

## BAB V

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 5.1. Penilaian Merek di Indonesia

Merek merupakan investasi jangka panjang perusahaan yang apabila dikelola dengan maksimal akan memberikan keuntungan besar bagi perusahaan yang mengelolanya. Sudah bukan rahasia lagi bahwa merek-merek global yang sudah bertahan puluhan tahun beberapa diantaranya kini berhasil menjadi merek-merek termahal karena dikelola oleh perencanaan manajemen merek yang sukses. Ada kalanya perusahaan berpikir bahwa berinvestasi pada aset seperti gedung, tanah dan mesin adalah investasi riil yang memberikan suatu manfaat bagi perusahaan dibandingkan berinvestasi pada merek. Dalam jangka waktu yang lebih lama sebenarnya dapat dilihat bahwa berinvestasi pada merek memberikan hasil yang lebih menguntungkan. Ada kalanya perusahaan akan dijual oleh pemiliknya beserta merek yang menjadi portofolio perusahaan kepada investor untuk mendapatkan keuntungan. Walau berganti pemilik setelah bisnis / perusahaan tersebut dibeli, perusahaan dapat melanjutkan langkah perjalanan merek yang panjang dan terencana, sehingga dapat menghasilkan ekuitas merek yang tinggi dan juga memberi keuntungan lebih besar bagi perusahaan, terlebih lagi bagi investor yang memilikinya.

Dalam beberapa tahun terakhir di Indonesia telah banyak dilakukan survey mengenai merek-merek untuk tiap kategori sektor industri di Indonesia. Salah satu survey mengenai merek yang cukup populer adalah *Indonesian Best Brand Award* (IBBA) dimana riset ini dilakukan oleh Majalah SWA dan MARS Marketing & Research. Penelitian IBBA bertujuan untuk mengetahui kekuatan, posisi, perubahan, dan persaingan setiap merek dengan merek lainnya pada setiap elemen merek yang diukur. Sehingga bisa dijadikan cermin dimana, seperti apa kekuatan satu merek di pasar.

Seiring banyaknya produk, layanan, dan suasana yang hampir sama ditawarkan, maka faktor pembedanya adalah tinggal merek. Merek haruslah mudah diingat, tidak terlalu panjang tetapi harus berasosiasi dengan produk dan kualitasnya. Disanalah pentingnya merek, era komoditas telah lewat dan sekarang orang lebih membeli merek bukan produknya.

Perlu diakui bahwa membangun merek bukanlah upaya mudah, karena dibutuhkan upaya promosi yang biayanya terkadang sangat besar sehingga banyak perusahaan yang setengah hati dalam mengembangkan mereknya. Dengan pendekatan ekuitas merek (*brand equity*), maka merek terbaik (*best brand*) dapat diartikan sebagai merek yang dikenal luas, memiliki kekuatan untuk menarik konsumen sekaligus dipercaya mampu memenuhi harapannya, dan menyebabkan konsumen bergantung padanya.

Dari sisi pemasaran upaya membangun merek adalah investasi, bukan sekadar beban atau pemborosan sementara di sisi *finance* upaya membangun merek terkadang lebih dianggap sebagai beban, yang biasa dikenal sebagai beban pemasaran dan penjualan. Pembahasan selanjutnya adalah mengenai bagaimana beban itu dapat ditekan seminimal mungkin. Oleh sebab itu maka sebaiknya ada kontrol yang baik antara penggunaan anggaran itu untuk kedua departemen tersebut dalam perusahaan. Upaya membangun merek tak selamanya memakan biaya besar, hanya perlu kreatifitas dan target yang tepat, dengan dana yang terbatas pun beberapa merek di Indonesia dapat menonjol dipasar. Dari riset yang dilakukan SWA dan MARS metodologinya terus diperbaiki, kali ini melibatkan tujuh kota besar dibanding tahun sebelumnya yang hanya enam kota besar yaitu Jakarta, Bandung, Semarang, Surabaya, Medan, Makasar, dan Denpasar.

Dalam penilaian merek yang dilakukan IBBA adalah dengan mengukur *brand value* dengan mempertimbangkan beberapa aspek diantaranya :

- popularitas merek (*brand awareness*)
- popularitas iklan (*ad awareness*)
- kepuasan pelanggan (*satisfaction*)
- penguasaan pasar (*market share*)
- *gain index*

Survey ini melibatkan 2.609 responden yang dipilih dengan menggunakan *multistage random sampling*. Dan ukurannya dibuat lebih baku sehingga dari sudut pandang *brand equity* sangat mendekati kenyataan. Tapi yang perlu diingat tidak semua pemenang brand terbaik dari riset ini menjadi mutlak memiliki kualitas produk atau layanan terbaik, karena tak jarang suatu merek yang *awareness*-nya tinggi cenderung tidak dipilih oleh customer diakibatkan banyak gangguan dari proses *aware* sampai ke tahapan *purchase*. Faktor jalur

distribusi memegang peran penting dalam peningkatan purchase di pasar, hal ini menjadi penentu ada tidaknya produk tersebut di pasar.

## 5.2. Perkembangan Investasi atas Merek dan Akuisisi Merek / Bisnis

Seorang penjaga toko yang kemudian menjadi ahli obat-obatan, Asa Chandler, dalam rangka mencari peluang bisnis, membeli perusahaan Coca Cola Co, yang saat itu dipimpin oleh Frank Robinson dan sedang berkembang pada tahun 1891 seharga US\$ 2.300. Ketika kemudian Chandler dipilih sebagai walikota Atlanta pada tahun 1916, Coca Cola dijual oleh keluarga Chandler kepada bankir dan perancang transaksi keuangan Ernest Woodruff dengan harga yang pada waktu itu tergolong luar biasa yaitu US\$ 25 juta. Woodruff menunjuk anaknya Robert yang berusia 33 tahun menjadi presiden dan membawa perusahaan menjadi perusahaan publik dengan harga saham US\$ 40 per lembar. Dihitung nilai riilnya, harga sebesar US\$ 40 per saham tersebut saat ini bisa bernilai lebih dari US\$ 8 juta. Kata yang paling terkenal di planet ini setelah 'okay' adalah Coca Cola. Merek ini secara rutin berada di puncak peringkat *brand power*, jauh melebihi nama-nama besar lainnya seperti Microsoft, IBM, General Electric, Ford, dan Disney. Merek Coca Cola sendiri bernilai lebih dari US\$ 72,5 milyar menurut perusahaan konsultan merek Interbrand.

Tabel 5-1 Merek-Merek Termahal Dunia

No	Brand	Brand Value
1	Coca - Cola	\$ 72.537 billion
2	Microsoft	\$ 70.197 billion
3	IBM	\$ 53.184 billion
4	Intel	\$ 39.049 billion
5	Nokia	\$ 38.528 billion
6	GE	\$ 38.128 billion
7	Ford	\$ 36.368 billion
8	Disney	\$ 33.553 billion
9	McDonalds	\$ 27.859 billion
10	AT&T	\$ 25.548 billion
11	Marlboro	\$ 22.111 billion

(Sumber : Interbrand)

Coca Cola merupakan perusahaan yang mencengangkan dengan memiliki nilai merek tiga sampai empat kali lipat asset fisik dari Coca Cola Company yang dalam pembukuan

dinyatakan sebesar US\$ 24,5 milyar. Bagaimana merek Coca Cola mencapai nilai yang demikian tinggi, bukan karena merek itu diluncurkan untuk melayani pasar yang sudah ada. Pasar minuman ringan di masa itu terdiri dari root beer, sarsaparila, ginger ale, sari jeruk, lemonade dan ramuan lain. Coca Cola menjadi merek besar karena merek ini menciptakan pasar baru yang disebut cola (Al & Laura Ries, 2005). Mengapa Coca Cola yang tercatat setidaknya sudah dua kali berpindah tangan dibeli tetap memiliki daya tarik bagi investor, hal lebih disebabkan karena investor memiliki keyakinan akan masa depan bisnis cola, peluang pertumbuhannya yang masih tinggi dan gambaran bahwa Coca Cola adalah sebuah bisnis yang berhasil dengan memiliki merek *soft drink* kuat yang dimilikinya. Dalam hal ini konsumen sering memilih merek Coca Cola karena dianggap menciptakan pilihan diantara produk-produk Coca yang ada, namun Coca Cola adalah yang pertama. Pemasaran minuman adalah pertarungan persepsi, bukan rasa (Jack Trout, 2002).

Dari contoh kasus tersebut sebenarnya terlihat, bahwa pada dasarnya investor yang membeli perusahaan memiliki kecenderungan untuk mempertahankan merek mula-mula, yaitu merek yang sejak awal dibeli bersama dengan perusahaan sudah ada yang cukup kuat di benak konsumen. Membuat sebuah merek baru jauh lebih beresiko dan mahal dibandingkan perusahaan meneruskan/membangun merek yang ada. Merek memiliki peranan penting dan tidak sekedar adalah nama, simbol, slogan, dsb. Merek bahkan sudah menjadi bagian dari kehidupan sehari-hari bagi para konsumennya. Adakalanya juga bahwa investor justru membeli/mengakuisisi perusahaan untuk menambahkan portofolio merek perusahaan (misalnya Philip Morris mengakuisisi HM Sampoerna) dan membangun merek tersebut di bawah manajemen perusahaan, contoh lain adalah Unilever saat mengakuisisi merek *snack* Taro, Danone saat mengakuisisi Air Mineral Dalam Kemasan (AMDK) merek Aqua serta Coca Cola saat mengakuisisi Ades.

Konsumen bersedia membayar lebih untuk merek yang ternama. Para pencinta Coca Cola bersedia membayar kenaikan 50 % dari harga produk daripada membeli produk pesaing dengan harga yang hampir sama. Lexus dan Toyota Camry menggunakan mesin yang sama namun merek Lexus lebih mahal US\$ 10.000 daripada merek Camry. Jelas bahwa ekuitas adalah aset. Brand Equity adalah dampak pembeda positif setelah mengetahui nama merek terhadap respon, konsumen terhadap produk atau jasa dengan merek tersebut. Ekuitas merek harus dibedakan dari valuasi merek (*brand valuation*), yaitu perkiraan total nilai finansial dari merek tersebut (Kotler, 2004).

Kesalahan manajemen merek diantara banyak perusahaan merupakan hal yang sangat mengejutkan. Lebih dari 60 % perusahaan tidak memiliki rencana-rencana candangan, 56 % mengatakan mereka tidak mengukur nilai merek, dan 33 % tidak memiliki strategi-strategi merek formal jangka panjang (Knapp, 2002).

Di sejumlah negara, perusahaan-perusahaan multinasional mulai mengembangkan sendiri merek-merek lokalnya dan/atau mengincar merek-merek lokal yang kuat untuk diakuisisi. Beberapa contoh diantaranya meliputi Coca Cola Membeli Parle Products, merek minuman ringan terbesar di India; Heinz membeli bisnis makanan Glaxo di India; dan Unilever membeli bisnis sabun mandi dan deterjen Tata Group dan merek es krim India, Kwality (Das, 1997). Merek-merek lokal terkemuka Indonesia yang sudah diambil alih atau dibeli sahamnya oleh perusahaan asing meliputi saus tomat dan saus sambal ABC (HJ Heinz); susu SGM (Numico); air mineral Aqua (Danone); kecap cap Bango dan makanan ringan Taro (Unilever); biskuit Helios dan Nyam-Nyam (Campbell); Indocement (Heidelberg, Jerman); Semen Gresik (Cemex, Mexico); Danamon (Asia Financial Indonesia, konsorsium antara Deutsche Bank & Temasek Singapura); BCA (Konsorsium Farallon), dan lain-lain (Tjiptono,2005). Berdasarkan fakta-fakta tersebut, sebagian besar perusahaan lebih menyukai untuk mengakuisisi perusahaan yang sudah memiliki merek yang cukup kuat dan membangun merek tersebut lebih lanjut. Berikut disajikan beberapa merek nasional yang telah diambil oleh beberapa perusahaan multinasional.

