

BAB 4

***TOP-DOWN APPROACH* DAN ANALISIS VALUASI**

Tahapan awal sebelum melakukan valuasi terhadap perusahaan adalah menentukan asumsi yang akan digunakan dalam perhitungan valuasi. Salah satu cara yang digunakan adalah dengan memahami perusahaan dan lingkungannya dengan melakukan *top-down approach*. Analisis ini dimulai dengan pemahaman mengenai lingkungan ekonomi makro Indonesia, industri semen di Indonesia, serta profil dan kinerja masing-masing perusahaan.

4.1 Analisis Makro Ekonomi

Analisis makro ekonomi dapat dianalisis melalui beberapa indikator antara lain pendapatan domestik bruto, pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, stabilitas mata uang, sentimen pasar, dan sebagainya. Dalam perekonomian, faktor-faktor tersebut bergerak saling mempengaruhi dan tidak bisa dipisahkan satu sama lain.

Berdasarkan Laporan dari Bank Indonesia (2009), tentang pendapatan domestik bruto Indonesia menurut lapangan usaha atas harga konstan tahun 2000, PDB Indonesia tahun 2009 naik sebesar 5,43 persen dibandingkan dengan tahun 2008. Ditengah krisis ekonomi global 2008, Indonesia cenderung tidak terlalu berpengaruh terhadap krisis yang melanda dunia. Berdasarkan fakta yang ada, pada tahun 2008, Indonesia tidak terlalu terpuruk dengan adanya perlambatan ekonomi global, karena pertumbuhan lebih banyak dipengaruhi oleh konsumsi domestik daripada ekspor. Berdasarkan data statistik Bank Indonesia, bahwa total pengeluaran Indonesia untuk ekspor dan impor hanya sebesar 11 persen dari total Pendapatan Domestik Bruto (PDB) Indonesia. Dibandingkan dengan negara tetangga, rasio ekspor terhadap PDB untuk Indonesia masih berada dibawah 50 persen, sedangkan Singapura mencapai 230 persen, Malaysia 110 persen, dan Thailand sekitar 73 persen. Sehingga, walaupun perekonomian global terpuruk, perekonomian Indonesia tetap dapat tumbuh, karena konsumsi dalam negeri masih tinggi (Bank Indonesia, 2009).

Untuk 2010, untuk memacu pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi, maka pemerintah akan berusaha untuk memacu pertumbuhan sektor riil dan memperbaiki iklim investasi. Pertumbuhan investasi ini diharapkan dapat mencapai level 11,9% - 12,9% di tahun 2014 (Bank Indonesia, 2009)

Tingkat inflasi Indonesia selama tahun 2009 juga mengalami penurunan yang sangat signifikan sebesar 75% menjadi 2,78% dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Turunnya angka inflasi 2009 dibandingkan 2008 disebabkan oleh faktor turunnya harga BBM sebagai dampak turunnya harga minyak dunia. Pada tahun 2008, angka inflasi Indonesia mencapai 11% akibat harga minyak sempat menembus angka USD 100 per barel yang mengakibatkan kenaikan harga BBM di Indonesia. Menteri Keuangan Sri Mulyani Indrawati (2008) mengemukakan pertumbuhan ekonomi sepanjang 2008 sekitar 6,1 persen. Pertumbuhan ini ditopang oleh ekonomi domestik yang mencapai 80 persen. Di tengah resesi yang melanda perekonomian dunia saat ini, angka pertumbuhan ekonomi Indonesia pada 2008 itu dapat dianggap berita yang menggembirakan. Apalagi negara-negara tetangga Indonesia sudah banyak yang terpuruk. Perekonomian Singapura mengalami kontraksi -3,7 persen pada triwulan keempat tahun lalu. Sedangkan Malaysia diperkirakan hanya tumbuh 4,1 persen. Sementara itu, perekonomian Jepang malah mengalami kontraksi yang sangat dalam, yaitu -12,7 persen. (Sadewa, 2009)

Selain itu, penurunan nilai inflasi ini didukung oleh kepercayaan yang tinggi dari konsumen terhadap ketersediaan bahan pokok akibat terjaganya distribusi barang dengan baik. Lancarnya distribusi barang ikut mendukung pelemahan inflasi karena pasokan barang relatif tidak ada kendala. Berdasarkan tabel 4.3, bahwa di tahun 2009, terjadi pertumbuhan yang cukup tinggi dari sektor pengangkutan dan telekomunikasi sebesar 15 persen dari total pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Berdasarkan tabel 4.1, dengan dasar keberhasilan di 2009, untuk 2010 pemerintah menargetkan angka inflasi akan berkisar di tingkat $5\% \pm 1\%$. Dari sisi external, peningkatan inflasi akan didukung oleh perbaikan ekonomi global dan

peningkatan harga minyak dunia. Sedangkan dari sisi domestik akan didukung oleh pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Tabel 4.1
Proyeksi Pertumbuhan Ekonomi Menurut Penggunaan

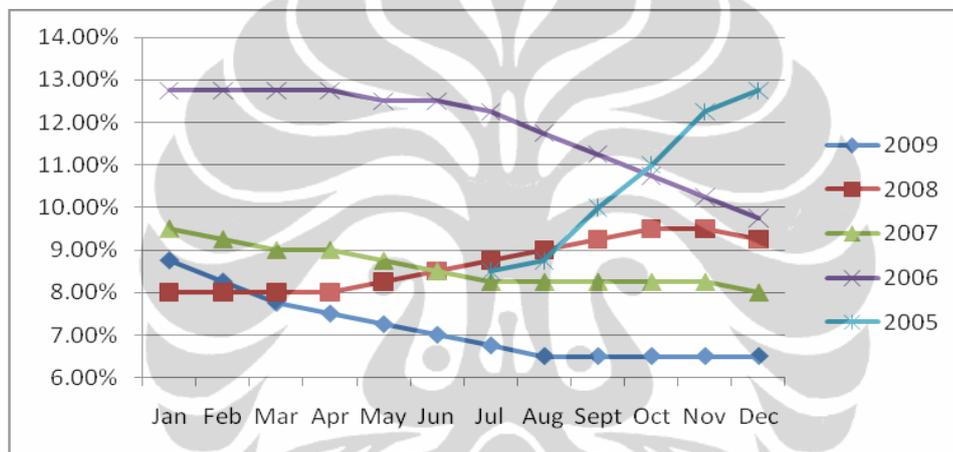
Komponen	2008	2009	2010 ^{*)}	2011 ^{*)}	2012 ^{*)}	2013 ^{*)}	2014 ^{*)}
Produk Domestik Bruto	6,0	4,5	5,5 - 6,0	6,0 - 6,5	6,0 - 7,0	6,1 - 7,1	6,5 - 7,5
Konsumsi Rumah Tangga	5,3	4,9	4,5 - 5,0	4,8 - 5,3	4,6 - 5,6	5,0 - 6,0	5,6 - 6,6
Konsumsi Pemerintah	10,4	15,7	5,9 - 6,9	8,8 - 9,8	8,5 - 9,5	8,6 - 9,6	8,6 - 9,6
Pembentukan Modal Tetap Bruto	11,9	3,3	8,8 - 9,3	10,8 - 11,3	10,6 - 11,6	10,9 - 11,9	11,9 - 12,9
Ekspor Barang dan Jasa	9,5	-9,7	10,2 - 11,0	11,0 - 12,0	11,1 - 12,1	11,8 - 12,8	12,8 - 13,8
Impor Barang dan Jasa	10,0	-15,0	12,5 - 13,5	14,8 - 15,8	14,7 - 15,7	15,1 - 16,1	15,9 - 16,9
Inflasi akhir periode (%)	11,06%	2,78%	5 + 1%	5 + 1%	4,5 + 1%	4,5 + 1%	4 + 1%

Sumber: Laporan Perekonomian Indonesia Bank Indonesia, 2009

Buruknya ekonomi dunia pasca krisis menyebabkan negara-negara menurunkan tingkat bunga untuk memacu konsumsi masyarakat. Sebagai dampaknya, Indonesia juga merespon dengan menurunkan tingkat bunga pasar. Melalui gambar 4.1, sejak Desember 2009, Bank Indonesia beberapa kali menurunkan tingkat suku bunga Bank Indonesia dari 9,25 persen menjadi 6,5 persen di akhir 2009. Penurunan tingkat suku bunga Bank Indonesia tersebut diharapkan dapat memacu pertumbuhan sektor riil, walaupun kenyataannya penurunan tingkat suku bunga tersebut tidak dengan segera direspon perbankan untuk menurunkan tingkat bunga pinjaman untuk memacu sektor riil, akibat risiko pasar yang masih tinggi pasca krisis. Pada pembahasan analisis perusahaan pada sub bab 4.3, akan dilakukan analisis mengenai berapa sensitivitas masing-masing saham perusahaan akibat penurunan/peningkatan tingkat bunga pasar (*BI rate*).

Seiring membaiknya indikator ekonomi Indonesia, berdampak pada stabilitas nilai tukar dalam negeri. Stabilitas nilai tukar memudahkan pelaku ekonomi dalam merencanakan produksinya, sehingga memperlancar proses produksi dan pasokan barang ke masyarakat. Berdasarkan data pada gambar 4.2, nilai tukar rupiah pada tahun 2009 relatif lebih stabil dibandingkan di 2008. Walaupun sempat melemah di kuartal pertama, namun dengan adanya stabilitas ekonomi yang cukup baik,

maka memacu penguatan rupiah di kuartal tiga dan empat. Di kuartal pertama 2010, posisi nilai tukar rupiah terhadap dollar semakin menguat bahkan menembus level IDR 9.000, namun intervensi yang dilakukan oleh Bank Indonesia membuat rupiah masih tertahan di atas level IDR 9.000 per dolar Amerika Serikat, karena jika rupiah terlalu rendah akan mengakibatkan para eksportir akan mengalami kerugian karena barangnya kurang bisa bersaing di pasar global. Berdasarkan laporan keuangan dari Bank Indonesia, selama 2010 terdapat kecenderungan penguatan nilai mata uang domestik terhadap mata uang asing.



