

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Ekonomi Makro

4.1.1 Perekonomian Dunia

Secara umum perkembangan perekonomian dan pasar keuangan global terus membaik, hal ini dapat dilihat pada *emerging markets* yang terus mengalami proses pemulihan, terutama di Asia yang berperan sebagai motor perekonomian dunia. Perekonomian negara maju juga menunjukkan perbaikan, yang tercermin pada membaiknya kinerja konsumsi dan produksi, serta kondisi pasar tenaga kerja yang secara umum terindikasi mulai membaik. Berikut ini proyeksi pertumbuhan ekonomi di beberapa negara yang dilakukan oleh *International Monetary Fund (IMF)*.

Tabel 4.1. Proyeksi Pertumbuhan Ekonomi Beberapa Negara (dalam %)

Negara	2008	2009	2010	2011
Dunia	3,0	- 0,8	3,9	4,3
<i>Advanced economies</i>			Proyeksi	
AS	0,4	- 2,5	2,7	2,4
Inggris	0,5	- 4,8	1,3	2,7
Kanada	0,4	- 2,6	2,6	3,6
Jepang	- 1,2	- 5,3	1,7	2,2
Euro Area				
- Jerman	1,2	- 4,8	1,5	1,9
- Perancis	0,3	- 2,3	1,4	1,7
- Italia	- 1,0	- 4,8	1,0	1,3
- Spanyol	0,9	- 3,6	- 0,6	0,9
<i>Emerging economies</i>				
- China	9,6	8,7	10,0	9,7
- India	7,3	5,6	7,7	7,8
- Rusia	5,6	- 9,0	3,6	3,4
- Brazil	5,1	- 0,4	4,7	3,7
Indonesia*		4,8	5,9	6,5

Sumber : - *World Economic Outlook*, Januari 2010

- * Proyeksi Kadin, 2009.

Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa proyeksi pertumbuhan ekonomi dunia akan meningkat secara signifikan dari – 0,8 % di tahun 2009 menjadi 3,9 % ditahun 2010 dan 4,3% ditahun 2011. Pemulihan ekonomi lebih cepat dari yang diperkirakan, sehingga meningkatkan kepercayaan konsumen dan pelaku bisnis, demikian juga pada pasar keuangan.

4.1.2 Perekonomian Indonesia

Pertumbuhan perekonomian Indonesia dalam jangka menengah (2009 – 2014) diperkirakan akan terus meningkat, dibarengi dengan tingkat inflasi yang tetap terkendali. Permintaan domestik diperkirakan akan tetap menjadi kekuatan utama pertumbuhan ekonomi, seperti yang telah ditunjukkan dalam satu dasawarsa terakhir. Sementara itu, kinerja ekspor juga akan kembali mengalami peningkatan sejalan dengan mulai bangkitnya perekonomian global

Berikut ini Proyeksi Perekonomian Indonesia yang dirilis oleh Bank Indonesia pada bulan April 2009 didalam *Outlook* Ekonomi Indonesia 2009 – 2014

Tabel 4.2 Proyeksi Perekonomian Indonesia 2010 – 2014

Asumsi	2010	2011	2012	2013	2014
Pertumbuhan PDB (%)	4,5 - 5,5	5,0 – 6,0	5,4 - 6,4	5,7 - 6,7	6,0 - 7,0
- Konsumsi Masyarakat (%)	4,0 - 5,0	4,6 – 5,6	4,9 - 5,9	5,0 - 6,0	5,1 - 6,1
- Investasi Swasta (%)	7,4 - 8,4	9,3 - 10,3	9,8 - 10,8	10,3 - 11,3	10,6 – 11,6
- Konsumsi & Investasi Pemerintah (%)	7,1 - 8,1	6,0 – 7,0	5,0 - 6,0	4,2 - 5,2	3,8 - 4,8
- Ekspor Barang & Jasa (%)	6,7 - 7,7	9,2 - 10,2	9,8 - 10,8	10,2 - 11,2	10,5 – 11,5
- Impor Barang & Jasa (%)	8,4 - 9,4	9,6 - 10,6	10,2 - 11,2	10,4 - 11,4	10,5 - 11,5
Inflasi (%)	6,0 - 7,0	5,1 – 6,1	4,5 - 5,5	4,4 - 5,4	4,0 - 5,0

Sumber : *Outlook* Ekonomi Indonesia 2009 – 2014 (dirilis Bank Indonesia April 2009)

Meningkatnya sisi permintaan diimbangi dengan meningkatnya daya dukung kapasitas perekonomian sehingga mampu menjaga kecukupan di sisi produksi. Terjaganya keseimbangan antara sisi permintaan dan penawaran inilah yang merupakan salah satu faktor utama yang menyebabkan perekonomian mampu terus tumbuh tanpa harus mengorbankan stabilitas harga. Perekonomian Indonesia pada tahun 2013 dan 2014 diperkirakan dapat tumbuh masing-masing

pada kisaran 5,7 - 6,7% dan 6,0 - 7,0%. Sementara itu, laju inflasi pada tahun 2013 dan 2014 diperkirakan akan berada dalam kisaran 4,4 - 5,4% dan 4,0-5,0%.

Sejalan dengan skenario perbaikan ekonomi global, kinerja ekspor pada tahun 2010 dan periode selanjutnya diperkirakan akan terus mengalami penguatan, yang didukung oleh semakin membaiknya daya saing sebagai hasil dari implementasi berbagai perbaikan struktural yang secara konsisten dilaksanakan oleh Pemerintah.

Pergerakan nilai tukar yang stabil dengan kecenderungan apresiatif juga mendorong perusahaan untuk mengoptimalkan penggunaan faktor-faktor produksinya seperti kapital dan bahan baku impor. Selain itu, faktor lain yang teramat penting dalam mendorong peningkatan produksi adalah meningkatnya iklim investasi. Perbaikan iklim investasi ini disamping akan meningkatkan akumulasi kapital secara fisik, diharapkan juga akan meningkatkan efisiensi produksi sehingga pada akhirnya berdampak pada menurunnya tekanan inflasi dalam jangka panjang, hingga diperkirakan inflasi pada tahun 2014 mencapai 4,0-5,0%.

Bank Indonesia secara konsisten menjaga kestabilan harga melalui penetapan *BI Rate* secara tepat dan terukur, sehingga dapat menjaga momentum penguatan pertumbuhan ekonomi. Kestabilan harga yang tercapai ini pada akhirnya dapat memperkuat daya beli masyarakat, yang selanjutnya akan semakin memperkuat kesinambungan penguatan ekonomi dalam jangka panjang

Proyeksi Indikator Ekonomi Makro Jangka Menengah yang diliris Menteri Keuangan RI didalam Musrenbangnas RPJMN 2010 – 2014 pada bulan Desember 2009.

Tabel 4.3 Proyeksi Indikator Ekonomi Makro Jangka Menengah

Asumsi	2010	2011	2012	2013	2014
Pertumbuhan Ekonomi (%)	5,5	6,0 - 6,3	6,4 - 6,9	6,7 - 7,4	7,0 - 7,7
Inflasi (%)	5,0	5,0 +/- 1	5,0 +/- 1	4,5 +/- 1	4,5 +/- 1
SBI 3 bulan (%)	6,5	6,0 - 7,5	6,0 - 7,5	5,5 - 6,5	5,5 - 6,5
Nilai Tukar (Rp/US\$)	10,000	9,250 - 9,750	9,250 - 9,750	9,250 - 9,850	9,250 - 9,850

Sumber : Musrenbangnas RPJMN 2010 - 2014

4.2 Analisis Industri Kelapa Sawit

4.2.1 Tinjauan Umum Industri Kelapa Sawit

Kelapa sawit adalah tanaman komersial berumur panjang yang dibudidayakan dan buahnya dapat diproses lebih lanjut untuk menghasilkan minyak sawit dan minyak inti sawit. Produk turunan minyak sawit dan minyak inti sawit digunakan secara luas di dunia, dalam bidang industri makanan dan non makanan seperti minyak goreng, margarin, sabun dan deterjen, juga dapat digunakan sebagai pakan ternak, kosmetik, pelumas industri, dan bahan bakar bio.

Minyak sawit merupakan komoditas nomor satu di dunia dibandingkan dengan produk minyak dan lemak lainnya. Minyak utama lainnya adalah minyak kedelai, minyak biji sesawi, minyak bunga matahari dan lemak hewani. Minyak sawit merupakan salah satu minyak yang paling banyak diperdagangkan di dunia, mencapai 56% dari ekspor minyak dan lemak dunia pada tahun 2008. Pasar ekspor utama untuk minyak sawit adalah Eropa, Cina, India, Pakistan, Iran, Irak, Yordania, Arab Saudi, Uni Emirat Arab, Afrika Utara, Turki, Rusia, Brasil, Meksiko, Jepang, dan Amerika Serikat (*Annual Report BW Plantation, 2009*).