Tabel 5-2 Merek-Merek Lokal Yang Diakuisisi Perusahaan Multinasional

Brand	Produk	Investor	Kepemilikan	Keterangan
ABC	Kecap, Sirup, Saus	H.J Heinz (AS)	65%	Penguasaan mayoritas saham
SariWangi	Teh	Unilever (Inggris)	100%	Akuisisi Merek / Bisnis
Bango	Kecap			
Taro	<i>Snack</i>			
Aqua	Air mineral dalam kemasan	Danone Perancis	74%	Penguasaan mayoritas saham
Helios	Biskuit	Campbell (AS)	100%	Akuisisi Merek / Bisnis
Nyam-Nyam	Makanan Ringan			
Ades	Air mineral dalam kemasan	Coca Cola Co (AS)	100%	Akuisisi Merek / Bisnis
Sari Husada	Susu dan Makanan bayi	Numico (Belanda)	82%	Penguasaan mayoritas saham
Sampoerna	Rokok	Phillip Morris (AS)	100%	Akuisisi Merek / Bisnis

(Sumber : Genuk Christiastuti, Salim Shahab dan Hendaru, *Warta Ekonomi*, Oktober 2003)

### 5.3. Analisis Kinerja Keuangan PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk.

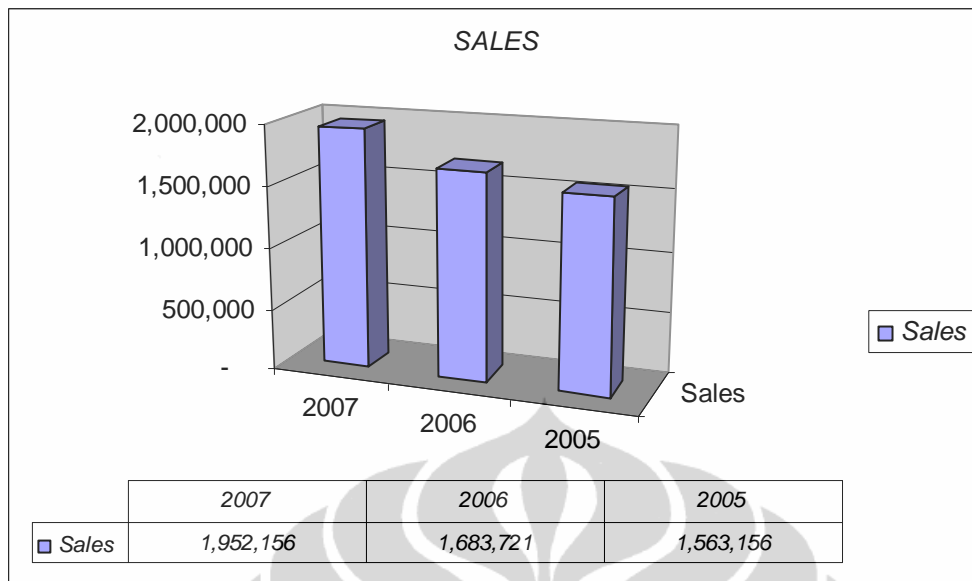
#### 5.3.1. Pertumbuhan Pendapatan dan Laba

Kinerja keuangan perusahaan dapat dilihat pada ringkasan laporan keuangan perusahaan yang telah diaudit untuk tahun yang berakhir pada 31 Desember 2005, 31 Desember 2006, dan 31 Desember 2007.

##### 5.3.1.1. Pendapatan

Aqua mengalami pertumbuhan penjualan yang cukup signifikan pada tahun 2005 sebesar Rp. 230 milyar atau tumbuh sebesar 17.25% dari tahun 2004. Selanjutnya pada tahun 2006 Aqua juga mengalami peningkatan penjualan sebesar Rp. 120.56 milyar dari tahun 2005 namun perusahaan hanya mengalami pertumbuhan penjualan sebesar 6.55%. Aqua kembali mencatat peningkatan penjualan yang cukup signifikan di tahun 2007 sebesar Rp. 268.43 milyar atau tumbuh sebesar 17.2%, tidak jauh berbeda dengan pertumbuhan pada tahun 2005.

Gambar 5-1 Grafik Kinerja Penjualan Perusahaan



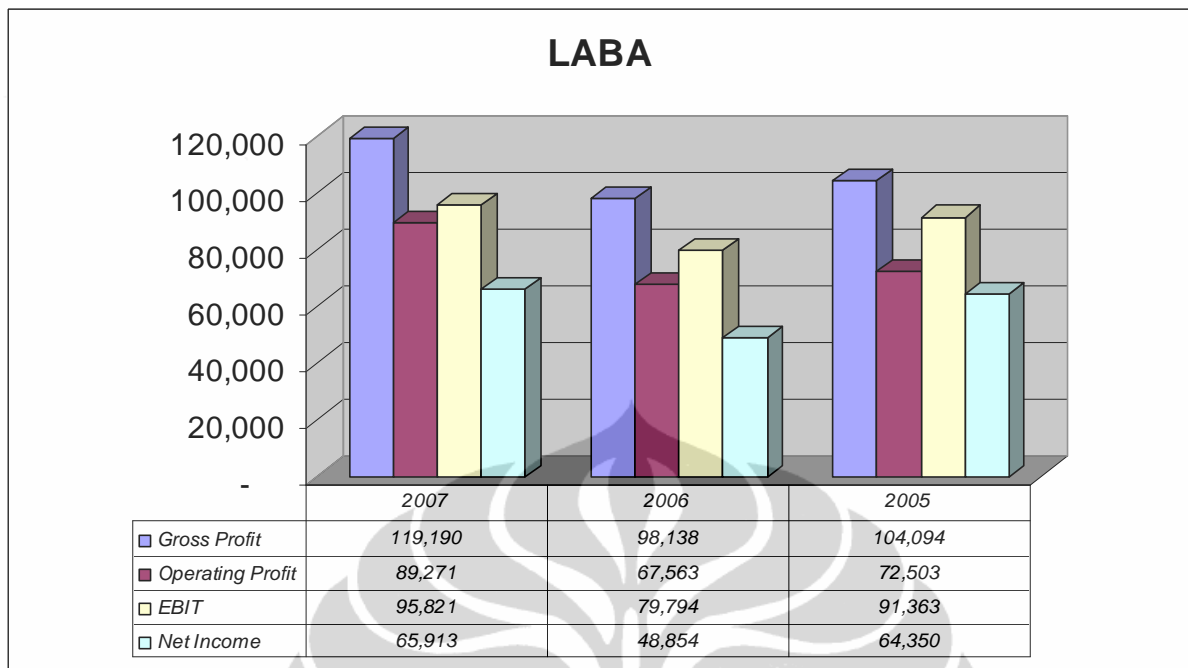
(Sumber : Laporan Keuangan PT. Aqua Golden Missisipi, Tbk (data diolah))

Pertumbuhan penjualan tahun 2007 disebabkan pertumbuhan penjualan Aqua yang naik secara signifikan baik secara domestik sebesar 15.86% maupun penjualan ekspor sebesar 57.91%. Peningkatan penjualan ini diperkirakan akan berlanjut pada tahun 2008 jika kondisi makro dan mikro ekonomi relatif kondusif seperti pada tahun 2007.

#### 5.3.1.2. Laba Usaha dan Laba Bersih

Peningkatan penjualan Aqua juga diikuti dengan pertumbuhan laba yang terjadi walaupun tidak sebesar persentase pertumbuhannya. Pada tahun 2005 Aqua mengalami masa sulit dengan membukukan laba kotor Rp. 104 milyar atau turun Rp. 37.85 milyar dari laba pencapaian laba kotor tahun 2004. Hal ini juga berimbas pada laba operasional tahun 2005 juga menurun sebesar Rp. 44.25 milyar dari laba operasional tahun 2004, laba sebelum pajak yang juga menurun Rp. 42.1 milyar, serta pencapaian laba bersih yang menurun sebesar Rp. 27.29 milyar di tahun tersebut. Rata-rata Aqua mencatat penurunan laba pada tahun 2005 sebesar 30% yang terdiri dari penurunan laba kotor sebesar 26.67%, penurunan laba operasional sebesar 37.9%, penurunan laba sebelum pajak sebesar 31.55%, serta penurunan pada laba bersih sebesar 29.78%.

Gambar 5-2 Grafik Penghasilan Perusahaan

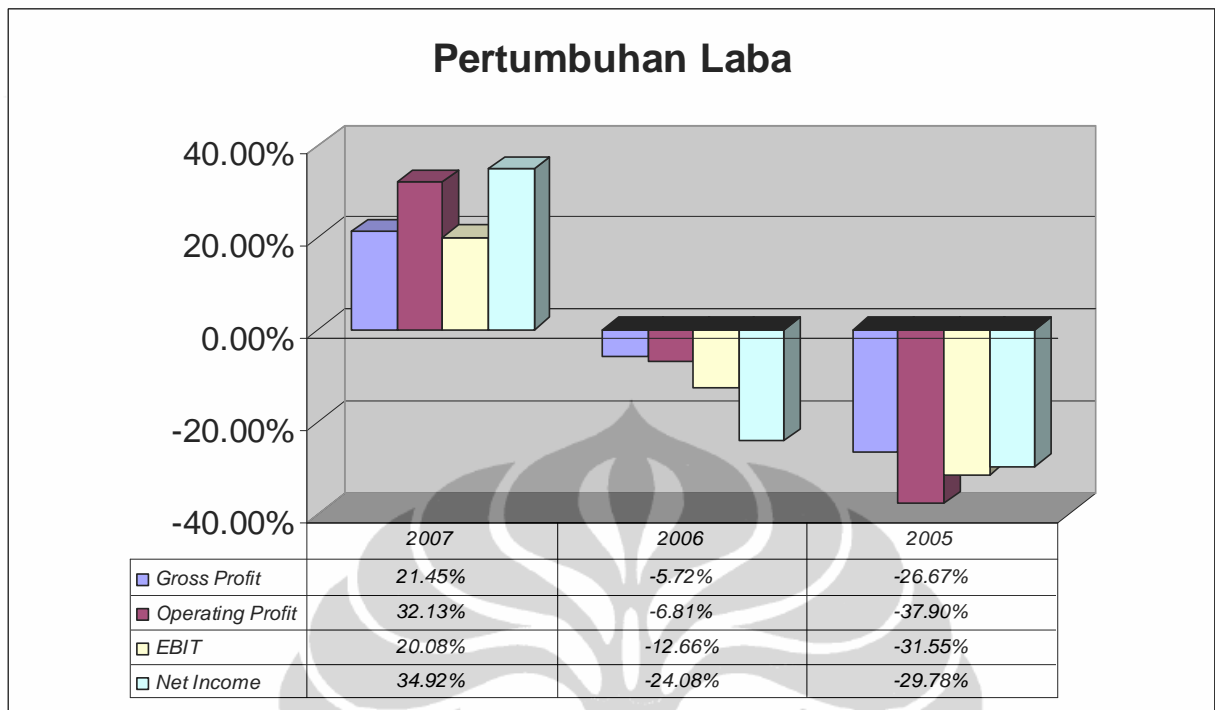


(Sumber : Laporan Keuangan PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk (data diolah))

Keadaan tidak jauh berbeda juga ditunjukkan pada tahun 2006 dimana Aqua membukukan laba kotor sebesar Rp. 98.13 milyar, atau turun sebesar Rp 12.15 milyar dibandingkan laba kotor tahun 2005 dibayangi dengan kenaikan biaya produksi sebesar 1%. Penghematan operasional juga mulai diberlakukan, namun laba operasional belum mampu ditingkatkan dan kembali mencatat penurunan laba operasional sebesar Rp. 4.94 milyar. Pada 2006 ini Aqua melakukan penghentian produksi Aqua *Splash of Fruit* (SOP) sehingga terjadi penurunan nilai aktiva yang dibebankan pada pabrik Mekarsari dan Citeureup senilai hampir Rp. 14.544 milyar sehingga laba sebelum pajak menyusut sebesar Rp. 11.57 milyar menjadi Rp. 79.79 milyar. Hasilnya, Aqua hanya mencatat laba bersih senilai Rp. 48.854 milyar atau turun sebesar Rp. 15.49 milyar dari laba tahun 2005. Rata-rata Aqua mengalami penurunan laba sebesar 12% walaupun terdapat peningkatan di beberapa pos pada tahun 2006. Aqua mencatat penurunan laba kotor sebesar 5.72%, penurunan laba operasional sebesar 6.81%, penurunan laba sebelum pajak sebesar 12.66%, serta penurunan pada laba bersih sebesar 24.08%.