Gambar 4.1
Grafik Pergerakan BI Rate 2005-2009

Sumber: Bank Indonesia, 2009

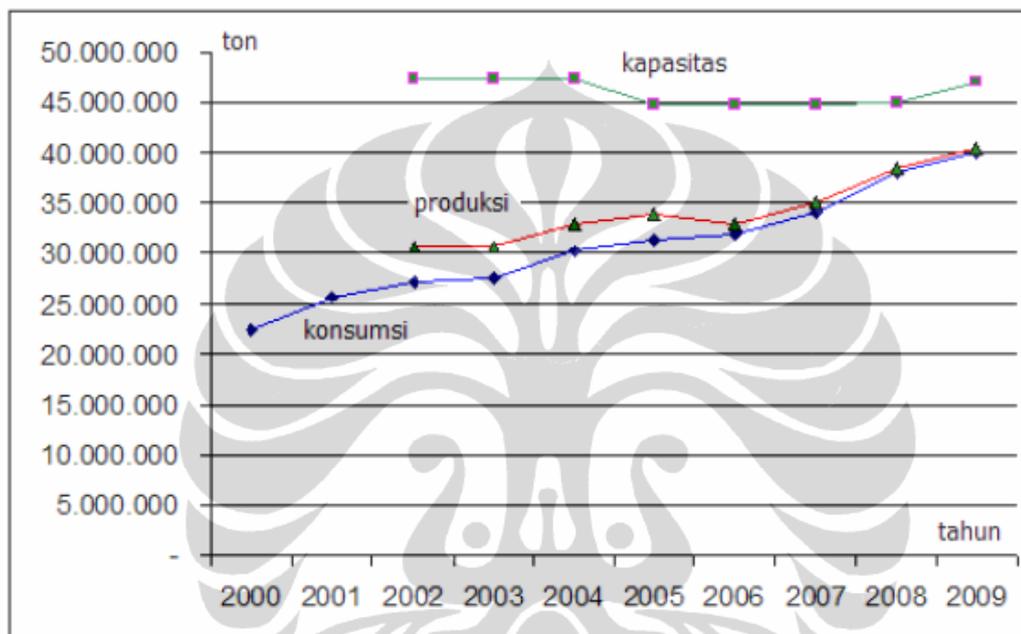


Gambar 4.2
Grafik Pergerakan Kurs Tengah Bank Indonesia USD/IDR 2005-2009

Sumber: Bank Indonesia, 2009

4.2 Analisis Industri

Berdasarkan grafik berikut yang diperoleh dari Departemen Perindustrian, dapat diketahui bahwa industri semen masih merupakan industri yang masih memiliki potensi pertumbuhan yang cukup tinggi dengan rata-rata kenaikan permintaan sebesar 5 persen per tahun. Dengan kata lain, potensi keuntungan yang dapat diperoleh dari industri ini masih sangat menarik.



Gambar 4.3
Pertumbuhan Konsumsi Semen 2000 – 2009

Sumber: Departemen Perindustrian, 2009

Walaupun potensi keuntungan industri ini masih sangat menarik, namun industri ini sangat rentan terhadap kenaikan harga energi, khususnya batubara, karena lebih dari 30 persen komposisi biaya dari perusahaan semen terdiri dari biaya energi baik batubara. Berdasarkan tabel 4.2, dapat dilihat bahwa harga batubara sampai dengan 2010 cenderung akan mengalami kenaikan. Pemakaian batubara dalam industri ini dapat mencapai 6 juta ton per tahun. Untuk menghemat biaya energi, beberapa perusahaan semen sudah mulai mencari energi alternatif untuk pembakaran semen yaitu dengan menggunakan ban bekas.

Tabel 4.2
Proyeksi Harga Batubara

	Unit	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Thermal coal - Jap reference	USD/t fob	70	92	97	87	85	90	90
Spot thermal - fob RB	USD/t fob	65	83	89	82	81	84	86
Semi soft coking	USD/t fob	85	165	177	143	128	118	120
LV PCI cooking	USD/t fob	90	184	193	163	145	134	136
Hard cooking coal	USD/t fob	129	216	235	191	170	158	160

Sumber: Macquarie Research, 2010

Selain itu komponen biaya lain yang cukup signifikan adalah biaya transportasi untuk pengangkutan material dan barang jadi. Kondisi infrastruktur sangat penting dan akan menjadi pertimbangan bagi investor dalam melakukan investasi pada industri ini. Sarana berupa jalan dan pelabuhan sangat diperlukan untuk melakukan pengangkutan batubara, bahan baku, maupun bahan jadi berupa semen maupun klinker. Klinker merupakan semen setengah jadi yang akan diproses lebih lanjut untuk diolah menjadi semen.

Berdasarkan PDB Indonesia sejak tahun 2005-2009, dapat dilihat bahwa komponen pertumbuhan ekonomi Indonesia sebagian besar akibat pertumbuhan sektor pengangkutan dan telekomunikasi. Kemajuan sektor ini akan mendukung industri ini dapat berkembang secara lebih baik.

Malalui tabel 4.3, selain sektor pengangkutan dan telekomunikasi, sektor ekonomi yang turun member kontribusi yang cukup besar adalah pertumbuhan sektor pembangunan/ konstruksi yaitu sekitar 7-8 persen per tahun. Hal ini menunjukkan prospek pertumbuhan dari industri ini karena industri bergantung pada ini berfokus pada sektor pembangunan.

Tabel 4.3
Proyeksi Pertumbuhan Ekonomi Menurut Lapangan Usaha

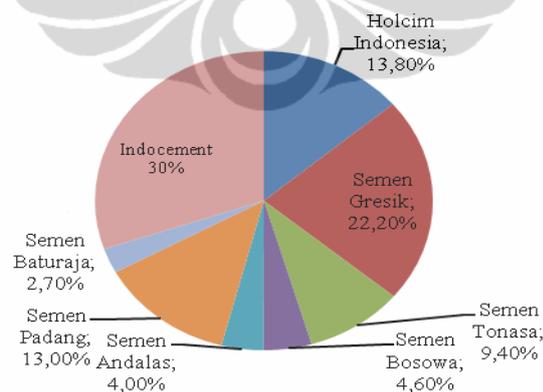
Komponen	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
Produk Domestik Bruto	5,0%	5,7%	5,5%	6,3%	6,0%	4,5%	5,50% - 6%
Pertanian	2,8%	2,7%	3,4%	3,5%	4,8%	4,1%	4,4% - 4,4%
Pertambangan dan Penggalian	-4,3%	3,2%	1,7%	1,9%	0,7%	4,4%	4,2% - 4,4%
Industri Pengolahan	6,4%	4,6%	4,6%	4,7%	3,7%	2,1%	4,1% - 4,4%
Listrik, Gas, dan Air Bersih	5,3%	6,3%	5,8%	10,3%	10,9%	13,8%	13,6% - 14,2%
Bangunan	7,5%	7,5%	8,3%	8,5%	7,5%	7,1%	8,1% - 8,5%
Perdagangan, Hotel, dan Restoran	5,7%	8,3%	6,4%	8,9%	6,9%	1,1%	5,1% - 5,5%
Pengangkutan dan Telekomunikasi	13,4%	12,8%	14,2%	14,0%	16,6%	15,5%	12,6% - 14,3%
Keuangan, Persewaan, dan Jasa	7,7%	6,7%	5,5%	8,0%	8,2%	5,0%	4,9% - 5,3%
Jasa-Jasa	5,4%	5,2%	6,2%	6,4%	6,2%	6,4%	4,9% - 5,2%

Sumber: Bank Indonesia, 2009

4.2.1 Analisis Porter's Five Forces

4.2.1.1 Persaingan antar Perusahaan

Pada dasarnya, Industri ini didominasi oleh tiga pemain utama yaitu Semen Gresik Grup (Semen Gresik, Semen Padang, Semen Tonasa), Indocement, dan Holcim Indonesia. Sedangkan pemain lain, seperti Semen Bosowa, Semen Andalas, dan Semen Baturaja, hanya memiliki pangsa pasar tidak lebih dari 15 persen di tahun 2009. Dari 7 produsen tersebut, 3 pemain besar tersebut telah mencatatkan sahamnya di BEJ (Bursa efek Indonesia). Pangsa pasar dari tiap-tiap pemain di 2009 dapat dilihat dari grafik berikut:



Gambar 4.4
Pangsa Pasar Pemain Industri Semen 2009
Sumber: Asosiasi Semen Indonesia, 2009

Apabila dikaitkan dengan struktur pasar yang ada, industri semen di Indonesia dapat dikategorikan sebagai pasar oligopoli karena hanya terdiri dari

tiga pemain utama yang menguasai pasar. Dari strukturnya, untuk melakukan analisis, dapat menggunakan asumsi pada Cournot oligopoli.

Pada Cournot oligopoli diasumsikan bahwa terdapat beberapa perusahaan yang melayani banyak konsumen, barang yang diproduksi terdiferensiasi, adanya hambatan untuk keluar dari industri, dan setiap perusahaan dalam industri ini percaya kompetitor akan memproduksi dalam jumlah yang sama berapapun perusahaan memproduksi output (Baye, 2009).

Dalam kasus produk semen ini, walaupun produk mereka sama, namun tiap produsen terus melakukan diferensiasi terhadap produknya. Contoh diferensiasi produk yang dilakukan oleh perusahaan adalah produk semen mortar yang diluncurkan oleh Holcim dan Indocement. Selain itu, beberapa diferensiasi dilakukan terhadap produk semen Portland mereka dengan mengubah susunan kimia dari semen yang sudah ada, misalkan dengan menambahkan kadar *limestone* dalam semen supaya semen proses *finishing* lebih mudah dilakukan. Berdasarkan pengamatan penulis, dari sisi harga, ketiga produsen besar tersebut menetapkan harga yang tidak jauh berbeda yaitu berkisar antara IDR 53-55 ribu per sak, dan biasanya untuk menaikkan harga per sak, perusahaan akan menunggu aksi dari perusahaan lain terlebih dahulu.

