

BAB IV

Analisis

IV.1 Analisis Industri

Semen adalah salah satu komponen penting dalam pembangunan infrastruktur di Indonesia. Semen merupakan bahan perekat yang mampu mempersatukan atau mengikat bahan-bahan padat menjadi satu kesatuan yang kuat dan keras.

Sunarsip (2007) saat ini telah terjadi kekhawatiran bahwa akan terjadi *shortage* atau kekurangan pasokan untuk memenuhi kebutuhan semen dalam negeri pada beberapa tahun ke depan. Hal ini dilandasi dari tingkat konsumsi semen yang terus meningkat dan kapasitas produksi yang tidak berkembang. Saat ini kapasitas produksi industri semen nasional sekitar 45 juta ton dan rata-rata efektifitas produksi mencapai 80%-85% dimana setiap tahunnya hanya sekitar 38-40 ton semen yang diproduksi. Namun, saat ini konsumsi semen dalam negeri telah mencapai 34 juta ton pertahun.

Tabel IV.1. Data Historis dan Proyeksi Konsumsi Semen Domestik

Tahun	konsumsi semen	growth konsumsi
1997	27,447	
1998	19,075	-30.50%
1999	18,816	-1.36%
2000	22,307	18.55%
2001	25,699	15.21%
2002	27,233	5.97%
2003	27,469	0.87%
2004	29,300	6.67%
2005	31,470	7.41%
2006	32,056	1.86%
2007	34,170	6.59%

Tahun	Proyeksi konsumsi
2008	35879
2009	37672
2010	39556
2011	41534
2012	43611
2013	45791
2014	48081
2015	50485
2016	53009
2017	55659

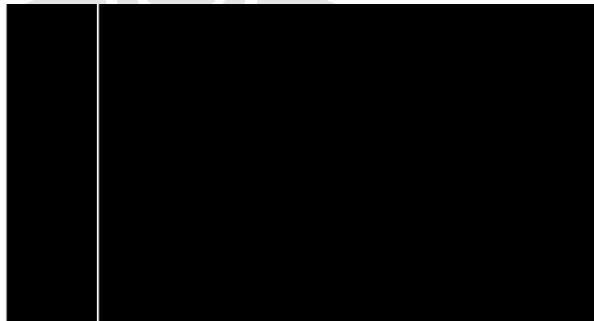
Sumber: Diolah dari data Asosiasi Semen Indonesia

Jika industri semen Indonesia tidak melakukan penambahan kapasitas industri dengan mendirikan pabrik-pabrik baru maka dikhawatirkan tidak sampai 10 tahun ke depan Indonesia akan mengalami shortage semen. Jika kita mengasumsikan pertumbuhan ekonomi Indonesia sebesar 5% pertahun (tabel proyeksi di atas) dan rata-rata efektifitas produksi industri semen mencapai 90% maka dikhawatirkan pada tahun pada tahun 2013 akan terjadi kelangkaan.

1. Tingkat persaingan diantara perusahaan yang ada (*Internal Rivalry*)

Saat ini pasar semen Indonesia diramaikan dengan tujuh produsen yaitu Semen Gresik (45% pangsa pasar Indonesia), Indocement (30%), Holcim Indonesia (15%), dan sisanya semen Andalas, Semen Baturaja, Semen Bosowa dan semen Kupang. Pada tahun 2007 tiga produsen terbesar tersebut menyatakan ingin menambah kapasitas produksinya. Indocement merencanakan penambahan kapasitas produksi sebesar 5 juta ton per tahun. Semen Gresik berencana membangun pabrik baru senilai US\$ 1,325 miliar, dan Holcim menganggarkan pembangunan pabrik senilai US\$ 300 juta dengan kapasitas 3 juta ton per tahun. Namun rencana pembangunan pabrik tersebut ditunda hingga waktu yang belum ditentukan. Produsen masih mencoba untuk meningkatkan kapasitas produksinya daripada membangun pabrik baru.

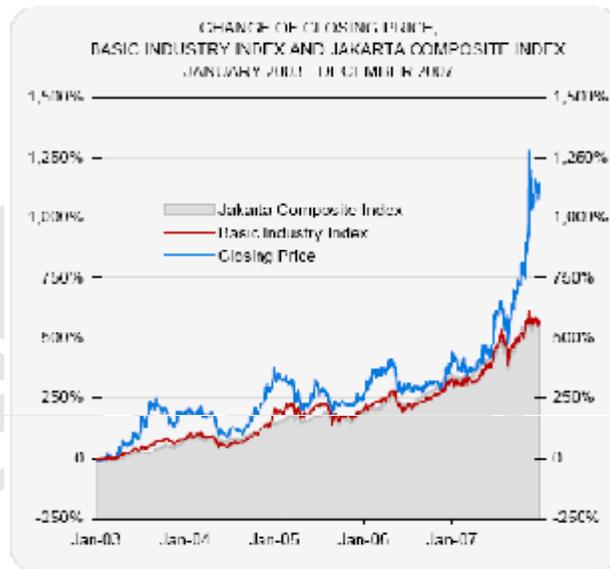
Grafik IV.1. Persentase Kapasitas Pabrik Semen di Indonesia (2007)



Sumber: Diolah dari data Asosiasi Semen Indonesia

Saat ini kapasitas pabrik semen di Indonesia adalah seperti yang digambarkan pada grafik di atas. Semen Gresik masih menjadi produsen dengan kapasitas pabrik terbesar diikuti oleh Indocement dan Holcim.

Grafik IV.2. Perbandingan Harga Saham dengan Basic Industry Index dan Jakarta Composite Index



Sumber: www.idx.com

Performa saham Holcim Indonesia Tbk. di pasar modal Indonesia saat ini cukup menjanjikan. Dilihat dari kondisi lima tahun belakangan ini, tingkat pengembalian saham Holcim masih di atas *Jakarta Composite Index* dan juga di atas *Basic Industry Index*. Grafik di atas juga memperlihatkan bahwa investor masih memiliki ekspektasi yang positif terhadap industri ini.

2. Ancaman masuknya pendatang baru

Kondisi *shortage* mungkin saja bisa diatasi dengan melakukan impor semen dari Cina. Cina saat ini merupakan negara yang menguasai 45% dari pasar semen dunia dengan kapasitas produksi sebesar 1100 juta ton per tahun. Dengan kondisi seperti ini maka diharapkan pelaku pada industri semen Indonesia segera melakukan pembangunan pabrik baru untuk mengantisipasi *shortage*. Pembangunan pabrik semen memerlukan waktu

pembangunan sekitar 3-4 tahun sehingga pembangunan harus dilakukan secepatnya. Satu pabrik diperhitungkan bisa memproduksi sebesar 2,5 juta ton pertahun dengan *initial outlay* sekitar US\$ 275 juta – US\$ 325 juta.

Jika kondisi seperti ini terjadi terus menerus maka pendatang baru memiliki potensi untuk masuk ke dalam industri ini. Produksi domestik yang tidak tercukupi akan menyebabkan kelangkaan dan naiknya harga semen domestik sehingga semakin menarik perhatian investor.

3. Tekanan dari produk pengganti

Struktur pasar yang terjadi di Indonesia adalah oligopoli dimana semen Gresik dan Indocement menjadi pemain yang menguasai pasar. Karakteristik dari oligopoli yaitu barang yang diperdagangkan adalah homogen sehingga jika *market leader* menaikkan harga/menurunkan harga maka otomatis pelaku usaha lainnya akan mengikuti. Sifat homogen dari produk ini menyulitkan produk pengganti untuk masuk ke industri ini. Saat ini belum ada produk yang dapat menggantikan peran semen sebagai bahan perekat.

4. Kekuatan tawar menawar pembeli

Konsumen tidak memiliki kekuatan tawar menawar yang besar terhadap produk. Produsen lebih memiliki kekuatan untuk menetapkan harga jual semen sehingga *range* harga antara satu produsen dengan produsen lain tidak besar. Konsumen juga tidak memiliki banyak pilihan dikarenakan kualitas antar produsen yang tidak berbeda jauh.

5. Kekuatan tawar menawar pemasok

Bahan baku yang digunakan dalam proses pembuatan semen berupa batu kapur, tanah liat, pasir silika, pasir besi, dan gypsum. Perusahaan mengambil bahan baku dari alam sehingga tidak ada kekuatan tawar menawar pemasok bahan baku. Namun industri ini sangat tergantung oleh pasokan energi dari batu bara dan minyak. Energi dibutuhkan pada proses pembakaran bahan baku. Tingginya harga minyak dan batu bara belakangan ini

menyebabkan biaya produksi akan mengalami peningkatan dan mempengaruhi harga jual semen.

Dari analisis di atas diketahui bahwa potensi perkembangan industri semen Indonesia untuk beberapa tahun ke depan masih sangat baik. Hal ini juga ditunjang dengan meningkatnya konsumsi semen terutama dari pemerintah yang telah menganggarkan rencana pembangunan 1000 rumah susun dan juga pembangunan di daerah luar Jawa. Selain itu masih terbatasnya pasokan semen dari ketujuh produsen tersebut semakin membuka kesempatan berkembangnya industri ini.