Gambar 5-3 Grafik Pertumbuhan Laba



(Sumber : Laporan Keuangan PT. Aqua Golden Missisipi, Tbk (data diolah))

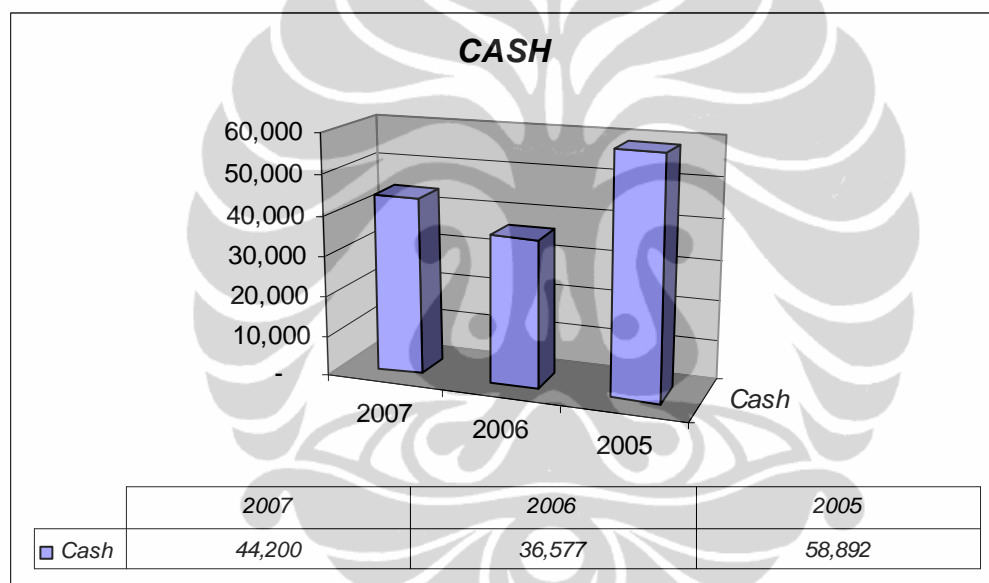
Kenaikan biaya produksi mulai diikuti dengan penyesuaian harga jual Aqua, sehingga tantangan cukup besar dialami Aqua pada tahun 2007. Walaupun demikian Aqua mencatat peningkatan laba kotor walau hanya sebesar Rp. 2.95 milyar dibanding tahun 2006. Aqua juga berhasil menekan biaya operasional dan mencatat peningkatan laba operasional sebesar Rp. 3.6milyar. Pabrik di Mekarsari dan Citereup berhasil dipulihkan nilainya dengan menggunakannya kembali dalam proses produksi Aqua sehingga Aqua berhasil mencatat laba sebelum pajak sebesar Rp. 95.82 milyar atau naik Rp. 16 milyar dibanding tahun 2006. Hasilnya, Aqua berhasil mencatat laba bersih senilai Rp. 65.913 miliar atau naik sebesar Rp. 17 milyar dibanding tahun 2006. Rata-rata Aqua mengalami peningkatan laba sebesar 27% peningkatan laba kotor sebesar 21.45%, peningkatan laba operasional sebesar 32.13%, peningkatan laba sebelum pajak sebesar 20.08%, serta peningkatan pada laba bersih sebesar 34.92%.

### 5.3.2. Pertumbuhan Aktiva, Kewajiban dan Ekuitas

#### 5.3.2.1. Aktiva Perusahaan

Dilihat dari perkembangannya dalam tiga tahun terakhir per tanggal 31 Desember 2005 sampai tanggal 31 Desember 2007, dapat dilihat posisi aktiva perusahaan dan komposisinya tidak banyak berubah. Komposisi kas dibandingkan total aktiva berada pada kisaran 5% pada 2006 dan 2007, sedikit berbeda dengan tahun 2005 dimana komposisi kas pada kisaran 8%. Terjadi penurunan saldo kas pada tahun 2006 sebesar Rp. 22.315 milyar atau sebesar 37.89% dibanding saldo kas tahun 2005. Namun perusahaan meningkatkan saldo kasnya pada 2007 dengan peningkatan sebesar Rp. 7.6 milyar atau sebesar 20.84% dibanding tahun 2006.

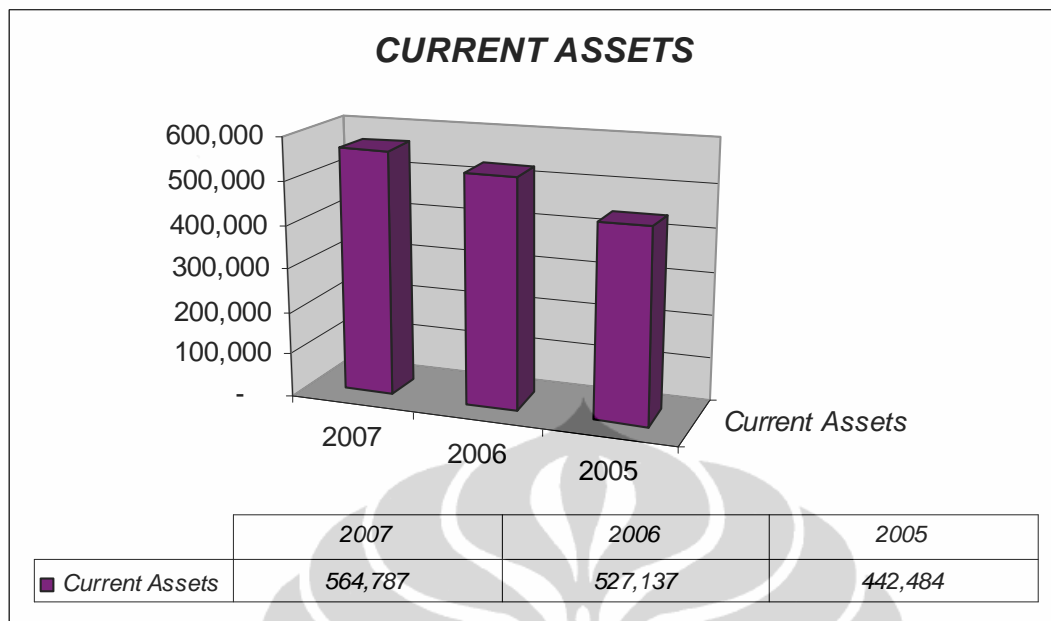
Gambar 5-4 Grafik Kas dan Setara Kas



(Sumber : Laporan Keuangan PT. Aqua Golden Missisipi, Tbk (data diolah))

Total aktiva lancar perusahaan mengalami peningkatan dari tahun 2005 sampai 2007, yaitu sebesar Rp. 442.5 milyar tahun 2005, Rp. 527.14 milyar tahun 2006, dan Rp. 564.78 milyar tahun 2007. Aktiva lancar mengalami kenaikan sebesar Rp. 61.91 milyar tahun 2005 atau sebesar 16.27%, diikuti kenaikan sebesar Rp. 84.65 milyar tahun 2006 atau sebesar 19.13%, dan kenaikan sebesar Rp. 37.65 milyar tahun 2007 atau sebesar 7.14%.

Gambar 5-5 Grafik Harta Lancar

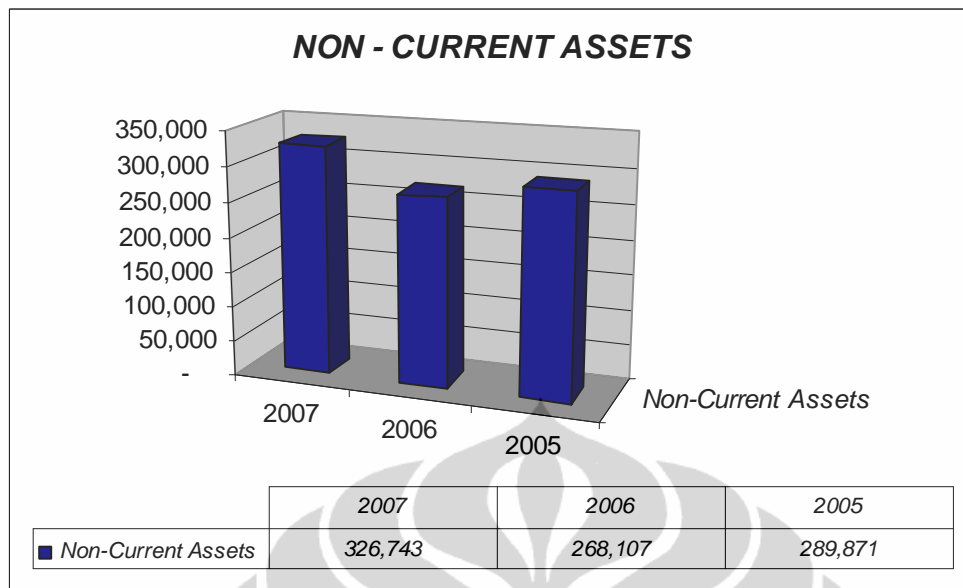


(Sumber : Laporan Keuangan PT. Aqua Golden Missisipi, Tbk (data diolah))

Walaupun ditandai dengan kenaikan, namun komposisi aktiva lancar dibanding total aktiva tidak terlalu banyak berubah, aktiva lancar berada pada kisaran 60.4% tahun 2005, sedikit naik menjadi 66.3% pada 2006, dan sedikit menurun menjadi 63.4% pada 2007.

Aktiva tidak lancar mengalami perubahan yang cukup signifikan dari tahun 2005 sampai tahun 2007. Walaupun dilihat dari komposisi aktiva tidak lancar dibanding total aktiva tidak terlalu banyak perubahan, dimana komposisinya berada pada kisaran 39.6% pada 2005, lalu menurun menjadi 33.7% pada 2006, dan naik menjadi 36.6% pada 2007. Pada tahun 2006 perusahaan mengalami penurunan aktiva tidak lancar yang cukup signifikan sebesar Rp. 21.74 milyar atau sebesar 7.5%. Kemudian pada 2007 perusahaan mengalami peningkatan aktiva lancar sebesar Rp. 58.63 milyar atau sebesar 21.87%. Seperti telah dijelaskan sebelumnya, penurunan ini disebabkan adanya pabrik yang tidak dioperasikan pada 2006 dan dilakukan pembebanan penurunan nilai aktiva tidak lancar, dan baru dioperasikan kembali pada 2007 dan dilakukan penyesuaian kembali nilai aktiva tidak lancar ini.