Dari sisi output produksi, walaupun Semen Gresik merupakan pemain mayoritas, namun perusahaan lain lebih condong untuk mengikuti permintaan dari pasar dibandingkan menyesuaikan output sesuai dengan produksi dari semen Gresik itu sendiri.

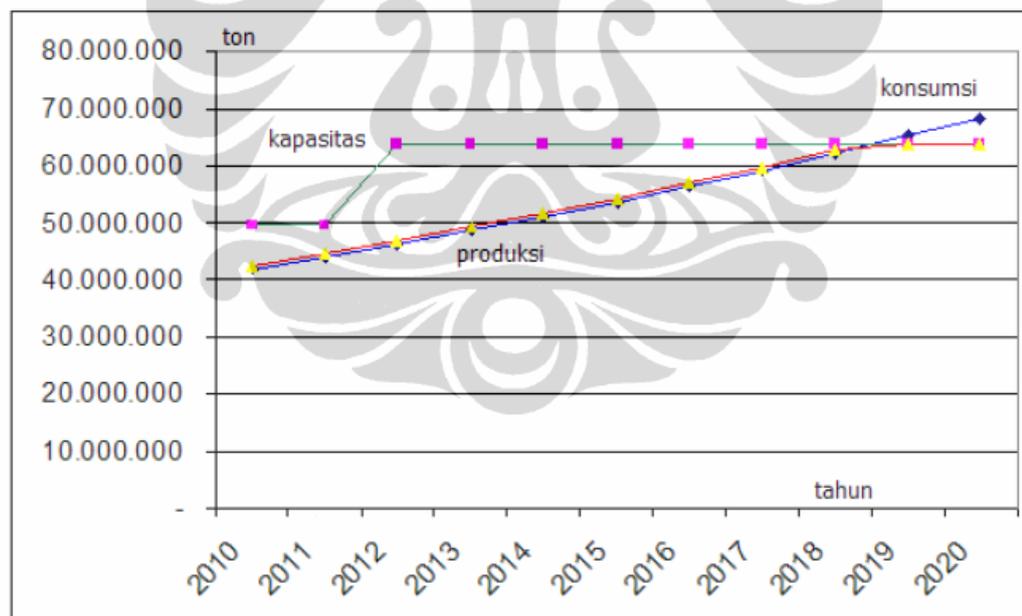
4.2.1.2 Ancaman Pendetang Baru

Industri semen merupakan industri yang padat modal. Untuk dapat masuk ke industri ini, diperlukan modal yang cukup besar. Sehingga tidak banyak perusahaan yang masuk ke dalam industri ini. Rata-rata biaya yang diperlukan untuk membangun pabrik dengan kapasitas produksi 1 juta ton membutuhkan dana sekitar 1,5 trilyun dengan *ROI* selama 15 tahun. Sebagai contoh, untuk pembangunan pabrik baru di Tuban, Holcim mengaggarkan budget senilai USD 500 juta untuk kapasitas pabrik sebesar 2,1 juta ton. Sebelumnya, di 2009, Semen

Gresik juga telah melakukan perluasan pembangunan pabriknya untuk kapasitas 2,5 juta ton dengan estimasi biaya sebesar IDR 3,5 trilyun.

Walaupun demikian, industri ini masih sangat prospektif dengan *spread margin* yang cukup menguntungkan sehingga menarik minat pemain baru. Apabila dilihat secara detail, profitabilitas dari industri ini juga dapat dilihat dari laba yang diperoleh tiga emiten utama industri ini. Rata-rata pertumbuhan untuk laba untuk industri ini naik sekitar 28% per tahun selama 5 tahun terakhir.

Akibat kebutuhan modal yang cukup tinggi untuk masuk dalam industri ini, berdasarkan data yang ada, bahwa pada saat ini, pertumbuhan permintaan bergerak lebih cepat daripada pertumbuhan kapasitas produksi. Selain itu, dari grafik yang dipublikasikan oleh Departemen Perindustrian, bahwa tanpa adanya penambahan kapasitas produksi, maka pada tahun 2018 Indonesia akan mengalami kekurangan produksi semen dalam negeri, karena utilisasi dari seluruh produsen sudah maksimal.



Gambar 4.5

Proyeksi Kapasitas, Produksi, dan Konsumsi 2010-2020

Sumber: Departemen Perindustrian, 2009

Selain itu, ancaman yang mungkin perlu dijadikan perhatian terkait dengan kesepakatan perdagangan bebas ASEAN-Cina. Sejak Tahun 2009, industri semen merupakan industri yang dibebaskan bea masuk sehingga produk semen luar

negeri akan menjadi lebih murah. Oleh karena itu industri semen Indonesia saat ini sangat rawan terhadap ancaman produk asing terutama produk semen Cina. Walaupun demikian, pemerintah tetap menindak tegas barang-barang impor yang tak memenuhi persyaratan wajib SNI, khususnya produk yang telah ditetapkan wajib SNI oleh pemerintah dan telah dinotifikasi ke *World Trade Organization*.

Selain itu, terkait dengan krisis global di akhir 2009, posisi Indonesia sangat rentan oleh berbagai penyelundupan semen dari Cina. Ketika krisis, dengan kebijakan pemerintah Cina untuk mengurangi pengeluaran pembangunan, maka industri semen Cina akan berusaha menjual kelebihan produksinya ke Indonesia. Beberapa kali pemerintah menemukan produk Cina yang dijual di Indonesia yang tidak memenuhi SNI. Pada Desember 2009, pemerintah melarang peredaran semen portland impor merek China United Cement Rizhao Co Ltd (CUCC) asal Cina di Indonesia, karena, semen itu masuk tanpa dilengkapi Sertifikat Produk Penggunaan Tanda (SPPT) sebagai dokumen kelengkapan produk SNI dan tak punya Surat Pendaftaran Barang (SPB), yang merupakan dokumen kelengkapan barang impor dan Nomor Pendaftaran Barang (NPB) (Trimuryono, 2009).

4.2.1.3 Ancaman Produk Substitusi

Semen biasa digunakan baik perorangan maupun perusahaan untuk membangun gedung dan perumahan. Sampai dengan saat ini, masih banyak penelitian yang mencoba mencari bahan pengganti semen sebagai bahan bangunan, namun belum ada hasil penelitian yang dipublikasikan secara umum.

Saat ini, barang substitusi terdekat untuk semen sebagai bahan bangunan adalah kayu. Namun demikian, dari sisi kekuatan dan keawetan, dua hal tersebut masih tetap tidak dapat dibandingkan

4.2.1.4 Kekuatan Tawar Pembeli dan Penjual

Melihat dari jumlah pemain dalam industri ini, serta bentuk pasar oligopoli dalam industri semen, maka dapat dikatakan bahwa seluruh keputusan yang berkaitan dengan harga dan penawaran barang ditentukan seluruhnya oleh produsen. Konsumen tidak memiliki kekuatan apapun untuk mempengaruhi harga. Walaupun demikian, berdasarkan UU no. 5 tahun 1999 tentang praktik monopoli

dan persaingan usaha tidak sehat, pemerintah membentuk suatu lembaga independen untuk mengawasi pelaku bisnis yang melakukan praktik usaha tidak sehat, dalam hal ini praktik *predatory pricing* atau penetapan harga yg terlalu tinggi yang merugikan konsumen dalam pasar oligopoli.

4.2.2 Analisis Daur Hidup Industri dan Siklus Bisnis

Saat ini industri semen dalam negeri masih cukup prospektif. Kebutuhan semen di Jawa dan Sumatra diasumsikan naik sekitar 5 persen pertahun. Seperti disebutkan dalam analisis pendatang baru pada sub bab 4.2.1.2, tanpa adanya penambahan kapasitas produksi, maka pada tahun 2018 Indonesia akan mengalami kekurangan produksi semen dalam negeri, karena utilisasi dari seluruh produsen sudah maksimal. Untuk mengantisipasi kenaikan tersebut, beberapa pemain di industri ini sudah merencanakan untuk meningkatkan kapasitas produksinya dan diperkirakan akan selesai antara tahun 2010-2014

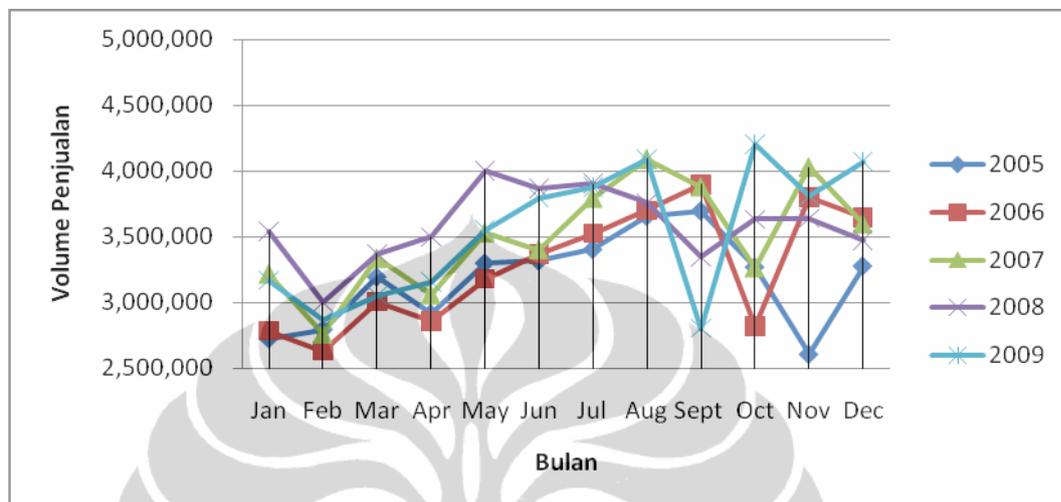
Tabel 4.4
Program Perluasan Industri Semen Nasional

Perusahaan	Kapasitas	Selesai
Semen Andalas	1.800	2010
Semen Tonasa	2.300	2012
Semen Gresik	2.300	2013
Semen Padang	2.300	2013
Indocement	2.400	2014
Semen Holcim	2.400	2014

Sumber: Departemen Perindustrian, 2009

Dari sisi siklus bisnis dari perusahaan, walaupun secara volume penjualan selama 2010-2020 diestimasi akan meningkat secara konstan, namun industri ini memiliki siklus bulanan yang sama. Pada gambar 4.6, dapat dilihat bahwa penjualan akan meningkat pesat pada kuartal II, dan akan menurun secara drastis pada kuartal III. Penurunan penjualan pada kuartal III ini akibat budaya dari masyarakat Indonesia dimana pada periode ini bertepatan dengan hari raya idul

fitri dimana banyak masyarakat menunda untuk membangun dan banyak pekerja bangunan yang kembali ke kotanya pada periode tersebut.