Negara penghasil minyak sawit utama adalah Indonesia dan Malaysia, yang masing-masing menghasilkan sekitar 19,2 juta tons dan 17,7 juta tons atau sekitar 45% dan 41% dari jumlah produksi dunia pada tahun 2008. Indonesia merupakan negara penghasil CPO terbesar dan dalam dekade terakhir, kontribusinya terhadap produksi CPO dunia meningkat dari 31% pada tahun 1998 menjadi 45% pada tahun 2008.

Produksi minyak sawit dunia telah mengalami pertumbuhan yang pesat selama kurun waktu 10 tahun, dengan pertumbuhan lebih dari dua kali lipat, dari 17 juta ton pada tahun 1998 menjadi 43 juta ton pada tahun 2008. Pertumbuhan produksi terutama dipicu oleh harga yang menarik, besarnya laba yang dihasilkan dari perusahaan sawit, pesatnya pertumbuhan konsumsi dunia, dan tingginya pertumbuhan popularitas minyak sawit dibandingkan dengan minyak dan lemak lainnya. Keberhasilan industri minyak sawit juga berhubungan dengan beragamnya penggunaan minyak sawit, baik untuk penggunaan di bidang makanan dan non-makanan (*Annual Report BW Plantation, 2009*).

4.2.2 Industri Kelapa Sawit Indonesia

Indonesia menempati posisi teratas sebagai negara produsen minyak kelapa sawit (*Crude Palm Oil*) terbesar dunia, dengan produksi sebesar 17,5 juta ton pada 2008. Dari total produksi tersebut diperkirakan hanya sekitar 25% sekitar 4,5 juta ton yang dikonsumsi oleh pasar domestik. Dengan demikian Indonesia terus mengembangkan pasar ekspor baru maupun memperbesar pasar yang sudah ada misalnya Pakistan, Bangladesh, dan Eropa Timur serta China.

Total luas areal perkebunan kelapa sawit di Indonesia terus bertambah yaitu 7,3 juta hektar pada 2008 menjadi 7,5 juta hektar pada 2009. Sedangkan produksi minyak sawit (*Crude Palm Oil*) terus mengalami peningkatan dari 17,5 juta ton pada 2008 meningkat menjadi 18,6 juta ton pada 2009.

Tabel 4.4 Luas Areal dan Produksi Kelapa Sawit

	Tahun				
	2006	2007	2008	2009*	2010**
Luas Areal (Ha)	6.594.914	6.766.836	7.363.847	7.508.023	7.824.623
Produksi (Ton)	17.350.848	17.664.725	17.539.788	18.640.881	19.844.901

Sumber : Direktorat Jenderal Perkebunan, 2010

* Sementara

** Estimasi

Industri perkebunan kelapa sawit di Indonesia terdiri dari perusahaan perkebunan milik negara, perusahaan perkebunan swasta, dan perusahaan-perusahaan independen lainnya serta petani-petani kecil. Pada awalnya, perusahaan - perusahaan perkebunan milik Pemerintah adalah produsen minyak sawit terbesar di Indonesia. Namun beberapa tahun terakhir, industri minyak sawit di Indonesia telah berubah dari usaha yang didominasi perusahaan Pemerintah menjadi usaha yang didominasi oleh perusahaan swasta.

Saat ini perkebunan besar swasta mendominasi luas areal perkebunan dan produksi kelapa sawit di Indonesia. Pada tahun 2009 dari total areal perkebunan kelapa sawit nasional seluas 7.508 ribu ha, sekitar 3.885 ribu ha (51,75%) diusahakan oleh perkebunan besar swasta, sedangkan 3.014 ribu ha (40,15%) diusahakan oleh perkebunan rakyat dan selebihnya 608 ribu ha (8,10%) adalah

milik perkebunan milik Pemerintah. Total produksi kelapa sawit pada tahun 2009 sebesar 18.640.881 ton, sekitar 9.431.089 ton (50,60%) dihasilkan oleh perkebunan besar swasta, sedangkan 7.247.979 ton (38,88%) dihasilkan oleh perkebunan rakyat dan selebihnya 1.961.813 ton (10,52%) adalah milik perkebunan milik Pemerintah.

Tabel berikut menunjukkan perbandingan luas areal dan produksi kelapa sawit perkebunan swasta, perkebunan milik pemerintah dan perkebunan rakyat.

Tabel 4.5 Perbandingan Perkebunan Swasta, Milik Negara dan Rakyat

	2008	Tahun 2009*	2010**
Luas Areal (Ha)			
Perkebunan Swasta	3,878,986	3,885,470	3,893,385
Perkebunan Milik Negara	602,963	608,580	616,575
Perkebunan Rakyat	2,881,898	3,013,973	3,314,663
	7,363,847	7,508,023	7,824,623
Produksi (ton)			
Perkebunan Swasta	8,678,612	9,431,089	9,980,957
Perkebunan Milik Negara	1,938,134	1,961,813	2,089,908
Perkebunan Rakyat	6,923,041	7,247,979	7,774,036
Total	17,539,787	18,640,881	19,844,901

Sumber : Direktorat Jenderal Perkebunan, 2010

* Sementara

** Estimasi

4.2.3 Konsumsi Domestik dan Ekspor Minyak Sawit Indonesia

Indonesia, merupakan salah satu negara dengan tingkat konsumsi minyak dan lemak terbesar didunia, yaitu sebesar 23,5 kilogram per kapita di tahun 2008, sehingga memiliki kontribusi sebesar 11% dari total konsumsi minyak sawit dunia di tahun 2008.

Tabel berikut ini menunjukkan konsumsi dari CPO dan minyak inti sawit (PKO) di Indonesia untuk tahun 1998 sampai 2008 sesuai informasi dari *Oil World* analisis dan penelitian pasar global tahun 2009.

Tabel 4.6 Konsumsi CPO dan PKO di Indonesia

(dalam jutaan ton)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1998-2008 (1)
CPO	2.8	3.0	3.0	2.9	3.0	3.2	3.3	3.5	3.7	4.1	4.5	4,8%
PKO	0.11	0.08	0.16	0.21	0.26	0.31	0.40	0.40	0.44	0.48	0.58	18,2%

(1) Rata-rata pertumbuhan majemuk tahunan.

Sumber: *Oil World Data Bank*, 2009

Indonesia merupakan pasar domestik yang besar, yaitu sekitar 4.5 juta ton di tahun 2008, namun tingkat produksi CPO masih jauh di atas konsumsi domestik CPO, sehingga mengakibatkan tingginya tingkat persediaan CPO untuk diekspor. Sesuai dengan proyeksi pertumbuhan pada produksi minyak sawit domestik, produsen Indonesia diperkirakan akan meningkatkan penjualan produk minyak sawit kepada populasi yang lebih besar baik di pasar dalam negeri dan pasar luar negeri. Dengan peningkatan produksi CPO pada angka 13% per tahun selama lima tahun terakhir, tingkat ekspor diperkirakan akan terus meningkat di masa mendatang (*Oil World Data Bank*, 2009).

Tabel berikut menunjukkan pertumbuhan produksi CPO yang sangat tinggi di Indonesia untuk tahun 1998 hingga 2008 dan juga pertumbuhan yang lebih tinggi lagi dari volume ekspor sesuai hasil riset dan analisa *Oil World* analisa dan penelitian pasar global.

Tabel 4.7 Produksi dan Ekspor CPO Indonesia

(dalam juta ton)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	10 tahun (1)
Produksi.....	5.4	6.3	7.1	8.1	9.4	10.6	12.4	14.1	16.1	17.3	19.2	13,6%
Ekspor.....	2.3	3.3	4.1	5.0	6.5	7.4	9.0	10.4	12.5	12.7	14.6	20,5%

(1) Rata-rata pertumbuhan majemuk tahunan.

Sumber: *Oil World Data Bank*, 2009

4.2.4 Harga Minyak Sawit

Harga CPO dan berbagai produk turunannya dipengaruhi oleh harga internasional yang cenderung berfluktuasi. Harga CPO umumnya dikaitkan dengan harga pasar Rotterdam, *Malaysian Commodity Derivatives Exchange* (BMD) di Kuala Lumpur, dan *Chicago Board of Trade* (di mana produk *futures* untuk kedelai dan minyak kedelai diperdagangkan).