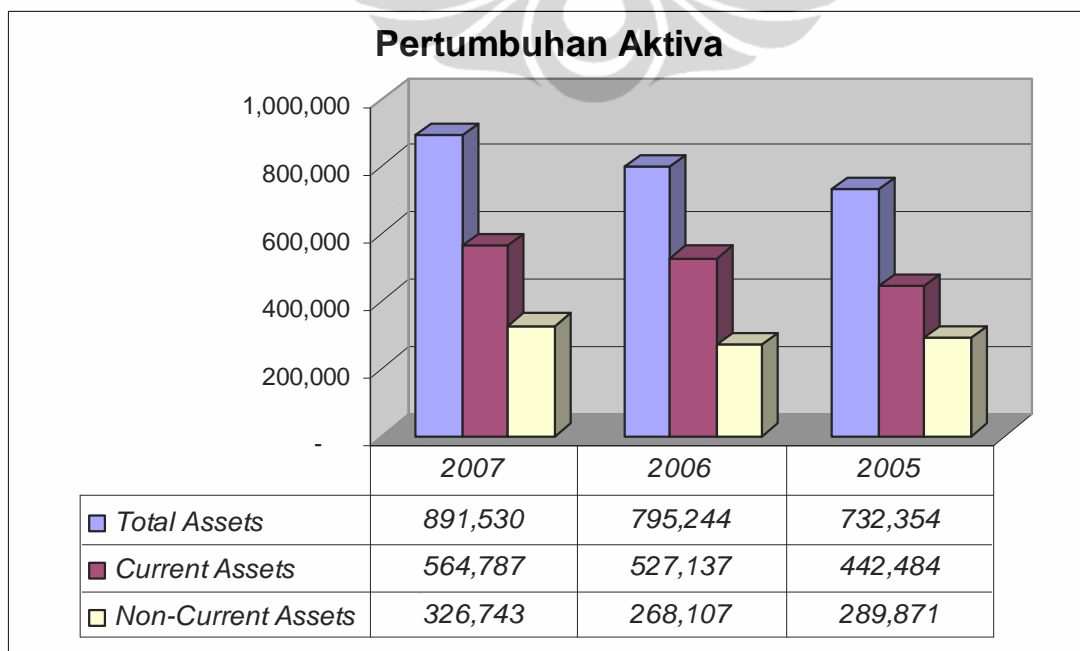
Gambar 5-6 Grafik Harta Tidak Lancar



(Sumber : Laporan Keuangan PT. Aqua Golden Missisipi, Tbk (data diolah))

Total aktiva dari tahun 2005 sampai 2007 selalu mengalami kenaikan, yaitu sebesar Rp. 61.24 milyar pada 2005 atau sebesar 9.13%, lalu naik sebesar Rp. 62.89 milyar pada 2006 atau sebesar 8.59%, dan naik sebesar Rp. 98.286 milyar pada 2007 atau sebesar 12.11%. Kenaikan ini menandakan perusahaan senantiasa melakukan investasi dengan pertumbuhan investasi rata-rata untuk total aktiva adalah 9.94%.

Gambar 5-7 Grafik Pertumbuhan Aktiva



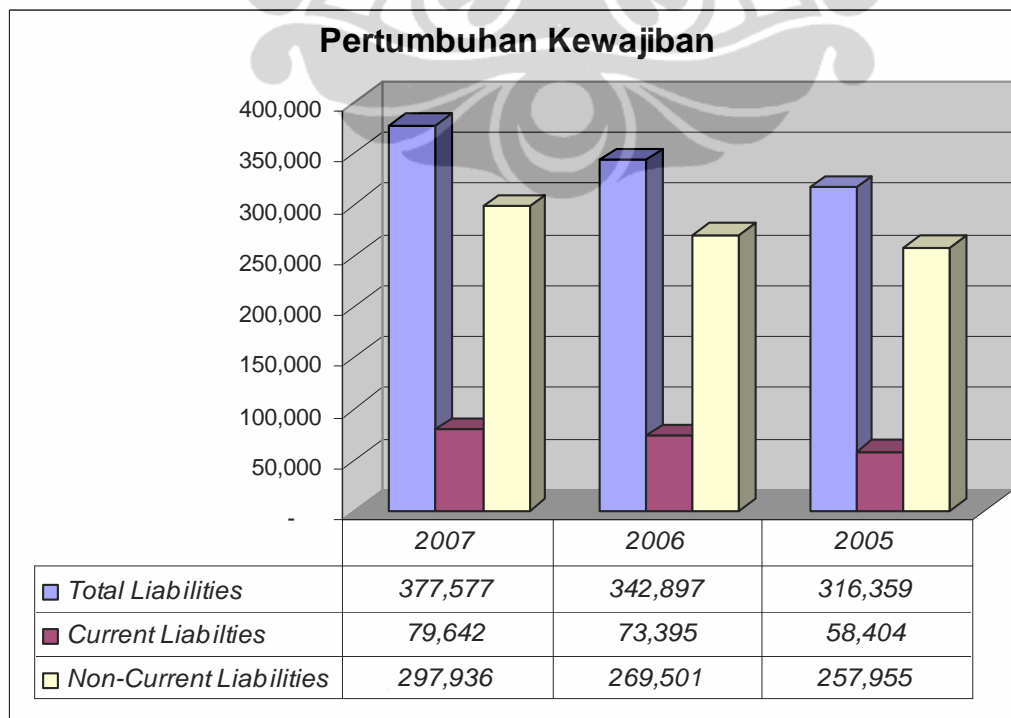
(Sumber : Laporan Keuangan PT. Aqua Golden Missisipi, Tbk (data diolah))

### 5.3.2.2. Kewajiban

Kewajiban jangka pendek (*current liabilities*) mengalami penurunan pada tahun 2005 sebesar Rp. 27.51 milyar atau sebesar 32.03%. Penurunan ini disebabkan oleh penurunan pada hutang pajak. Selanjutnya *current liabilities* ini mengalami kenaikan sebesar Rp. 14.9 milyar atau sebesar 25.67% pada 2006 yang ditandai dengan kenaikan yang cukup signifikan pada hutang dividen dan hutang usaha. Kewajiban jangka pendek mengalami kenaikan kembali pada 2007 sebesar Rp. 6.27 milyar atau sebesar 8.51% dengan kenaikan yang cukup signifikan pada hutang usaha dan *accrued expenses*.

Tercatat total kewajiban jangka panjang (*non-current liabilities*) mengalami kenaikan dari tahun 2005 sampai 2007. Pada 2005 kewajiban jangka panjang ini naik sebesar Rp. 34.4 atau sebesar 15.4% milyar menjadi Rp. 257.995 milyar. Pada 2006 terjadi kenaikan sebesar Rp. 11.54 milyar atau sebesar 4.48% menjadi Rp. 269.501 milyar. Pada 2007 terjadi kenaikan sebesar Rp. 28.43 milyar atau sebesar 10.55% menjadi Rp. 297.936 milyar. Kenaikan lebih banyak disebabkan oleh kenaikan pada kewajiban atas deposit dari para distributor, yang menandakan semakin besar minat para distributor Aqua untuk berkomitmen mendistribusikan produk Aqua.

Gambar 5-8 Grafik Pertumbuhan Kewajiban



(Sumber : Laporan Keuangan PT. Aqua Golden Missisipi, Tbk (data diolah)

### 5.3.2.3. Ekuitas

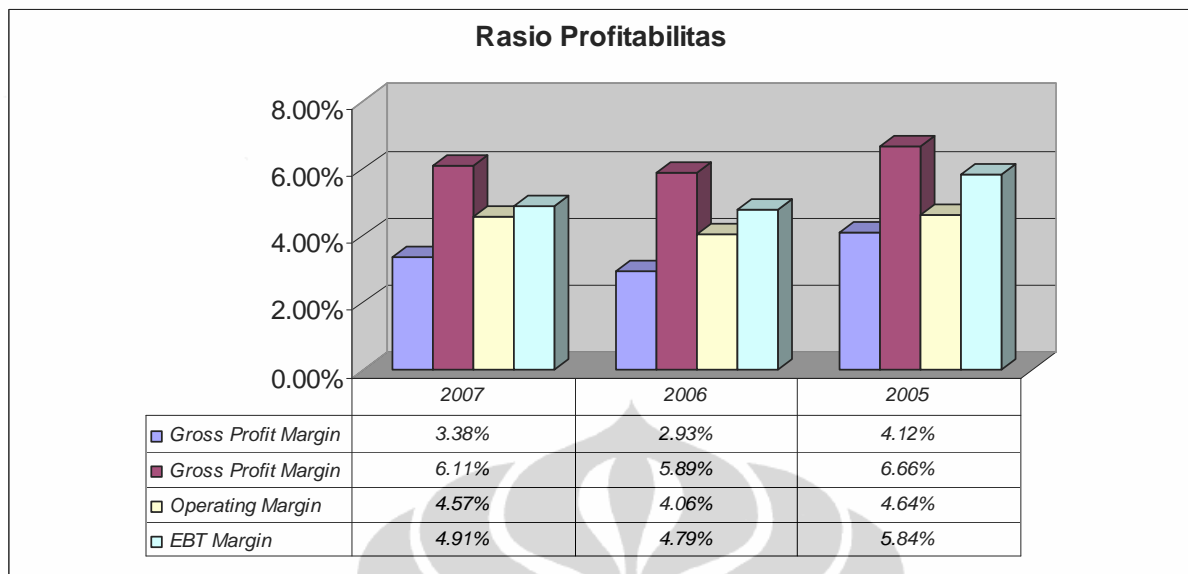
Ekuitas perusahaan lebih banyak disumbangkan dari laba ditahan yang cukup besar dengan komposisi rata-rata 56% dari total kewajiban dan ekuitas perusahaan. Perusahaan menerbitkan 13.162.473 saham melalui *Initial Public Offering* (IPO) pada 1 Maret 1990 dengan nominal Rp. 1.000 sementara harga pasar Aqua saat ini berkisar antara Rp. 110.000 – 129.000. Saham Aqua merupakan salah satu saham yang tidak aktif di Bursa Efek Indonesia. Ketidakaktifan saham Aqua di pasar modal disebabkan karena sangat jarang diperdagangkan di bursa khususnya dalam satu tahun terakhir. Hal tersebut membuat saham Aqua memiliki tingkat likuiditas yang sangat rendah. Banyak faktor yang menyebabkan rendahnya likuiditas saham Aqua di bursa, antara lain karena jarang adanya perdagangan saham, harga saham yang terlampaui tinggi, tidak adanya keinginan dari perusahaan untuk melakukan penurunan harga saham dengan melakukan *stock split*, serta keinginan perusahaan yang sejak dulu ingin henggang dari Bursa Efek melalui *buy back* (*go private*). Sedikitnya perdagangan saham membuat harga saham cenderung untuk tidak berubah karena tidak adanya penawaran dan permintaan. PT Aqua Golden Mississippi pernah berniat untuk henggang dari Bursa Efek Indonesia karena ingin menjadi perusahaan tertutup agar bisa melakukan peleburan perusahaan.

### 5.3.3. Analisis Rasio Finansial

#### 5.3.3.1. Rasio Profitabilitas

Secara umum perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang positif. Namun dapat dikatakan dalam kisaran angka profitabilitas yang cukup rendah. Perusahaan membukukan *Net Profit Margin* (NPM) sebesar 4.12% pada 2005, sedikit menurun menjadi 2.93% pada 2006, lalu sedikit naik menjadi 3.38% pada 2007. Jika ditelusuri lebih lanjut dalam laporan keuangan, rendahnya angka NPM ini disebabkan oleh tingginya biaya pokok penjualan yang dapat dilihat dengan angka *gross profit margin* (GM) sebesar 6.66% pada 2005, 5.89% pada 2006 dan 6.11% pada 2007. Diperkirakan pertumbuhan margin 2008 tidak akan terlalu jauh berbeda dibandingkan tahun-tahun sebelumnya dimana NPM berada pada kisaran 3.5% dan GM berada pada kisaran 6%. Berikut disajikan kinerja profitabilitas perusahaan.

Gambar 5-9 Analisis Rasio Profitabilitas



(Sumber : Laporan Keuangan PT. Aqua Golden Missisipi, Tbk (data diolah))

#### 5.3.3.2. Rasio Likuiditas

Nilai current ratio perusahaan berkisar antara 7.58 – 7.09 dari tahun 2005 sampai 2007 menunjukkan besarnya kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban lancarnya menggunakan aktiva lancarnya. Seperti diketahui aktiva lancar Aqua didominasi oleh besarnya piutang usaha yang sebagian besar merupakan piutang usaha PT. Tirta Investama dan PT. Tirta Sibyakindo yang merupakan pemegang saham mayoritas Aqua. Tingginya piutang usaha yang jauh melebihi seluruh kewajiban lancar perusahaan menunjukkan tingginya tingkat likuiditas perusahaan.

