan						
Jumlah Nilai Perolehan	612,113,836,384	668,183,600,790	734,993,156,616	814,599,639,663	909,454,216,449	1,022,477,558,178
Akumulasi Penyusutan	(218,705,048,918)	(260,804,159,564)	(290,471,760,765)	(317,048,283,389)	(344,321,015,553)	(375,197,720,284)
Harta Tetap (Net)	393,408,787,466	407,379,441,227	444,521,395,852	497,551,356,274	565,133,200,897	647,279,837,894
PROYEK DALAM KONSTRUKSI	10,416,989,243	10,416,989,243	10,416,989,243	10,416,989,243	10,416,989,243	10,416,989,243
HARTA LAIN-LAIN						
Biaya Pra-operasi	0	0	0	0	0	0
Akumulasi Amortisasi	0	0	0	0	0	0
harta-harta lain	109,494,976,594	109,494,976,594	109,494,976,594	109,494,976,594	109,494,976,594	109,494,976,594
Harta Lain-lain (Net)	109,494,976,594	109,494,976,594	109,494,976,594	109,494,976,594	109,494,976,594	109,494,976,594
TOTAL HARTA	1,261,224,634,982	1,381,496,265,550	1,557,693,892,352	1,784,368,990,070	2,044,252,965,243	2,344,481,502,218

HUTANG LANCAR						
Hutang Usaha	189,616,766,044	172,439,782,200	205,469,478,559	244,825,794,146	291,720,550,903	347,597,687,230
Hutang Bunga	0	0	0	0	0	0
Hutang Pajak	11,741,502,239	79,176,523,599	89,965,344,937	111,192,052,050	134,951,816,799	162,291,563,821
Hutang Deviden	0	34,795,817,207	40,503,878,789	61,491,777,531	84,483,393,468	110,842,744,199
Biaya ymh dibayar	30,063,857,222	0	0	0	0	0
Hutang Bank Jk. Pendek	74,187,773,098	74,187,773,098	74,187,773,098	74,187,773,098	74,187,773,098	74,187,773,098
Hutang-lain-lain	47,061,093,553	0	0	0	0	0
Total Hutang Jangka Pendek	352,670,992,156	360,599,896,104	410,126,475,383	491,697,396,825	585,343,534,269	694,919,768,348
HUTANG JANGKA PANJANG						
kewajiban imbalan kerja	37,899,756,185	37,899,756,185	37,899,756,185	37,899,756,185	37,899,756,185	37,899,756,185
Hutang Bank Jk. Panjang (Rp)	0	0	0	0	0	0
pinjaman jangka pjg RI	0	0	0	0	0	0
kewajiban lainnya	0	0	0	0	0	0
Total Hutang	390,570,748,341	398,499,652,289	448,026,231,568	529,597,153,010	623,243,290,454	732,819,524,533
EKUITAS						
Modal saham	598,979,620,031	598,979,620,031	598,979,620,031	598,979,620,031	598,979,620,031	598,979,620,031
opsi saham+selisih penilaian aktiva	44,851,758,462	44,851,758,462	44,851,758,462	44,851,758,462	44,851,758,462	44,851,758,462
saldo laba	226,822,508,148	339,165,234,768	465,836,282,291	610,940,458,567	777,178,296,296	967,830,599,192
Total Ekuitas	870,653,886,641	982,996,613,261	1,109,667,660,784	1,254,771,837,060	1,421,009,674,789	1,611,661,977,685
TOTAL HUTANG DAN EKUITAS	1,261,224,634,987	1,381,496,265,550	1,557,693,892,352	1,784,368,990,070	2,044,252,965,243	2,344,481,502,218
	0	0	0	0	0	0

Sumber: Olahan Penulis

Nilai pembayaran dividen pada satu periode adalah perkalian *dividend payout ratio* dengan laba bersih periode tersebut. Untuk melakukan valuasi, *growth* perusahaan ditetapkan tetap, untuk menghindari terjadinya *cost of capital* yang lebih rendah daripada *growth*. Dan *growth* didapat dari *growth* rata-rata sesuai kebijakan manajemen KF dengan membayar dividen 30% dari laba bersih. ROI adalah rasio *return on investment* pada periode yang sama dengan penghitungan dividen. *Dividen payout ratio* didapat dengan formula pada halaman 32 dan proyeksi dividen dapat dilihat pada Tabel 4-11.