Harga pasar CPO terkadang sulit di prediksi dan sangat dipengaruhi oleh beberapa faktor yang berhubungan seperti perubahan cuaca atau keputusan politik, sehingga dapat mengakibatkan volatilitas harga di pasar internasional. Faktor-faktor utama yang menentukan harga CPO adalah (*Annual Report BW Plantation, 2009*) :

- Permintaan dan pasokan dunia atas CPO
- Permintaan dan pasokan dunia akan minyak nabati lainnya, terutama minyak kedelai dan minyak biji sesawi.
- Kepedulian pada lingkungan dan usaha untuk mengurangi emisi CO₂, kecenderungan tingginya harga minyak bumi telah mendorong penggunaan minyak biji sesawi, kedelai, sawit, dan minyak nabati lainnya sebagai sumber bahan bakar yang dapat diperbaharui untuk memproduksi bahan bakar bio dan listrik.
- Kebijakan Pemerintah seperti tarif impor dan ekspor termasuk tarif pajak ekspor Indonesia, atau tarif impor di India dan Cina.
- Harga minyak nabati lainnya dan harga minyak mineral serta turunannya.
- Perkembangan ekonomi seperti pertumbuhan pendapatan (GDP), tingkat bunga dan fluktuasi nilai tukar mata uang.
- Tingkat pertumbuhan populasi dan kondisi cuaca dan pengaruh alam lainnya.

Harga rata-rata CPO di Rotterdam selama 30 tahun terakhir hingga tahun 2005 (sebelum terjadinya ledakan harga CPO) adalah US\$ 466 per ton, sesuai informasi dari *Oil World* analisis dan peneliti pasar global pada tahun 2009. Akan tetapi CPO seperti komoditas lainnya, menunjukkan volatilitas harga yang cukup signifikan seperti terlihat dalam grafik di bawah.

Tajamnya peningkatan harga minyak mineral mentah dan tingginya permintaan CPO serta minyak nabati lainnya telah mendorong harga pada harga tertinggi secara historis pada tahun 2006, 2007, dan 2008. Harga minyak sawit pada bulan Oktober dan November 2008 telah mengalami penurunan pada harga yang sangat rendah dan tidak bertahan lama pada tingkat yang rendah tersebut. Harga minyak sawit kemudian mengalami peningkatan kembali pada bulan Januari - Mei 2009.

Dikarenakan prospektif akan tingkat pertumbuhan konsumsi minyak nabati dunia (kedelai, biji sesawi, CPO dan yang lainnya) sebagai sumber energi yang dapat diperbaharui dan prospektif akan kenaikan harga energi, Harga CPO rata-rata lima tahunan diperkirakan tetap berada jauh di atas harga rata – rata 30 tahunan CPO (1976 – 2005) untuk 30 tahun ke depan.

4.2.5 Analisis *Porter Five Forces*

Berikut ini analisa industri kelapa sawit dengan mengacu pada kerangka *Porter Five Forces* :

a. Kekuatan Tawar Menawar Pembeli dan Penjual

Minyak sawit, baik dalam bentuk mentah maupun sudah diolah, merupakan komoditas yang diperdagangkan secara kompetitif di pasar komoditas dunia dan melibatkan banyak pembeli dan penjual. Tidak ada satupun produsen / penjual, atau kelompok produsen/penjual, yang mempunyai kekuatan untuk mempengaruhi harga CPO di pasar. Demikian pula dengan pembeli tidak mempunyai kekuatan untuk dapat bertindak secara nyata dalam mempengaruhi harga pasar CPO.

b. Persaingan antar Perusahaan Dalam Industri

Dengan semakin banyaknya perusahaan yang bergerak di bidang perkebunan kelapa sawit dan semakin meningkatnya pertumbuhan produksi CPO di Indonesia yang berada di atas tingkat konsumsi domestik CPO, maka persaingan antara perusahaan yang bergerak di perkebunan kelapa sawit cukup tinggi. Namun dengan terus meningkatnya konsumsi CPO di Dunia, maka produksi CPO di Indonesia tetap akan terserap di pasar.

Persaingan dalam memperebutkan pasar secara intensif tidak terjadi secara nyata pada perusahaan – perusahaan perkebunan kelapa sawit yang memproduksi CPO, melainkan terjadi pada tingkat *downstream*, yaitu pada produk - produk turunan lanjutan seperti minyak goreng, margarin, dan lain - lain.

c. Halangan Masuknya Pesaing Baru

Perusahaan yang ingin masuk kedalam industri perkebunan kelapa sawit dituntut untuk mengeluarkan investasi yang besar karena skala usaha di perkebunan kelapa sawit yang besar dan padat karya, sehingga sektor perkebunan kelapa sawit memberikan *barrier to entry* yang besar.

Beberapa faktor utama yang perlu diperhatikan dalam pengembangan perkebunan kelapa sawit adalah ketersediaan lahan yang luas, kebutuhan tenaga kerja yang cukup banyak dan produksi perkebunan kelapa sawit akan optimal dan efisien apabila dilakukan di daerah tropis. Oleh karenanya tidak banyak wilayah yang dapat mengembangkan perkebunan kelapa sawit dengan skala yang sangat besar seperti di Indonesia dan Malaysia.

d. Potensi Pengembangan Produk Substitusi

Minyak kelapa sawit selama ini merupakan bahan dasar untuk minyak pangan maupun minyak non pangan yang bersaing langsung dengan minyak kedelai, minyak biji sesawi dan minyak bunga matahari. Namun kelapa sawit memiliki beberapa keunggulan produksi dibandingkan dengan tanaman penghasil minyak lainnya. Biaya pengolahan untuk produksi minyak sawit per ton juga jauh lebih rendah dibandingkan dengan tanaman penghasil minyak lainnya. Keunggulan lainnya dari minyak sawit adalah terdapatnya kestabilan pasokan. Produksi minyak dari tanaman tahunan seperti kedelai, lebih rawan terhadap faktor cuaca, sebaliknya kelapa sawit dapat mulai dipanen pada tahun ketiga sejak penanaman hingga sekitar umur 25 tahun, lebih tahan terhadap faktor cuaca.

4.3 Analisis Perseroan

4.3.1 Prospek Usaha PT BW Plantation Tbk.

Berdasarkan profil PT BW Plantation Tbk. yang telah dibahas pada Bab III karya akhir ini, dapat dilihat bahwa Perseroan memiliki prospek yang sangat baik untuk dapat terus bertumbuh dan bersaing di industri perkebunan kelapa sawit, hal ini disebabkan oleh faktor – faktor sebagai berikut (Prospektus BW Plantation, 2009) :

a. Profil Usia Tanaman dan Cadangan Lahan Tanam Perseroan

Perseroan memiliki tanaman kelapa sawit dimana profil usianya sebagian besar berada pada awal periode prima dalam usia ekonomis tanaman kelapa sawit. Rata-rata usia tanaman menghasilkan Perseroan pada tanggal 31 Desember 2009 adalah 9,8 tahun. Tanaman sawit berada pada periode prima ketika usia tanaman antara delapan hingga 18 tahun. Rentang usia ekonomis tanaman kelapa sawit biasanya 25 tahun, dan dapat diperpanjang hingga 35 tahun untuk varietas unggul kelapa sawit hibrida.

Komposisi lahan Perseroan yang telah ditanami pada tanggal 31 Desember 2009 adalah sebagai berikut: 31% usia prima, 2% usia muda dan 58,8% tanaman belum menghasilkan. Sejumlah 94% dari tanaman menghasilkan inti Perseroan berada dalam usia prima. Perseroan juga memiliki cadangan lahan tanam seluas 56.884 hektar (termasuk perkebunan SMS dan AKM yang diakuisisi pada bulan Juli 2008) yang direncanakan akan dikembangkan dan ditanami secara mayoritas hingga tahun 2011. Perseroan memperkirakan tanaman-tanaman baru ini akan memberikan kontribusi yang signifikan dalam produksi Perseroan ketika tanaman-tanaman tersebut menjadi tanaman menghasilkan.

b. Lokasi Perkebunan yang Strategis

Perseroan memiliki perkebunan yang lokasinya dekat dengan pelabuhan - pelabuhan utama. Produk Perseroan dapat dikirim secara tepat waktu sehingga dapat menghemat biaya karena lokasi perkebunannya dekat dengan pusat transportasi dan sungai - sungai utama yang memudahkan akses transportasi produk-produk Perseroan.