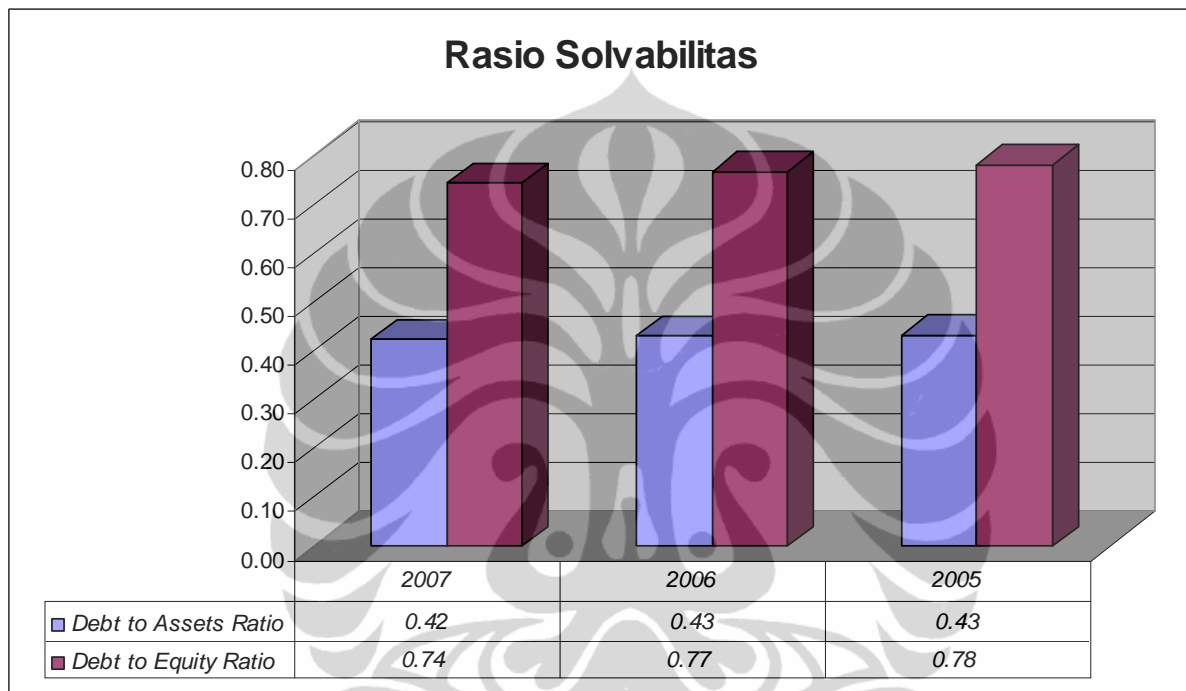
Selain itu tingkat likuiditas perusahaan juga dapat dilihat melalui rasio *working capital to total assets* yang berkisar antara 52 % – 57% dari tahun 2005 sampai 2007. Tingginya rasio modal kerja ini menunjukkan tingkat likuiditas perusahaan yang tinggi.

#### 5.3.3.3. Rasio Solvabilitas

Dari laporan keuangan dapat dilihat bagaimana perusahaan tidak menggunakan *leverage* atau melakukan peminjaman jangka panjang yang cukup signifikan. Walaupun demikian, deposit dari para distributor Aqua yang diklasifikasikan sebagai kewajiban jangka panjang tanpa bunga, cukup mempengaruhi komposisi kewajiban perusahaan yang cukup besar.

Artinya sebagian besar dana deposit tersebut digunakan untuk mendanai investasi pada aset tidak lancar bagi perusahaan. Besarnya laba ditahan meningkatkan secara signifikan solvabilitas perusahaan, dengan penggunaan optimal pada modal kerja. Secara umum, perusahaan memiliki tingkat solvabilitas yang baik. Berikut disajikan bagaimana tingkat solvabilitas perusahaan.

Gambar 5-10 Analisis Rasio Solvabilitas



(Sumber : Laporan Keuangan PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk (data diolah))

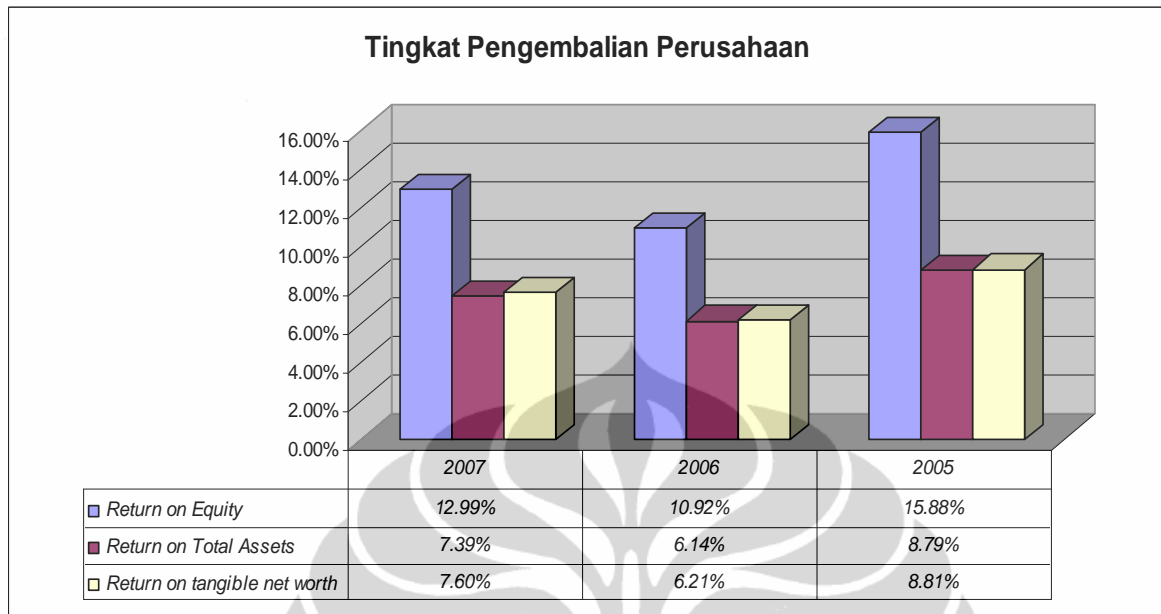
#### 5.3.3.4. Return on Investment (ROI)

Perusahaan memiliki tingkat *return on investment* (ROI) yang cukup baik. Hal ini dapat dilihat pada angka *return on equity* (ROE) yang cukup besar antara 10.92% – 15.5% pada tahun 2005 sampai 2007. Angka ini menunjukkan bahwa para pemegang saham mendapatkan imbal hasil yang cukup baik dari setiap rupiah yang ditanamkan.

Angka *return on assets* (ROA) juga menunjukkan angka yang cukup baik, yaitu antara 6.14% – 8.79% antara tahun 2005 sampai 2007. Angka ini menunjukkan bahwa investasi pada aktiva mampu menghasilkan laba bagi perusahaan. Berikut disajikan bagaimana tingkat pengembalian perusahaan.



Gambar 5-11 Grafik Tingkat Pengembalian Perusahaan



(Sumber : Laporan Keuangan PT. Aqua Golden Missisipi, Tbk (data diolah))

## 5.4. Asumsi dan Keterangan Valuasi

### 5.4.1. Proyeksi Laporan Keuangan

Proyeksi kemampuan perusahaan di masa yang akan datang dilakukan dengan memproyeksikan pendapatan, neraca, dan *cash flow* secara komprehensif. Proyeksi komprehensif di banyak kasus biasanya dihubungkan dengan perilaku beberapa faktor atau komponen yang menentukan dalam sektor atau industri dimana perusahaan tersebut beroperasi. Proyeksi ini dibuat dengan membuat beberapa asumsi yang berdasarkan pada hasil analisis dan pertimbangan terhadap laporan keuangan dalam kurun waktu beberapa tahun terakhir.

#### 5.4.1.1. Proyeksi Pendapatan

Proyeksi pendapatan merupakan salah satu pendekatan yang umum digunakan, sebab perubahan pendapatan yang menunjukkan perubahan permintaan akan mengakibatkan komponen lainnya dalam laporan keuangan ikut berubah. Menghubungkan komponen pendapatan dengan komponen lainnya dalam laporan keuangan akan menghindarkan ketidakkonsistenan dan kesalahan dalam membuat proyeksi laporan keuangan.

Langkah awal proyeksi adalah dengan mempertimbangkan data historis 5 tahun terakhir yaitu dari tahun 2003-2007 melalui perhitungan rata-rata pertumbuhan untuk pendapatan perusahaan. Secara rata-rata perusahaan akan mengalami kenaikan pendapatan usaha sebesar 14% setiap tahunnya. Untuk *item* lainnya seperti beban pokok penjualan, beban depresiasi, beban operasional, dan beban lainnya juga diproyeksikan dari laporan keuangan 5 tahun terakhir. Nilai proyeksi pendapatan akan digunakan untuk memproyeksikan nilai laba sebelum pajak untuk 5 tahun ke depan yang akan digunakan dalam perhitungan *free cash flow* perusahaan dalam 5 tahun ke depan.

#### 5.4.1.2. Proyeksi Neraca Keuangan

Dalam memproyeksikan nilai aktiva, pendekatan *average common size balance sheet relationship* digunakan oleh karena kemudahan dalam penerapannya. Pendekatan ini diambil dengan asumsi bahwa kebanyakan perusahaan memelihara hubungan yang konstan diantara pendapatan dan total aktiva (contoh: rasio *total asset turnover* – TATO yang konstan). Rasio TATO Aqua sendiri relatif konstan pada kisaran 2.13 – 2.19 dalam 3 tahun terakhir. Dengan demikian total aktiva diperkirakan akan tumbuh sesuai dengan pertumbuhan pendapatannya, dengan alokasi masing-masing aktiva disesuaikan dengan *average common size balance sheet relationship*.

Dalam memproyeksikan *working capital*, khususnya *non-cash working capital* yang digunakan dalam perhitungan *free cash flow*, disesuaikan dengan angka yang didapatkan dari hasil proyeksi neraca keuangan. Angka *non-cash working capital* didapatkan dengan mengurangi piutang usaha dan inventory pada bagian aktiva dengan hutang usaha pada bagian kewajiban. Kemudian baru dicari perubahannya dengan mengurangi angka tersebut dengan angka pada tahun sebelumnya. Dengan demikian akan didapatkan proyeksi perubahan *non-cash working capital* yang berguna dalam perhitungan *free cash flow*.

#### 5.4.1.3. Proyeksi Pengeluaran Modal

*Capital expenditure* (Capex) merupakan pengeluaran perusahaan digunakan untuk memperbaiki kinerja perusahaan melalui investasi dalam aktiva non-lancar, dalam rangka pencapaian tingkat pertumbuhan yang telah direncanakan sebelumnya. Capex ini diperoleh dari rata-rata arus kas investasi 5 tahun terakhir yang diproyeksikan sesuai dengan rata-rata tingkat pertumbuhannya untuk 5 tahun ke depan.

#### 5.4.2. Perhitungan *Free Cash Flow to Equity*

Nilai intrinsik saham PT. Aqua Golden Mississippi sebagai produsen air mineral merek Aqua dihitung menggunakan model *free cash flow to equity* (FCFE), dimana perhitungan ini merupakan jumlah nilai sekarang (*present value – PV*) dari *free cash flow* yang berasal dari kegiatan operasi perusahaan dikurangi pajak, dikurangi kebutuhan akan pengeluaran modal, dan kebutuhan akan modal kerja. Perhitungan FCFE menggunakan *discount factor* berupa *cost of equity* untuk mendapatkan PV dari ekuitas perusahaan.