IV.2 Analisis Laporan Keuangan

IV.2.1 Management Asset

Tabel IV.2. Aset Tahun Aktual

NERACA	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A
AKTIVA					
AKTIVA LANCAR					
Kas dan setara kas	311,390	288,839	266,808	287,284	681,794
Piutang usaha					
Pihak hubungan istimewa	19,842	13,099	29,243	59,660	41,318
Pihak ketiga	232,203	316,140	329,328	337,498	429,403
Piutang lain-lain	3,871	7,730	11,524	31,952	23,058
Persediaan - bersih	222,790	291,233	382,489	313,841	263,316
Uang muka dan biaya dibayar dimuka	56,320	43,549	41,047	19,337	22,082
Pajak dibayar dimuka	9,348	16,629	61,851	-	-
Jumlah Aktiva Lancar	855,764	977,219	1,122,290	1,049,572	1,460,971
AKTIVA TIDAK LANCAR					
Aktiva pajak tangguhan - bersih	61,367	61,367	-	3,326	27,441
Investasi pada perusahaan asosiasi	4,496	410	394	-	-
Aktiva tetap	9,098,630	9,194,030	9,268,645	9,464,610	9,531,156
Penyusutan aktiva tetap	(2,434,676)	(2,799,999)	(3,183,103)	(3,558,231)	(3,859,352)
Aktiva lain-lain	62,061	87,376	115,984	106,569	48,034
Jumlah Aktiva Tidak Lancar	6,791,878	6,543,184	6,201,920	6,016,274	5,747,279
JUMLAH AKTIVA	7,647,642	7,520,403	7,324,210	7,065,846	7,208,250

Sumber: Laporan Keuangan Holcim Indonesia Tbk.

Secara keseluruhan nilai aset PT Holcim Indonesia dari tahun 2003 hingga 2007 menurun dari Rp 7,6 triliun menjadi Rp 7,2 triliun. Penurunan ini lebih disebabkan oleh akumulasi penyusutan aktiva tetap yang mencapai angka Rp 3,86 triliun. Nilai aktiva perusahaan ini didominasi oleh aktiva jangka panjang yaitu lebih dari 80% dari total aktiva

adalah aktiva tetap. Kondisi ini sesuai dengan karakteristik industri dimana mayoritas aktivitya berupa bangunan (pabrik), mesin dan alat angkut.

Nilai persediaan dan piutang perusahaan terus meningkat setiap tahunnya. Hal ini memperlihatkan peningkatan penjualan yang dialami perusahaan berpengaruh positif terhadap peningkatan nilai persediaan dan piutang. Perusahaan membutuhkan lebih banyak persediaan untuk mengantisipasi permintaan dari konsumen.

Pada tahun 2007 nilai aktiva lancar naik 0,4 triliun lebih besar dari 2006. Hal ini disebabkan oleh tingginya nilai kas dan setara kas yang akan digunakan untuk pembayaran hutang jangka panjang yang telah jatuh tempo pada desember 2007.

IV.2.2 Management Liabilities

Tabel IV.3. Hutang Aktual

KEWAJIBAN LANCAR	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A
Hutang usaha					
Pihak hubungan istimewa	2,777	7,628	5,821	2,986	6,410
Pihak ketiga	146,657	148,754	184,615	222,760	288,424
Hutang lain-lain	38,659	52,892	22,849	25,127	31,161
Hutang pajak	7,969	13,616	21,455	37,193	26,027
Biaya masih harus dibayar	124,432	127,942	134,283	227,016	319,116
Pinjaman jangka panjang jatuh tempo dalam satu tahun	19,689	2,800	298,323	340,736	427,245
Jumlah Kewajiban Lancar	340,183	353,632	667,346	855,818	1,098,383
KEWAJIBAN TIDAK LANCAR					
Kewajiban pajak tangguhan - bersih	-	-	80,162	184,689	225,846
Pinjaman jangka panjang setelah dikurangi bagian jatuh te	2,603,577	2,855,418	2,545,633	1,943,842	1,605,962
Pinjaman subordinasi	1,657,526	1,825,432	1,925,627	1,762,223	1,843,240
Kewajiban jangka panjang lain	317,106	259,145	205,039	59,230	56,201
Kewajiban imbalan kerja	72,200	73,219	57,974	161,376	121,261
Jumlah KewajibanTidak Lancar	4,650,409	5,013,214	4,814,435	4,111,360	3,852,510
Total Kewajiban	4,990,592	5,366,846	5,481,781	4,967,178	4,950,893

Sumber: Laporan Keuangan Holcim Indonesia Tbk.

Sama halnya dengan aset, *liabilities* perusahaan didominasi oleh pendanaan jangka panjang. Sekitar 80% dari total liabilities adalah hutang jangka panjang. Hutang jangka panjang yang dimiliki perusahaan mayoritas dalam mata uang dolar Amerika.

Hutang jangka panjang dikelompokkan menjadi dua yaitu Tranch A dan Tranch B. Fasilitas Tranch A adalah hutang jangka panjang dengan tingkat bunga US\$ LIBOR enam

bulanan, dengan 10 kali cicilan dan jatuh tempo terakhir pada 31 Agustus 2010. Fasilitas Tranch B atau pinjaman subordinasi wesel bayar seri B merupakan hutang jangka panjang yang seluruh pokok hutang dibayar pada waktu tanggal jatuh tempo. Pajak yang dikenakan setiap tahunnya cukup besar yaitu sekitar 15% per tahun dan waktu jatuh temponya pada 4 November 2014. Seluruh pinjaman dijamin oleh aset tetap yang dimiliki perusahaan.

Nilai hutang yang menggunakan mata uang dolar membuat nilai liabilities berfluktuatif setiap tahunnya. Nilai tukar rupiah terhadap dolar terus berubah seiring dengan kondisi perekonomian negara. Hal ini jelas terlihat pada nilai pinjaman subordinasi dimana pada tahun 2005 nilainya paling tinggi yaitu sebesar Rp 1,9 triliun sedangkan pada dasarnya hutang tersebut tetap. Fluktuasi tersebut juga berpengaruh pada bunga yang harus dibayarkan perusahaan karena bunga hutang jangka panjang juga dalam bentuk dolar Amerika.

IV.2.3 Management Equity

Tabel IV.4. Ekuitas Aktual

	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A
EKUITAS					
Modal saham	3,831,450	3,831,450	3,831,450	3,831,450	3,831,450
Tambahan modal disetor	3,890,522	3,890,522	3,890,522	3,890,522	3,890,522
Selisih penilaian kembali aktiva tetap	2,003,784	2,003,784	2,003,784	2,098,734	2,098,734
Cadangan lindung nilai	(25,562)	4,075	27,028	12,372	1,651
Defisit	(7,043,144)	(7,576,274)	(7,910,355)	(7,734,410)	(7,565,000)
Jumlah Ekuitas	2,657,050	2,153,557	1,842,429	2,098,668	2,257,357
JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS	7,647,642	7,520,403	7,324,210	7,065,846	7,208,250

Sumber: Laporan Keuangan Holcim Indonesia Tbk.

Pada rentang waktu 2003 hingga 2007 perusahaan tidak melakukan penambahan modal saham dan modal disetor dimana nilainya tetap pada Rp 3,8 triliun dan Rp 3,9 triliun. Perusahaan mengambil kebijakan dengan melakukan cadangan lindung nilai. *Hedging* dilakukan oleh manajemen untuk mengatasi ketidakpastian dari perubahan nilai tukar rupiah terhadap dolar dan besarnya hutang perusahaan dalam bentuk dolar.

Akumulasi kerugian perusahaan cenderung menurun setelah perusahaan telah dapat menghasilkan keuntungan dari kegiatan operasionalnya.

IV.2.4 Analisis Profitability

Tabel IV.5. Laporan Laba Rugi Aktual

Laporan Rugi Laba	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A
PENDAPATAN					
Semen	2090402	2153987	2677862	2592459	3239026
Beton jadi	132377	195254	317933	378503	498512
Tambang agregat	17517	19248	21804	22235	17368
Total Pendapatan	2,240,296	2,368,489	3,017,599	2,993,197	3,754,906
BEBAN POKOK PENDAPATAN	2,015,729	2,196,901	2,618,457	2,356,038	2,492,805
LABA KOTOR	224,567	171,588	399,142	637,159	1,262,101
BEBAN USAHA					
Beban Penjualan	38537	46898	63392	393483	435925
Umum dan administrasi	199,825	194,673	216,823	237,498	305,713
Jumlah Beban Usaha	238,362	241,571	280,215	630,981	741,638
LABA (RUGI) USAHA	(13,795)	(69,983)	118,927	6,178	520,463
PENGHASILAN (BEBAN) LAIN-LAIN					
Penghasilan bunga	4,395	5,240	7,129	11,295	15,617
Beban bunga dan keuangan - bersih	(47,020)	(53,930)	(83,703)	(122,372)	(117,706)
Keuntungan (kerugian) kurs mata uang asing - bersih	229,048	(407,410)	(247,192)	383,121	(173,795)
Lain-lain - bersih	1,489	(7,047)	16,416	(37,064)	(58,077)
Penghasilan (Beban) Lain-lain - Bersih	187,912	(463,147)	(307,350)	234,980	(333,961)
LABA (RUGI) SEBELUM PAJAK	174,117	(533,130)	(188,423)	241,158	186,502
BEBAN PAJAK	-	-	(145,658)	(65,213)	(17,092)
LABA/RUGI BERSIH	174,117	(533,130)	(334,081)	175,945	169,410

Sumber: Laporan Keuangan Holcim Indonesia Tbk.