Perseroan memiliki dermaga dengan jarak kurang dari 4 kilometer dari Bumilanggeng Perdanatrada (BLP) yang saat ini sedang dalam pembaharuan dan dapat menampung kapal dengan tonase di atas 3.000 ton. Perseroan juga mengakuisisi lahan yang berlokasi 64 kilometer dari Bumihutani Lestari (BHL), di mana Perseroan membangun fasilitas penyimpanan dan tambahan dermaga yang saat ini digunakan oleh BHL. Fasilitas ini juga direncanakan oleh Perseroan untuk digunakan oleh Adhyaksa Dharmasatya (ADS) sebagai fasilitas penyimpanan dan dermaga yang sama.

c. Proporsi Kepemilikan Lahan Inti yang Besar dan Manajemen Lahan Plasma

Pada tanggal 31 Desember 2009, 94,8% dari total lahan yang dikelola Perseroan merupakan perkebunan inti, dengan komposisi plasma yang relatif rendah sekitar 5,2% karena rendahnya angka populasi di wilayah operasi Perseroan. Perkebunan inti memungkinkan Perseroan untuk mendapatkan porsi marjin yang berasal dari produksi Tandan Buah Segar (TBS) di kebun dan pengolahan TBS di PKS.

Sejak tahun 2005, Perseroan telah menerapkan kebijakan pengelolaan lahan program plasma dengan standar perawatan dan pemupukan yang sama dengan yang diterapkan pada lahan Perseroan. Sebagai contoh, Perseroan menggunakan pupuk campuran khusus impor yang sama seperti yang digunakan di lahan milik Perseroan untuk diterapkan di lahan plasma. Hasilnya adalah tingkat produksi di lahan plasma yang dikelola Perseroan meningkat.

d. Penerapan Standar Terbaik Industri dalam Pengelolaan Perkebunan.

Perseroan menerapkan standar terbaik industri dalam teknik-teknik pengelolaan perkebunan Perseroan sehingga dapat meningkatkan kualitas hasil produksi TBS per hektar dan tingkat hasil ekstraksi yang tinggi atau *Oil Extraction Rate* (OER) di lahan tanaman menghasilkan Perseroan.

Tingkat produksi yang tinggi dipengaruhi oleh beberapa inisiatif, terutama:

- Penerapan standar agronomi dan agrikultur yang tinggi. Hal ini meliputi (i) analisis sampel tanah dan daun yang lengkap dalam penggunaan pupuk untuk memperbaiki dan/atau meningkatkan keseimbangan nutrisi tanah, (ii)

penggunaan tanaman/kacangan penutup tanah untuk menekan pertumbuhan tanaman liar dan menjaga kondisi tanah, (iii) membuat jadwal pemupukan yang berbeda untuk tanaman menghasilkan, tanaman belum menghasilkan dan area sisipan pokok sawit, dan (iv) penggunaan pupuk campuran khusus yang diimpor dari produsen dengan reputasi baik, yang memiliki kandungan nutrisi yang lebih konsisten dan pupuk tersebut digunakan mengacu kepada penjadwalan yang disebutkan di atas.

- Perbaikan dalam proses pemanenan. Kegiatan pemanen yang cukup berat adalah pengumpulan TBS yang telah dipotong dan buah-buah yang terlepas dari tandannya ke tempat pengumpulan. Perseroan telah menerapkan sistem mekanisasi pengumpulan TBS dengan menggunakan traktor mini yang dilengkapi dengan *scissors lift* gandeng. Dengan sistem ini, TBS yang dipanen dimasukkan ke dalam *scissors lift* gandeng, yang membawa TBS ke truk di tempat pengumpulan di jalur masuk kebun. Perseroan sejak tahun 2007 mengimplementasikan sistem pengumpulan keranjang (*bin collection system*) untuk mengirimkan TBS dari tempat pengumpulan ke PKS. Sistem ini tidak saja mengurangi jumlah truk yang digunakan, tetapi juga mengurangi penanganan ganda TBS yang dapat meningkatkan OER ketika TBS diproses. Perbaikan lainnya meliputi pelatihan pemanen untuk mendapatkan konsistensi tingkat kematangan TBS yang dipanen dan untuk memastikan semua buah-buah yang terlepas dari tandannya dikumpulkan.

e. Tim Manajemen yang Berpengalaman

Perseroan memiliki tim manajemen yang berpengalaman di industri perkebunan kelapa sawit dan mempunyai kualitas yang baik dalam pengelolaan usaha Perseroan. Tim eksekutif manajemen Perseroan terdiri dari lima direktur dan dua belas staf eksekutif senior, di mana sebagian besar memiliki pengalaman manajerial dengan perusahaan-perusahaan perkebunan kelapa sawit kelas dunia. Tim eksekutif senior Perseroan yang bertanggung jawab langsung terhadap perkebunan Perseroan memiliki pengalaman antara 15 sampai dengan 35 tahun di industri kelapa sawit.

4.3.2 Faktor Risiko

Perseroan menghadapi berbagai risiko usaha yang dapat memberikan dampak negatif pada kegiatan usaha, kinerja operasional, kinerja keuangan atau prospek usaha Perseroan. Risiko tersebut dibagi menjadi tiga bagian, dimulai dari risiko terkait dengan Indonesia, risiko terkait dengan industri CPO dan risiko terkait dengan usaha Perseroan (*Annual Report BW Plantation, 2009*).

a. Risiko Terkait dengan Indonesia

- Ketidakstabilan atas situasi politik di Indonesia dapat mempengaruhi kondisi perekonomian secara negatif.
- Perlambatan pertumbuhan ekonomi atau kontraksi ekonomi di Indonesia.
- Indonesia terletak pada zona gempa bumi dan memiliki risiko geologis maupun meteorologis yang tinggi yang dapat menyebabkan ketidakstabilan sosial maupun ekonomi.

b. Risiko Terkait dengan Industri CPO

- Fluktuasi harga dari produk Perseroan sangat bergantung pada harga di pasar Internasional. Harga jual produk CPO Perseroan mengacu kepada harga CPO di pasar internasional.
- Pajak ekspor atau peraturan-peraturan sehubungan dengan CPO di Indonesia termasuk juga tarif impor, pajak dan pembatasan-pembatasan yang diterapkan oleh negara lain dapat berdampak pada Perseroan. Meski saat ini Perseroan belum mengekspor CPO, pajak ekspor yang ditetapkan Pemerintah bisa menjadi kendala tersendiri saat Perusahaan menjalankan rencananya.
- Kelebihan pasokan minyak kelapa sawit di masa mendatang dapat berdampak negatif terhadap hasil operasi Perseroan. Banyak perkebunan kelapa sawit baru yang dibuka di Indonesia dan Malaysia, sehingga ada kemungkinan terjadi peningkatan produksi dan ketersediaan CPO secara signifikan, terutama di Indonesia.
- Industri CPO menghadapi kompetisi dari berbagai jenis minyak substitusi lainnya.

c. Risiko Terkait dengan Usaha Perseroan

- **Kebijakan dan Peraturan Pemerintah**
Peraturan perundang-undangan pertanahan yang selalu berubah dan berkembang di Indonesia serta kurangnya keseragaman dalam sistem kepemilikan hak atas tanah dapat menghalangi atau memperlambat Perusahaan dalam mengoptimalkan lahan yang ada serta mendapatkan lahan yang cocok untuk ekspansi usaha perkebunan di masa depan.
- **Tingginya Tingkat Pinjaman**
Rencana penanaman dan belanja modal Perusahaan akan memerlukan penambahan pinjaman Perusahaan. Pinjaman yang cukup substansial akan memberikan kontribusi yang penting bagi perkembangan Perusahaan di masa depan.
- **Faktor-Faktor Eksternal**
Produksi dan operasi Perseroan mungkin dapat dipengaruhi secara negatif oleh perubahan cuaca, bencana alam, hama tanaman dan penyakit, kerusakan pada pabrik kelapa sawit dan faktor lainnya yang mempengaruhi produksi TBS atau operasi Perseroan.
- **Lonjakan Harga Bahan Baku**
Sebagian besar dari bahan baku seperti benih, pupuk dan bahan-bahan kimia lainnya yang diperlukan Perusahaan untuk beroperasi merupakan produk impor. Perusahaan juga menggunakan BBM terutama untuk mengoperasikan mesin-mesin berat di pabrik dan untuk kegiatan transportasi mulai dari perkebunan hingga ke tangan konsumen. Harga bahan bakar berfluktuasi berdasarkan kondisi di luar kontrol Perusahaan. Peningkatan harga yang besar dari produk-produk ini dapat berdampak negatif terhadap kegiatan usaha, kondisi keuangan, hasil operasi dan prospek Perusahaan.