Seperti telah dijelaskan, proyeksi *free cash flow* menggunakan data historis 5 tahun terakhir (2003-2007) untuk memprediksi sampai 5 tahun kedepan (2008-2012). Tahun terakhir, yaitu 2012, disebut juga *terminal year*, karena perhitungan FCFE menggunakan model *constant growth* dan *two-stage model*. *Terminal growth* didapatkan didapatkan sesuai dengan prediksi beberapa pengamat dalam industri air mineral dalam kemasan maupun dari presiden direktur PT. Aqua Golden Mississippi sendiri yaitu Willy Sidharta, dimana pertumbuhan akan relatif stabil di masa yang akan datang pada angka 10% per tahunnya (www.kapanlagi.com, 23 November 2006). *Terminal value* atau *annuity* didapatkan dengan menyesuaikan nilai FCFE pada *terminal year* dengan *cost of equity* dan *terminal growth*-nya.

##### 5.4.2.1. Estimasi Nilai Beta

Gambar 5-12 Grafik Pergerakan IHSG Dengan Harga Saham Aqua



(Sumber : www.idx.co.id (data diolah))

Dalam memprediksi nilai beta yang mencerminkan tingkat volatilitas ekuitas perusahaan, dapat digunakan beberapa cara. Salah satu cara yang sederhana adalah dengan membandingkan *return* saham perusahaan dengan *return* pasar (dalam hal ini adalah saham Aqua dan Indeks Harga Saham Gabungan – IHSG).

Namun, dikarenakan kesulitan yang dialami disebabkan sifat saham Aqua yang tidak likuid, bahkan cenderung negative dikarenakan dalam satu tahun terakhir saham Aqua cenderung bergerak berlawanan dengan pergerakan pasar, maka nilai beta diprediksi menggunakan nilai beta sektor, yaitu perbandingan indeks saham-saham sektor industri *food and beverages* dalam bursa efek yang dianggap lebih mencerminkan volatilitas saham dalam industri tersebut.

Berdasarkan perbandingan indeks sektor *food and beverages* dengan IHSG, didapatkan nilai estimasi beta sebesar 0.8434, tidak jauh dengan estimasi Bloomberg ([www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)) sebesar 0.8143. Hal ini menunjukkan tingkat volatilitas yang moderat dibanding tingkat volatilitas pasar.

#### 5.4.2.2. *Cost of Equity*

Tingkat bebas risiko ( $R_f$ ) yang digunakan adalah tingkat suku bunga SBI 3-bulan yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia terakhir pada tanggal 9 Juli tahun 2008 yaitu sebesar 9.47% ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)) disesuaikan dengan inflasi bulan Juli 2008 *year on year* sebesar 11.19% ([www.antara.co.id](http://www.antara.co.id)) sehingga didapatkan nilai  $R_f$  sebesar 10.45%. *Market risk premium* ( $R_m - R_f$ ) yang digunakan didapat dari data Bloomberg yaitu sebesar 5.25%, sehingga berdasarkan data-data diatas dapat digambarkan bagaimana perhitungan *cost of equity* Aqua.

Tabel 5-3 Asumsi *Rate*

<i>Risk Free Rate</i>	$R_f$	10.45%
Beta	$\beta$	0.8434
<i>Market Risk Premium</i>	$R_m - R_f$	5.25%
<i>Cost of Equity</i>	$K_e$	14.88%

(Sumber : BI, Bloomberg, BEI, dan pengolahan data)

#### 5.4.2.3. Valuasi PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk

Menggunakan laporan keuangan yang telah diproyeksikan, dapat dilihat lebih jelas pada bagian lampiran, maka nilai ekuitas PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk dapat dilihat sebagai berikut.

Tabel 5-4 Analisis Penilaian Perusahaan Menggunakan Pendekatan FCFE Dengan Kondisi *Most Likely*

Most Likely	2012F	2011F	2010F	2009F	2008F	2007
EBIT (1-t)	117,725	102,476	89,203	77,649	67,592	62,297
Capital Expenditures	(140,198)	(118,231)	(99,706)	(84,083)	(70,909)	(101,641)
Depreciation Expenses	121,403	110,266	100,151	90,964	82,620	75,041
$\Delta$ Non Cash Working Capita	(10,932)	(14,856)	(20,187)	(27,431)	(37,276)	(23,780)
FCFE	87,997	79,656	69,462	57,099	42,027	11,917
Annuity	1,803,274					
Discount Factor	2.00	1.74	1.52	1.32	1.15	1.00
PV FCFE	43,979	45,734	45,816	43,265	36,583	11,917
Value 5 Year	227,295					
Equity Value	2,030,569					
Shares Outstanding	13,162,473					
Share Value	Rp154,270					

(Sumber : data diolah)

Selanjutnya dalam analisis pesimis diasumsikan bahwa keberhasilan perusahaan yang sedang memperkuat jaringan distribusi dengan menambah distributor beserta dengan kelengkapan infrastrukturnya diberbagai daerah tidak berjalan secara maksimal. Kondisi tersebut memberikan dampak terhadap tingkat pertumbuhan pendapatan sehingga dalam hal ini tingkat pertumbuhan yang diasumsikan yang digunakan adalah rata – rata aritmatik yaitu sebesar 7,78%.

Berdasarkan hasil dari proyeksi laporan keuangan dengan kondisi yang terjadi adalah pesimis, maka dapat diperoleh maka nilai ekuitas PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk sebagai berikut.

Tabel 5-5 Analisis Penilaian Perusahaan Menggunakan Pendekatan FCFE Dengan Kondisi *Pessimist*

Pessimist	2012F	2011F	2010F	2009F	2008F	2007
EBIT (1-t)	90,606	84,065	77,997	72,367	67,143	62,297
Capital Expenditures	(116,372)	(98,138)	(82,761)	(69,794)	(58,858)	(101,641)
Depreciation Expenses	109,324	99,295	90,187	81,914	74,400	75,041
$\Delta$ Non Cash Working Capita	(15,188)	(20,638)	(28,045)	(38,109)	(51,785)	(23,780)
FCFE	68,370	64,585	57,378	46,378	30,900	11,917
Annuity	1,401,067					
Discount Factor	2.00	1.74	1.52	1.32	1.15	1.00
PV FCFE	34,170	37,081	37,846	35,142	26,897	11,917
Value 5 Year	183,053					
Equity Value	1,584,120					
Shares Outstanding	13,162,473					
Share Value	Rp120,351					

(Sumber : data diolah)

Pada kondisi optimis, diasumsikan PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk meningkatkan *market size* karena banyak perusahaan air mineral dalam kemasan yang ditutup akibat tidak mampu memenuhi modal yang diperlukan dalam rangka ekspansi usaha. Selain itu PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk melakukan strategi ekspansi di berbagai daerah dan mengembangkan strategi bisnis baru yang berhasil dioptimalkan. Asumsi yang digunakan dalam pada kondisi optimis adalah rata – rata geometrik dengan mengeluarkan data *outlier* yaitu sebesar 15,62%.

Melihat dari segi biayanya, karena biaya terhadap penjualan diasumsikan meningkat sesuai dengan peningkatan penjualan sehingga jumlah biaya pun akan semakin meningkat selama periode proyeksi pada kondisi optimis tersebut.

Berdasarkan hasil dari proyeksi laporan keuangan dengan kondisi yang terjadi adalah pesimis, maka dapat diperoleh maka nilai ekuitas PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk sebagai berikut.

Tabel 5-6 Analisis Penilaian Perusahaan Menggunakan Pendekatan FCFE Dengan Kondisi *Optimist*

Optimist	2012F	2011F	2010F	2009F	2008F	2007
EBIT (1-t)	128,715	111,326	96,286	83,278	72,027	62,297
Capital Expenditures	(140,367)	(118,374)	(99,826)	(84,185)	(70,994)	(101,641)
Depreciation Expenses	121,833	110,578	100,364	91,093	82,678	75,041
$\Delta$ Non Cash Working Capita	(10,782)	(14,692)	(20,020)	(27,280)	(37,173)	(23,780)
FCFE	99,399	88,839	76,804	62,906	46,539	11,917
Annuity	2,036,918					
Discount Factor	2.00	1.74	1.52	1.32	1.15	1.00
PV FCFE	49,678	51,007	50,659	47,666	40,511	11,917
Value 5 Year	251,437					
Equity Value	2,288,355					
Shares Outstanding	13,162,473					
Share Value	Rp173,854					

(Sumber : data diolah)

*Intrinsic value* saham PT Aqua Golden Mississippi, Tbk dapat dihitung dengan menggunakan tingkat probabilita terhadap masing – masing sensitivitas.

Pada tingkat probabilita pesimis ini diasumsikan bahwa tingkat keberhasilan PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk dalam membangun jaringan distribusi dengan menambah distributor beserta dengan kelengkapan infrastrukturnya diberbagai daerah tidak berjalan secara maksimal. Kondisi tersebut memberikan dampak terhadap tingkat pertumbuhan pendapatan premi bruto secara keseluruhan bagi PT Aqua Golden Mississippi, Tbk yang diperkirakan sebesar 35% bahwa kondisi ini akan terjadi sehingga pertumbuhan pendapatan mencapai 7.78%.

Seperti yang telah disebutkan diatas yang menjadi dasar perhitungan atas penilaian PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk bahwa perusahaan mampu meningkatkan pendapatannya secara agresif dengan memanfaatkan jaringan distribusi yang semakin luas sehingga dengan usaha tersebut perusahaan dapat mencapai *sustainable growth*. Situasi seperti ini adalah yang sedang terjadi di tahun 2008, oleh karena itu asumsi pendapatan perusahaan akan meningkat sebesar 8,67% dengan tingkat probabilita akan terealisasi sebesar 45%.

Pada kondisi optimis, diasumsikan PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk berhasil meningkatkan *market size* karena banyak perusahaan air mineral dalam kemasan yang ditutup akibat tidak mampu memenuhi modal yang diperlukan dalam rangka ekspansi usaha. Selain itu PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk melakukan strategi ekspansi di berbagai daerah dan mengembangkan strategi bisnis baru yang berhasil dioptimalkan. Berdasarkan pada penjelasan tersebut, maka diasumsikan bahwa pertumbuhan pendapatan sebesar 15,62% akan terealisasi dengan tingkat probabilita sebesar 20%.

Dari ketiga tingkat probabilita pertumbuhan premi tersebut diatas pada periode proyeksi dapat dilihat dalam tabel 5-7, dimana :

$$\text{Intrinsic value} = \text{Value}_P * P(\text{pesimist}) + \text{Value}_M * P(\text{most likely}) + \text{Value}_O * P(\text{Optimist})$$

Tabel 5-7 *Scenario Analysis* Penilaian Perusahaan Menggunakan Pendekatan FCFE

Keterangan	<i>Pessimist</i>	<i>Most Likely</i>	<i>Optimists</i>
Income Growth	7.78%	8.67%	15.62%
Probabilita	35%	45%	20%
Value	1,584,120	2,030,569	2,288,355
Equity Value	1,925,869		
Share Value	146,315		

(Sumber : data diolah)

Dari hasil perhitungan tersebut diatas, maka *intrinsic value* saham PT Aqua Golden Mississippi, Tbk adalah sebesar Rp. 1.925.869.173.790,- atau Rp. 146.315,- per lembar saham.

Perlu diperhatikan dikarenakan berbagai asumsi yang melatarbelakangi penilaian perusahaan ini dibuat berdasarkan laporan keuangan tahun 2007 dan asumsi tingkat suku bunga pada pertengahan 2008, maka apabila tidak ada perubahan yang cukup signifikan dalam industri maupun internal perusahaan, harga wajar yang didapatkan diatas dapat



digunakan untuk *time period* yang cukup panjang, paling tidak sampai awal tahun 2009 dan pertengahan tahun 2009. Jadi diperkirakan bahwa harga saham Aqua yang sampai pertengahan tahun 2008 ini bergerak pada kisaran Rp. 127.000 – 130.000 akan bergerak menuju harga wajar Rp. 146.000 sampai akhir tahun ini atau paling lambat pertengahan tahun 2009.