Gambar 4.6
Siklus Bisnis Permintaan Industri Semen

Sumber: Asosiasi Semen Indonesia, 2009

4.2.3 Analisis Kinerja Perusahaan

Setelah mengetahui prospek dari industri secara umum. Tahapan berikutnya adalah dengan melakukan analisis dari masing-masing pemain di industri semen Indonesia.

Pada dasarnya, Industri ini didominasi oleh tiga pemain utama yaitu Semen Gresik Grup (Semen Gresik, Semen Padang, Semen Tonasa), Indocement, dan Holcim Indonesia. Sedangkan pemain lain, seperti Semen Bosowa, Semen Andalas, dan Semen Baturaja, hanya memiliki pangsa pasar tidak lebih dari 15 persen di tahun 2009. Dalam pembahasan berikut, hanya akan membahas profil dan kinerja dari tiga pemain utama di pasar ini yang porsinya mencapai 90 persen dari total produksi nasional

4.2.3.1 PT Semen Gresik, Tbk

PT Semen Gresik (Persero) Tbk. Didirikan di Gresik pada tanggal 7 Agustus 1957 oleh Presiden RI pertama, Soekarno, dengan kapasitas terpasang 250.000 ton semen per tahun. Pada tanggal 8 Juli 1991 Semen Gresik tercatat di

Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya serta merupakan BUMN pertama yang *go public* dengan menjual 40 juta lembar saham kepada masyarakat. Komposisi pemegang sahamnya adalah Negara RI 73 persen dan masyarakat 27 persen. Dana hasil penawaran umum, seluruhnya dipergunakan untuk membiayai sebagian kebutuhan dana pembangunan pabrik semen baru di Tuban, Jawa Timur, dengan kapasitas 2,3 juta ton semen per tahun, dan untuk Proyek Optimalisasi Pabrik II Gresik untuk meningkatkan kapasitas dari 1 juta ton semen per tahun menjadi 1,3 juta ton semen per tahun serta meningkatkan efisiensi pemakaian tenaga listrik dan bahan bakar.

Pada bulan September 1995. Semen Gresik melakukan penawaran umum terbatas I (*Right issue I*), yang mengubah komposisi kepemilikan saham menjadi Negara RI 65 persen dan masyarakat 35 persen. Tanggal 15 September 1995 Semen Gresik berkonsolidasi dengan Semen Padang dan Semen Tonasa, yang kemudian dikenal dengan nama Semen Gresik Group (SGG).

Pada tanggal 17 September 1998. Pemerintah melepas kepemilikan sahamnya di SGG sebesar 14 persen melalui penawaran terbuka yang dimenangkan oleh Cemex S.A. de C.V., perusahaan semen global yang berpusat di Mexico. Komposisi kepemilikan saham kembali menjadi Negara RI 51 persen, masyarakat 35 persen, dan Cemex 14 persen. Pada tanggal 30 September 1999, komposisi kepemilikan saham kembali berubah menjadi Negara RI 51 persen, masyarakat 23,5 persen dan Cemex 25,5 persen.

Pada tanggal 27 Juli 2006 terjadi transaksi penjualan saham Cemex S.A. de C.V. pada Blue Valley Holdings PTE Ltd.. sehingga komposisi kepemilikan saham sampai saat ini berubah menjadi Negara RI 51,01 persen, Blue Valley Holdings PTE Ltd. 24,90 persen, dan masyarakat 24,09 persen. Grup Rajawali menjadi pemegang saham Semen Gresik setelah mengambil alih saham milik Cemex SA pada 2006. Akuisisi itu dilakukan di saat raksasa semen asal Meksiko itu bersengketa dengan pemerintah Indonesia di arbitrase internasional. Cemex menggugat pemerintah Indonesia ke pengadilan internasional lantaran gagal memenuhi perjanjian jual-beli bersyarat. Dalam perjanjian yang ditandatangani

pada September 1998, pemerintah punya hak melepas 25 persen sahamnya ke Cemex. Tapi janji itu tak pernah terealisasi.

Saat ini SGG memiliki kapasitas terpasang dan utilisasi paling tinggi dibandingkan pemain yang lain. Utilisasi kapasitas produksi SGG rata-rata sudah berada diatas 90%. Untuk itu, maka sampai dengan 2014, Semen Gresik akan mengalokasikan belanja modal Rp 12 trilyun untuk menambah kapasitas produksinya

Tabel 4.5
Kapasitas Terpasang dan Utilisasi Semen Gresik Grup 2009

		Semen Gresik	Semen Tonasa	Semen Padang
Semen	Kapasitas Terpasang (Juta Ton)	8,6	3,5	5,9
	Produksi (Juta Ton)	8,4	3,7	5,36
	Utilisasi Kapasitas (%)	98%	106%	91%
Klinker	Kapasitas Terpasang (Juta Ton)	7,7	3,38	5,1
	Produksi (Juta Ton)	7,48	3,07	4,89
	Utilisasi Kapasitas (%)	108%	91%	96%

Sumber: Asosiasi Semen Indonesia, 2009

Semen Gresik memiliki 2 pabrik di Tuban dan Gresik, Jawa Timur. Sedangkan anak perusahaan Semen Gresik yaitu Semen Padang dan Semen Tonasa, memiliki pabrik di Sumatera Barat Sulawesi Selatan dan pabrik pengepakan di Medan, Sumatera Barat, Batam, Tanjung Priok, Banten, Aceh, Sulawesi Selatan. Sulawesi Utara Maluku, Kalimantan, dan Bali. Detail fasilitas dari tiap-tiap pabrik dapat dilihat melalui tabel 4.6, sedangkan untuk persebaran lokasi produksi perusahaan dapat dilihat dari gambar 4.7 – 4.9.

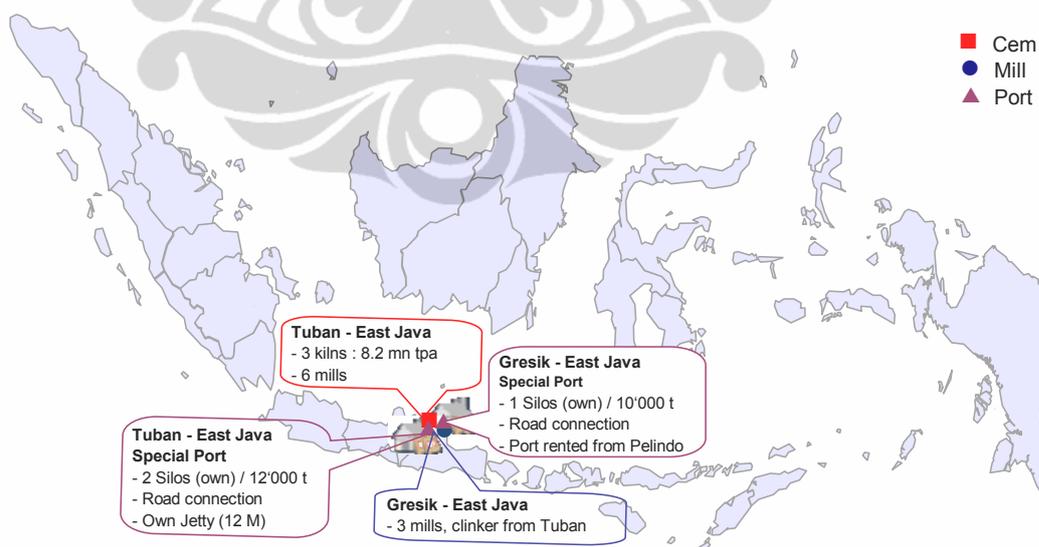
Tabel 4.6
Lokasi dan Fasilitas Produksi Semen Gresik Grup

Lokasi	Fasilitas	
Semen Gresik		
Tuban, Jawa Timur	Port II: Type: Line Jetty; Panjang: 225 meter; Lebar: 45,5 meter; Kapasitas: 40.000 DWT; Kedalaman: 13 meter dibawah permukaan laut	
Gresik, East Java	Gresik Special Port	
	Type-Line Jetty; Panjang: 290,8 meter; Lebar: 15,5 meter; Kapasitas: 10.000 DWT; Kedalaman: 9 meter dibawah permukaan laut	
<ul style="list-style-type: none"> • Jawa Barat: Serang, Tangerang, Bogor, Cibitung, Bandung, Tasikmalaya, Cirebon, Narogong • Jawa Tengah: Tegbaral, Purwokerto, Kudus, Magelang, Solo/Palur, Alas Tuwo, Mojopahit, Sayung. • Yogyakarta : Lempuyangan and Janti, • Jawa Timur: Margomulyo, Tanjung Wangi, Bangkalan, Swabina • Bali: Tabanan, Denpasar, Singarajan 	Gudang	
Lokasi		Fasilitas
Semen Padang		
Indarung, Sumatera Barat		4 & 7 kiln (Indarung II – V), dengan total kapasitas 5.900 ribu ton per tahun
Belawan, Medan		<i>Packing Plant</i> dan sewa pelabuhan Pelindo I
Teluk Bayur, Sumatera Barat	Packing Plant dan 3 pelabuhan khusus dengan kapasitas: 40k DWT; kedalaman: 12,5 m; Panjang: 150m.	
Batam	<i>Packing Plant</i>	
Tanjung Priok, Jakarta	<i>Packing plant</i>	
Ciwandan, Banten	<i>Packing Plant</i> dan pelabuhan	
Malahayati, Aceh	<i>Packing Plant</i> dan sewa pelabuhan Pelindo I	