4.3.3 Kinerja Perseroan

4.3.3.1 Kinerja Operasional

Perusahaan memiliki dua pabrik kelapa sawit (PKS) dengan kapasitas produksi sebesar 105 ton TBS per jam, atau sekitar 630.000 ton TBS per tahun. Selama tahun 2009, kebun inti Perusahaan menghasilkan 353.139 ton TBS atau setara 27,4 ton TBS per hektar, mengalami kenaikan bila dibanding tahun 2008, kebun inti Perusahaan hanya menghasilkan 282.058 ton TBS atau setara 22,7 ton TBS per hektar.

Selama tahun 2009 Perusahaan memproses sebanyak 401.039 ton TBS dari kebun inti dan plasma ditambah dengan pembelian TBS dari pihak ketiga, yang menghasilkan 91.382 ton minyak kelapa sawit (*crude palm oil/CPO*) dan 14.581 ton inti kelapa sawit (*palm kernel/ PK*). Produksi TBS, CPO dan PK Perseroan meningkat signifikan dibandingkan tahun 2008 masing – masing sebesar 30,4% ; 36,8% dan 23,5%.

Pada tahun 2009, volume penjualan CPO dan PK Perseroan sebesar 89.965 ton dan 14.615 ton, masing – masing meningkat sebesar 36,6% dan 25,5% dibandingkan volume penjualan CPO dan PK tahun 2008 sebesar 65.884 ton dan 11.646 ton. Harga jual rata – rata bersih CPO dan PK Perseroan mengalami penurunan masing – masing sebesar 10,7% dan 25,7% dibanding tahun 2008.

Tabel 4.8 Volume Produksi TBS, CPO dan PK (ton)

Keterangan	2005	2006	2007	2008	2009
TBS (produksi) *	116.144	151.876	239.504	282.058	353.139
TBS (diproses) **	95.297	128.528	205.084	289.574	401.039
CPO **	21.923	29.984	47.149	66.824	91.382
PK **	4.025	5.424	8.308	11.803	14.581

* tidak termasuk lahan plasma

** dari TBS yang dihasilkan kebun inti Perseroan, lahan Plasma dan pembelian dari pihak ketiga

Sumber : *Annual Report PT BW Plantation Tbk. 2009*

Pada tahun 2009, Perusahaan melakukan penanaman lahan baru sebanyak 13.821 ha yang terdiri atas penanaman di lahan inti Perusahaan sebanyak 12.732 hektar dan penanaman di lahan plasma sebanyak 1.089 hektar, sehingga total

lahan tertanam Perusahaan menjadi 41.448 hektar yang terdiri atas 39.302 lahan tertanam inti dan 2.146 lahan tertanam plasma. Dari keseluruhan lahan tertanam tersebut, jumlah lahan berisi tanaman menghasilkan adalah 13.634 hektar yang terdiri atas 12.875 hektar lahan inti dan 759 hektar lahan plasma. Umur rata-rata tanaman menghasilkan adalah 9,6 tahun.

4.3.3.2 Kinerja Keuangan

Pendapatan Usaha

Pendapatan usaha Perseroan mengalami peningkatan sebesar 13,7 % menjadi Rp. 584,1 miliar, apabila dibandingkan tahun 2008 sebesar Rp 513,7 miliar. Pada tahun 2009, volume penjualan CPO Perusahaan sebesar 89.965 ton, meningkat 36,6% dibandingkan volume penjualan CPO tahun 2008 sebesar 65.884 ton. Volume penjualan PK tahun 2009 sebesar 14.615 ton, meningkat 25,5% dibandingkan volume penjualan PK tahun 2008 sebesar 11.646 ton.

Harga jual rata - rata CPO sepanjang tahun 2009 sebesar Rp 6.117.000/ton, menurun 10,7% dibandingkan harga jual rata-rata CPO sepanjang tahun 2008 sebesar Rp. 6.850.000/ton. Sedangkan harga jual rata-rata PK sepanjang tahun 2009 sebesar Rp 2.311.000/ton, menurun 25,7 % dibandingkan harga jual rata-rata PK selama tahun 2008 sebesar Rp 3.112.000/ton.

Beban Pokok Penjualan

Beban pokok penjualan Perseroan untuk tahun yang berakhir 31 Desember 2009 sebesar Rp 219,1 miliar, meningkat 5,5% dibandingkan dengan tahun yang berakhir 31 Desember 2008 sebesar Rp 207,7 miliar. Peningkatan tersebut terutama disebabkan meningkatnya biaya pembelian TBS dari pihak ketiga sebanyak 131,3% dan meningkatnya beban tidak langsung sebesar 23,5%. Selama tahun 2009, Perseroan melakukan pembelian bahan baku TBS dari pihak ketiga sebanyak 33.293 ton, meningkat 116,2% dibandingkan tahun 2008 sebanyak 15.401 ton. Marjin beban pokok Perseroan untuk tahun yang berakhir 31 Desember 2009 sebesar 37,5% atau mengalami penurunan dibandingkan dengan

margin beban pokok penjualan untuk tahun yang berakhir 31 Desember 2008 sebesar 40,4%.

Laba Kotor

Laba kotor Perseroan meningkat sebesar Rp 59,0 miliar atau 19,3% menjadi Rp 365,0 miliar pada tahun yang berakhir 31 Desember 2009 dari Rp 306,0 miliar pada tahun yang berakhir 31 Desember 2008. Persentase margin laba kotor meningkat menjadi 62,5% pada tahun yang berakhir 31 Desember 2009 dari 59,6% pada tahun yang berakhir 31 Desember 2008. Peningkatan ini terutama disebabkan oleh peningkatan volume penjualan dan efisiensi pengendalian beban perkebunan.

Laba Usaha

Laba usaha Perseroan meningkat sebesar Rp 14,0 miliar atau 5,7 % menjadi Rp 258,8 miliar untuk tahun yang berakhir 31 Desember 2009 dari Rp 244,9 miliar untuk tahun yang berakhir 31 Desember 2008. Persentase margin laba usaha Perseroan menurun menjadi 44,3% pada tahun yang berakhir 31 Desember 2009 dari 47,7% pada tahun yang berakhir 31 Desember 2008. Penurunan margin laba usaha tersebut terutama disebabkan oleh peningkatan beban umum dan administrasi sebesar 74,6% menjadi Rp. 99,2 miliar dibandingkan tahun 2008 sebesar Rp. 56,8 miliar dan peningkatan beban penjualan Perseroan sebesar 62,4% menjadi Rp. 7 miliar dibandingkan tahun 2008 sebesar Rp. 4,3 miliar.

Laba Bersih

Laba bersih Perseroan meningkat sebesar Rp 47,7 miliar atau 39,7% menjadi Rp 167,5 miliar untuk tahun yang berakhir 31 Desember 2009 dari Rp 119,8 miliar untuk tahun yang berakhir 31 Desember 2008. Margin laba bersih Perseroan meningkat menjadi 28,7 % pada tahun yang berakhir 31 Desember 2009 dari 23,3 % pada tahun yang berakhir 31 Desember 2008. Peningkatan margin laba tersebut terutama disebabkan oleh peningkatan pendapatan bunga menjadi Rp. 2,8 miliar dibanding tahun 2008 sebesar Rp. 819 juta dan peningkatan keuntungan bersih pada selisih kurs mata uang asing

Perseroan menjadi Rp. 39,8 miliar dibanding tahun 2008 mengalami kerugian bersih selisih kurs mata uang asing sebesar Rp. 40,6 miliar.