## **5.5. Analisis Penilaian Merek Menggunakan Pendekatan *Revenue Multiples***

### 5.5.1. Proyeksi Laporan Keuangan PT. X, PT. Y dan PT. Z (*benchmark*)

Menggunakan pendekatan *revenue multiples* seperti yang dikemukakan oleh Aswath Damodaran, perlu adanya perbandingan dengan perusahaan sejenis namun yang bersifat generik, artinya adalah perusahaan yang memproduksi produk yang tidak memiliki merek yang kuat dalam pasar. Oleh karena itu perlu dilakukan analisis atas laporan keuangan perusahaan PT. X, PT. Y, dan PT. Z sebagai *benchmark* atau acuan sebagai perusahaan yang juga memproduksi air mineral dalam kemasan, namun tidak memiliki merek yang kuat di pasar.

Sesuai dengan proyeksi laporan keuangan pada PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk. proyeksi laporan keuangan PT. X, PT. Y, dan PT. Z juga dilakukan dengan memproyeksikan pendapatan, neraca, dan *cash flow* secara komprehensif. Proyeksi ini dibuat dengan membuat beberapa asumsi yang berdasarkan pada hasil analisis dan pertimbangan terhadap laporan keuangan dalam kurun waktu beberapa tahun terakhir. Proyeksi laporan keuangan PT. X lebih lengkap dapat dilihat pada bagian lampiran.

### 5.5.2. Valuasi PT. X, PT. Y, dan PT. Z

#### 5.5.2.1. Valuasi PT. X

Sedikit berbeda dengan perhitungan FCFE pada PT. Aqua Golden Mississippi, perhitungan nilai perusahaan PT. X, PT. Y, dan PT. Z sebagai *benchmark* menggunakan metode *Net Present Value* (NPV). Hal ini disebabkan ketiga perusahaan tersebut cenderung merupakan perusahaan yang baru berdiri pada 2006 dan hanya memiliki penjualan tahun 2007 yang dapat diproyeksikan ke tahun 2012 dengan beberapa keterbatasan, yaitu trend penggunaan pengeluaran modal yang belum ada, serta penggunaan modal kerja yang terbatas.

Namun beberapa keterbatasan tersebut dapat diatasi dengan menggunakan beberapa asumsi dasar seperti perhitungan *cost of capital*. Berdasarkan struktur modal dan pendanaan

neraca PT. X di tahun 2007 dimana terdapat kewajiban berupa pinjaman pada bank dan modal disetor dengan komposisi kewajiban dan ekuitas 65:35, berikut perhitungan *cost of capital* PT. X.

Tabel 5-8 Analisis WACC PT. X

Sumber Dana	Nilai	Porsi	Cost of capital	Kontribusi
Pinjaman Bank	3,492,580,000	65%	11.20%	7.28%
Ekuitas	1,880,620,000	35%	14.88%	5.21%
Jumlah	5,373,200,000	100%	WACC =	12.49%

(Sumber : data diolah)

*Cost of equity* ( $K_e$ ) diasumsikan sama dengan PT. Aqua golden Mississippi, Tbk. dikarenakan berada dalam satu sektor industri yang sama dan menggunakan beta sektor yang sama. Namun sebagai tambahan, digunakan *cost of debt* yaitu sebesar kewajiban bunga pinjaman bank sebesar 11.20% sehingga didapatkan *weighted average cost of capital* sebesar 12.49% untuk digunakan dalam valuasi PT. X. sebagai berikut.

Tabel 5-9 Analisis NPV PT. X

Description		2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
<b>CASH INFLOW</b>								
EBIT (1-t)		(749)	181	1,683	2,115	2,500	2,930	3,451
Depreciation Expense		0	149	448	448	448	448	370
Fixed Assets (ending)		0	0	0	0	0	0	3,061
Net Working Capital (Ending)		0	0	0	0	0	0	8,446
<b>Total cash inflow</b>		(749)	330	2,132	2,563	2,948	3,378	15,329
<b>CASH OUTFLOW</b>		0	0	0	0	0	0	0
Fixed Assets (beginning)		5,373	0	0	0	0	0	0
Working Capital Expenditures		0	936	1,519	299	276	303	333
<b>Total cash outflow</b>		5,373	936	1,519	299	276	303	333
<b>Net cash flow</b>		(6,122)	(606)	612	2,264	2,672	3,075	14,996
Discount Factor	12.49%	1.00	0.96	0.85	0.76	0.68	0.60	0.53
<b>Present Value</b>		(6,122)	(582)	524	1,720	1,805	1,847	8,006
<b>Net present value (NPV)</b>	7,198							

(Sumber : data diolah)

Dapat dilihat dari hasil perhitungan bahwa nilai PT. X adalah sebesar Rp. 7.198 milyar cukup jauh dibandingkan dengan PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk yang mencapai Rp. 1.925 trilyun.

#### 5.5.2.2. Valuasi PT. Y

Selanjutnya berdasarkan struktur modal dan pendanaan neraca PT. Y di tahun 2007 dimana terdapat kewajiban berupa pinjaman pada bank dan modal disetor dengan komposisi kewajiban dan ekuitas 43:57, berikut perhitungan *cost of capital* PT. Y.

Tabel 5-10 Analisis WACC PT. Y

Sumber Dana	Nilai	Porsi	Cost of capital	Kontribusi
Pinjaman Bank	4,165,926,000	43%	12.60%	5.42%
Ekuitas	5,522,274,000	57%	14.88%	8.48%
Jumlah	9,688,200,000	100%	WACC =	13.90%

(Sumber : data diolah)

*Cost of equity* (Ke) diasumsikan sama dengan PT. Aqua golden Mississippi, Tbk. dikarenakan berada dalam satu sektor industri yang sama dan menggunakan beta sektor yang sama. Namun sebagai tambahan, digunakan *cost of debt* yaitu sebesar kewajiban bunga pinjaman bank sebesar 11.20% sehingga didapatkan *weighted average cost of capital* sebesar 12.49% untuk digunakan dalam valuasi PT. X. sebagai berikut.

Tabel 5-11 Analisis NPV PT. Y

Description		2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
<b>CASH INFLOW</b>								
EBIT (1-t)		(749)	528	4,662	5,554	6,381	7,302	8,363
Depreciation Expense		0	149	448	448	448	448	370
Fixed Assets (ending)		0	0	0	0	0	0	7,376
Net Working Capital (Ending)		0	0	0	0	0	0	26,138
<b>Total cash inflow</b>		(749)	678	5,110	6,002	6,829	7,750	42,247
<b>CASH OUTFLOW</b>		0	0	0	0	0	0	0
Fixed Assets (beginning)		9,688	0	0	0	0	0	0
Working Capital Expenditures		0	1,577	2,338	476	440	483	531
<b>Total cash outflow</b>		9,688	1,577	2,338	476	440	483	531
<b>Net cash flow</b>		(10,437)	(899)	2,772	5,526	6,389	7,267	41,716
Discount Factor	13.90%	1.00	0.96	0.84	0.74	0.65	0.57	0.50
Present Value		(10,437)	(861)	2,331	4,078	4,140	4,134	20,838
<b>Net present value (NPV)</b>	24,223							

(Sumber : data diolah)

Dapat dilihat dari hasil perhitungan bahwa nilai PT. X adalah sebesar Rp. 24.223 milyar.

### 5.5.2.3. Valuasi PT. Z

Berdasarkan struktur modal dan pendanaan neraca PT. Z di tahun 2007 dimana terdapat kewajiban berupa pinjaman pada bank dan modal disetor dengan komposisi kewajiban dan ekuitas 43:57, berikut perhitungan *cost of capital* PT. Z.

Tabel 5-12 Analisis WACC PT. Z

Sumber Dana	Nilai	Porsi	Cost of capital	Kontribusi
Pinjaman Bank	2,693,516,000	28%	12.95%	3.63%
Ekuitas	6,926,184,000	72%	14.88%	10.71%
<b>Jumlah</b>	<b>9,619,700,000</b>	<b>100%</b>	<b>WACC =</b>	<b>14.34%</b>

(Sumber : data diolah)

*Cost of equity* ( $K_e$ ) diasumsikan sama dengan PT. Aqua golden Mississippi, Tbk. dikarenakan berada dalam satu sektor industri yang sama dan menggunakan beta sektor yang sama. Namun sebagai tambahan, digunakan *cost of debt* yaitu sebesar kewajiban

bunga pinjaman bank sebesar 12.95% sehingga didapatkan *weighted average cost of capital* sebesar 14.34% untuk digunakan dalam valuasi PT. Z. sebagai berikut.

Tabel 5-13 Analisis NPV PT. Z

Description	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
<b>CASH INFLOW</b>							
EBIT (1-t)	(749)	253	2,964	3,557	4,086	4,672	5,367
Depreciation Expense	0	145	435	435	435	435	357
Fixed Assets (ending)	0	0	0	0	0	0	7,379
Net Working Capital (Ending)	0	0	0	0	0	0	17,328
<b>Total cash inflow</b>	(749)	398	3,398	3,992	4,520	5,107	30,431
<b>CASH OUTFLOW</b>	0	0	0	0	0	0	0
Fixed Assets (beginning)	9,620	0	0	0	0	0	0
Working Capital Expenditures	0	987	1,636	319	295	324	355
<b>Total cash outflow</b>	9,620	987	1,636	319	295	324	355
<b>Net cash flow</b>	(10,369)	(589)	1,762	3,672	4,225	4,784	30,075
Discount Factor	14.34%	1.00	0.96	0.84	0.73	0.64	0.56
Present Value	(10,369)	(563)	1,474	2,686	2,703	2,676	14,717
<b>Net present value (NPV)</b>	13,325						

(Sumber : data diolah)

Dapat dilihat dari hasil perhitungan bahwa nilai PT. Z adalah sebesar Rp. 13.325 milyar.

### 5.5.3. Nilai Merek Aqua Metode *Revenue Multiples*

Sebagai bagian dari proses penilaian merek, maka berikut disajikan perhitungan *Price to Sales Ratio* PT. Aqua Golden Missisipi dan PT. X, PT. Y dan PT. Z.. menggunakan acuan tahun 2007 sebagai tahun dasar. Seperti telah diketahui diatas bahwa nilai perusahaan ditentukan dengan berbagai pendekatan sehingga didapatkan nilai relatif *Price-to-Sales* sebagai berikut

Tabel 5-14 Perbandingan Rasio P/S

Company	Value	Sales	Price to Sales
PT. AQUA	1,925,869	1,952,156	0.99
PT. X	7,526	72,226	0.10
PT. Y	24,223	115,562	0.21
PT. Z	13,325	74,247	0.18

(Sumber : data diolah)

$$\begin{aligned}
 P/S_{\text{generik}} &= (P/S_x + P/S_y + P/S_z) / 3 \\
 &= (0.1 + 0.21 + 0.18) / 3 \\
 &= 0.17
 \end{aligned}$$

Dapat bahwa dilihat dari hasil perhitungan diatas Aqua memiliki selisih *Price-to-sales ratio* sebesar 0.99. Maka sesuai dengan persamaan yang dikemukakan oleh Aswath Damodaran, didapatkan nilai merek Aqua sebagai berikut

$$\begin{aligned}
 \text{Value of the Brand} &= \left[ \left( \frac{E}{S} \right)_{\text{brand}} - \left( \frac{E}{S} \right)_{\text{generic}} \right] \times \text{Sales} \\
 &= (0.99 - 0.17) \times \text{Rp. 1.952.156.096.021,-} \\
 &= \text{Rp. 1,592,511,166,835}
 \end{aligned}$$

Seperti dilihat bahwa hasil perhitungan *brand value* Aqua adalah sebesar Rp. 1.592 trilyun atau sebesar 82.69% dari nilai ekuitas perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa setidaknya 82.69% nilai perusahaan PT. Aqua Golden Mississippi dikontribusikan dari nilai merek Aqua yang diproduksinya.