Sejak Semen cibinong berganti kepemilikan oleh Holcim Ltd dan berganti nama menjadi Holcim Indonesia Tbk laba usaha dari perusahaan semakin membaik. Terjadi peningkatan efisiensi di dalam operasional perusahaan walaupun terjadi rugi bersih pada tahun 2005. Efisiensi terlihat dari rasio beban pokok pendapatan terhadap pendapatan yang mengecil dari 90% pada tahun 2003 menjadi 66% pada tahun 2007. Menurunnya rasio tersebut mengindikasikan biaya produksi setiap unit menjadi lebih murah.

Penjualan rata-rata semen meningkat sekitar 12% setiap tahunnya dengan volume penjualan semen meningkat rata-rata 4% per tahun. Untuk penjualan beton jadi penjualan rata-rata meningkat 40,27% pertahun dengan volume penjualan meningkat rata-rata 28%. Penjualan agregat mengalami sedikit pertumbuhan yaitu penjualan dengan rata-rata 0,8%

walaupun volume penjualan meningkat dengan rata-rata 10,8%. Secara keseluruhan pertumbuhan pendapatan rata-rata perusahaan naik sebesar 14%.

Pada tahun 2006 beban usaha perusahaan meningkat drastis menjadi Rp 631 miliar dari sebelumnya hanya Rp 280 miliar. Peningkatan ini adalah strategi manajemen dalam bidang pemasaran untuk melekatkan image baru perusahaan dengan nama Holcim melalui pembelanjaan biaya iklan dan juga sebagian besar beban usaha ini digunakan untuk kesejahteraan karyawan melalui gaji, upah dan tunjangan.

Seperti telah disinggung sebelumnya, beban bunga perusahaan cukup besar dikarenakan hutang yang dimiliki perusahaan bernilai besar dan dalam mata uang dolar Amerika. Hal ini juga yang menyebabkan kerugian kurs cukup besar yang terjadi pada tahun 2004, 2005 dan 2007.

IV.2.5 Analisis Rasio

Analisis ini sebagai penambah informasi dengan melakukan pengolahan data pada neraca dan laporan rugi laba. Berikut ini adalah rasio yang digunakan dalam analisis:

Tabel IV.6. Rasio Keuangan Aktual

FINANCIAL RATIOS	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A
Current Ratio	2.52	2.76	1.68	1.23	1.33
Quick Ratio	1.67	1.77	0.95	0.84	1.07
Inventory Turnover	10.06	8.13	7.89	9.54	14.26
Current Assets Turnover	2.62	2.42	2.69	2.85	2.57
Fixed Assets Turnover	0.33	0.36	0.49	0.50	0.65
Total Assets Turnover	0.29	0.31	0.41	0.42	0.52
Debt to Equity Ratio	1.88	2.49	2.98	2.37	2.19
Debt Ratio	0.65	0.71	0.75	0.70	0.69
Time Interest Earned	(0.29)	(1.30)	1.42	0.05	4.42
Profit Margin	0.08	(0.23)	(0.11)	0.06	0.05
Return on Equity	0.07	(0.25)	(0.18)	0.08	0.08
Return on Assets	0.02	(0.07)	(0.05)	0.02	0.02

Sumber: diolah dari laporan keuangan Holcim Indonesia Tbk.

IV.2.5.1 Liquidity rasio

Perusahaan memiliki cukup kemampuan untuk memenuhi kewajiban lancar dengan tepat waktu yang ditandai dengan nilai *current ratio* di atas 1. Kecilnya nilai *quick ratio* menandakan bahwa kas dan setara kas perusahaan tidak memungkinkan (terlalu berisiko) untuk membayar kewajiban lancar. Sehingga terjadinya penurunan nilai *current ratio* dan *quick ratio* dari tahun ke tahun harus diwaspadai oleh manajemen perusahaan agar tidak terjadi penundaan pelunasan kewajiban jangka pendek.

Jika dibandingkan dengan perusahaan lain yang sejenis, Holcim tergolong kurang likuid. Perusahaan pesaing memiliki nilai *current ratio* di sekitar 3 sedangkan Holcim hanya disekitar 1.

IV.2.5.2 Activity ratio

Secara keseluruhan efektifitas perusahaan menggunakan sumber daya yang mereka miliki dalam kondisi stabil dan semakin membaik dari tahun ke tahun. Manajemen mampu mempercepat perputaran persediaan menjadi penjualan walaupun sempat mengalami penurunan. Nilai *current asset turnover* dan *fixed asset turnover* perusahaan relatif stabil menandakan kemampuan perusahaan untuk memutar aset menjadi penjualan cukup stabil.

IV.2.5.3 Leverage ratio

Perusahaan dibiayai oleh sedikitnya 70% menggunakan hutang. Ketergantungan perusahaan terhadap hutang cukup tinggi dimana nilai hutang mencapai dua kali dari ekuitas perusahaan. Namun hal ini dapat dijelaskan dengan besarnya akumulasi kerugian yang dialami perusahaan (sekitar Rp 7,5 triliun) yang menyebabkan nilai ekuitas menjadi lebih kecil daripada kewajiban.

IV.2.5.4 Profitability ratio

Rugi bersih yang dialami oleh perusahaan pada tahun 2004 dan 2005 menyebabkan tingkat pengembalian terhadap ekuitas, aset dan sales adalah negatif. Namun setelah tahun tersebut perusahaan stabil untuk memberikan tingkat pengembalian sebesar 8% kepada pemegang saham (ekuitas). Dibandingkan dengan perusahaan sejenis maka profitability Holcim masih dibawah Semen Gresik dan Indocement.

IV.3 Analisis Prospek Perusahaan

IV.3.1 Analisis Prospek Operasional Perusahaan

IV.3.1.1 Prospek penjualan

Rata-rata pertumbuhan volume penjualan semen dan kenaikan harga jual rata-rata adalah sebesar 3.89% dan 7.90%. Asumsi yang digunakan adalah sebesar 5% untuk volume dan 8% untuk kenaikan harga. Bila dibandingkan dengan rata-rata pertumbuhan konsumsi semen domestik (2002-2007), maka asumsi yang digunakan lebih tinggi 0.11%. Digunakannya asumsi sebesar 5% disebabkan karena prospek industri yang masih sangat bagus dan pertumbuhan ekonomi Indonesia yang saat ini rata-rata di atas 5%. Asumsi kenaikan harga ditetapkan untuk mengantisipasi inflasi yang terjadi dengan nilai yang sama dengan rata-rata.

Selama lima tahun ke belakang penjualan beton jadi meningkat dengan pesat. Penggunaan beton jadi untuk pembangunan gedung dan infrastruktur (jembatan layang, jalan, jembatan) dan gencarnya pemerintah melakukan perbaikan infrastruktur membuat permintaan terhadap produk ini meningkat tajam. Hal ini terlihat dari pertumbuhan penjualan beton jadi rata-rata sekitar 27.99% dengan kenaikan harga rata-rata adalah

10.93%. Untuk lima tahun ke depan diperkirakan penjualan produk ini akan tetap tinggi yaitu sekitar 28% (sebesar rata-rata) dengan kenaikan harga rata-rata 9%.

Penjualan agregat adalah produk yang tergolong masih baru dan tergantung pada pesanan konsumen. Yang dimaksud dengan penjualan agregat adalah penjualan batu dan pasir hasil pertambangan. Pertumbuhan penjualan agregat rata-rata sebesar 10.79% dengan rata-rata pertumbuhan harga jual -8.90%. Pertumbuhan harga jual negatif disebabkan oleh sifat produk dimana semakin banyak pesanan yang dilakukan oleh konsumen maka harga jual setiap tonnya akan semakin murah. Proyeksi untuk lima tahun kedepan diasumsikan sebesar 8% untuk pertumbuhan penjualan dan 5% untuk pertumbuhan harga jual rata-rata. Penetapan angka 8% yaitu dengan melihat pertumbuhan tahun 2007 dan harga jual ditetapkan sebesar ekspektasi nilai inflasi.

IV.3.1.2 Prospek HPP

Secara rata-rata nilai rasio bahan baku digunakan dan biaya pabrikasi terhadap penjualan adalah 63.03%. Namun semakin kecilnya nilai rasio tersebut dari tahun ke tahun mengindikasikan adanya efisiensi perusahaan sehingga asumsi yang digunakan untuk proyeksi adalah sebesar 55%. Digunakannya rata-rata rasio pada dua tahun terakhir (2006 & 2007) sebagai asumsi karena selisih dari rata-rata rasio dengan nilai rasio terakhir (2007) cukup besar (sekitar 8%).