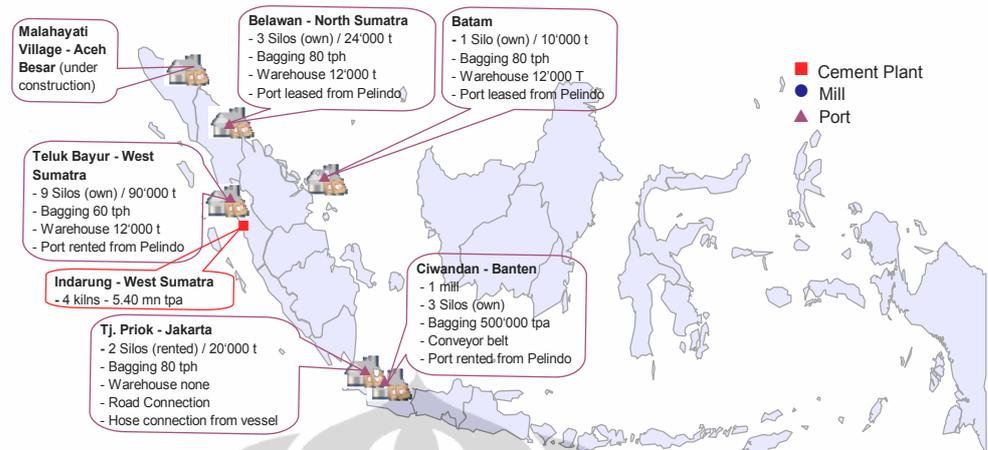
Tabel 4.6 (lanjutan)
Lokasi dan Fasilitas Produksi Semen Gresik

Lokasi	Fasilitas
Semen Tonasa	
Tonasa, Sulawesi Selatan	3 kiln & 4 penggilingan semen
	Tonasa II : 600 ribu ton per tahun
	Tonasa III: 600 ribu ton per tahun
	Tonasa IV: 2,300 ribu ton per tahun
Lokasi	Fasilitas
Semen Tonasa	
Tonasa, Sulawesi Selatan	Pembangkit listrik tenaga batubara 2x25 MW
Makassar, Sulawesi Selatan	<i>Packing Plant</i>
Biringkasi, Sulawesi Selatan	<i>Packing Plant</i> , Pelabuhan (Line Jetty, Panjang: 445,5 meters, Kapasitas: 30,000 DWT, dan Kedalaman: 13 meter di bawah permukaan laut
Bitung, Sulawesi Utara	<i>Packing Plant</i> dan pelabuhan
Ambon, Maluku	<i>Packing Plant</i>
Banjarmasin, Kalimantan Selatan	<i>Packing Plant</i> dan dermaga
Samarinda, Kalimantan Timur	<i>Packing Plant</i> dan pelabuhan
Palu & Bali	<i>Packing Plant</i> dan pelabuhan

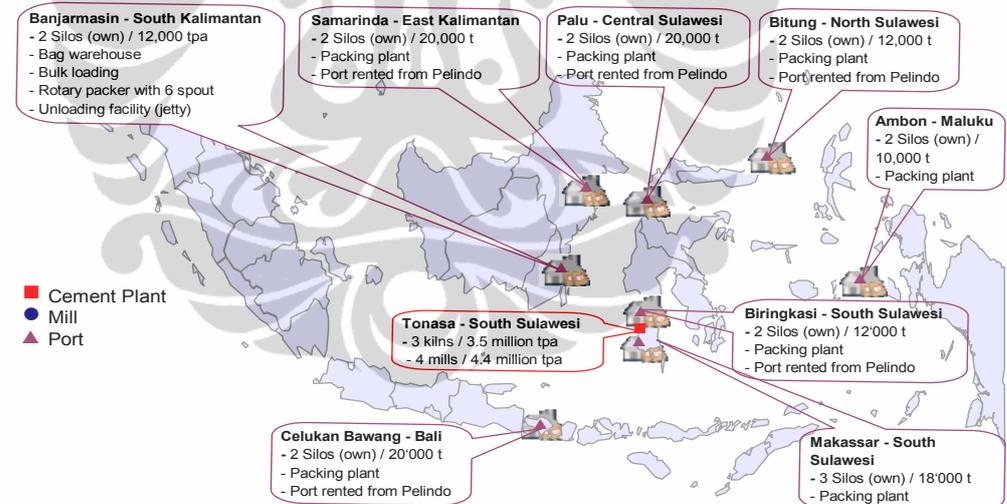
Sumber: Asosiasi Semen Indonesia, 2009



Gambar 4.7
Persebaran Lokasi Produksi dan Distribusi Semen Gresik 2009
Sumber: Asosiasi Semen Indonesia, 2009



Gambar 4.8
Persebaran Lokasi Produksi dan Distribusi Semen Padang 2009
 Sumber: Asosiasi Semen Indonesia, 2009



Gambar 4.9
Persebaran Lokasi Produksi dan Distribusi Semen Tonasa 2009
 Sumber: Asosiasi Semen Indonesia, 2009

Pada tahun 2009, SGG menguasai 45% pangsa pasar semen dalam negeri. Di pasar domestik, perusahaan mendominasi penjualan semen di daerah Jawa Timur, Sumatera, dan Kalimantan, dengan penguasaan pasar masing-masing 76%, 45%, dan 58%. Sedangkan untuk produksi ekspor, perusahaan hanya memberikan

kontribusi sebesar 15% dari total produksi ekspor nasional. Ekspor perusahaan turun rata-rata sekitar 21 persen pertahun sejak 2005. Hal ini dikarenakan perusahaan yang sudah *full capacity* dan sehingga berfokus pada pemenuhan kebutuhan nasional (Asosiasi Semen Indonesia, 2010).

Dari sisi keuangan, berdasarkan lampiran 5a, perusahaan memiliki peningkatan laba bersih sejak tahun 2003 adalah sebesar 37 persen pertahun. Dari sisi pengeluaran modal, SGG memiliki pengeluaran modal tersebar dengan rata-rata 77 persen pertahun. Sampai dengan tahun 2014, perusahaan telah menganggarkan dana untuk ekspansi pabrik mereka senilai IDR 12 trilyun. Posisi hutang terhadap hutang perusahaan di akhir tahun 2009 juga relatif rendah yaitu hanya sekitar 2 persen, sehingga perusahaan dapat lebih fleksibel dalam hal pendanaan bisnisnya.

SGG memiliki keunggulan dibandingkan pemain lain, karena selain lokasi pabrik dan pasar yang tersebar luas, perusahaan ini dimiliki oleh negara, sehingga akan selalu mendapatkan dukungan dari pemerintah. Untuk kedepannya, SGG juga berencana untuk membangun generator untuk menghemat biaya energi perusahaan. Dari segi pendanaan, perusahaan juga tidak akan terlalu sulit mendapatkan pinjaman karena sisi keuangan perusahaan yang cukup baik.

Walaupun demikian, perusahaan juga tidak lepas dari ancaman-ancaman intervensi dari pemerintah maupun penolakan-penolakan dari masyarakat. Sebagai contoh penolakan masyarakat Pati terhadap pembangunan pabrik baru di daerah tersebut. Selain itu, sumber bahan mentah Semen Padang yang berada di area hutan lindung juga risiko tersendiri bagi SGG.

4.2.3.2 PT Indocement Tungal Prakarsa, Tbk

PT Indocement Tungal Prakarsa Tbk (Indocement) merupakan produsen produk semen pemegang merek dagang Tiga Roda. Indocement didirikan pada 16 Januari 1985. Yang merupakan hasil merger dari 8 perusahaan semen. Saat ini 65,14 persen saham perusahaan dipegang oleh Birchwood Omnia, Ltd yang berdomisili di Inggris dan PT Mekar Perkasa sebesar 13,1 persen. Birchwood Omnia Ltd merupakan anak perusahaan dari Heidelberg Cement yang memiliki 100 persen kepemilikan sahamnya.

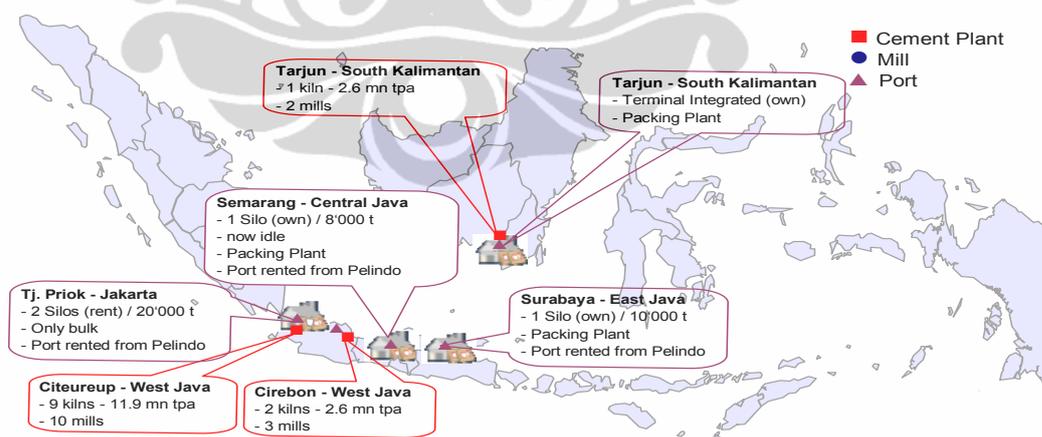
Ruang lingkup kegiatan perusahaan meliputi pabrikasi semen dan bahan-bahan bangunan, pertambangan, konstruksi, dan perdagangan. Saat ini Indocement dan anak perusahaan bergerak di beberapa bidang usaha yang meliputi pabrikasi dan penjualan semen dan beton inti.