Tabel 4.9 Hasil Operasi Perseroan 2005 – 2009
(dalam miliar rupiah)

Keterangan	31 Desember				
	2005	2006	2007	2008	2009
Pendapatan Usaha	94.641	139.148	340.552	513.699	584.109
Laba Kotor	27.015	42.722	206.624	306.038	365.016
Laba Usaha	18.737	28.138	172.156	244.940	258.839
Laba Bersih	922	10.914	86.552	119.810	167.467

Sumber : *Annual Report BW Plantation Tbk. 2009*

Aset

Pada tanggal 31 Desember 2009, aset konsolidasi Perseroan adalah sebesar Rp 1,623 triliun, meningkat 59,6% dibandingkan aset konsolidasi Perseroan pada tanggal 31 Desember 2008 sebesar Rp 1,016 triliun. Hal ini dipicu oleh meningkatnya aset lancar konsolidasi dari Rp 109,6 miliar pada tanggal 31 Desember 2008 menjadi Rp 402,7 miliar pada tanggal 31 Desember 2009 yang terutama disebabkan oleh peningkatan kas dan setara kas konsolidasi dari sisa dana hasil penawaran umum saham perdana Perusahaan yang belum digunakan oleh Perusahaan. Di samping itu, aset tidak lancar konsolidasi juga meningkat dari Rp 906,9 miliar pada tanggal 31 Desember 2008 menjadi Rp 1,220 triliun pada tanggal 31 Desember 2009 yang terutama disebabkan peningkatan tanaman belum menghasilkan seiring dengan penambahan penanaman baru sebanyak 13.821 hektar selama tahun 2009

Kewajiban

Pada tanggal 31 Desember 2009, kewajiban konsolidasi Perseroan adalah sebesar Rp 717,4 miliar, menurun 3,6% dibandingkan pada tanggal 31 Desember 2008 sebesar Rp 743,3 miliar. Hal ini terutama disebabkan oleh penurunan hutang usaha kepada pihak ketiga akibat pembayaran yang dilakukan selama tahun 2009 dan penurunan kurs tengah yang digunakan Perseroan pada 31 Desember 2009

dibandingkan dengan kurs tengah yang digunakan pada tanggal 31 Desember 2008 terhadap pinjaman dalam mata uang US Dollar.

Ekuitas

Pada tanggal 31 Desember 2009, Ekuitas konsolidasi Perseroan adalah sebesar Rp 905,5 miliar, meningkat 231,5% dibandingkan Ekuitas konsolidasi Perseroan pada tanggal 31 Desember 2008 sebesar Rp 273,2 miliar. Peningkatan ini terutama disebabkan oleh penambahan modal ditempatkan dan disetor Perseroan dan Agio Saham karena adanya Penawaran Umum Saham Perseroan pada tanggal 27 Oktober 2009.dengan penerbitan saham baru Perusahaan sebanyak 897.000.840 lembar saham. Disamping itu, ekuitas konsolidasi Perseroan juga memperoleh tambahan atas laba bersih Perseroan untuk tahun yang berakhir 31 Desember 2009 sebesar Rp 167,5 miliar.

Tabel 4.10 Posisi Keuangan Perseroan 2006 - 2009

(dalam miliar rupiah)

Keterangan	31 Desember			
	2006	2007	2008	2009
Aktiva Lancar	56.721	111.366	109.625	402.771
Tanaman Perkebunan dan Aset Tetap	276.004	422.082	747.602	1.000.766
Jumlah Aktiva	457.421	578.401	1.016.499	1.622.885
Jumlah Kewajiban Lancar	115.029	220.241	351.666	339.677
Jumlah Kewajiban	251.287	483.026	743.341	717.425
Jumlah Ekuitas	206.134	95.374	273.156	905.459
Modal Kerja Bersih	(58.308)	(108.875)	(242.041)	63.094

Sumber : *Annual Report* PT BW Plantation Tbk. 2009

4.3.4 Proyeksi Laporan Keuangan Perseroan

PT BW Plantation Tbk. merupakan perusahaan dalam masa pertumbuhan, sehingga penulis akan menggunakan model FCFE dua tahap dimana tahun 2010 sampai dengan tahun 2017 merupakan periode dengan tingkat pertumbuhan tinggi dan setelah itu tingkat pertumbuhannya stabil. Untuk dapat memperkirakan nilai free cash flow yang akan diterima perseroan di masa yang akan datang, penulis melakukan proyeksi terhadap laporan keuangan perseroan untuk jangka waktu delapan tahun, dimulai dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2017 (perincian dapat dilihat pada lampiran 1). Berikut ini keterangan mengenai Proyeksi Laporan Keuangan Perseroan :

a. Pendapatan Usaha

Pendapatan usaha Perseroan terdiri dari pendapatan penjualan minyak kelapa sawit dan inti sawit. Pada tahun 2010 Perseroan merencanakan sejumlah rencana strategis sebagai awal dari langkah ekspansi yang akan terus dilakukan Perseroan di masa yang akan datang. Perseroan akan melakukan penanaman di areal baru yang akan di pusatkan di PT Sawit Sukses Sejahtera di Kalimantan Timur, sehingga sampai akhir tahun 2010 total areal tertanam di harapkan mencapai 49.833 ha. Perseroan akan terus melakukan penanaman baru dan akan fokus memanfaatkan lahan yang belum tertanam di areal existing landbank. Di proyeksikan pada tahun 2017 total area tertanam mencapai 96.480 ha. Pada tahun 2010, diperkirakan lahan dengan tanaman yang memasuki umur matang akan bertambah sehingga total luasan lahan siap panen menjadi 15.100 ha, diproyeksikan sampai dengan tahun 2017 akan terus ada peningkatan areal siap panen menjadi 72.406 ha

Untuk mengantisipasi lonjakan permintaan CPO, perusahaan merencanakan membangun satu unit Pabrik Kelapa Sawit (PKS) melalui PT Adhyaksa Dharmasatya di Kalimantan Tengah. Pembangunan pabrik tersebut diperkirakan akan dapat diselesaikan pada tahun 2011. Pembangunan PKS baru menjadi bagian persiapan menghadapi panen tanaman yang segera memasuki usia matang. Dengan penambahan PKS ini maka produksi tandan buah segar, minyak kelapa sawit dan inti sawit Perseroan diharapkan akan terus meningkat sehingga

di proyeksikan pada tahun 2017 Perseroan dapat memproduksi tandan buah segar sebanyak 1.698.289 ton, minyak kelapa sawit sebanyak 390.606 ton dan inti sawit sebanyak 67.932 ton. Perhitungan proyeksi pendapatan usaha Perseroan tahun 2010 – 2017 adalah sebagai berikut :

- Pendapatan dari penjualan Minyak Kelapa Sawit (CPO)

Produksi CPO (ton) x Rata-rata Harga CPO (USD/ton) x Kurs USD

1,1 (di potong PPn)

- Pendapatan dari penjualan Inti Sawit (Kernel)

Produksi Kernel (ton) x Rata-rata Harga Kernel (USD/ton) x Kurs USD

Keterangan :

- Besarnya produksi CPO : 23% dari produksi TBS + pembelian TBS
(rata – rata empat tahun terakhir, tingkat hasil ekstraksi CPO dari TBS : 23 %)
- Besarnya produksi Kernel : 4% dari produksi TBS + pembelian TBS
(rata rata empat tahun terakhir tingkat hasil ekstraksi Kernel dari TBS : 4 %)
- Produksi Tandan Buah Segar (TBS) : Tanaman Menghasilkan x TBS yield

b. Beban Pokok Penjualan

Beban pokok penjualan terdiri dari (i) biaya yang berhubungan langsung dengan produksi tandan buah segar di perkebunan Perseroan (biaya panen, biaya pupuk, biaya perawatan, biaya pembelian tandan buah segar, G&A perkebunan) dan (ii) biaya yang berhubungan dengan produksi minyak kelapa sawit dan inti sawit di Pabrik Kelapa Sawit (PKS) Perseroan. Biaya utama yang dibebankan pada PKS Perseroan adalah biaya bahan bakar, suku cadang, karyawan, biaya penyusutan yang dibebankan untuk peralatan PKS, biaya tidak langsung yang berhubungan pada PKS. Perhitungan proyeksi beban pokok penjualan Perseroan tahun 2010 – 2017 adalah sebagai berikut :

- Biaya Perkebunan (Plantation Cost)

Biaya Perkebunan / ha x Luas Tanaman Menghasilkan x Kurs USD

- Biaya Pabrik (Mill Cost)

Biaya Langsung : Pendapatan Usaha x 4,5%

G & A : Pendapatan Usaha x 0,95%

(besarnya prosentase, diasumsikan sama dengan realisasi tahun 2009)

c. Beban Usaha

Beban usaha Perseroan terdiri dari (i) Beban Penjualan yaitu biaya pengangkutan kelapa sawit dan kernel dari PKS sampai ke pelabuhan Perseroan (ii) Beban umum dan administrasi yang terdiri dari biaya gaji, representasi, jasa profesional, perjalanan dinas, pemeliharaan kendaraan serta beban lainnya. Perhitungan proyeksi beban usaha Perseroan tahun 2010 – 2017 adalah sebagai berikut :

- Beban Penjualan : 0,84% (rata-rata tiga tahun terakhir) x Pendapatan Usaha
- Beban Umum dan Administrasi
 - Biaya Gaji, diasumsikan ada kenaikan 5% setiap tahunnya. Tenaga SDM yang ada saat ini sudah mencukupi untuk rencana ekspansi Perseroan, sehingga tidak ada rencana penambahan tenaga dalam jumlah banyak.
 - Biaya Representasi tahun 2010 dan 2011 diasumsikan sama dengan realisasi tahun 2009, kemudian ada kenaikan 5% setiap tahunnya.
 - Biaya Jasa Profesional tahun 2010 dan 2011 diasumsikan besar biayanya sama seperti realisasi tahun 2009, kemudian ada kenaikan 5% sampai dengan 15%.
 - Perjalanan Dinas, diasumsikan ada kenaikan 5% setiap tahunnya
 - Pemeliharaan, diasumsikan ada kenaikan 10% setiap tahunnya
 - Beban lain – lain, diasumsikan ada kenaikan 5% setiap tahunnya

d. Pendapatan / Beban Lain - Lain

Pendapatan lain – lain Perseroan diperoleh dari pendapatan bunga atas penempatan kas Perseroan di bank. Sedangkan beban lain – lain Perseroan adalah

beban bunga yang dibayar sehubungan dengan berbagai fasilitas pinjaman bank, sewa pembiayaan dan pinjaman jangka panjang.