Tabel IV.7. Data dan Asumsi Harga Pokok Penjualan Aktual

HPP	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	mean	Asumsi	
Bahan baku digunakan dan biaya pabrikasi	67.89%	69.63%	68.28%	59.51%	49.85%	63.03%	55.00%	terhadap sales
Gaji dan upah	5.15%	7.36%	5.83%	5.88%	5.20%	5.88%	5.50%	terhadap sales
Penyusutan	4.22%	4.26%	4.20%	4.51%	3.98%	4.23%	4.20%	terhadap FA
Jumlah Biaya Produksi	77.26%	81.24%	78.32%	69.90%	59.02%	73.15%		
Persediaan barang dalam proses								
Awal tahun	2.09%	1.74%	2.22%	2.37%	3.07%	2.30%		
Akhir tahun	1.70%	2.46%	1.85%	2.55%	1.17%	1.95%	1.90%	terhadap sales
Beban Pokok Produksi	77.64%	80.52%	78.70%	69.72%	60.92%	73.50%		
Persediaan barang jadi								
Awal tahun	1.16%	1.45%	1.13%	1.69%	1.91%	1.47%		
Akhir tahun	1.43%	1.25%	1.32%	1.59%	0.88%	1.29%	1.20%	terhadap sales
HPP	89.98%	92.76%	86.77%	78.71%	66.39%	82.92%		

Sumber: diolah menggunakan excel

Untuk nilai gaji dan upah, penyusutan, persediaan akhir barang dalam proses, dan persediaan akhir barang jadi asumsi yang digunakan adalah sebesar rata-ratanya yaitu secara berurutan 5.50%, 4.20%, 1.90%, dan 1.20%.

Tabel IV.8. Proyeksi Harga Pokok Penjualan

	2007A	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
Bahan baku digunakan dan biaya pabrikasi	1,871,692	2,413,803	2,837,494	3,357,583	4,002,265	4,810,571
Gaji dan upah	195,098	241,380.26	283,749.40	335,758.32	400,226.51	481,057.14
Penyusutan	378,938	411,719	417,134	382,292	389,824	398,802
Jumlah Biaya Produksi	2,445,728	3,066,902	3,538,377	4,075,633	4,792,315	5,690,431
Persediaan barang dalam proses						
Awal tahun	76,408	43,784	83,386	98,023	115,989	138,260
Akhir tahun	43,784	83,386	98,023	115,989	138,260	166,183
Beban Pokok Produksi	2,478,352	3,027,300	3,523,740	4,057,667	4,770,045	5,662,507
Persediaan barang jadi						
Awal tahun	47,586	33,133	52,665	61,909	73,256	87,322
Akhir tahun	33,133	52,665	61,909	73,256	87,322	104,958
HPP	2,492,805	3,007,768	3,514,496	4,046,319	4,755,979	5,644,872
HPP/sales		68.53%	68.12%	66.28%	65.36%	64.54%

Sumber: diolah menggunakan excel

Dari perhitungan proyeksi, secara garis besar nilai HPP terhadap penjualan semakin membaik dan menggambarkan efisiensi perusahaan. Hal ini terlihat dengan berkurangnya nilai rasio HPP terhadap penjualan dari 68.53% (2008F) menjadi 64.54% (2012F).

IV.3.1.3 Beban Penjualan

Tabel IV.9. Data dan Asumsi Beban Penjualan

beban penjualan terhadap sales						mean	Asumsi	
Gaji, upah dan tunjangan	0.64%	0.73%	0.80%	1.05%	1.03%	0.85%	0.90%	thd sales
Iklan dan pameran	0.12%	0.22%	0.51%	1.56%	1.57%	0.79%	1.00%	thd sales
Jasa tenaga ahli	0.20%	0.36%	0.23%	0.19%	0.05%	0.21%	0.12%	thd sales
Transportasi	0.28%	0.15%	0.12%	0.16%	0.18%	0.18%	0.18%	thd sales
Sewa	0.03%	0.05%	0.06%	0.13%	0.10%	0.07%	0.07%	thd sales
Penyusutan	0.03%	0.06%	0.04%	0.12%	0.06%			
Beban penjualan Lain-lain	0.42%	0.41%	0.34%	9.94%	8.61%	3.95%	8.00%	thd sales
Jumlah	1.72%	1.98%	2.10%	13.15%	11.61%	6.11%		

Sumber: diolah menggunakan excel

Rata-rata beban penjualan pada tahun aktual adalah sebesar 6%. Besarnya angka rata-rata ini disebabkan kenaikan pada tahun 2006A dan 2007A. Beban penjualan naik sangat tinggi menjadi 13.15% dan 11.61% dibandingkan tiga tahun sebelumnya. Kenaikan ini terjadi akibat meningkatnya biaya iklan dan pameran serta beban penjualan lain-lain. Pada tahun tersebut perusahaan sedang mempromosikan nama perusahaan yang baru (Holcim) sehingga biaya iklan dan pameran membengkak. Selain itu kenaikan pada beban penjualan lain-lain diakibatkan oleh biaya distribusi (salah satu komponen yang menyusun beban penjualan lain-lain).

Penetapan asumsi didasarkan pada rata-rata untuk gaji, upah dan tunjangan, transportasi dan sewa yaitu sebesar 0.90%, 0.18%, dan 0.07%. Untuk jasa tenaga ahli asumsi didasarkan pada besarnya rata-rata dua tahun terakhir yaitu 0.12%. Sedangkan untuk gaji upah dan tunjangan besaran asumsi adalah 0.90%, dan beban penjualan lain-lain nilainya mendekati pada tahun 2007A yaitu sebesar 8%.

Tabel IV.10. Proyeksi Beban Penjualan

	2007A	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
Gaji, upah dan tunjangan	38,818	39,499	46,432	54,942	65,492	78,718
Iklan dan pameran	58,820	43,887	51,591	61,047	72,768	87,465
Jasa tenaga ahli	2,025	5,266	6,191	7,326	8,732	10,496
Transportasi	6,915	7,900	9,286	10,988	13,098	15,744
Sewa	3,639	3,072	3,611	4,273	5,094	6,123
Penyusutan	2,313	1,873	1,898	1,739	1,774	1,815
Beban penjualan Lain-lain	323,395	351,099	412,726	488,376	582,148	699,719
Jumlah	435,925	452,596	531,735	628,692	749,106	900,079
		10.31%	10.31%	10.30%	10.29%	10.29%

Sumber: diolah menggunakan excel

Secara keseluruhan biaya penjualan terhadap sales mengalami penurunan. Tujuan dari pemisahan akun-akun pada beban penjualan adalah untuk mereduksi kesalahan yang dilakukan oleh rata-rata dimana rata-rata keseluruhan tidak dapat melihat lonjakan beban yang terjadi pada suatu akun/item. Bila kita melihat rata-rata historis adalah 6% sedangkan untuk proyeksi rata-rata beban penjualan adalah 10.30%.

IV.3.1.4 Beban Umum dan Administrasi

Tabel IV.11. Data dan Asumsi Beban Umum dan Administrasi

BEBAN UMUM DAN ADMINISTRASI thd sales						mean	Asumsi	
Gaji, upah dan tunjangan	4.13%	3.25%	2.70%	3.79%	3.37%	3.45%	3.40%	thd sales
Jasa tenaga ahli	1.05%	1.49%	1.74%	0.98%	0.85%	1.22%	1.00%	thd sales
Sumbangan dan representasi	0.38%	0.26%	0.16%	0.28%	0.22%	0.26%	0.22%	thd sales
Sewa	0.16%	0.10%	0.11%	0.14%	0.11%	0.12%	0.12%	thd sales
Penyusutan	0.15%	0.10%	0.10%	0.09%	0.07%			
beban umum & adm Lain-lain	3.06%	3.02%	2.38%	2.65%	3.52%	2.93%	3.00%	thd sales
Jumlah	8.92%	8.22%	7.19%	7.93%	8.14%	8.08%		

Sumber: diolah menggunakan excel

Nilai proyeksi menggunakan asumsi yang sama dengan nilai rata-rata data historis. Rata-rata beban umum dan administrasi terhadap penjualan adalah sebesar 8.08%. Untuk nilai proyeksi rata-rata beban umum dan administrasi terhadap penjualan tidak jauh dengan nilai historisnya yaitu sebesar 7.79%.

Tabel IV.12. Proyeksi Beban Umum dan Administrasi

	2007A	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
Gaji, upah dan tunjangan	126,537	149,217	175,409	207,560	247,413	297,381
Jasa tenaga ahli	31,837	43,887	51,591	61,047	72,768	87,465
Sumbangan dan representasi	8,295	9,655	11,350	13,430	16,009	19,242
Sewa	4,240	5,266	6,191	7,326	8,732	10,496
Penyusutan	2,575	2,706	2,742	2,513	2,562	2,621
beban umum & adm Lain-lain	132,229	131,662	154,772	183,141	218,305	262,395
Jumlah	305,713	342,394	402,054	475,016	565,790	679,600
		7.80%	7.79%	7.78%	7.78%	7.77%

Sumber: diolah menggunakan excel

IV.3.2 Analisis Proyeksi Capital Expenditure

Berikut ini adalah proyeksi Capital Expenditure perusahaan:

Tabel IV.13. Capital Expenditure

	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
Tanah	30,039	35,110	41,273	48,838	58,215
Tanah pertambangan	3,755	4,389	5,159	6,105	7,277
Bangunan dan prasarana	22,529	26,332	30,954	36,628	43,661
Mesin dan peralatan	56,324	65,831	77,386	91,570	109,153
Alat pengangkutan	3,755	4,389	5,159	6,105	7,277
Peralatan kantor	7,510	8,777	10,318	12,209	14,554
Aktiva dalam penyelesaian	26,284	30,721	36,114	42,733	50,938
Penambahan fixed asset	150,196	175,549	206,363	244,188	291,074
Total Fixed Asset	9,681,352	9,856,902	10,063,265	10,307,453	10,598,526
Penyusutan	416,298	421,773	386,544	394,160	403,238
penyusutan masuk HPP	411,719	417,134	382,292	389,824	398,802
penyusutan masuk beban penjualan	1,873	1,898	1,739	1,774	1,815
penyusutan masuk umum dan	2,706	2,742	2,513	2,562	2,621

Sumber: diolah menggunakan excel

Setiap tahun perusahaan melakukan pembelian aktiva baru. Seluruh kegiatan perusahaan menggunakan aktiva tetap sehingga nilai penyusutan terbesar masuk ke dalam HPP. Hampir 99% dari total penyusutan masuk ke dalam HPP. Jika kita melihat dari item-item aset tetap di atas maka hanya item peralatan kantor dan sebagian aset bangunan dan prasarana yang masuk ke beban selain HPP.