Indocement saat ini mengoperasikan 12 pabrik, sembilan di antaranya berlokasi di Citeureup, Bogor, Jawa Barat; dua di Palimanan, Cirebon, Jawa Barat; dan satu di Tarjun, Kotabaru, Kalimantan Selatan.

Tabel 4.7
Lokasi dan Fasilitas Produksi Semen Indocement

Lokasi	Fasilitas
Citeureup, Jawa Barat	9 kiln (Plant 1-8 & 11) dan 10 penggilingan semen, kapasitas produksi 11.9 juta ton per tahun
Palimanan, Cirebon, Jawa Barat	2 kiln (Plant 9 & 10) dan 3 penggilingan semen, dengan total kapasitas 2.6 juta ton per tahun
Tarjun, Kalimantan Selatan	1 kiln (Plant 12), 2 cement mills, terminal <i>dispatch</i> di Kotabaru, Kalimantan Selatan dengan kapasitas 2.6 juta tons per tahun
Tanjung Priok, Jakarta	Sewa pelabuhan pelindo untuk <i>bulk handling</i> dan ekspor
Surabaya, Jawa Timur	Terminal, 1 silo 10.000 ton dengan <i>packing plant</i> dan sewa pelabuhan dari Pelindo
Semarang, Jawa Tengah	Terminal, 1 silo 8.000 ton dengan <i>packing plant</i> , dan sewa pelabuhan dari Pelindo

Sumber: Asosiasi Semen Indonesia, 2009



Gambar 4.10
Persebaran Lokasi Produksi dan Distribusi Indocement 2009
Sumber: Asosiasi Semen Indonesia, 2009

Indocement dioperasikan secara terpadu dengan total kapasitas produksi terpasang sebesar 17,1 juta ton semen dan 15,4 juta ton klinker per tahun dengan rata-rata utilisasi mesin masih dibawah 80%.

Tabel 4.8
Kapasitas Terpasang dan Utilisasi Indocement 2009

		2009
Semen	Kapasitas Terpasang (Juta Ton)	17,1
	Produksi (Juta Ton)	11,53
	Utilisasi Kapasitas (%)	67%
Klinker	Kapasitas Terpasang (Juta Ton)	15,4
	Produksi (Juta Ton)	11,84
	Utilisasi Kapasitas (%)	77%

Sumber: Asosiasi Semen Indonesia, 2009

Sampai dengan akhir tahun 2009, perusahaan menjadi pemain kedua terbesar setelah Semen Gresik Grup dengan pangsa pasar 31 persen. Perusahaan menguasai pangsa pasar terbesar untuk daerah Jawa Tengah, Jawa Barat, DKI Jakarta, dan Banten dengan total pangsa pasar masing-masing 57%, 44%, 40%, dan 54% (Asosiasi Semen Indonesia, 2010).

Krisis 2008 sangat berpengaruh secara signifikan terhadap penjualan ekspor dari Indocement. Penjualan ekspor 2009 turun 30 persen dibandingkan tahun lalu. Walaupun demikian, tingkat kontribusi perusahaan terhadap total ekspor semen Indonesia mencapai 40 persen, jauh dari Semen Gresik Grup yang hanya 15 persen di tahun 2009 (Asosiasi Semen Indonesia, 2010).

Dari sisi profitabilitas, berdasarkan lampiran 6a, peningkatan laba bersih rata-rata selama 3 tahun terakhir bahkan 28 persen melebihi Semen Gresik Grup sebagai *market leader* di industri ini. Rata-rata kinerja operasional Indocement juga terlihat lebih baik dibandingkan dengan Semen Gresik Grup. Rata-rata rasio lancar 6 persen lebih tinggi dibandingkan dengan semen Gresik Grup, perusahaan memiliki efisiensi mesin yang lebih baik. Apabila dibandingkan, Indocement memiliki rata-rata kenaikan laba operasional lebih tinggi dengan pengeluaran *capex* yang lebih kecil.

Untuk menghadapi permintaan di masa mendatang, dalam jangka dekat, Indocement berencana untuk menambah satu pabrik penggilingan semen yang akan dibangun di Citeureup, Bogor dengan kapasitas 1,5 juta ton semen per tahun yang akan mulai beroperasi awal 2012.

Jika kondisi pasar domestik tetap tinggi, berdasarkan tabel 4.4. Indocement berencana melakukan ekspansi dengan membangun pabrik semen baru dalam 3-4 tahun ke depan. Jika terealisasi, pada 2014 pabrik itu diproyeksikan beroperasi dengan total kapasitas 2-3 juta ton semen per tahun. Saat ini perseroan sedang fokus di dua lokasi, yaitu antara Citeureup dan Tarjun, di Kalimantan Selatan. Satu lagi di daerah Jawa Tengah. Walaupun demikian, kinerja dari Indocement sangat berpengaruh terhadap fluktuasi harga minyak, karena sebagian pabrik di Tarjun masih menggunakan BBM non subsidi untuk beroperasi.

4.2.3.3 PT Holcim Indonesia, Tbk

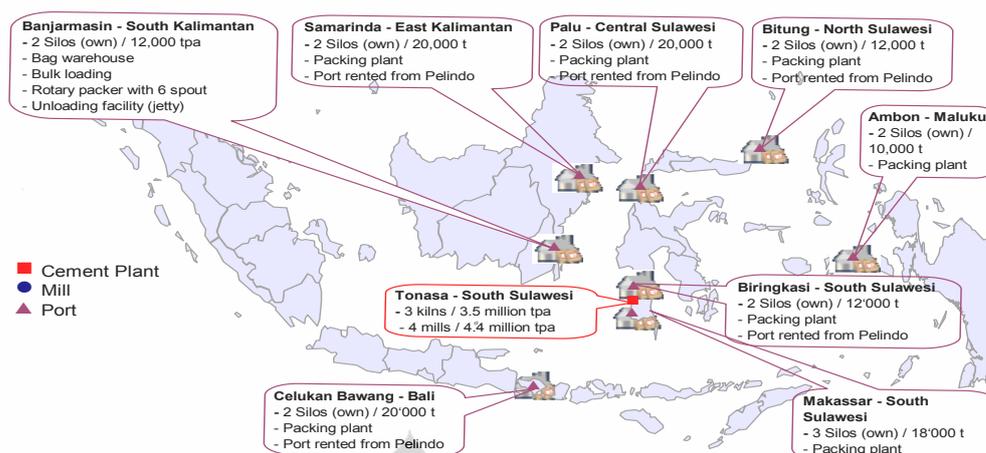
Holcim Indonesia masuk ke Indonesia pada tahun 2001 melalui akuisisi 77,33 persen kepemilikan saham PT Semen Cibinong, Tbk. Perusahaan ini merupakan emiten pertama yang mencatatkan sahamnya di BEJ pada tahun 1977. Holcim Indonesia menyediakan layanan dan bahan bangunan berbahan semen dengan kegiatan operasional di dua negara, Indonesia dan Malaysia.

Perusahaan memiliki 2 pabrik di Jawa Barat dan Cilacap, serta penggilingan semen di Banten dan Malaysia dengan detail sebagai berikut:

Tabel 4.9
Lokasi dan Fasilitas Produksi Semen Holcim

Lokasi	Fasilitas
Narogong, Jawa Barat	2 kiln (NR3 & NR4) dengan kapasitas klinker 3,9 juta ton per tahun dan 6 penggilingan semen, total kapasitas semen 4,7 mio ton per tahun. Fasilitas: - Packing Plant : 2 x 85 ton per tahun dan 8 x 110 ton per tahun - Silo : total cap. 104.000 tons
Cilacap, Jawa Tengah	1 kiln dengan kapasitas klinker 2,4 juta ton per tahun serta 2 penggilingan semen dengan kapasitas 2,8 juta ton per tahun Fasilitas: - Packing Plant : 8 x 120 ton per hari - Silo : total cap. 64.000 tons
Ciwandan, Banten, Jawa Barat	Penggilingan semen dengan kapasitas 0,6 juta ton per tahun Facilities: - Packing plant – 2 x 60 ton per hari - Silo : 2 x 6.000 tons - Dermaga
Johor Bahru, Malaysia	Penggilingan semen dengan kapasitas 1,2 juta ton per tahun
Jakarta: Kembangan, Kranji Jawa Barat: Tangerang, Serpong, Karawang. Jawa Tengah: Poncol, Brumbung, Lempuyangan, Solo Balapan, Sragen, Klaten, Purwosari, Wonosari Jawa Timur: Romokalisari, Blora, Banyuwangi	Gudang dan sarana distribusi

Sumber: Asosiasi Semen Indonesia, 2009



Gambar 4.11
Persebaran Lokasi Produksi dan Distribusi Holcim 2009
 Sumber: Asosiasi Semen Indonesia, 2009

Dari sisi utilisasi kapasitas, produksi perusahaan masih berada di bawah kapasitas sehingga masih memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan produksinya.

Tabel 4.10
Kapasitas Terpasang dan Utilisasi Semen Holcim 2009

		2009
Semen	Kapasitas Terpasang (Juta Ton)	9,3
	Produksi (Juta Ton)	6,73
	Utilisasi Kapasitas (%)	72%
Klinker	Kapasitas Terpasang (Juta Ton)	6,3
	Produksi (Juta Ton)	6,13
	Utilisasi Kapasitas (%)	97%

Sumber: Asosiasi Semen Indonesia, 2009

Holcim dan anak perusahaannya di Indonesia melayani pasar Jawa, populasi yang mencapai 160 juta jiwa dimana pembangunan perumahan dan perniagaan berkembang dengan pesat dan menuntut kebutuhan yang tinggi akan berbagai infrastruktur umum termasuk instalasi pembangkit listrik, pelabuhan, jalan raya dan kanal atau saluran irigasi.