Pendapatan bunga tahun 2010 sampai dengan tahun 2012 di asumsikan 4% dari penempatan kas Perseroan di Bank, sedangkan tahun 2013 sampai dengan 2017 diasumsikan 3% dari penempatan kas Perseroan di bank. Beban bunga Perseroan besarnya bervariasi, mulai dari yang terendah sebesar 5,25% (beban bunga di Bank Jakarta untuk leasing) sampai dengan yang tertinggi sebesar 16% (beban bunga di Bank Niaga yang sudah berlangsung lama, sehingga bunga pinjamannya masih tinggi).

e. Piutang Usaha

Manajemen Perseroan berpendapat bahwa seluruh piutang usaha dapat ditagih, sehingga tidak dibentuk penyisihan piutang ragu – ragu. Perseroan menjual produknya melalui tender. Pemenang tender harus setor 80% tunai dimuka, sehingga piutang usaha nya hanya 20% dari penjualan. Di asumsikan perputaran piutang usaha tahun 2010 – 2017 sama seperti kondisi saat ini yaitu selama 14 hari, dengan perhitungan sebagai berikut :

Piutang Usaha : $(\text{Penjualan} / 365 \text{ hari}) \times \text{Perputaran Piutang Usaha}$

f. Persediaan

Persediaan Perseroan terdiri dari pupuk dan pestisida, barang jadi (kelapa sawit dan inti sawit), suku cadang, bahan bakar dan pelumas. Di asumsikan perputaran persediaan tahun 2010 dan 2011 selama 30 hari, sedangkan perputaran persediaan tahun 2012 – 2017 menjadi 60 hari, karena kapasitas produksi semakin besar. Perhitungan persediaan Perseroan tahun 2010 – 2017 adalah sebagai berikut :

Persediaan : $(\text{Beban Pokok Penjualan} / 365 \text{ hari}) \times \text{Perputaran Persediaan}$

g. Aset Tetap

Aset tetap dinyatakan berdasarkan biaya perolehan setelah dikurangi akumulasi penyusutan dan penurunan nilai. Semua aset tetap, kecuali tanah, disusutkan dengan menggunakan metode garis lurus (straight line method) berdasarkan taksiran masa manfaat ekonomis aset tetap sebagai berikut :

- Bangunan dan prasarana, mesin selama 20 tahun
- Tanaman menghasilkan selama 20 tahun

h. Hutang Usaha

Hutang usaha Perseroan merupakan hutang atas pembelian produk kelapa sawit, pupuk dan peralatan perkebunan lainnya. Di asumsikan perputaran hutang usaha Perseroan tahun 2010 – 2017 sama seperti kondisi saat ini yaitu selama 90 hari. Perhitungan hutang usaha Perseroan tahun 2010 – 2017 adalah sebagai berikut :

$$\frac{((\text{Beban Pokok Penjualan} + \text{Beban Umum \& Adm}) / 365 \text{ hari}) \times \text{Perputaran Hutang Usaha}}$$

i. Belanja Modal

Belanja modal Perseroan terdiri dari (i) pengembangan perkebunan (ii) pengembangan pabrik, pembelian kendaraan, alat-alat berat dan gedung. Perhitungan proyeksi belanja modal Perseroan tahun 2010 – 2017 adalah sebagai berikut :

- Pengembangan Perkebunan :
 $\text{Penambahan Luas Lahan Perkebunan (ha)} \times \text{Biaya per (ha)}$
- Pengembangan Pabrik tahun 2010 sampai dengan tahun 2014 berturut – turut 18.5 milyar, 64.75 milyar, 18.5 milyar, 64.75 milyar, dan 85.5 milyar
 Belanja Modal lain – lain tahun 2010 – 2017 : $1\% \times \text{Pendapatan Usaha}$

Perincian keterangan dan asumsi yang digunakan untuk proyeksi laporan keuangan Perseroan dapat dilihat pada lampiran 2 dan 3.

4.3.5 Valuasi Saham Perdana Perseroan

4.3.5.1 Valuasi dengan *FCFE Two Stage Model*

a. Perhitungan *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*

Berdasarkan proyeksi laporan keuangan yang telah dibuat, maka dapat dihitung nilai *Free Cash Flow to Equity* Perseroan tahun 2010 – 2017, yang dapat dilihat pada tabel di bawah ini :

Tabel 4.11 FCFE Perseroan tahun 2010 – 2017 (dalam jutaan)

Keterangan	Proyeksi			
	2010	2011	2012	2013
<i>Net Income</i>	201,566	212,674	273,534	299,746
Belanja Modal	(401,124)	(460,288)	(399,270)	(242,475)
Depresiasi	28,580	34,825	44,017	61,956
Perubahan dalam Modal Kerja	(11,922)	9,846	(4,985)	15,639
Penerimaan Hutang Baru	700,000	-	-	-
Pembayaran Hutang Bank	(214,017)	(111,381)	(92,372)	(105,555)
Lain - Lain	(23,465)			
FCFE	279,618	(314,324)	(179,076)	29,311
Jumlah Lembar Saham	4,037	4,037	4,037	4,037
FCFE per lembar	69,3	-77,9	-44,4	7,3

Keterangan	Proyeksi			
	2014	2015	2016	2017
<i>Net Income</i>	444.001	623.378	845.607	1.030.163
Belanja Modal	(339.779)	(168.482)	(365.013)	(113.455)
Depresiasi	91.469	106.763	126.466	146.418
Perubahan dalam Modal Kerja	47.376	59.253	73.127	56.156
Penerimaan Hutang Baru	-	-	-	-
Pembayaran Hutang Bank	-	(700.000)	-	-
Lain - Lain				
FCFE	243.067	(79.088)	680.187	1.119.282
Jumlah Lembar Saham	4,037	4,037	4,037	4,037
FCFE per lembar	60,2	-19,6	168,5	277,3

Penjelasan mengenai belanja modal, penerimaan hutang baru, pembayaran hutang bank dan lain – lain dapat di lihat pada lampiran 1 proyeksi arus kas. Penjelasan mengenai perubahan dalam modal kerja dapat dilihat pada lampiran 1 proyeksi neraca.

b. Perhitungan *Cost of Equity*

Cost of Equity adalah tingkat pengembalian yang diinginkan investor atas investasi ekuitas pada suatu perusahaan. Pendekatan yang digunakan untuk menghitung *Cost of Equity* adalah *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, dengan rumus sebagai berikut :

$$Ke = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

- *Risk Free Rate (R_f)*, adalah proyeksi tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia berdasarkan Proyeksi Indikator Ekonomi Makro Jangka Menengah (Musrenbangnas RPJMN 2010-2014), yaitu :
Tahun 2010 : 6,5 %
Tahun 2011 – 2012 : 6,75 % (nilai tengah dari 6% - 7,5%)
Tahun 2013 - 2017 : 6,0 % (nilai tengah dari 5,5% - 6,5%)
- Beta (β), ditentukan dengan melakukan regresi return mingguan saham industri perkebunan kelapa sawit terhadap return mingguan IHSI Bursa Efek Indonesia, periode Januari 2007 sampai dengan Oktober 2009, dengan hasil sebagai berikut :

AALI	LSIP	TBLA	SGRO	GZCO	SMAR
1,61	1,61	1,48	1,30	1,29	1,04

Median : 1,39

Selanjutnya di hitung *un-leveraged beta* untuk industri, dengan rumusan :

$$\text{Un-levered Beta Industri} = \frac{\text{Median Beta Industri}}{(1 + (1-t) (D/E \text{ Ratio Industri}))}$$

Debt to Equity Ratio Industri :

TBLA	SMAR	GZCO	LSIP	SGRO	AALI
1,78	1,2	0,83	0,50	0,36	0,27

Median : 0,665

PPh Badan tahun 2009 : 28%

$$\begin{aligned} \text{Un-levered Beta Industri} &= 1,39 / (1 + (1-0,28) (0,665)) \\ &= 0,94 \end{aligned}$$

$$\text{Un-levered Beta Perseroan} = \text{Un-levered Beta Industri}$$

Dengan menggunakan *Un-levered Beta* Industri, maka dapat di hitung *Levered Beta* Perseroan :

$$\text{Un-levered Beta Industri} \times (1 + (1-t) (\text{D/E Ratio Perseroan}))$$

$$0,94 \times (1 + (1 - 0,28) (0,79)) = 1,47$$

Di asumsikan Perseroan mempunyai *operating leverage* yang sama dengan industri.