IV.3.3 Analisis Proyeksi Laba Rugi

Perusahaan dengan stabil menghasilkan laba kotor dan laba bersih. Beban bunga dan keuangan semakin menurun seiring dengan pelunasan hutang Tranch A yang jatuh tempo dan berakhir pada tahun 2010. Beban bunga setelah tahun 2010 adalah bunga dari hutang Tranch B (pinjaman subordinasi). Terjadi keuntungan kurs dikarenakan asumsi nilai tukar rupiah yang semakin membaik setiap tahunnya yang didasari oleh asumsi APBN ke depan.

Berikut ini adalah proyeksi laporan laba rugi perusahaan:

Tabel IV.14. Proyeksi Laporan Laba Rugi

	2007A	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
PENDAPATAN						
Semen	3,239,026	3,673,106	4,165,682	4,724,118	5,357,276	6,075,186
Beton jadi	498,512	695,930	971,061	1,355,241	1,890,832	2,638,714
Tambang agregat	17,368	19,697	22,337	25,338	28,737	32,594
Total Pendapatan	3,754,906	4,388,732	5,159,080	6,104,697	7,276,846	8,746,493
BEBAN POKOK PENDAPATAN	2,492,805	3,007,768	3,514,496	4,046,319	4,755,979	5,644,872
LABA KOTOR	1,262,101	1,380,964	1,644,584	2,058,378	2,520,867	3,101,622
BEBAN USAHA						
Beban Penjualan	435,925	452,596	531,735	628,692	749,106	900,079
Umum dan administrasi	305,713	342,394	402,054	475,016	565,790	679,600
Jumlah Beban Usaha	741,638	794,990	933,790	1,103,708	1,314,896	1,579,679
LABA (RUGI) USAHA	520,463	585,974	710,794	954,670	1,205,971	1,521,943
PENGHASILAN (BEBAN) LAIN-LAIN						
Beban bunga dan keuangan - bersih	(102,089)	(377,477)	(338,970)	(301,206)	(267,122)	(267,122)
Keuntungan (kerugian) kurs mata uang asing - bersih	(173,795)	960,031	688,788	19,569	-	-
Lain-lain - bersih	(58,077)	-	-	-	-	-
Penghasilan (Beban) Lain-lain - Bersih	(333,961)	582,554	349,818	(281,637)	(267,122)	(267,122)
LABA (RUGI) SEBELUM PAJAK	186,502	1,168,528	1,060,612	673,033	938,849	1,254,821
BEBAN PAJAK	(17,092)	(350,558)	(318,184)	(201,910)	(281,655)	(376,446)
LABA/RUGI BERSIH	169,410	817,969	742,428	471,123	657,194	878,374

Sumber: diolah menggunakan excel

IV.3.4 Analisis Proyeksi Cash flow

Nilai pada total financing adalah 0 dikarenakan asumsi lima tahun ke depan tidak ada penambahan *equity* oleh pemilik perusahaan. Untuk nilai pinjaman bank akan terisi bila perusahaan mengalami kekurangan kas (hal ini untuk mengantisipasi kemungkinan munculnya pinjaman baru pada proses simulasi).

Berikut ini adalah proyeksi *cash flow* perusahaan untuk penerimaan dan pembayaran dalam bentuk kas:

Tabel IV.15. Proyeksi Cash Flow

	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
PROYEKSI CASH FLOW					
PENERIMAAN					
Penerimaan Penjualan	4,028,014	4,735,046	5,602,941	6,678,749	8,027,604
Piutang usaha	470,721	360,718	424,034	501,756	598,097
Piutang Lain-lain	23,058	0	0	0	0
Uang muka dan biaya dibayar dimuka	22,082	0	0	0	0
Total Penerimaan	4,543,875	5,095,764	6,026,975	7,180,505	8,625,700

	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
PEMBAYARAN					
Pembayaran Hutang Usaha	294,834	312,622	367,496	434,855	518,351
Biaya ymh dibayar	319,116	0	0	0	0
Hutang Lain-lain	31,161	0	0	0	0
Bahan baku digunakan dan biaya pabrikasi gaji dan upah	2,101,181	2,469,998	2,922,728	3,483,914	4,187,533
Iklan dan pameran	43,887	51,591	61,047	72,768	87,465
Jasa tenaga ahli	49,154	57,782	68,373	81,501	97,961
Transportasi	7,900	9,286	10,988	13,098	15,744
Sewa	8,339	9,802	11,599	13,826	16,618
Beban penjualan Lain-lain	351,099	412,726	488,376	582,148	699,719
Sumbangan dan representasi	9,655	11,350	13,430	16,009	19,242
beban umum & adm Lain-lain	131,662	154,772	183,141	218,305	262,395
Beban bunga dan keuangan - bersih	377,477	338,970	301,206	267,122	267,122
Keuntungan (kerugian) kurs mata uang asing - bersih	(669,219)	(662,062)	-	-	-
Kewajiban pajak tangguhan	225,846	-	-	0	0
Cicilan Hutang Bank	427,245	669,219	662,062	0	0
Pajak	26,027	350,558	318,184	201,910	281,655
Pengeluaran Investasi FA	150,196	175,549	206,363	244,188	291,074
Total Pembayaran	4,315,655	4,867,754	6,213,253	6,342,776	7,602,035
Selisih Penerimaan dan Pembayaran	228,220	228,010	(186,278)	837,729	1,023,665
Kas Awal	681,794	910,014	1,138,024	951,746	1,789,474
Kas sebelum Financing	910,014	1,138,024	951,746	1,789,474	2,813,139
FINANCING					
Pinjaman Bank	0	0	0	0	0
Penambahan Equity	0	0	0	0	0
Total Financing	0	0	0	0	0
Kas Akhir	910,014	1,138,024	951,746	1,789,474	2,813,139

Sumber: diolah menggunakan excel

IV.3.5 Analisis Proyeksi neraca

Jumlah proyeksi aktiva meningkat setiap tahunnya, namun pada tahun 2010F nilai total aktiva menurun. Hal ini disebabkan oleh pelunasan seluruh hutang jangka panjang yang jatuh tempo pada tahun tersebut. Pembayaran sisa hutang berdampak pada menurunnya nilai kas dan setara kas dan jumlah pinjaman jangka panjang.

Berikut ini adalah proyeksi neraca PT Holcim Indonesia Tbk:

Tabel IV.16. Proyeksi Neraca

	2007A	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
AKTIVA						
AKTIVA LANCAR						
Kas dan setara kas	681,794	910,014	1,138,024	951,746	1,789,474	2,813,139
Piutang usaha	470,721	360,718	424,034	501,756	598,097	718,890
Piutang lain-lain	23,058	-	0	0	0	0
Persediaan - bersih	263,316	322,450	346,330	375,645	411,981	457,540
Uang muka dan biaya dibayar dimuka	22,082	-	-	-	-	-
Pajak dibayar dimuka	-	-	-	-	-	-
Jumlah Aktiva Lancar	1,460,971	1,593,181	1,908,388	1,829,146	2,799,553	3,989,570