Pendapatan Holcim Indonesia berasal dari penjualan berbagai jenis semen, beton-jadi, produk pracetak serta agregat berkualitas dan layanan

konsultasi. Pada tahun 2009, 88 persen hasil penjualan diperoleh dari dalam negeri sementara 12 persen dari ekspor semen dan klinker. Saat ini Holcim hanya dapat melayani 13 persen dari total permintaan dalam negeri. Nilai ekspor di 2009 mencapai 45 persen dari total produksi nasional, walaupun demikian, secara rata-rata sejak tahun 2005, nilai ekspor Holcim lebih rendah dibandingkan Indocement yang mencapai 43%. Volume ekspor perusahaan tumbuh rata-rata 3% per tahun dibandingkan pemain lain yang lebih fokus ke pasar lokal. Untuk pasar lokal, Holcim menunjukkan pertumbuhan volume penjualan yang cukup signifikan di area Kalimantan yang mencapai 42 persen dan area lain mencapai rata 80 persen sejak tahun 2005. Dalam pasar domestik Holcim menguasai penjualan di area Daerah Istimewa Yogyakarta dimana Holcim memiliki pangsa pasar sebesar 46 persen (Asosiasi Semen Indonesia, 2010).

Dari sisi keuangan, berdasarkan data pada lampiran 7a, dengan pengeluaran *capex* yang cukup rendah, perusahaan memiliki persentase kenaikan laba bersih (diluar laba rugi selisih kurs) yang cukup tinggi, yaitu 56% per tahun. Pada tahun 2008, perusahaan melakukan akuisisi Holcim Malaysia yang diharapkan akan meningkatkan ekspor sebesar 28 persen. Selain itu, perusahaan juga cukup berhasil mengurangi rasio *gearing* dari diatas 200 persen pada tahun 2005 menjadi 60 persen di akhir tahun 2009.

Pada tahun 2009, Laba bersih perusahaan naik 217 persen dari Rp 282 miliar menjadi Rp 896 miliar. Hal tersebut dipicu oleh oleh beberapa beberapa faktor yaitu kenaikan angka penjualan, efisiensi produksi, dan program pengetatan biaya yang diambil Perusahaan. Efek yang sangat signifikan adalah akibat keuntungan selisih kurs akibat pelunasan hutang perusahaan.

Laba bersih perusahaan sangat sensitif terhadap fluktuasi mata uang asing. Untuk mengurangi risiko fluktuasi mata uang asing, di tahun 2009, perusahaan berhasil mengkonversi hutangnya ke dalam rupiah dengan mendapatkan hutang sindikasi senilai IDR 1 trilyun untuk modal kerja perusahaan dan akuisi Holcim Malaysia.

Saat ini, perusahaan sedang mengembangkan proyek untuk membangun pabrik di Tuban, Jawa Timur. Walaupun demikian, posisi pabrik Holcim sebagian terletak di pulau Jawa, sehingga untuk penjualan ke pulau lain akan meningkatkan

harga akibat biaya transportasi yang cukup tinggi. Hal ini juga merupakan salah satu alasan akuisisi Holcim Malaysia, yaitu untuk memperkuat ekspor dan pasar Sumatera.

4.3 Valuasi Perusahaan

4.3.1 *Free Cash Flow to Equity* (FCFE)

Metode yang akan digunakan dalam melakukan valuasi saham para pemain industri ini adalah dengan melakukan perhitungan dengan pendekatan FCFE dengan melakukan modifikasi dari laba bersih dikurangi dengan pengeluaran modal dan klaim terhadap kreditur sebagai dasar valuasi. Dibandingkan dengan FCFE metode ini dirasa lebih tepat karena dalam metode FCFE tidak mempertimbangkan klaim terhadap kreditur dalam perhitungannya.

Dalam metode yang digunakan dalam valuasi saham ini adalah dengan menggunakan *two stage growth model*. Dalam pendekatan ini diasumsikan bahwa dengan kondisi yang sama dengan tahun 2009, maka tahun 2014 akan terjadi kondisi pertumbuhan stabil akibat pertumbuhan ekonomi, dan kondisi persaingan yang semakin kondusif akibat telah terselesaikannya seluruh proyek pembangunan kapasitas produksi dari masing-masing pemain. Setelah periode tersebut, pertumbuhan industri akan sama dengan pertumbuhan dari PDB dari sektor bangunan dengan asumsi sebesar 7.5 persen.

4.3.1.1 PT Semen Gresik

Perhitungan valuasi saham Semen Gresik Grup dapat diperoleh melalui perhitungan berikut:

Tabel 4.11
Perhitungan FCFE Semen Gresik (dalam ribuan kecuali FCFE dan
PV FCFE per lembar saham dalam nilai penuh)

Deskripsi	Proyeksi Arus Kas					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Laba bersih	3.326.488	4.461.973	6.112.889	8.374.638	11.473.228	15.718.286 (a)
(+) Depresiasi	424.940	1.093.667	1.691.236	2.318.684	2.977.505	3.669.266
(-) Pengeluaran Modal	1.614.647	4.355.147	4.572.904	4.801.550	5.041.627	5.293.708
(-) Modal kerja non kas	920.877	3.411.103	3.405.486	4.935.443	7.061.792	9.091.920
(+) Hutang	1.000	1.294.824	1.865.502	1.362.354	630.191	(1.332.657)
FCFE	1.216.904	(915.786)	1.691.236	2.318.684	2.977.505	3.669.266
Saham Beredar	5.879	5.879	5.879	5.879	5.879	5.879
FCFE per saham	207	(156)	288	394	506	24
PV FCFE per saham	17%	207	(116)	160	164	144
Ekuitas 2014						716 (c)
Ekuitas 2009	10.197.679					
Akumulasi Laba 2010-2014	46.141.014					
Ekuitas 2014	56.338.693					
ROE setelah 2014						
Laba bersih 2014	15.718.286					
Ekuitas 2014	56.338.693					
ROE	28%	(b)				

Tingkat pertumbuhan stabil	:	7,5%	(d)
Estimasi Laba 2015	:	16.975.749	(e) = (a) x (1 + (d))
Saham Beredar 2015	:	5.879	(f)
Estimasi EPS 2015	:	2.874	(g) = (e)/(f)
Tingkat Reinvestasi	:	27%	(h) = (d)/(b)
Reinvestasi ekuitas	:	773	(i) = (g) x (h)
FCFE 2015	:	2.101	(j) = (g) - (i)
Harga 2015 (<i>Terminal Value EPS</i>)	:	22.120	(k) = (j) / (ke - (d))
PV of <i>Terminal Value</i> EPS	:	10.089	(l) = PV (k)
Harga saham	:	10.806	(m) = (c) + (l)

Dalam perhitungan diatas, digunakan asumsi pertumbuhan dari laba bersih adalah 37 persen diperoleh melalui rata-rata posisi keuangan dari 2007-2009 dimana pada periode tersebut kondisi makro dan industri semen lebih stabil dibandingkan periode sebelumnya, dan lebih dapat mencerminkan kondisi yang relatif sama dengan 5 tahun kedepan.

Pengeluaran *capex* mengikuti didasarkan pada data pada tabel 4.4 bahwa perusahaan akan melakukan investasi untuk menambah kapasitas produksi sebesar 8,7 juta ton yang akan selesai pada tahun 2014. Total biaya tersebut diasumsikan akan dialokasikan secara merata selama 5 tahun dengan asumsi kenaikan harga tiap tahun sesuai rata-rata tarif inflasi selama 5 tahun yaitu sebesar 5 persen per tahun.

Asumsi lain yang digunakan lainnya adalah bahwa untuk mendanai proyeknya perusahaan akan sebisa mungkin menggunakan kas internal. Apabila terjadi kekurangan pendanaan maka perusahaan baru akan melakukan pinjaman terhadap pihak lain.

Berdasarkan perhitungan hasil regresi pada lampiran 2, diperoleh nilai beta SMGR 0,8. Nilai beta tersebut dimodifikasi dengan persamaan 3.15, sehingga diperoleh *adjusted beta* sebesar 0.87. Dengan nilai asumsi *risk free* berdasarkan data IGSYC 31 Desember 2009 adalah 8,92% dan *risk premium* berdasarkan data Damodaran pada lampiran 11, dengan rumus CAPM maka diperoleh sebesar *cost of equity* adalah sebesar 17%. Melalui pendekatan ini diperoleh nilai intrinsik saham Semen Gresik adalah senilai IDR 10.806 per lembar saham.

Dalam perhitungan diatas mengasumsikan bahwa kondisi makro ekonomi, tetap stabil dan kondisi lain sama dengan kondisi saat ini. Melalui hasil regresi pada pada lampiran 8, diperoleh bahwa ketika perekonomian memburuk/membaik dan pemerintah menaikkan/menurunkan tingkat suku bunga SBI sebesar 1 persen, maka nilai saham akan turun/naik di sebesar IDR 631 per lembar saham, sehingga dengan volatilitas tingkat suku bunga sebesar 1 persen, kisaran saham SMGR akan berada pada nilai IDR 10.175 – 11.437 per lembar saham.