### 5.6. Brand Beta Analysis

Data hasil perhitungan *brand value index* dari majalah SWA dapat digunakan untuk menentukan *brand beta* PT. Aqua Golden Mississippi sebagai produsen air mineral dalam kemasan merek Aqua. Seperti telah dijelaskan dalam bab sebelumnya, nilai *cost of equity* yang didapatkan merupakan perpaduan antara estimasi nilai yang berasal dari asumsi finansial ekonomi secara umum dengan hasil turunan nilai merek yang dijelaskan secara kuantitatif melalui *brand beta* yang didapatkan dari penelitian pemasaran, sehingga unsur dari *cost of equity* yang didapatkan meliputi *return* investasi bebas risiko, risiko sektor, serta premium risiko pasar/industri yang dapat disederhanakan dalam model sebagai berikut :

$$\text{Adj. Cost of Equity} = \text{risk free rate} + (\text{equity risk premium} + \text{beta sector} + \text{brand beta})$$

Dimana :

- *risk free rate* adalah tingkat SBI yang diasumsikan tetap untuk 5 tahun kedepan
- *equity risk premium* adalah (rm-rf) dan diasumsikan tetap
- *beta sector* adalah rata-rata beta perusahaan dalam industri yang diasumsikan tetap
- *brand beta* adalah nilai dari brand perusahaan tersebut diasumsikan tetap

Berikut merupakan *brand beta scoring* untuk Aqua berdasarkan hasil riset pemasaran majalah SWA dan beberapa media pemasaran.

Tabel 5-15 Perhitungan *Brand Beta* AQUA

<i>Attribute</i>	<i>Score</i>
<i>Time in the Market</i>	7.2
<i>Distribution</i>	9.9
<i>Market Share</i>	8.2
<i>Market Position</i>	9.1
<i>Price Premium</i>	8.4
<i>Sales growth rate</i>	3.6
<i>Price Elasticity</i>	4.0
<i>Marketing Spend</i>	6.4
<i>Advertising Awareness</i>	9.2
<i>Brand Awareness</i>	9.0
<b>TOTAL</b>	<b>75.0</b>

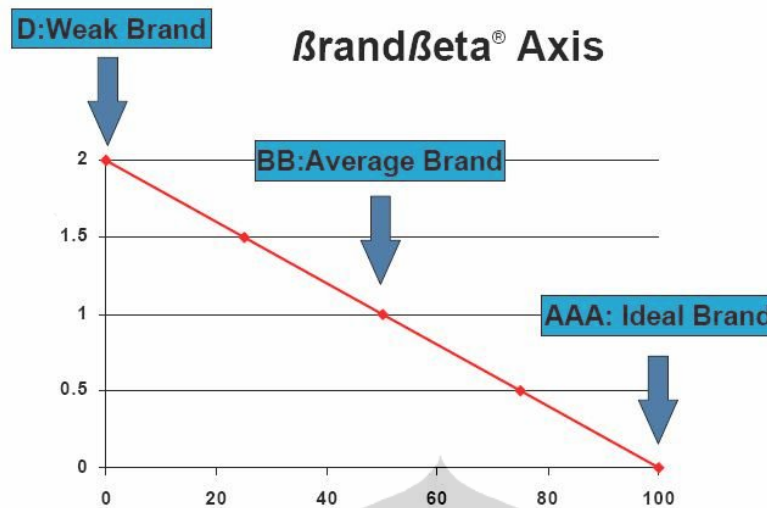
  

<b>Brand Beta</b>	<b>0.50</b>
-------------------	-------------

(Sumber : Data diolah)

<i>Calculation</i>	<i>rf</i>	<i>rm</i>	<i>beta sector</i>	<i>Brand Beta</i>	<i>Adjusted cost of equity</i>
<b>AQUA</b>	10.45%	5.25%	0.8434	0.50	12.67%

(Sumber : Data diolah)



(Sumber : David Haigh, 2000)

Dari bagan *brand beta axis* yang disajikan oleh David Haigh, didapatkan bahwa berdasarkan *brand scoring* Aqua mendapatkan *brand beta* 0.5 atau termasuk kategori AA, yaitu merek yang cukup ideal sehingga diperkirakan akan memiliki prospek nilai merek yang cukup baik secara finansial. Selanjutnya dari tabel perhitungan *brand beta* dan *adjusted cost of equity* didapatkan bahwa merek Aqua memiliki *adjusted cost of equity* sebesar 10.96%, sedikit lebih kecil dibandingkan perhitungan *cost of equity* tanpa penyesuaian *brand beta*. Hal ini menunjukkan pengaruh merek dalam penciptaan nilai tambah ekuitas suatu perusahaan, dalam hal ini Aqua, memiliki pengaruh yang cukup signifikan.

### 5.7. Analisis Penilaian Merek Metode *Discounted Future Earnings*

Dari data perolehan sebelumnya dan proyeksi laporan keuangan, diasumsikan tahun 2007 merupakan tahun dasar karena pada saat itu laporan keuangan terakhir resmi perusahaan di publikasikan, berikut hasil perhitungannya.



Tabel 5-9 Perhitungan *Brand Value* Menggunakan Pendekatan  
*Discounted Future Earnings*

Discounted Future Earnings Method		2012F	2011F	2010F	2009F	2008F	2007
<i>Operating Earnings</i>	8.67%	135,295	124,499	114,565	105,424	97,012	89,271
<i>Tangible Capital Employed</i>	18.58%	140,198	118,231	99,706	84,083	70,909	101,641
<i>Charge for Capital</i>	15.66%	21,949	18,509	15,609	13,164	11,101	15,912
<i>Intangible Earnings</i>		113,346	105,990	98,956	92,260	85,911	73,358
<i>Brand Earnings</i>	85%	96,344	90,091	84,112	78,421	73,024	62,355
<i>Tax</i>	31.47%	30,319	28,351	26,470	24,679	22,980	19,623
<i>Posttax brand earnings</i>		66,025	61,740	57,642	53,742	50,044	42,732
<i>Discount Rate</i>		12.67%					
<i>Discount Factor</i>		1.82	1.61	1.43	1.27	1.13	1.00
<i>Annuity</i>		1,364,298					
<i>Discounted Cash Flow</i>		36,370	38,317	40,306	42,338	44,418	42,732
<i>Value To Year 5</i>		244,481					
<b>BRAND VALUE</b>		<b>1,608,779</b>					

(Sumber : Data diolah)

*Operating earnings* merupakan *operating profit* diasumsikan memiliki pertumbuhan sebesar 8.67% setiap tahunnya. Hal ini sesuai dengan asumsi yang digunakan dalam perhitungan FCFE, sehingga didapatkan sedikit kesamaan dalam perhitungan proyeksi ini. Selanjutnya *Tangible capital employed* merupakan pengeluaran modal yang perhitungannya sesuai dengan perhitungan Capex dalam perhitungan FCFE, dengan asumsi pertumbuhan sebesar 18.58% setiap tahunnya dari rata-rata Capex. *Charge for capital* merupakan biaya yang dikeluarkan dari *operating earnings* untuk aktifitas-aktifitas yang bersifat nyata (*tangibles*). Penentuan *charge for capital* adalah berdasarkan data historis dimana rata-rata perusahaan mengeluarkan biaya untuk aktifitas lain yang bersifat nyata dalam operasional seperti biaya administrasi dan umum, sebesar 15.66% dari *tangible capital employed*. Selanjutnya *intangible earnings* merupakan penghasilan yang dialokasikan untuk aktifitas yang bersifat tidak nyata (*intangibles*), seperti aktifitas pengembangan merek melalui iklan, promosi, dan sebagainya, aktifitas riset pengembangan produk, maupun aktifitas lainnya yang memiliki nilai tambah namun bersifat *intangibles*. Selanjutnya asumsi pajak yang diterapkan adalah rata-rata dari beban pajak penghasilan dalam lima tahun terakhir yaitu 31.47%.

*Brand earnings* adalah proporsi penghasilan yang diperoleh atas kontribusi merek yang dikembangkan, dalam hal ini adalah air mineral dalam kemasan merek Aqua yang diasumsikan memiliki kontribusi sebesar 85% dari *intangible earnings*, sesuai dengan kebanyakan merek kuat di dunia seperti Coca-Cola, Intel, atau McDonalds yang memiliki kontribusi *brand earnings* yang tinggi dari *intangible earnings*-nya. Setelah dikurangi pajak, maka didapatkan angka *post-tax brand earnings* yang merupakan penghasilan bersih yang dikontribusikan atas merek Aqua.

*Discount rate* yang digunakan adalah *adjusted cost of equity* yang didapatkan dari perhitungan sebelumnya dengan mempertimbangkan *brand beta* yaitu sebesar 10.96%. *Terminal value* atau *annuity* didapatkan sesuai dengan yang digunakan dalam perhitungan *value of equity* yaitu menyesuaikan *brand earnings* pada *terminal year* dengan asumsi *terminal growth* sebesar 10% *adjusted cost of equity* sebesar 12.67%.

Seperti dilihat, hasil perhitungan *brand value* Aqua adalah sebesar Rp. 1.608 trilyun atau sebesar 83.54% dari nilai ekuitas perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa *brand equity* memegang peranan penting dalam pembentukan nilai tambah bagi perusahaan yang ditandai dengan *brand equity value* yang sebesar 83.54% dari *firm equity value*.

### **5.8. Analisis Keputusan Investasi**

Mengetahui nilai finansial dari suatu merek tidak hanya menarik namun juga memiliki peranan penting khususnya berkaitan dengan berbagai keputusan manajerial. Pertama, mengetahui estimasi dari nilai merek dapat membantu pihak manajemen dalam membandingkan antara nilai aset yang merupakan hasil kontribusi dari merek sebagai *intangible asset* dengan nilai aset *tangible* lain yang dimiliki. Sehingga bisa diketahui bahwa, merek sebagai *intangible asset* merupakan satu aset yang sangat berharga dari perusahaan, dan kemampuan mengontrol nilai tersebut dapat menjadi acuan bagi tugas manajemen untuk meningkatkan nilai tambah bagi perusahaan. Dalam hal ini, produk air mineral merek Aqua merupakan aset utama perusahaan, walaupun bersifat *intangibles*, namun memberikan proporsi yang sangat besar dibandingkan aset lainnya yang bersifat *tangibles*.

Selanjutnya, mengetahui nilai *brand* memberikan aturan dasar dari jenis investasi dalam bentuk sedemikian sehingga dapat ditingkatkan dan diukur. Apabila pada satu periode

ingin ditingkatkan 5% dari *brand value* maka berapa besar peningkatan investasi yang diperlukan dalam program pemasaran dan program pengembangan merek. Seperti diketahui, PT. Aqua Golden Mississippi sebagai produsen Aqua senantiasa menjaga nilai mereknya menggunakan berbagai macam program pemasaran, diantaranya adalah melalui promosi di berbagai media, baik media elektronik maupun media cetak. Selain itu PT. Aqua Golden Mississippi juga aktif dalam kegiatan *corporate social responsibility* menggalang dana dengan menyumbangkan 1 air bersih di lingkungan pedesaan yang jauh dari air bersih untuk setiap liter air mineral Aqua yang terjual. Pencanaan program-program ini diharapkan dapat meningkatkan nilai merek Aqua dan dipersepsikan lebih baik lagi di mata konsumen.

Selanjutnya, mengetahui nilai merek akan memberikan cara untuk mengukur imbal hasil dari investasi pemasaran dan pengembangan merek dalam jangka panjang. Hal ini dapat dilihat dari seberapa besar peran investasi untuk pengembangan terhadap *post tax brand earnings*. Perhitungan biaya pemasaran dan biaya untuk aktifitas pengembangan merek yang dikeluarkan diharapkan akan memberikan imbal hasil yang lebih baik secara jangka panjang, dan hal ini ditunjukkan melalui angka *post-tax brand earnings* yang diharapkan semakin meningkat setiap tahunnya.

Dengan mengetahui berapa nilai merek saat ini, memungkinkan manajemen mengambil keputusan berapa jumlah investasi yang dibutuhkan untuk mencapai nilai merek yang diharapkan. Melakukan penilaian merek dapat membantu perusahaan menyadari pentingnya dalam berinvestasi pada merek yang dimiliki, melalui suatu sistem pengembangan merek terpadu, dengan tujuan merek tersebut secara jangka panjang akan dapat menghasilkan *return* yang diinginkan.