	2007A	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
AKTIVA TIDAK LANCAR						
Aktiva pajak tangguhan - bersih	27,441	27,441	27,441	27,441	27,441	27,441
Investasi pada perusahaan asosiasi	-	-	-	-	-	-
Aktiva tetap	9,531,156	9,681,352	9,856,902	10,063,265	10,307,453	10,598,526
Penyusutan aktiva tetap	(3,859,352)	(4,275,650)	(4,697,423)	(5,083,967)	(5,478,126)	(5,881,364)
Aktiva lain-lain	48,034	48,034	48,034	48,034	48,034	48,034
Jumlah Aktiva Tidak Lancar	5,747,279	5,481,177	5,234,953	5,054,773	4,904,801	4,792,637
JUMLAH AKTIVA	7,208,250	7,074,358	7,143,341	6,883,919	7,704,354	8,782,207
KEWAJIBAN DAN EKUITAS						
KEWAJIBAN LANCAR						
Hutang usaha	294,834	312,622	367,496	434,855	518,351	623,038
Hutang lain-lain	31,161	-	-	-	-	-
Hutang pajak	26,027	350,558	318,184	201,910	281,655	376,446
Biaya masih harus dibayar	319,116	-	-	-	-	-
Pinjaman jangka panjang jatuh tempo d:	427,245	669,219	662,062	-	-	-
Jumlah Kewajiban Lancar	1,098,383	1,332,399	1,347,741	636,765	800,005	999,484
KEWAJIBAN TIDAK LANCAR						
Kewajiban pajak tangguhan - bersih	225,846	-	-	0	0	0
Pinjaman jangka panjang setelah dikura	1,605,962	669,218	-	-	-	-
Pinjaman subordinasi	1,843,240	1,819,952	1,800,383	1,780,814	1,780,814	1,780,814
Kewajiban jangka panjang lain	56,201	56,201	56,201	56,201	56,201	56,201
Kewajiban imbalan kerja	121,261	121,261	121,261	121,261	121,261	121,261
Jumlah Kewajiban Tidak Lancar	3,852,510	2,666,633	1,977,845	1,958,276	1,958,276	1,958,276
Total Kewajiban	4,950,893	3,999,032	3,325,586	2,595,041	2,758,281	2,957,760
EKUITAS						
Modal saham	3,831,450	3,831,450	3,831,450	3,831,450	3,831,450	3,831,450
Tambahan modal disetor	3,890,522	3,890,522	3,890,522	3,890,522	3,890,522	3,890,522
Selisih penilaian kembali aktiva tetap	2,098,734	2,098,734	2,098,734	2,098,734	2,098,734	2,098,734
Cadangan lindung nilai	1,651	1,651	1,651	1,651	1,651	1,651
Defisit	(7,565,000)	(6,747,031)	(6,004,602)	(5,533,479)	(4,876,285)	(3,997,910)
Jumlah Ekuitas	2,257,357	3,075,326	3,817,755	4,288,878	4,946,072	5,824,447
JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS	7,208,250	7,074,358	7,143,341	6,883,919	7,704,353	8,782,207

Sumber: diolah menggunakan excel

IV.4 Analisis Nilai perusahaan

IV.4.1 Menilai cost of equity

Hasil regresi menunjukkan bahwa nilai beta perusahaan adalah 1.045601078. Hal ini menandakan bahwa nilai return saham Holcim lebih besar (kecil) 4.5601% jika terjadi perubahan risiko pasar. Korelasi antara saham holcim dengan IHSG adalah positif, sehingga jika terjadi kenaikan pada IHSG maka sama halnya dengan IHSG, saham holcim juga akan mengalami kenaikan. Hal tersebut dapat juga terlihat dari grafik perbandingan IHSG terhadap saham Holcim.

Dari data saham Holcim Indonesia Tbk., SBI 6 bulan, dan IHSG didapatkan hasil regresi seperti di bawah ini:

Tabel IV.17. Output Regresi

SUMMARY OUTPUT

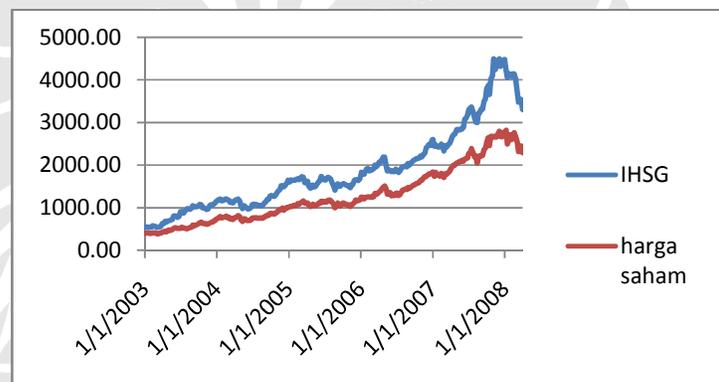
Regression Statistics	
Multiple R	0.68608017
R Square	0.470706
Adjusted R Square	0.470299164
Standard Error	0.026544565
Observations	1303

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0.815232148	0.815232	1156.991	5.9272E-182
Residual	1301	0.916702749	0.000705		
Total	1302	1.731934898			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	0.004652775	0.002909185	1.59934	0.109988	-0.001054431	0.01036	-0.00105	0.01036
X Variable 1	1.045601078	0.030739797	34.01457	5.9E-182	0.985296082	1.105906	0.985296	1.105906

Sumber: diolah menggunakan excel

Perbandingan Harga Saham dengan IHSG



Sumber: diolah menggunakan excel

Dari data yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia tingkat suku bunga SBI saat ini (Juni 2008) adalah 9.15%. Dan dari perhitungan yang dilakukan oleh penulis didapatkan nilai *risk market* adalah sebesar 17.64% sehingga nilai *cost of Equity* untuk perusahaan ini adalah sebesar 18.03%. Dari perhitungan juga didapatkan bahwa nilai WACC sebesar 11%.

IV.4.2 Free Cash Flow to Firm

Tabel IV.18. Perhitungan Free Cash Flow to Firm

	2007A	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
CORPORATE VALUE						
EBIT		966,675	1,644,584	2,058,378	2,520,867	3,101,622
Plus Depreciation	383,826	416,298	421,773	386,544	394,160	403,238
Net Cash Flow	383,826	1,382,973	2,066,357	2,444,921	2,915,026	3,504,860
Kurang Fixed Capital Expenditure		150,196	175,549	206,363	244,188	291,074
Kurang Working Capital Investment		(88,052)	64,698	155,951	(30,563)	(33,127)
Total additional Investment		62,144	240,247	362,314	213,625	257,947
Free Cashflow to the Firm (FCFF)		1,320,829	1,826,110	2,082,607	2,701,401	3,246,912
Disc Factor		0.90090	0.81162	0.73119	0.65873	0.59345
PV		1,189,936	1,482,112	1,522,785	1,779,497	1,926,884
Cummulative PV		1,189,936	2,672,047	4,194,832	5,974,329	7,901,213
Cash flow (for Terminal Value)						3,409,258
Terminal Value						56,820,967
Disc Factor						0.59345
PV Terminal value						33,720,479
Cummulatif PV + PV Residual Value						41,621,692
Corporate Value		41,621,692				

Sumber: diolah menggunakan excel

Dengan menggunakan WACC sebesar 11% didapatkan nilai *corporate value* sebesar Rp 41,621,692 juta. Nilai WACC yang lebih kecil daripada *cost of equity* disebabkan karena pendanaan melalui hutang lebih besar dibandingkan melalui modal sendiri. Perbedaan ini menyebabkan *corporate value* memiliki nilai yang jauh lebih besar dibandingkan dengan *equity value* jika kita membandingkan dengan tabel di bawah.

IV.4.3 Free cash flow to equity

Tabel IV.19. Perhitungan Free Cash Flow Equity

	2007A	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
FCFF		1,826,110	2,082,607	2,701,401	3,246,912	3,409,258
biaya bunga (1-tax)		(264,234)	(237,279)	(210,844)	(186,985)	(186,985)
Net Cash Flow		1,561,876	1,845,329	2,490,557	3,059,927	3,222,273
pembayaran hutang		427,245	669,219	662,062	0	0
hutang baru		0	0	0	0	0
Total additional Investment		427,245	669,219	662,062	0	0
Free Cashflow to the Equity (FCFE)		1,134,631	1,176,110	1,828,495	3,059,927	3,222,273
Disc Factor		0.84724	0.71782	0.60817	0.51526	0.43655
PV		961,307	844,235	1,112,030	1,576,672	1,406,696
Cummulative PV		961,307	1,805,542	2,917,572	4,494,244	5,900,940
Cash flow (for Terminal Value)						3,383,386
Terminal Value						25,966,126
Disc Factor						0.43655
PV Terminal value						11,335,616
Cummulatif PV + PV Residual Value						17,236,556
Equity Value + debt	17,236,556					
Debt Value	4,279,755					
Equity Value	12,956,801					

Sumber: diolah menggunakan excel

Dalam tabel diperlihatkan bahwa nilai ekuitas perusahaan menggunakan perhitungan manual dan pendiskontoan menggunakan *cost of equity* maka didapatkan nilai perusahaan sebesar Rp 12,956,801 juta. Jumlah saham perusahaan yang beredar saat ini adalah sebanyak 7,662.9 juta lembar saham. Berarti harga saham intrinsik yang didapatkan dengan metode ini adalah sebesar Rp 1,691 per lembar. Harga saham Holcim Indonesia Tbk saat ini (24 Juni 2008) adalah sebesar Rp 1,130 per lembar. Oleh karena itu saham holcim dianggap *undervalue* dan layak untuk dibeli.

IV.5 Analisis risiko

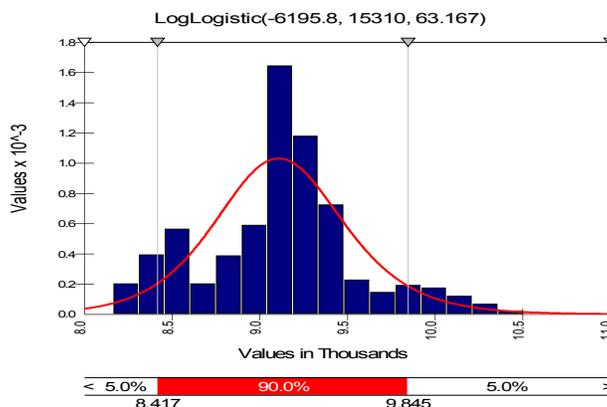
Analisis risiko memperlihatkan standar deviasi/risiko yang mungkin akan terjadi terhadap nilai output akibat ketidakpastian pada asumsi input. Perbedaan asumsi input dengan kemungkinan keadaan yang akan terjadi akan berdampak pada kesalahan penilaian suatu aset. Ketidakpastian inilah yang akan dihadapi oleh calon investor. Analisis risiko akan memberikan gambaran seberapa besar kemungkinan kerugian yang akan didapatkan oleh investor dan mempersiapkan investor untuk menghadapi ketidakpastian dari masa yang akan datang.