4.3.1.2 PT Indocement Tunggal Perkasa, Tbk

Perhitungan valuasi saham Indocement dapat diperoleh melalui perhitungan berikut:

Tabel 4.12
Perhitungan FCFE Indocement (dalam jutaan kecuali FCFE per lembar saham dalam nilai penuh)

Deskripsi	Asumsi	Jumlah					
		2009	2010	2011	2012	2013	2014
Laba bersih		2.747	4.570	7.541	12.442	20.529	33.874 (a)
(+) Depresiasi		569	696	871	1.111	1.420	1.801
(-) Pengeluaran Modal		700	1.491	2.322	3.194	4.109	5.071
(-) Modal kerja non kas		1.438	2.468	5.406	9.559	16.934	29.655
(+) Hutang		(1.859)	(1.859)	187	310	514	852
FCFE		(681)	(552)	871	1.111	1.420	1.801
Saham Beredar		4	4	4	4	4	4
FCFE per saham		(185)	(150)	236	302	386	489
	19%	(185)	(126)	167	179	192	205
							432 (c)
Ekuitas 2009	10.681						
Akumulasi Laba 2010-2014	78.956						
Ekuitas 2014	89.637						
<u>ROE setelah 2014</u>							
Laba bersih 2014	33.874						
Ekuitas 2014	89.637						
ROE	38% (b)						

Tingkat pertumbuhan stabil	:	7.5%	(d)
Estimasi Laba 2015	:	36,414	(e) = (a) x (1 + (d))
Saham Beredar 2015	:	3.68	(f)
Estimasi EPS 2015	:	9,890	(g) = (e)/(f)

Tingkat Reinvestasi	:	20%	(h) = (d)/(b)
Reinvestasi ekuitas	:	1,963	(i) = (g) x (h)
FCFE 2015	:	7,927	(j) = (g) - (i)
Harga 2015 (<i>Terminal Value EPS</i>)	:	68,934	(k) = (j) / (ke - (d))
PV of <i>Terminal Value EPS</i>	:	28,887	(l) = PV (k)
Harga saham kini	:	29,319	(m) = (c) + (l)

Perhitungan valuasi saham untuk Indocement juga menggunakan asumsi yang berdasarkan data historis. Asumsi yang digunakan untuk pertumbuhan laba bersih adalah dengan menggunakan rata-rata laba bersih selama 3 tahun sejak tahu 2007-2009 yaitu sebesar 65%.

Asumsi pembelanjaan modal adalah berdasarkan tabel 4.4 bahwa perusahaan akan melakukan ekspansi dengan menambah kapasitas produksi sebesar 2,4 juta ton senilai IDR 3,6 trilyun yang akan selesai pada tahun 2014. Biaya tersebut akan dilalokasikan secara merata selama 5 tahun dengan asumsi kenaikan harga selama 5 tahun sesuai dengan asumsi inflasi 5 tahun ke depan yaitu sebesar 5 persen per tahun.

Berdasarkan perhitungan hasil regresi pada lampiran 3, diperoleh nilai beta INTP 1,2. Nilai beta tersebut dimodifikasi dengan persamaan 3.15 sehingga diperoleh *adjusted beta* sebesar 1,14. Dengan nilai asumsi *risk free* berdasarkan data IGSYC 31 Desember 2009 adalah 8,92% dan *risk premium* berdasarkan data Damodaran pada lampiran 11, dengan rumus CAPM maka diperoleh sebesar *cost of equity* adalah sebesar 19%. Berdasarkan dari hasil perhitungan FCFE, diperoleh nilai intrinsik saham sebesar IDR 29.319 per lembar saham.

Walaupun demikian, dalam perhitungan diatas mengasumsikan bahwa kondisi makro ekonomi tetap stabil dan kondisi lain sama dengan kondisi saat ini. Melalui perhitungan regresi pada lampiran 9, diperoleh bahwa ketika perekonomian memburuk/membaik dan pemerintah menaikkan/menurunkan tingkat suku bunga SBI sebesar 1 persen, maka nilai saham akan turun/naik di sebesar IDR 758 per lembar saham, sehingga kisaran saham SMGR akan berada pada nilai IDR 28.561 – 30.077 per lembar saham.

4.3.1.3 PT Holcim Indonesia, Tbk

Perhitungan valuasi saham Holcim Indonesia dapat diperoleh melalui perhitungan berikut:

Tabel 4.13
Perhitungan FCFE Holcim Indonesia (dalam ribuan kecuali FCFE per lembar saham dalam nilai penuh)

Deskripsi	Proyeksi Arus Kas					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Laba bersih	895,751	1,635,889	2,551,987	3,981,100	6,210,516	9,688,406 (a)
(+) Depresiasi	441,718	441,832	559,016	734,719	971,865	1,273,528
(-) Pengeluaran Modal	120,236	882,248	1,682,360	2,522,478	3,404,602	4,330,832
(-) Modal kerja non kas	(510,911)	1,533,655	593,529	1,332,182	2,068,437	3,256,280
(+) Hutang	(1,586,305)	1,252,374	137,181	110,401	(366,552)	(1,519,963)
FCFE	141,839	914,193	972,296	971,560	1,342,791	1,854,858
Saham Beredar	7,663	7,663	7,663	7,663	7,663	7,663
FCFE per saham	19	119	127	127	175	242
PV K _e	21%	19	99	87	72	82
						450 (c)
Ekuitas 2014						
Akumulasi Laba 2009	3,314,890					
Jumlah laba 2010-2014	24,067,899					
Ekuitas 2014	27,382,789					
ROE setelah 2014						
Laba bersih 2014	9,688,406					
Ekuitas 2009	27,382,789					
ROE	35%					(b)

Tingkat pertumbuhan stabil	:	7.5%	(d)
Estimasi laba 2015	:	10,415,036	(e) = (a) x (1 + (d))
Saham beredar 2015	:	7,663	(f)
Estimasi EPS 2015	:	1,359	(g) = (e)/(f)

Tingkat Reinvestasi	:	21%	(h) = (d)/(b)
Reinvestasi ekuitas	:	288	(i) = (g) x (h)
FCFE 2015	:	1,071	(j) = (g) - (i)
Harga 2015 (<i>Terminal Value EPS</i>)	:	7,934	(k) = (j) / (ke - (d))
PV of <i>Terminal Value EPS</i>	:	3,059	(l) = PV (k)
Harga saham kini	:	<u><u>3,509</u></u>	(m) = (c) + (l)

Konsisten dengan metode valuasi saham yang lain, untuk menghitung saham ini, pertumbuhan laba juga menggunakan rata-rata pertumbuhan laba selama tahun 2007-2009 yaitu sebesar 56 persen.

Asumsi yang digunakan untuk perhitungan pengeluaran modal adalah berdasarkan data pada tabel 4.4 bahwa SMCB akan melakukan melakukan ekspansi untuk menambah kapasitas produksi sebesar 2.4 juta ton yang akan selesai pada tahun 2014. Estimasi biaya senilai total IDR 3.6 trilyun tersebut dialokasikan secara merata selama 5 tahun dengan asumsi kenaikan harga sesuai inflasi senilai 5 persen per tahun.

Berdasarkan perhitungan hasil regresi pada lampiran 4, diperoleh nilai beta SMCB 1.5. Nilai beta tersebut dimodifikasi dengan persamaan 3.15, sehingga diperoleh *adjusted beta* sebesar 1,3. Dengan nilai asumsi *risk free* berdasarkan data IGSYC 31 Desember 2009 adalah 8,92% dan *risk premium* berdasarkan data Damodaran pada lampiran 11, dengan CAPM, maka diperoleh sebesar *cost of equity* adalah sebesar 21%.

Berdasarkan perhitungan pada lampiran 1, diperoleh *cost of equity* sebesar 21 persen. Melalui perhitungan FCFE ini diperoleh nilai intrinsik saham Holcim adalah senilai IDR 3.509 per lembar saham. Walaupun demikian, dalam perhitungan diatas mengasumsikan bahwa kondisi makro ekonomi tetap stabil dan kondisi perusahaan sama dengan saat ini. Melalui perhitungan pada lampiran 10, diperoleh bahwa ketika perekonomian memburuk/membaik dan pemerintah menaikkan/menurunkan tingkat suku bunga SBI sebesar 1 persen, maka nilai saham akan turun/naik di sebesar IDR 127 per lembar saham, sehingga kisaran saham SMGR akan berada pada nilai IDR 3.382 – 3.636 per lembar saham.

Berdasarkan hasil penelitian diatas, diperoleh kisaran harga saham Semen Gresik, Indocement, dan Holcim Indonesia masing-masing adalah antara IDR 10.175–11.437, IDR 28.561–30.077 dan IDR 3.382–3.636 per lembar saham. Harga penutupan saham pada 31 December 2009 adalah sebesar IDR 7.550, IDR 13.700, dan IDR 1.550 per lembar saham. Berdasarkan kondisi pada tanggal tersebut dapat diperoleh kesimpulan bahwa pada tanggal tersebut, semua saham industri semen masih *undervalued*. Potensi *capital gain* terbesar dapat diperoleh 118 persen melalui investasi pada saham Holcim Indonesia, sedangkan untuk Indocement hanya memiliki potensi *capital gain* sebesar 108 persen. Hal ini berbanding lurus dengan utilisasi kapasitas produksi dari masing-masing perusahaan dimana Holcim masih memiliki *idle capacity* yang paling tinggi, disusul oleh Indocement, sedangkan untuk Semen Gresik telah mencapai *full capacity*. Ketika perusahaan memiliki sisa kapasitas terpasang yang masih cukup tinggi, maka perusahaan masih memiliki potensi pertumbuhan yang relatif cukup besar. Berdasarkan analisis fundamental yang dilakukan, maka disarankan bagi investor untuk membeli saham Holcim Indonesia karena memiliki potensi *capital gain* yang lebih besar.

4.3.2 Analisis *PE Ratio*

Dalam analisis PE ini dilakukan dengan melakukan perhitungan rata-rata dari PE industri pada 31 Desember 2009. Berdasarkan rata-rata dari PE dari perusahaan-perusahaan industri semen yang terdaftar di BEJ, maka diperoleh rata-rata PE pada tanggal tersebut adalah sebesar 14,98 persen.

Tabel 4.14
Perhitungan Rata-Rata *PE ratio*

Perusahaan	PE Aktual
SMGR	13,34
INTP	18,36
SMCB	13,25
	14,98

Berdasarkan hasil tersebut, maka diperoleh hasil bahwa nilai dari saham Indocement diatas dari rata-rata pasar. Nilai ini sebanding dengan pencapaian rata-rata laba perusahaan sebesar 65 persen yang jauh lebih tinggi dibandingkan rata-rata laba pada Semen Gresik dan Holcim Indonesia.