Tabel 4-11. Proyeksi *dividend payout ratio* KF 2007-2011

		DEVIDEND PAYOUT RATIO				
		2007	2008	2009	2010	2011
Cash flow growth rate	8.13%	23.65%	24.23%	29.76%	33.70%	36.76%
WACC-Growth Rate		5.92%	5.94%	5.95%	5.97%	5.98%

Sumber: Olahan Penulis

Untuk melakukan valuasi dibutuhkan *weighted average cost of capital* (WACC) yang terdiri atas biaya ekuiti (Ke) dan biaya hutang (Kd). Kd dihitung dengan membagi biaya

bunga setiap periode terhadap total pinjaman dan Ke dihitung dengan menggunakan capital asset pricing model (CAPM) seperti pada halaman 32.

Selanjutnya akan dijelaskan proses perhitungan Ke. *Risk free rate (Rf)* yang direpresentasikan oleh BI *rate* saat Desember 2006 sebesar 9.75% dan diasumsikan tetap selama 5 tahun, karena pemerintah sedang mendorong investasi sehingga BI *rate* akan berada disekitar angka tersebut. Beta dapat dihitung dengan pembagian *covarians* saham KF dengan pasar dan *varians* pasar seperti pada halaman 32. *Covarians* dan *varians* dihitung dari data saham harian KF dan IHSB dari Januari-Desember 2006. Dan yang terakhir, *return market (Rm)* didapat dengan menghitung *return* IHSB selama Januari-Desember 2006 dengan metoda *arithmetic mean*. Rm diasumsikan akan tetap selama periode proyeksi. Sehingga, di dapat *cost of capital* KF selama 2007-2011 seperti pada tabel 4-12.

Tabel 4-12. Cost of capital KF 2007-2011

	2007	2008	2009	2010	2011
Cost of Equity	14.44%	14.42%	14.40%	14.38%	14.36%
Cost of Debt after tax	8.84%	8.84%	8.84%	8.84%	8.84%
WACC	14.05%	14.07%	14.09%	14.10%	14.11%

Sumber: Olahan Penulis

Transaksi *sale and leaseback* dilakukan pada akhir tahun 2006, efek transaksi akan berpengaruh pada proyeksi 2007-2011. Jurnal akuntansi dalam melakukan transaksi *sale leaseback* seperti pada halaman 27. Harga jual aset kendaraan adalah perkalian dari rasio harga pasar terhadap nilai perolehan kendaraan KF holding dengan total nilai perolehan kendaraan KF. Seperti terlihat pada Tabel 4-13.

Tabel 4-13. Nilai pasar kendaraan KF 2006

Kendaraan Holding	
Nilai perolehan	Rp4,887,674,981
Nilai pasar sekarang	Rp4,390,000,000
Rasio nilai pasar/nilai perolehan	89.82%
Kendaraan PT. Kimia Farma, Tbk 2006	
Nilai perolehan	Rp55,248,804,004
Nilai pasar sekarang	Rp49,623,236,103

Sumber: Olahan Penulis

Tahap selanjutnya dapat dilakukan perhitungan rasio dan valuasi. Rasio yang digunakan adalah seperti yang dijelaskan pada landasan teori dan valuasi menggunakan FCFE. Setelah didapat valuasi dan rasio keuangan tanpa melakukan transaksi *sale and leaseback*, maka selanjutnya akan dilakukan valuasi dan penilaian rasio keuangan dengan melakukan transaksi *sale and leaseback* (lihat lampiran).

Untuk mengetahui apakah *sale and leaseback* merupakan strategi yang menguntungkan perusahaan atau tidak, maka dibutuhkan suatu analisis breakeven point dari transaksi *sale leaseback*. Hal ini dapat dilihat dari *net advantage of leasing* (pengurangan *cost of lease* dengan *cost of buy*), lihat halaman 28. Investasi awal (Io) adalah besarnya kas yang diterima ketika melakukan transaksi *sale and leaseback*, yang diibaratkan pinjaman yang dilakukan untuk mendapatkan kas yang sama. Nilai Io adalah sebesar nilai pasar dari kendaraan. *Operating cost* (OC) terdiri atas biaya perawatan dan asuransi yang dikeluarkan ketika memiliki aset tersebut. Depresiasi (Dep) adalah depresiasi dari kendaraan yang dijual. Net terminal value adalah besarnya nilai sisa pada akhir tahun proyeksi.

Breakeven point dari *leasing* dapat diketahui dengan menyamakan *cost of lease* dan *cost of buy*, sehingga dapat diketahui berapakah *lease payment* setiap tahun yang membuat

strategi ini memberi keuntungan yang sama. Sedangkan untuk perkiraan *real lease payment* adalah perkalian rasio *lease payment* terhadap nilai aset dari salah satu perusahaan pembiayaan dengan nilai pasar dari kendaraan, seperti terlihat pada Tabel 4-14.

Tabel 4-14. *Real lease payment*

Standar operating leasepayment pasar	18.56%	dari nilai pasar aset
Real Leasepayment KF	Rp9,210,072,621	

Sumber: Olahan Penulis