IV.5.1 Fit Test

Penggunaan *fit test* digunakan untuk menentukan distribusi suatu variabel yang memiliki data historis yang cukup. Data yang akan dilakukan *fit test distribution* adalah data ekonomi makro dimana datanya mudah untuk didapatkan dan memiliki data series yang panjang. Data ekonomi makro yang digunakan adalah kurs dan suku bunga Libor 6 bulan.

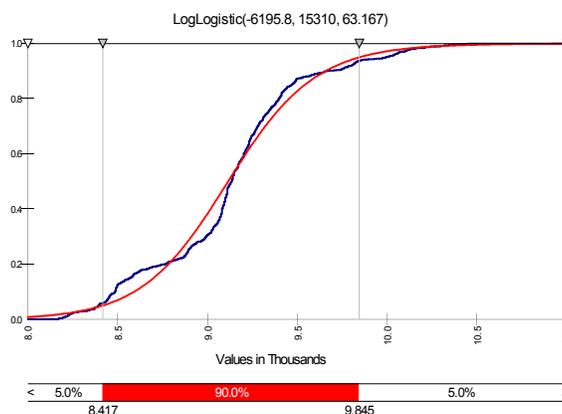
Berikut ini adalah hasil *fit test* pada variabel kurs:

Grafik IV.3. Distribusi Kurs



Sumber: output @risk

Grafik IV.4. Perbandingan Data Aktual dengan Distribusi Kurs Hasil *Fit Test*

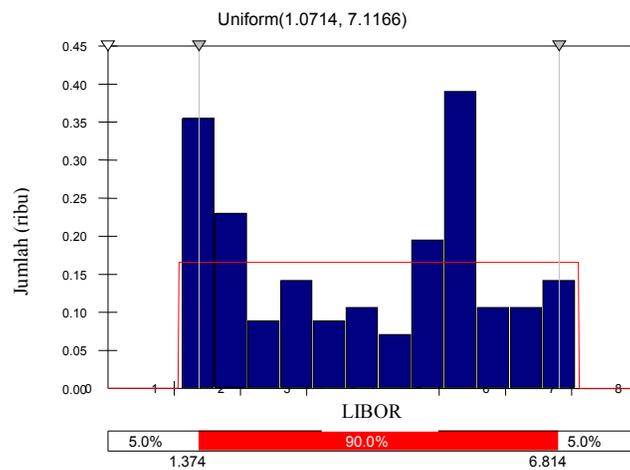


Sumber: output @risk

Gambar di atas adalah hasil dari *fit test* yang dilakukan pada nilai kurs. Data nilai kurs yang digunakan adalah dari Januari 2003 hingga Mei 2008. Distribusi loglogistic merupakan distribusi yang *leptokurtic* dimana distribusi ini memiliki *tail* yang panjang dengan nilai *kurtosis* yang tinggi. Data ini memiliki nilai *skewness* 0.1381 dan *kurtosis* 4.2470. Gambar selanjutnya memperlihatkan data hasil random/simulasi yang akan terjadi (garis tipis) bila dibandingkan dengan data historis (garis tebal). Kita melihat bahwa data random akan mengikuti pola yang terjadi pada data historis.

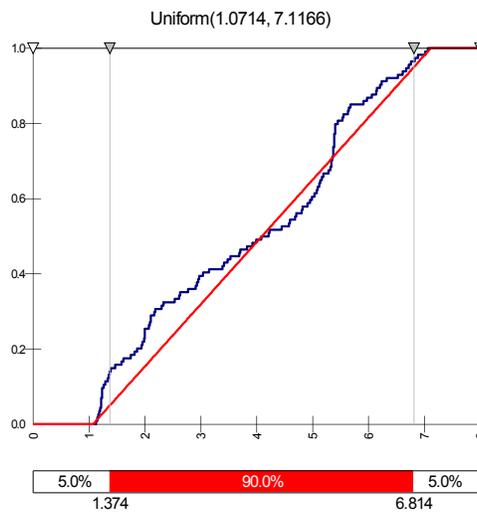
Berikut ini adalah hasil *fit test* pada variabel Libor:

Grafik IV.5. Distribusi Libor 6 Bulan



Sumber: output @risk

Grafik IV.6. Perbandingan Data Aktual dengan Distribusi Libor Hasil *Fit Test*



Sumber: output @risk

Data Libor 6 bulan yang digunakan adalah data dari Januari 2003 hingga Juni 2008. Distribusi yang terbentuk dari hasil *fit test* adalah distribusi uniform. Distribusi ini termasuk dalam kategori *continuous* dimana data akan diacak dan terdistribusi diantara nilai minimum dan maksimum dengan peluang yang relatif sama. Nilai *skewness* dari hasil *fit test* adalah 0

sedangkan *kurtosisnya* adalah 1.8. Distribusi uniform memiliki data *random forecast* yang memiliki rata-rata tetap. Hal ini tergambarakan dari grafik merah dari tabel kedua di atas.

IV.5.2 Analisis data input dan output hasil simulasi

Tabel di bawah ini adalah hasil dari simulasi untuk input dan output:

Tabel IV.20. Nilai Input dan Output Hasil Simulasi

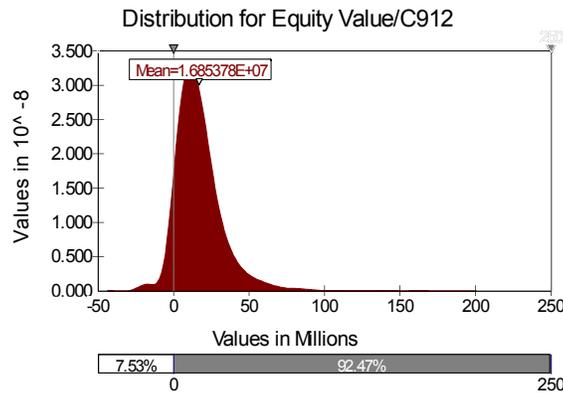
	Name	Cell	Minimum	Mean	Maximum
Output 11	Equity Value	C912	(44,245,510)	16,853,780	201,034,800
Output 12	saham	C914	(5,774)	2,199	26,235
Input 1	Bahan baku digunakan dan biaya pabrikasi / Asumsi	I268	25.48%	55.12%	87.14%
Input 2	growth semen (volume) / asumsi	I440	-29.88%	5.00%	38.38%
Input 3	growth harga jual rata-rata / asumsi	I441	-17.80%	8.09%	36.84%
Input 4	growth beton jadi (volume) / asumsi	I449	-69.26%	28.34%	107.31%
Input 5	growth harga jual rata-rata / asumsi	I450	-51.15%	8.97%	69.26%
Input 6	growth penjualan agregat (volume) / asumsi	I458	-13.71%	8.11%	33.34%
Input 7	growth harga jual rata-rata / asumsi	I459	-46.75%	4.88%	56.70%
Input 8	Penambahan Fixed Asset / asumsi	D500	3.94%	4.03%	4.11%
Input 9	Kurs / 2008F	D627	6,588	9,117	11,935
Input 10	Kurs / 2009F	E627	7,255	9,118	12,407
Input 11	Kurs / 2010F	F627	6,974	9,119	11,587
Input 12	Kurs / 2011F	G627	7,249	9,129	12,134
Input 13	Kurs / 2012F	H627	6,792	9,122	11,726
Input 14	LIBOR / 2007A	C631	1.07	4.05	7.12

Sumber: output @risk

Data di atas menunjukkan bahwa nilai ekuitas perusahaan rata-rata dengan simulasi mencapai angka Rp 16,853,780 juta atau nilainya lebih besar dari perhitungan sebelumnya yang hanya mencapai Rp 12,956,801 juta. Nilai ekuitas yang berbeda menyebabkan nilai saham rata-rata juga berbeda. Nilai saham menggunakan simulasi menghasilkan nilai Rp 2,199 sedangkan dengan menggunakan metode sebelumnya didapatkan hasil Rp 1,691. Hasil ini tentunya masih di atas nilai ekuitas pasar saat ini yang sebesar Rp 8,659,077 juta.

Walaupun nilai asumsi monte carlo pada saat pengisian input dengan nilai asumsi model tanpa simulasi adalah sama, namun adanya proses iterasi dan pendistribusian data menyebabkan nilai rata-rata setelah iterasi menjadi berbeda. Sehingga menyebabkan nilai ekuitas dan harga intrinsik saham berbeda.

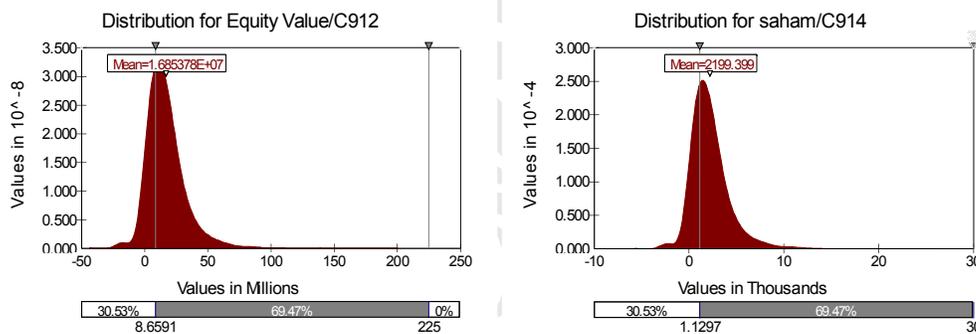
Grafik IV.7. Distribusi Nilai Ekuitas



Sumber: output @risk

Dari grafik di atas dapat terlihat bahwa peluang perusahaan ini memiliki nilai ekuitas sama dengan atau lebih kecil dari nol adalah 7.53% dan peluang perusahaan untuk mendapatkan nilai yang lebih kecil daripada nilai ekuitas saat ini adalah sebesar 30.53%. Dari perbandingan tersebut terlihat bahwa peluang perusahaan untuk menghasilkan *return* masih besar mencapai 70%.

Grafik IV.8. Distribusi Nilai Ekuitas dan Nilai Saham



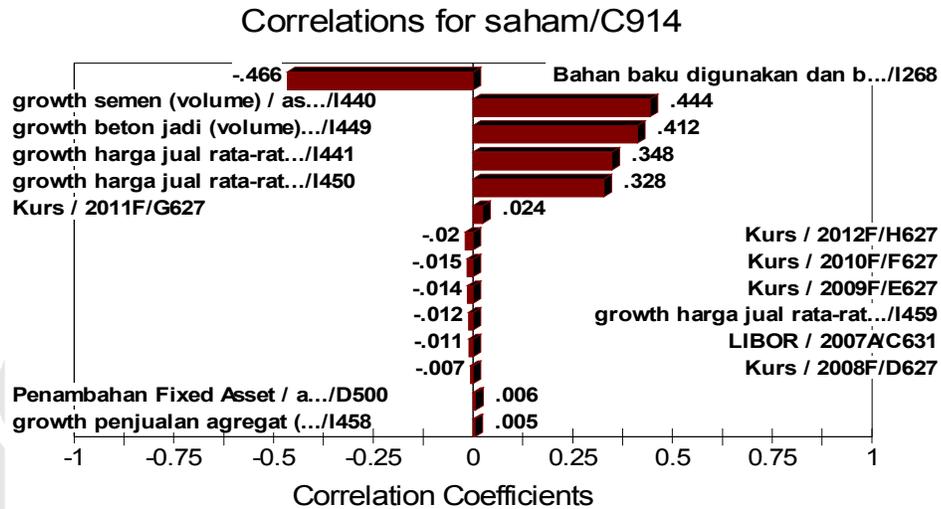
Sumber: output @risk

Korelasi antara equity value dan nilai intrinsik saham adalah 1, sehingga persentase peluang nilai saham dimasa mendatang lebih kecil daripada harga saham saat ini adalah sebesar 30.53%. Dari hasil perhitungan, distribusi output untuk harga saham didapatkan nilai *skewness* sebesar 1.885762, *kurtosis* 12.31811, dan *modus* 1670.511. Nilai *kurtosis*

yang tinggi digambarkan dengan distribusi yang tinggi ke atas dan menunjukkan bahwa risiko dari distribusi ini terfokus pada nilai rata-ratanya.

IV.5.3 Analisis korelasi dan sensitivitas regresi variabel input

Grafik IV.9. Korelasi Variabel Input dengan Nilai Saham

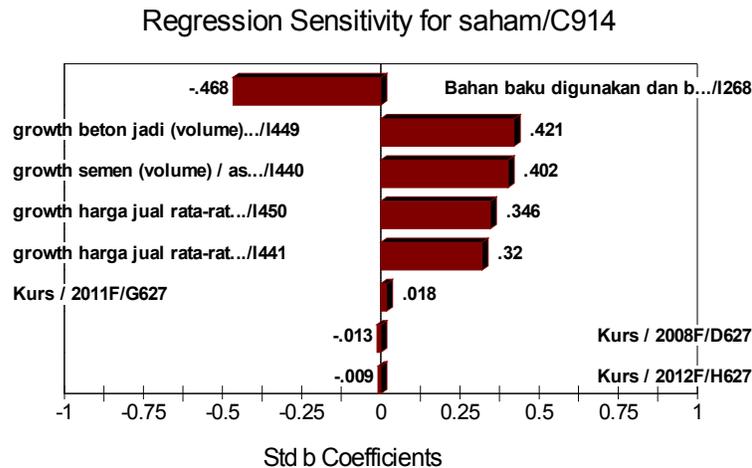


Sumber: output @risk

Grafik tornado di atas menggambarkan korelasi antara variabel input terhadap harga saham intrinsik perusahaan. Korelasi positif terbesar ada pada *growth* semen (volume), *growth* beton jadi (volume), *growth* harga jual rata-rata semen, dan *growth* harga jual rata-rata beton jadi. Sedangkan variabel yang memiliki korelasi negatif terbesar yaitu bahan baku digunakan dan biaya pabrikasi.

Berapa persen perubahan variabel input mempengaruhi nilai output dapat terlihat dari grafik IV.10. Grafik IV.10 memperlihatkan perubahan variabel input sebesar standar deviasinya akan mempengaruhi variabel output sebesar nilai sensitivity dikali dengan standar deviasi output.

Grafik IV.10. Regresi Sensitivitas Variabel Input Terhadap Nilai Saham



Sumber: output @risk

Peningkatan sebesar 8.48% pada variabel bahan baku digunakan dan biaya pabrikan akan menyebabkan penurunan nilai saham sebesar Rp 982.3320 ($0.468 \times \text{Rp } 2,099$) atau peningkatan sebesar 1% akan menurunkan nilai intrinsik saham sebesar Rp 83.30175.

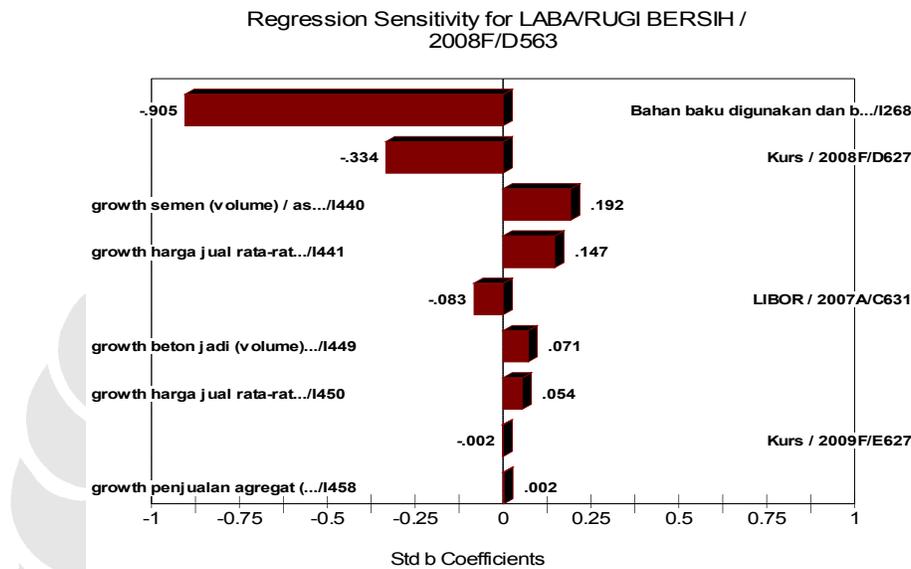
Grafik di atas memiliki kekurangan karena tidak mampu untuk membedakan perbedaan satuan antara variabel input. Variabel input terbagi atas dua satuan yaitu berupa persentase (data laporan keuangan) dan data yang berupa angka (data ekonomi makro seperti tingkat bunga libor dan kurs). Sehingga dari kedua satuan tersebut tidak bisa dibandingkan secara langsung nilai sensitivitasnya.

IV.5.4 Analisis variabel tahunan terhadap laba/rugi bersih tahunan

Walaupun nilai sensitivitas kurs pada nilai saham tidak terlalu besar, namun sensitivitas nilai kurs 2008F cukup besar untuk mempengaruhi nilai laba/rugi bersih pada tahun yang sama (2008F). Grafik IV.11 memperlihatkan pengaruh kurs terhadap laba/rugi bersih bahwa perubahan kurs sebesar standar deviasinya akan menyebabkan nilai laba/rugi

bersih perusahaan pada tahun yang sama akan turun sebesar 0.334 dari standar deviasinya. Nilai R-squared yang tinggi semakin menjelaskan bahwa ada hubungan antara input variabel dengan outputnya.

Grafik IV.11. Regresi Sensitivitas Variabel Input terhadap Laba/Rugi Bersih



R-Squared=

0.991594

Sumber: output @risk

Setiap kurs pada 2008F bergerak sebesar deviasi (Rp 443) maka akan mengakibatkan nilai laba/rugi bersih turun sebesar 0.334 dikali dengan Rp 288,275 juta (standar deviasi laba/rugi bersih 2008F) yaitu sekitar Rp 96,283 juta. Sehingga perusahaan harus tetap waspada dan mengantisipasi setiap perubahan nilai kurs rupiah terhadap dolar untuk menjaga nilai laba/rugi perusahaan agar tidak mengakibatkan kerugian.