- *Risk Premium* ($R_m - R_f$), diambil dari data total risk premium Indonesia yang dikeluarkan oleh Damodaran bulan Januari 2010, yaitu sebesar 9 %.

Berdasarkan data – data di atas maka perhitungan *Cost of Equity* Perseroan dapat dilihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 4.12 Perhitungan *Cost of Equity* Perseroan

	2010	2011 - 2012	2013 - 2017
<i>Risk Free Rate</i>	6,50%	6,75%	6,00%
<i>Beta</i>	1,470	1,470	1,470
<i>Risk Premium</i>	9%	9%	9%
<i>Cost of Equity</i>	0,197	0,200	0,192

c. Valuasi dengan FCFE *two stage model*

Untuk mendapatkan / menghitung nilai intrinsik saham Perseroan, Penulis menggunakan pendekatan FCFE *two stage model*, yaitu dengan melakukan perhitungan nilai sekarang (*present value*) atas *Free Cash Flow to Equity* dengan tingkat diskonto menggunakan *Cost of Equity* sesuai tabel di atas. Pada tingkat pertumbuhan yang stabil, diasumsikan Perseroan mengalami pertumbuhan sebesar 6 % setelah melewati terminal year di tahun 2017. Perhitungan nilai wajar / intrinsik saham Perseroan dapat dilihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 4.13 Perhitungan Nilai Saham Perseroan

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
FCFE per lembar	69,3	(77,9)	(44,4)	7,3	60,2	(19,6)	168,5	277,3
<i>Terminal Value*</i>								2226,4
<i>Cost of Equity</i>	0,197	0,200	0,200	0,192	0,192	0,192	0,192	0,192
<i>PV Factor</i>	0,84	0,69	0,58	0,50	0,42	0,35	0,29	0,25
<i>Present Value (PV)</i>	57,86	(54,07)	(25,67)	3,60	25,02	(6,83)	49,28	614,28
Nilai Saham / lembar	663,5							

$$* \text{Terminal Value} : \frac{277.3 (1.06)}{0.192 - 0.06} = 2226$$

Dari hasil perhitungan di atas dapat diketahui nilai wajar / intrinsik per lembar saham BWPT sebesar Rp 663,- Apabila dibandingkan dengan harga perdana per lembar saham BWPT pada saat listing di Bursa Efek Indonesia adalah Rp. 550,- . Hal ini menunjukkan bahwa nilai wajar / intrinsik per lembar saham BWPT lebih tinggi dibandingkan dengan harga perdananya, dengan demikian dapat disimpulkan harga saham perdana BWPT *undervalued* terhadap nilai wajar / intrinsiknya.

d. Perhitungan Saham BWPT dengan Perubahan Asumsi

Perhitungan nilai intrinsik saham BWPT tersebut diatas didapat berdasarkan suatu asumsi keadaan yang diharapkan di masa yang akan datang. Pada kenyataannya asumsi tersebut dapat berbeda dengan keadaan yang diharapkan, karena ada beberapa kemungkinan yang dapat terjadi di masa yang akan datang. Sehubungan dengan hal tersebut perlu dilakukan perhitungan harga saham dengan beberapa asumsi yang berbeda.

Pada valuasi sebelumnya, penulis melakukan asumsi dimana nilai tukar rupiah terhadap US dollar melemah. Penulis mencoba untuk melakukan perhitungan dengan asumsi keadaan ekonomi Indonesia yang lebih optimis, dimana nilai tukar rupiah menguat dan suku bunga SBI menurun, seperti yang dapat dilihat dalam tabel berikut ini.

Tabel 4.14 Asumsi *Risk Free Rate* dan Kurs USD

	2010 - 2011	2012 - 2013	2014 - 2015	2016 - 2017
<i>Risk Free Rate</i>	6,50%	6,00%	5,50%	5,00%
	2010 - 2011	2012 - 2014	2015 - 2017	
Kurs USD	9.250	9.000	8.750	

Dengan perubahan asumsi tersebut diatas, maka nilai wajar / intrinsik saham BWPT tidak terlalu banyak berubah yaitu menjadi Rp. 666,- (perincian valuasi dapat dilihat pada lampiran 4)

4.3.5.2 Valuasi dengan *Price Earning (P/E) Multiple Model*

Price Earning Ratio merupakan model yang cukup sederhana dan dapat dipergunakan untuk melakukan estimasi dengan cepat. Perhitungannya hanya dengan mengalikan pendapatan bersih per lembar saham (*earning per share*) Perseroan dengan rata – rata *P/E ratio* dari industri atau dengan *P/E ratio* dari perusahaan lain yang sejenis.

- Perhitungan harga wajar saham BWPT berdasarkan rata – rata *P/E ratio* industri.

Tabel 4.15 *P/E Ratio* Perusahaan Perkebunan

Nama Emiten	Kode	30 Desember 2009		P/E Ratio
		Harga Saham	EPS	
Astra Agro Lestari Tbk.	AALI	22.750	1.055,00	21,6
PP London Sumatera Tbk.	LSIP	8.350	682,00	12,2
Gozco Plantations Tbk.	GZCO	230	35,00	6,6
Sampoerna Agro Tbk.	SGRO	2.700	151,00	17,9
Tunas Baru Lampung Tbk.	TBLA	340	33,67	10,1
Smart Tbk.	SMAR	2.550	261,00	9,8
Rata - rata P/E Ratio Industri				13,0

Data harga saham yang digunakan berdasarkan harga penutupan saham pada tanggal 30 Desember 2009. Sedangkan pendapatan per lembar saham berdasarkan data dari laporan tahunan per 30 Desember 2009. Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa rata – rata *P/E ratio* industri perkebunan kelapa sawit adalah 13 Sedangkan *median* nya adalah 11,2. Pendapatan per lembar saham BWPT tahun 2009 adalah Rp. 50,67.-. Berdasarkan data tersebut dapat dihitung harga wajar saham BWPT sebagai berikut :

Pendapatan per lembar saham BWPT x P/E ratio Industri

- Rp. 50,67.- x 13,0 : Rp. 659,- (berdasarkan rata – rata)
- Rp. 50,67.- x 11,2 : Rp. 567,- (berdasarkan median)

Dari hasil perhitungan di atas dapat dilihat bahwa harga wajar saham BWPT diatas harga perdananya, sehingga dapat disimpulkan harga saham perdana BWPT *undervalued* terhadap nilai wajarnya..

- b. Perhitungan harga wajar saham BWPT berdasarkan *P/E ratio* Perusahaan sejenis.

Tabel 4.16 Harga Saham BWPT berdasarkan *P/E Ratio* Perusahaan Sejenis

Nama Emiten	Kode	P/E Ratio	EPS BWPT	Harga Saham BWPT/ lembar
Astra Agro Lestari Tbk.	AALI	21.6	50.67	1,093
PP London Sumatera Tbk.	LSIP	12.2	50.67	620
Gozco Plantations Tbk.	GZCO	6.6	50.67	333
Sampoerna Agro Tbk.	SGRO	17.9	50.67	906
Tunas Baru Lampung Tbk.	TBLA	10.1	50.67	512
Smart Tbk.	SMAR	9.8	50.67	495

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa apabila menggunakan *P/E ratio* dari AALI, LSIP, SGRO maka harga saham perdana BWPT *undervalued* terhadap harga wajarnya. Sedangkan apabila menggunakan *P/E ratio* dari GZCO, TBLA, dan SMAR maka harga saham perdana BWPT *overvalued* terhadap harga wajarnya.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN