



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENERAPAN ANALISA FUNDAMENTAL DAN TEKNIKAL
PADA PENENTUAN NILAI INTRINSIK HARGA SAHAM
PT PERUSAHAAN GAS NEGARA (PERSERO) TBK**

TESIS

**SULTHANI ADIL MANGATUR
0806433842**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
JULI 2010**



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENERAPAN ANALISA FUNDAMENTAL DAN TEKNIKAL
PADA PENENTUAN NILAI INTRINSIK HARGA SAHAM
PT PERUSAHAAN GAS NEGARA (PERSERO) TBK**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister Manajemen**

**SULTHANI ADIL MANGATUR
0806433842**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN UMUM
JAKARTA
JULI 2010**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar**

Nama : Sulthani Adil Mangatur

NPM : 0806433842

Tanda Tangan :

Tanggal : 8 Juli 2010

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Sulthani Adil Mangatur
NPM : 0806433842
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Tesis : Penerapan Analisa Fundamental Dan Teknikal
Pada Penentuan Nilai Intrinsik Harga Saham PT
Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk

Telah berhasil dipertahankan di hadapan dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada program studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Prof. Dr. Adler Haymans Manurung (.....)

Ketua Penguji : Dr. Dewi Hanggraeni (.....)

Penguji : Dr. Rofikoh Rokhim (.....)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 8 Juli 2010

KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT, karena atas berkat dan rahmat-Nya, penulis dapat menyelesaikan karya akhir ini dengan baik. Penulisan karya akhir ini dimaksudkan untuk menambah wawasan, baik bagi penulis maupun pembaca karya akhir ini. Karya akhir ini juga disusun dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk memperoleh gelar akademik Magister Manajemen di Universitas Indonesia.

Penulis sangat menyadari bahwa banyak pihak yang telah terlibat dan memberikan bantuan dalam penyusunan karya akhir ini sejak awal masa perkuliahan sampai pada penyusunan karya akhir ini. Oleh karena itu penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada pihak-pihak yang tersebut di bawah ini:

1. Bapak Rhenald Kasali, PhD selaku Ketua Program Magister Manajemen, serta seluruh dosen di lingkungan Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
2. Bapak Prof. Dr. Adler Haymans Manurung SE, M.Com, ME, SH selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, serta memberikan pengetahuan dalam proses penyusunan karya akhir ini.
3. Kedua orang tua penulis, serta Rina, Sari, dan Iwan yang senantiasa memberikan doa, nasehat, serta dukungan moril dan materil bagi penulis setiap waktu.
4. Para penghuni kelas H081 MMUI 2008: Rangga, Santi, Riska, Tulus, Yola, Reny, Daisy, Tita, Sony, Ari, Tika, Rony, Fika, Pradi, Ocep, Ipoel, Rudhi, Rizma, Rini, Yoyo, Vera, Mimi, Novi, Tina, Chandra yang selalu berbagi senang, susah, dukungan, capek, sedih, kesal, celaan, lawakan, makanan, minuman, contekan, potokopian, catatan, banyak deh...selama masa perkuliahan. *Don't wanna miss that moment....I love you guys!!!*
5. Listi Amalia Octaviani yang spesial.
6. Yola, Tika, Rony, Riska Pegeen, Freda, Heri para *member* Adler Fans Club dengan berbagai dagelannya selama masa bimbingan.
7. Bagus, Kalam, Ferry dan rekan-rekan lain di Juragan MMUI yang selalu bersama menjadi penunggu kampus dengan FR yang selalu *up to date*.

8. Teman-teman kelas KS-081 dan kelas tetangga yang sudah saling berbagi suka dan duka di kampus.
9. Adi Hartadi dan Sebastian Tobing yang telah memberikan pencerahan untuk penyelesaian karya akhir.
10. Pak Topo, Mbak Des, Irwan, Adit, Joice yang telah sangat mengerti atas selalu hilangnya penulis dari kantor selama kuliah.
11. Sigit yang sudah banyak membantu penyelesaian tugas kuliah.
12. Para petinggi grup PZZ yang selalu menghibur dengan cabul dan alaynya.
13. Rekan-rekan lain di Perusahaan Gas Negara yang telah membantu dan mendukung penulis selama masa studi.
14. Swift B 1721 OG yang selalu setia mengantar ke mana pun.
15. PGAS, ASII, JSMR, BUMI, PTBA, ITMG, UNTR, GGRM, KLBF, INDF, SMCB, INTP, SMGR BBTN, BMRI, BBRI, AALI, LSIP, BTEL, ENRG, CPRO, BKSL, CNKO, ASRI, serta saham BEI lainnya yang turut meringankan biaya selama masa perkuliahan.

Selain itu juga disampaikan banyak terima kasih kepada berbagai pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah memberikan bantuan dan dukungan selama proses perkuliahan sampai dengan selesai. Penulis berharap semoga Allah SWT berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu.

Akhir kata, penulis memohon maaf apabila ada kesalahan dalam perkataan maupun sikap selama perkuliahan dan penyusunan karya akhir ini. Semoga karya akhir ini dapat bermanfaat bagi para pembaca.

Jakarta, 8 Juli 2010

Sulthani Adil Mangatur

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Sulthani Adil Mangatur
NPM : 0806433842
Program Studi : Magister Manajemen
Departemen : Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

“Penerapan Analisa Fundamental Dan Teknikal Pada Penentuan Nilai Intrinsik Harga Saham PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk”

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta
Pada tanggal : 8 Juli 2010
Yang menyatakan

(Sulthani Adil Mangatur)

ABSTRAK

Nama : Sulthani Adil Mangatur
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Penerapan Analisa Fundamental Dan Teknikal Pada Penentuan Nilai Intrinsik Harga Saham PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk

Keinginan masyarakat menyimpan uangnya pada investasi yang lebih berisiko saat ini semakin tinggi. Salah satu yang menjadi investasi primadona adalah dalam bentuk saham. PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk dengan kode perdagangan saham PGAS adalah saham BUMN dengan likuiditas tinggi dalam transaksi harian BEI, sehingga selalu dipilih oleh investor lokal maupun asing. Dengan bisnis di bidang penjualan gas bumi, perusahaan memiliki prospek positif yang berpotensi memberikan keuntungan para pemegang sahamnya. Namun demikian, tentunya investor tetap harus mempertimbangkan kelayakan harga perusahaan. Analisa fundamental dengan pendekatan *top-down* dan analisa teknikal akan dipergunakan dalam mencari harga wajar saham PGAS sehingga risiko bagi investor diminimalisir. Berdasarkan analisa fundamental maka diperoleh harga wajar sahamnya senilai Rp. 4.725 dan analisa teknikal memperkirakan saham ini dalam kondisi *uptrend* dengan target Rp. 4.400–Rp. 4.800. Dengan demikian, bila dibandingkan dengan kondisi harga saat analisa dilakukan maka rekomendasinya adalah *buy*.

Kata kunci:

Saham, analisa fundamental, analisa teknikal, nilai intrinsik

ABSTRACT

Name : Sulthani Adil Mangatur

Study Program : Master Degree of Management

Title : The Applications of the Fundamental and Technical Analysis on Determination of PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk Intrinsic Value

Nowadays, people are getting more interested in risky investment. One of the most attractive forms of this kind of investment for the investors is the share trading. PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk, a public listed state-owned company with the ticker of PGAS in Bursa Efek Indonesia, has high liquidity in daily trading so that it always attracts many local and foreign investors. PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk's core business is delivering natural gas to the end user, a field which so far has always given its investors a positive yield on their investments. However, it is still necessary for every investor to mull over the value of each company in which s/he would like to invest. For this purpose, a fundamental analysis with a top-down approach along with a technical analysis should be applied to determine the fair price of the PGAS share so that the risks for the investors could be minimized. The fundamental analysis shows that the fair price of PGAS share is about Rp 4,725,- whilst the technical analysis predicts that the sentiment toward this share is improving, ascending the trading trend of the stock within the price target of Rp 4,400,- to Rp 4,800,-. The gap between its actual value and the value at which the stock has been traded at the time this study was conducted shows how investors could multiply the value of their investments by buying the PGAS' share, so that the recommendation for the investors would be buy.

Keywords :

Stock, fundamental analysis, technical analysis, intrinsic value

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	vi
ABSTRAK.....	vii
ABSTRACT.....	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR GRAFIK.....	xiv
DAFTAR RUMUS.....	xv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvi
BAB 1 PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	2
1.3. Tujuan Penelitian.....	3
1.4. Manfaat Penelitian.....	3
1.5. Ruang Lingkup Penelitian.....	4
1.6. Metodologi Penelitian.....	4
1.7. Sistematika Penulisan.....	5
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA.....	7
2.1. Analisa Ekonomi Makro.....	7
2.1.1. Produk Domestik Bruto (PDB).....	8
2.1.2. Inflasi.....	8
2.1.3. Tingkat Suku Bunga.....	9
2.1.4. Nilai Tukar Rupiah.....	9
2.2. Analisa Industri.....	10
2.2.1. Siklus Hidup Industri.....	10
2.2.1.1. Tahap Permulaan.....	11
2.2.1.2. Tahap Pertumbuhan.....	11
2.2.1.3. Tahap Kedewasaan.....	12
2.2.1.4. Tahap Penurunan.....	12
2.2.2. Kekuatan Persaingan Usaha.....	13
2.2.2.1. Persaingan Antara Penjual.....	13
2.2.2.2. Kemunculan Pemain Baru.....	13
2.2.2.3. Adanya Produk Substitusi.....	14
2.2.2.4. Kekuatan Tawar–Menawar Pemasok.....	14
2.2.2.5. Kekuatan Tawar–Menawar Konsumen.....	15
2.3. Analisa Keuangan Perusahaan.....	15
2.3.1. Rasio Likuiditas.....	16
2.3.2. Rasio Pengungkit.....	17
2.3.3. Rasio Profitabilitas.....	18
2.4. Metode Valuasi Perusahaan.....	18
2.4.1. <i>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</i>	19

2.4.2.	Tingkat Diskonto.....	21
2.5.	Analisa Teknikal.....	22
2.5.1.	<i>Technical Chart</i>	23
2.5.2.	<i>Technical Indicator</i>	24
BAB 3	TINJAUAN UMUM INDUSTRI DAN PERUSAHAAN.....	26
3.1.	Perkembangan Industri Gas Bumi Indonesia.....	26
3.1.1.	Pasokan Gas Bumi Indonesia.....	29
3.1.2.	Permintaan Gas Bumi Indonesia.....	30
3.1.3.	Perkembangan Harga Gas Bumi Indonesia.....	32
3.2.	Gambaran Umum Perusahaan.....	34
3.2.1.	Sejarah Singkat Perusahaan.....	34
3.2.2.	Visi, Misi, dan Strategi Perusahaan.....	36
3.2.3.	Struktur Kepemilikan Perusahaan dan Anak Perusahaan....	36
3.3.	Kinerja Operasi Perusahaan.....	38
3.4.	Kinerja Keuangan Perusahaan.....	40
3.4.1.	Pendapatan Perusahaan.....	41
3.4.2.	Beban Pokok Penjualan Perusahaan.....	41
3.4.3.	Laba Usaha Perusahaan.....	42
3.4.4.	Pendapatan (Beban) Lain-Lain Perusahaan	42
3.4.5.	<i>Earning Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (EBITDA)</i> Perusahaan.....	43
3.4.6.	Laba Bersih Perusahaan.....	43
3.4.7.	Aset Perusahaan.....	44
3.4.8.	Kewajiban Perusahaan.....	44
3.4.9.	Ekuitas Perusahaan.....	45
BAB 4	ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	46
4.1.	Analisa Ekonomi Makro.....	46
4.1.1.	Produk Domestik Bruto (PDB).....	47
4.1.2.	Inflasi.....	48
4.1.3.	Tingkat Suku Bunga.....	49
4.1.4.	Nilai Tukar Rupiah.....	50
4.1.5.	Prospek Ekonomi 2010–2014	51
4.2.	Analisa Industri Gas Bumi Indonesia.....	53
4.2.1.	Tahap Bisnis Industri Gas Bumi Indonesia.....	54
4.2.2.	Kekuatan Persaingan Usaha Gas Bumi Indonesia.....	55
4.2.2.1.	Persaingan Antara Penjual.....	55
4.2.2.2.	Kemunculan Pemain Baru.....	56
4.2.2.3.	Kehadiran Produk Substitusi.....	58
4.2.2.4.	Kekuatan Tawar-Menawar Pemasok.....	59
4.2.2.5.	Kekuatan Tawar-Menawar Konsumen.....	60
4.3.	Analisa Laporan Keuangan Perusahaan Gas Negara.....	62
4.3.1.	Rasio Likuiditas.....	62
4.3.2.	Rasio Pengungkit.....	62
4.3.3.	Rasio Profitabilitas.....	63
4.4.	Proyeksi Laporan Keuangan Perusahaan Gas Negara.....	64
4.4.1.	Laporan Laba-Rugi Perusahaan Gas Negara.....	64

4.4.2. Neraca Perusahaan Gas Negara.....	67
4.5. Valuasi Perusahaan Gas Negara.....	68
4.5.1. Perhitungan Tingkat Diskonto.....	68
4.5.2. Perhitungan <i>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</i>	69
4.5.3. Rekomendasi Saham PGAS Berdasarkan Analisa Fundamental.....	72
4.6. Analisa Teknikal Saham PGAS.....	72
4.7. Perbandingan Analisa Fundamental dan Analisa Teknikal Saham PGAS.....	75
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN.....	76
5.1. Kesimpulan.....	76
5.2. Saran.....	77
DAFTAR PUSTAKA.....	78
LAMPIRAN	

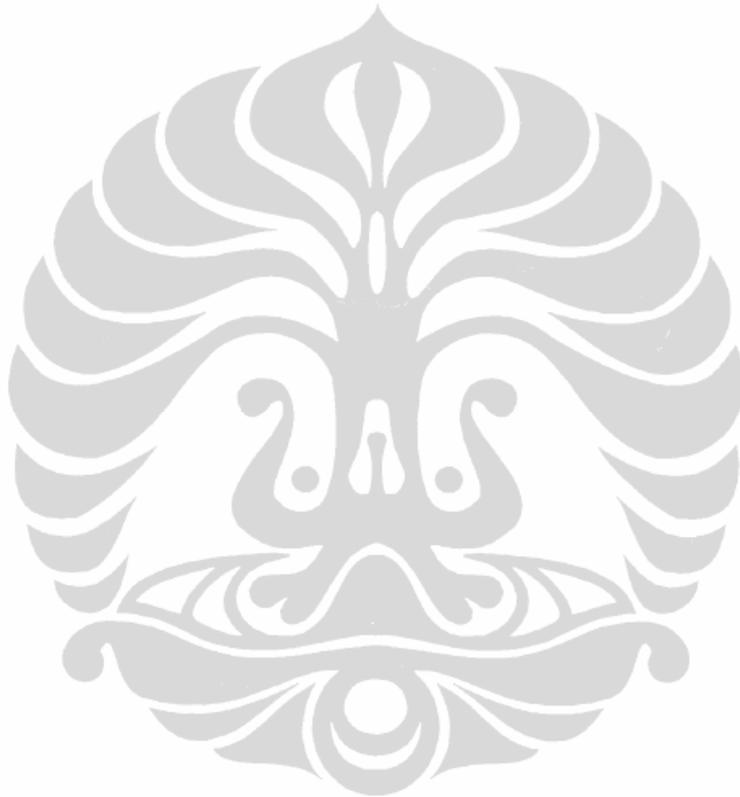


DAFTAR TABEL

Tabel 3.1.	Kebutuhan Gas Bumi Nasional.....	31
Tabel 3.2.	Kepemilikan Saham PGAS Per 31 Desember 2009.....	37
Tabel 3.3.	Ikhtisar Operasional Perusahaan Gas Negara.....	39
Tabel 3.4.	Laporan Laba-Rugi Perusahaan Gas Negara.....	40
Tabel 3.5.	Neraca Per 31 Desember Perusahaan Gas Negara.....	41
Tabel 4.1.	Tingkat Produk Domestik Bruto.....	47
Tabel 4.2.	Tingkat Inflasi.....	48
Tabel 4.3.	Perkembangan Tingkat Suku Bunga.....	50
Tabel 4.4.	Perkembangan Nilai Tukar Rupiah.....	51
Tabel 4.5.	Badan Usaha Hilir Gas Bumi.....	56
Tabel 4.6.	Utilisasi Pipa Transmisi dan Distribusi PGN.....	57
Tabel 4.7.	Harga Jual Gas Bumi dan Bahan Bakar Minyak.....	59
Tabel 4.8.	Rasio Likuiditas Perusahaan Gas Negara.....	62
Tabel 4.9.	Rasio Pengungkit Perusahaan Gas Negara.....	63
Tabel 4.10.	Rasio Profitabilitas Perusahaan Gas Negara.....	63
Tabel 4.11.	Proyeksi Laporan Laba-Rugi Perusahaan Gas Negara.....	65
Tabel 4.12.	Proyeksi Neraca Konsolidasi Perusahaan Gas Negara.....	67
Tabel 4.13.	Perhitungan Tingkat Diskonto.....	68
Tabel 4.14.	Perhitungan <i>Free Cash Flow to Firm</i> PGN.....	70
Tabel 4.15.	Perhitungan <i>Terminal Value</i> dan <i>Present Value</i> PGN.....	71
Tabel 4.16.	Perhitungan Harga Saham PGN per lembar.....	71

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1.	Bentuk <i>Line</i>	23
Gambar 2.2.	Bentuk <i>Chart</i>	23
Gambar 2.3.	Bentuk <i>Candlestick</i>	24
Gambar 2.4.	<i>Moving Average</i>	24
Gambar 2.5.	<i>Stochastic Oscillator</i>	25
Gambar 2.6.	<i>Fibonacci Retracement</i>	25
Gambar 4.1.	Peta Cadangan Gas Bumi Indonesia	60



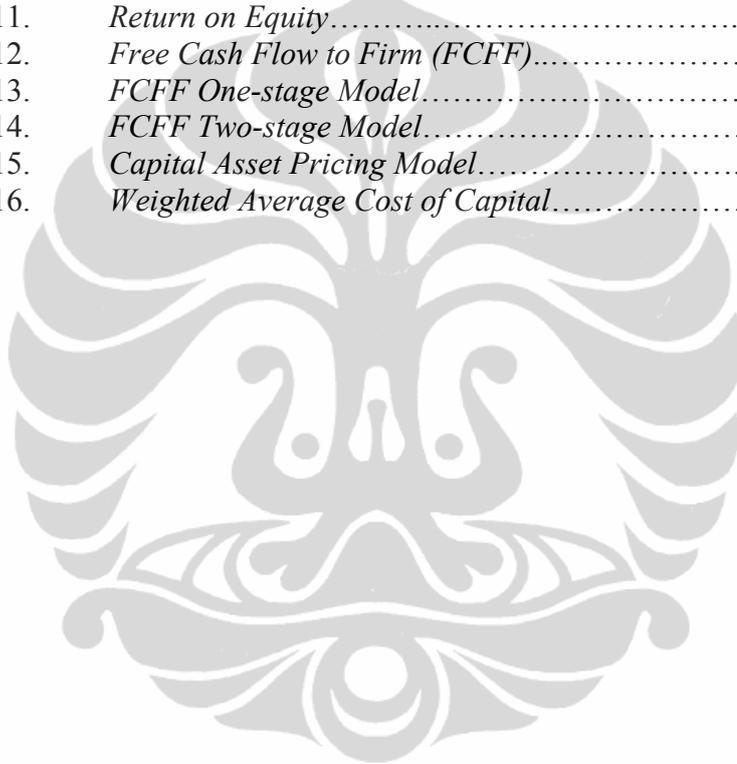
DAFTAR GRAFIK

Grafik 3.1.	Produksi dan Pemakaian Minyak Bumi Nasional.....	26
Grafik 3.2.	Produksi dan Pemakaian Gas Bumi Nasional.....	28
Grafik 3.3.	Cadangan Gas Bumi Nasional.....	29
Grafik 3.4.	Harga Jual Gas Bumi Indonesia.....	34
Grafik 4.1.	Analisa Teknikal Saham PGAS.....	73



DAFTAR RUMUS

Persamaan 2.1.	<i>Current Ratio</i>	16
Persamaan 2.2.	<i>Quick Ratio</i>	16
Persamaan 2.3.	<i>Receivable Turnover Ratio</i>	17
Persamaan 2.4.	<i>Payable Turnover Ratio</i>	17
Persamaan 2.5.	<i>Total Debt to Equity Ratio</i>	17
Persamaan 2.6.	<i>Debt to Asset Ratio</i>	17
Persamaan 2.7.	<i>Interest Coverage Ratio</i>	17
Persamaan 2.8.	<i>Operating Profit Margin</i>	18
Persamaan 2.9.	<i>Net Profit Margin</i>	18
Persamaan 2.10.	<i>Return on Invested Capital</i>	18
Persamaan 2.11.	<i>Return on Equity</i>	18
Persamaan 2.12.	<i>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</i>	20
Persamaan 2.13.	<i>FCFF One-stage Model</i>	20
Persamaan 2.14.	<i>FCFF Two-stage Model</i>	20
Persamaan 2.15.	<i>Capital Asset Pricing Model</i>	21
Persamaan 2.16.	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>	22



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Neraca Konsolidasi PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk dan Anak Perusahaan 2007–2009.....	L1
Lampiran 2	Neraca Konsolidasi (lanjutan) PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk dan Anak Perusahaan 2007–2009.....	L2
Lampiran 3	Laporan Laba-Rugi PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk dan Anak Perusahaan 2007–2009.....	L3
Lampiran 4	Proyeksi Neraca Konsolidasi PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk dan Anak Perusahaan 2010–2012.....	L4
Lampiran 5	Proyeksi Neraca Konsolidasi PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk dan Anak Perusahaan 2010–2012.....	L5
Lampiran 6	Return IHSG dan Return Saham PGAS Bulanan Januari 2007–Maret 2010	L6
Lampiran 7	Hasil Regresi Return IHSG dan Return Saham PGAS Bulanan	L7



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Minyak bumi dan gas bumi sampai dengan saat ini masih memegang peranan penting dalam pergerakan roda perekonomian suatu negara. Hal ini dikarenakan komoditas tersebut merupakan salah satu faktor utama yang dapat mendorong pertumbuhan industri suatu negara. Tingginya permintaan atas komoditas tersebut telah melambungkan harga jualnya di pasaran dunia. Berdasarkan Laporan Tahunan PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk Tahun Buku 2008, pada tahun 2008 kedua komoditas tersebut mencapai puncak harga tertinggi selama tiga tahun terakhir, minyak \pm USD140/barrel dan gas bumi \pm USD13/MMBTU. Seiring dengan krisis finansial global yang terjadi memang melemahkan harga jual keduanya karena terjadi penurunan konsumsi, namun seiring dengan pulihnya kondisi perekonomian global kembali mengangkat harga komoditas tersebut.

Indonesia sebagai salah satu negara yang memiliki ketergantungan tinggi terhadap bahan bakar minyak tentunya memiliki problem yang sulit atas kondisi di atas, dimana bahan bakar minyak masih mendominasi bauran energi nasional sebesar lebih dari 50%, disampaikan oleh Menteri Energi Sumber Daya dan Mineral, Darwin Z. Saleh dalam salah satu konferensi persnya (*Bisnis Indonesia*– 26 Oktober 2009). Pada bulan Maret 2005, Pemerintah akhirnya melepaskan subsidi atas bahan bakar minyak untuk pengguna tertentu, yaitu konsumen industri. Subsidi bahan bakar minyak saat ini hanya diberikan kepada konsumen rumah tangga dan transportasi. Berdasarkan Peraturan Presiden No. 5 Tahun 2006 Tentang Kebijakan Energi Nasional, pemerintah mencoba merubah bauran energi nasional dengan mengedepankan penggunaan gas bumi dan batu bara serta mengurangi penggunaan bahan bakar minyak sebagai sumber energi utama. Hal ini tentu saja mendorong investasi di Indonesia khususnya untuk industri yang bergerak di bidang gas bumi dan batu bara.

Menurut PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk, saat ini PGN adalah pemain utama bidang distribusi dan transmisi gas bumi domestik dengan pangsa pasar lebih dari 80%. Posisi dominan ini tentu saja menarik minat banyak investor

untuk melakukan investasi di perusahaan yang berkode saham PGAS tersebut. Pertumbuhan volume penjualan yang pesat serta harga jual yang sangat kompetitif dibandingkan bahan bakar solar sebagai pesaing utamanya memberikan hasil yang positif terhadap *balance sheet*, *income statement*, dan *cash flow* perusahaan. Harga jual dan hutang perusahaan yang hampir seluruhnya dalam mata uang asing juga memberikan keuntungan tambahan bagi perusahaan atas minimnya resiko kerugian transaksi mata uang asing karena adanya *natural hedge* sampai dengan level operasional. Tentunya keuntungan akhir yang diharapkan adalah imbal hasil menarik yang mampu diberikan perusahaan terhadap investor.

Untuk itu tentunya akan sangat menarik untuk melakukan analisa terhadap saham PGAS sebagai salah satu investasi yang menjanjikan. Namun demikian analisa fundamental tetap perlu dilakukan untuk mengetahui harga wajar perusahaan dan analisa teknikal supaya dapat diperoleh harga yang tepat dalam melakukan penawaran. Analisa itu semua nantinya akan dibandingkan dengan harga pasar saat ini sebagai perbandingan, sehingga dapat diketahui apakah harga saham saat ini dalam kondisi *overvalued* atau *undervalued* (Brown & Reilly: 2009). Hasil akhir seluruh analisa tersebut dapat dijadikan bahan pertimbangan pengambilan keputusan investasi para investor untuk menjual, membeli ataupun menahan saham PGAS.

1.2. Perumusan Masalah

Dengan mempertimbangkan kondisi di atas maka permasalahan yang dapat diangkat dalam karya akhir ini adalah:

- Bagaimana melakukan analisa fundamental dengan pendekatan *top-down* agar dapat diperoleh nilai intrinsik saham PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk?
- Berapakah nilai intrinsik saham PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk saat ini berdasarkan valuasi menggunakan metode *Free Cash Flow to the Firm*?
- Apakah hasil perhitungan dengan *Free Cash Flow to the Firm* menunjukkan kondisi *overvalue* atau *undervalue* bila dibandingkan harga pasar saat ini?

- Berapakah *support*, *resistance*, dan target harga saham PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk bila digunakan analisa teknikal?
- Apakah rekomendasi yang dapat diberikan berdasarkan hasil analisa fundamental dan analisa teknikal?

1.3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan yang telah disampaikan pada perumusan masalah maka tujuan dilakukan penelitian ini adalah:

- Melakukan analisa fundamental terhadap PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk dengan *top-down approach* mulai dari kondisi makro ekonomi, tinjauan industri hilir gas bumi serta kondisi perusahaan dari sisi kinerja operasional dan keuangan, sehingga dapat digunakan untuk menentukan nilai intrinsik saham PGAS.
- Mencari nilai intrinsik saham PGAS dengan metode valuasi *Free Cash Flow to the Firm*.
- Membandingkan harga saham hasil perhitungan valuasi *Free Cash Flow to the Firm* dengan harga pasar saham PGAS saat ini sehingga dapat diketahui kondisi saat ini *overvalue* atau *undervalue*.
- Melakukan analisa teknikal untuk memperoleh nilai *support*, *resistance*, dan target harga saham PGAS dengan bantuan indikator analisa teknikal.
- Memberikan rekomendasi investasi pada saham PGAS berdasarkan hasil analisa fundamental dan analisa teknikal.

1.4. Manfaat Penelitian

Berdasarkan hasil analisa fundamental dan analisa teknikal yang dilakukan, Penulis berharap bahwa karya akhir ini dapat memberikan manfaat bagi:

- Investor sebagai pertimbangan dalam melakukan investasi saham PGAS.
- Perusahaan sebagai perkiraan atas harga wajar perusahaan apabila akan melakukan *corporate action* yang berkaitan dengan nilai perusahaan.

- Bursa Efek Indonesia sebagai informasi yang dapat disampaikan kepada komunitas pasar modal terkait dengan metode *top-down approach* yang telah dilakukan.
- Akademisi sebagai salah satu rujukan dalam melakukan analisa fundamental dan teknikal terhadap suatu saham, khususnya saham PGAS.

1.5. Ruang Lingkup Penelitian

Untuk menjaga fokus penelitian supaya tetap berada pada jalurnya, Penulis menetapkan ruang lingkup penelitian sebagai berikut:

- Saham yang dijadikan obyek penelitian adalah saham PGAS yang diperdagangkan di BEI.
- Model valuasi harga saham dalam analisa fundamental ada beberapa macam jenisnya, namun dalam penelitian ini dipergunakan *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)*.
- Kinerja teknikal yang dilihat adalah data pergerakan harga penutupan saham PGAS pada bulan Juli 2009–Juni 2010 dengan menggunakan *candlestick, trendlines, support* dan *resistance* kemudian dikombinasikan dengan *Simple Moving Average*.
- Data laporan keuangan perusahaan tahun buku 2007 sampai dengan 2009 sebagai acuan dalam melakukan proyeksi laporan keuangan tahun buku 2010 sampai dengan 2012 dan proyeksi arus kas untuk model FCFF.

1.6. Metodologi Penelitian

Sumber data penelitian diperoleh melalui pengumpulan data-data sekunder, seperti laporan keuangan perusahaan, laporan tahunan perusahaan, situs perusahaan, presentasi perusahaan dan informasi lain yang terkait dengan perusahaan dan ruang lingkup industrinya yang diperoleh dari artikel di majalah, koran, internet dan media publikasi lainnya. Demikian pula halnya untuk data kondisi makro perekonomian yang diperoleh dari berbagai sumber yang ada.

Analisa penelitian ini menerapkan pendekatan *top down approach* yang dimulai dari analisa kondisi lingkungan makro ekonomi serta analisa industri di bidang perusahaan beroperasi dan berlanjut dengan penilaian perusahaan

berdasarkan proyeksi kinerja keuangan perusahaan untuk 3 tahun mendatang hingga diperoleh nilai intrinsik perusahaan.

Metode penelitian yang digunakan adalah analisa kualitatif dan analisa kuantitatif. Analisa kualitatif menjabarkan kondisi makro perekonomian dan melihat dampak kondisi makro tersebut terhadap lingkungan industri dimana perusahaan beroperasi. Sedangkan analisa kuantitatif untuk mendapatkan nilai intrinsik perusahaan yang diperoleh dari analisa laporan keuangan perseroan tiga tahun terakhir dan proyeksi arus kas tiga tahun ke depan. Pendekatan yang dipergunakan dalam analisa kuantitatif adalah metode *Discounted Cash Flow (DCF)* dengan *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)*. Metode ini merupakan analisa arus kas yang tersedia untuk seluruh penyedia modal perusahaan. Analisa terhadap pergerakan harga saham atau yang dikenal dengan analisa teknikal turut dilakukan dengan menggunakan *candlestick*, *trendlines*, *support* dan *resistance* kemudian dikombinasikan dengan *Simple Moving Average*.

1.7. Sistematikan Penulisan

- Bab 1 Pendahuluan

Bab ini menjelaskan latar belakang, perumusan masalah, tujuan dan ruang lingkup penelitian, metode penelitian dan sistematika penelitian.

- Bab 2 Landasan Teori

Bab ini menjelaskan mengenai landasan teori yang digunakan dalam penelitian ini secara menyeluruh.

- Bab 3 Tinjauan Umum Industri Dan Perusahaan

Bab ini memberikan gambaran umum industri dimana perusahaan beroperasi. Kemudian dilanjutkan dengan gambaran umum perusahaan yang merupakan obyek penelitian dengan meliputi sejarah singkat, struktur organisasi, kegiatan usaha, serta kinerja keuangan dan operasional perusahaan.

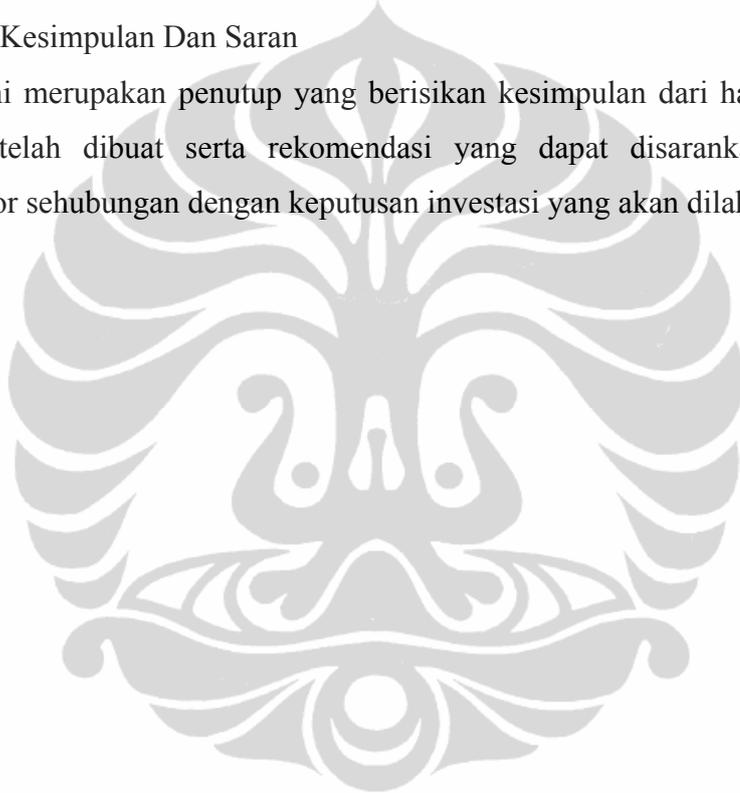
- Bab 4 Analisis Dan Pembahasan

Bab ini menguraikan tahapan dalam melakukan analisa fundamental dengan melakukan valuasi atas nilai intrinsik perusahaan. Pembahasan diawali dari analisa kondisi makro perekonomian, analisa industri

perusahaan sampai dengan analisa terhadap PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk sebagai obyek penelitian. Setelah itu dilanjutkan dengan melakukan proyeksi laporan keuangan berdasarkan berbagai asumsi yang diperoleh dari analisa fundamental. Hasil proyeksi tersebut akan dipergunakan untuk memperoleh nilai perusahaan menggunakan metode *FCFF*. Di akhir bab ini akan diberikan pula analisa teknikal atas pergerakan saham PGAS menggunakan *candlestick*, *trendlines*, *support* dan *resistance* kemudian dikombinasikan dengan *Simple Moving Average*.

- Bab 5 Kesimpulan Dan Saran

Bab ini merupakan penutup yang berisikan kesimpulan dari hasil analisa yang telah dibuat serta rekomendasi yang dapat disarankan kepada investor sehubungan dengan keputusan investasi yang akan dilakukan.



BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

Menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2009) Investasi merupakan upaya seseorang untuk menanggihkan konsumsinya saat ini untuk memperoleh hasil yang lebih di masa mendatang, baik dalam bentuk uang tunai maupun kenaikan nilai investasi yang ditanamkan. Apapun bentuk investasi yang dipilih seseorang, pada akhirnya tetap akan memiliki unsur risiko. Prinsipnya semakin besar imbal hasil yang diharapkan maka akan semakin besar pula risiko yang akan dihadapi oleh seorang investor.

Salah satu bentuk investasi yang populer saat ini adalah investasi saham. Definisi saham adalah surat berharga yang merupakan bukti penyertaan modal sebagai kepemilikan dalam suatu perusahaan. Dalam ilmu keuangan, investasi saham memperoleh keuntungan dalam bentuk dividen atau dari kenaikan harga saham dari harga yang dibeli (*capital gain*).

Pilihan atas investasi tersebut sebenarnya akan memberikan keuntungan maksimum bagi investor bila dapat menganalisa kondisi makro dan mikro perekonomian. Bila dikaitkan dengan pilihan investasi saham maka dapat dilakukan analisa fundamental dengan pendekatan *top-down approach* yaitu bisnis perusahaan beserta potensinya ke depan dengan mengacu pada analisa ekonomi makro, analisa industri, serta strategi bersaing perusahaan. Setelah itu akan dilanjutkan dengan analisa mikro yang terkait dengan kinerja perusahaan dan melakukan valuasi serta melihat waktu yang tepat untuk melakukan investasi tersebut dengan analisa teknikal.

2.1. Analisa Ekonomi Makro

Dalam bagian ini dilakukan pengamatan serta analisa terhadap ekonomi makro yang terkait dengan variabel makro yang dapat mempengaruhi usaha perusahaan. Analisa ini merupakan hal utama sebagai pertimbangan seseorang melakukan keputusan investasi karena akan membantu untuk memperkirakan perekonomian di masa mendatang dan dampaknya bagi pertumbuhan industri serta kinerja perusahaan. Menurut Blanchard (2006) terdapat beberapa indikator

makro yang dapat dipergunakan sebagai penentu arah perekonomian ke depannya, namun dalam hal ini akan dipergunakan beberapa indikator seperti Produk Domestik Bruto, inflasi, tingkat suku bunga, dan nilai tukar mata uang. Untuk itu penjabaran lebih mendalam terhadap beberapa indikator tersebut dilakukan pada pembahasan selanjutnya.

2.1.1. Produk Domestik Bruto (PDB)

Menurut Miles dan Scott (2005), PDB memberikan informasi mengenai jumlah agregat barang dan jasa yang telah diproduksi oleh ekonomi nasional untuk suatu periode tertentu (biasanya per tahun). Perhitungan dilakukan terhadap total produksi suatu negara tanpa memperhitungkan apakah produksi itu dilakukan dengan memakai faktor produksi dalam negeri atau tidak. PDB terdiri atas dua, yaitu PDB nominal dan PDB riil. PDB nominal mengukur pertumbuhan ekonomi yang disebabkan oleh bertambahnya produk barang dan jasa yang diproduksi oleh ekonomi nasional serta memasukkan faktor inflasi yang mempengaruhi harga. Sementara untuk PDB riil mengesampingkan faktor inflasi yang memberikan pengaruh atas harga.

Pengamatan PDB dari tahun ke tahun dapat mengindikasikan kondisi ekonomi bagi suatu negara apakah dalam tahap pertumbuhan atau penurunan. Pertumbuhan PDB mengindikasikan adanya konsumsi, investasi, ekspansi pembangunan pemerintah atau peningkatan ekspor, sehingga memberikan potensi peningkatan penjualan dan ekspansi usaha bagi perusahaan.

2.1.2. Inflasi

Samuelson dan Nordhaus (1989) menggambarkan bahwa inflasi merupakan indikator ekonomi yang memberikan gambaran tentang peningkatan rata-rata harga barang dan jasa yang diproduksi oleh sistem perekonomian adalah inflasi. Tingkat inflasi yang tinggi akan mengakibatkan daya beli masyarakat menurun dan dapat mendorong terjadinya resesi. Peningkatan inflasi akan mendorong Pemerintah mengubah kebijakan suku bunga bank sebagai penyeimbangannya. Tujuannya adalah mengurangi jumlah uang beredar sehingga laju perekonomian yang berlebih dapat terkontrol dan inflasi lebih terkendali.

Peningkatan inflasi yang tidak wajar merupakan sinyal negatif bagi para investor pasar modal karena dikhawatirkan akan berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan. Kenaikan harga jual produk tentu akan meningkatkan biaya perusahaan. Namun kenaikan tersebut akan diimbangi oleh kenaikan biaya produksi dan biaya operasional, sehingga bila harga jual tidak dapat menyerap kenaikan biaya-biaya tersebut akan berdampak terhadap profitabilitas perusahaan.

2.1.3. Tingkat Suku Bunga

Tingkat bunga adalah ukuran keuntungan investasi yang dapat diperoleh oleh pemodal dan juga merupakan ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan pihak yang membutuhkan modal untuk perolehan dananya. Bank Indonesia menggunakan ini sebagai salah satu alat untuk mengendalikan jumlah uang beredar. Dalam upaya peningkatan investasi sektor riil maka Bank Indonesia akan menurunkan tingkat bunga sehingga setiap pihak akan memperoleh kemudahan berinvestasi. Menurut Keynes (2006), kondisi ini akan mendorong peredaran jumlah uang di masyarakat karena mendorong masyarakat untuk melakukan konsumsi dibandingkan menabung. Demikian pula halnya bila Bank Indonesia ingin menurunkan peredaran uang di masyarakat dengan cara meningkatkan suku bunga. Hal ini bertujuan supaya masyarakat mengurangi konsumsinya dan memilih menabung.

Penetapan tingkat bunga yang dilakukan Bank Indonesia akan memiliki korelasi dengan beban bunga yang harus dikeluarkan para pengguna modal. Bila para pengguna modal memiliki *leverage* yang tinggi akan mengalami beban yang semakin berat atas kenaikan suku bunga. Bagi para investor yang biasa melakukan investasi di saham maka cenderung akan lebih memilih langkah aman dengan berinvestasi di penghasilan tetap semacam deposito atau obligasi untuk melindungi pokok investasi mereka dari potensi kerugian.

2.1.4. Nilai Tukar Rupiah

Berdasarkan yang dituliskan Samuelson dan Nordhaus (1989), nilai tukar mata uang merupakan harga mata uang tersebut bila diperjualbelikan terhadap mata uang negara lain. Kebijakan nilai tukar rupiah dapat mempengaruhi arus

barang dan jasa serta modal dari dan ke dalam Indonesia. Sebagai negara yang memiliki *soft currency*, Indonesia cenderung memiliki nilai tukar yang rendah dan volatil dibandingkan mata uang negara lainnya. Namun situasi tersebut dapat menguntungkan bila dilihat dari segi peningkatan ekspor dan mengurangi laju penumbuhan impor. Di sisi lain, nilai tukar rupiah yang rendah juga akan melemahkan daya beli masyarakat karena tingginya harga kebutuhan yang diimpor. Hal ini dikarenakan meningkatnya biaya impor akan meningkatkan biaya produksi yang komponennya tidak dapat dipenuhi domestik sehingga berdampak pada tingginya harga jual. Selain itu juga pelemahan nilai tukar rupiah juga berpotensi memberikan dampak negatif bagi laba-rugi perusahaan karena dapat memunculkan kerugian baik sifatnya transaksi maupun translasi. Walaupun beberapa dapat bersifat non-kas tapi tetap akan dicatatkan sebagai beban. Pada akhirnya dapat menurunkan profitabilitas perusahaan. dilanjutkan dengan analisa mikro yang terkait dengan kinerja perusahaan dan melakukan valuasi serta melihat waktu yang tepat untuk melakukan investasi tersebut dengan analisa teknikal.

2.2. Analisa Industri

Tahapan selanjutnya dalam analisa fundamental adalah dengan melihat kondisi industri dimana perusahaan beroperasi. Hal ini untuk melihat bagaimana prospek dari industri tersebut ke depannya baik untuk jangka pendek maupun jangka panjangnya seiring dengan situasi ekonomi yang ada.

Untuk menganalisanya maka dilakukan dengan memandang dari *business cycle* atau siklus hidup industri tersebut sehingga dapat diperkirakan tahap yang sedang dialami dan kelebihan serta keunggulan yang ada dalam tahap tersebut. Analisa dilanjutkan dengan melihat kompetisi di dalam industri tersebut dengan pendekatan *five-forces model of competition* dari Porter (2008) untuk melihat seberapa keras kompetisi yang ada dan peluang perusahaan untuk mengantisipasi kompetisi tersebut.

2.2.1. Siklus Hidup Industri

Setiap industri yang ada di pasaran tidak memiliki kondisi yang stabil

setiap waktu. Dampak perubahan baik dari faktor internal maupun eksternal industri akan mempengaruhi perjalanan industri tersebut. Pengaruhnya bisa saja meningkatkan, memperlambat atau bahkan membuat stagnan pergerakan industri yang telah berjalan. Menurut Hill (2007), hal tersebut menjadikan identifikasi siklus hidup industri dikelompokkan dalam empat tahapan, yaitu mulai dari pengenalan, pertumbuhan, kedewasaan, dan penurunan. Tahapan yang sedang dialami industri akan menentukan strategi apa yang sebaiknya dipertimbangkan untuk tetap mengoptimalkan kinerja operasional dan keuangan perusahaan.

2.2.1.1. Tahap Permulaan

Pada tahap awal industri berada tahap pengenalan dimana produk baru diproduksi dan diperkenalkan kepada masyarakat. Hill (2007) menerangkan bahwa, perusahaan ada kemungkinan melakukan bisnisnya tanpa adanya persaingan yang berarti. Keunikan produk baru ditawarkan kepada masyarakat sehingga yang diharapkan dapat dikenal dan memiliki hasrat untuk mempergunakan produk. Tahap ini memerlukan biaya modal yang signifikan karena segala sesuatunya masih dalam tahap awal dan belum menghasilkan arus kas yang positif. Kecenderungan dalam tahap ini perusahaan mencetak laba bersih negatif dan arus kas negatif karena sebagian besar masih direinvestasikan untuk kebutuhan menciptakan dan mengenalkan produk kepada masyarakat.

2.2.1.2. Tahap Pertumbuhan

Menurut Hill (2007) Seperti halnya tahap permulaan, tahap ini memerlukan komitmen modal yang signifikan untuk proses produksi dan operasional perusahaan. Perusahaan telah mulai menonjolkan diferensiasi produknya dibandingkan pesaing lain di industrinya. *Economic of scale* juga mulai lebih berperan di tahap ini karena dengan kapasitas yang ada berupaya memberikan output seoptimum mungkin untuk meningkatkan volume penjualan. Peningkatan dari sisi penjualan dan efisiensi yang membaik dari sisi biaya menghasilkan laba bersih yang meningkat dan arus kas yang semakin positif bagi perusahaan. Sebagai kompensasi tentu saja industri yang terlihat semakin menarik akan mengundang minat perusahaan lain turut berpartisipasi di dalamnya dengan

harapan potensi keuntungan yang akan diperoleh. Sisi yang menarik dalam tahap ini adalah penetrasi ke pasar terbatas juga, sehingga ekspansi jaringan kegiatan usaha akan cepat sekali bermunculan dan umumnya akan menjadi topik industri yang hangat di masyarakat.

2.2.1.3. Tahap Kedewasaan

Ketika industri memasuki tahap kedewasaan, pertumbuhan semakin melambat. Hill (2007) menjabarkan bahwa, daya tarik seperti laba bersih yang menggiurkan menjadi terlihat normal karena margin keuntungan telah memasuki tahap paling optimum sehingga tidak bisa dilakukan ekspansi margin lebih jauh. Tahap ini merupakan saat dimana kompetisi telah semakin ketat sehingga ruang gerak persaingan semakin sempit. Hanya beberapa yang mampu bertahan dalam situasi pasar ini. Perusahaan yang memiliki inovasi dan komitmen modal yang kuat dapat terus bertahan dan berkembang, seleksi terhadap mereka yang lemah dalam hal tersebut akan membuat mereka tak dapat berkembang atau bahkan terlikuidasi. Bila perusahaan tersebut dapat mempertahankan diferensiasinya barulah tahap pertumbuhan kembali dimulai.

2.2.1.4. Tahap Penurunan

Penurunan dalam suatu siklus industri merupakan hal yang tak dapat dihindari. Bila inovasi tidak dilakukan maka apa yang ditawarkan di pasaran semakin lama akan terlihat usang sehingga tidak lagi menarik bagi masyarakat berdasarkan pendapat Hill (2007). Dampaknya adalah penjualan akan jatuh dan para pemain di industri yang sebelumnya masih bertahan pada tahap kedewasaan maka saat ini mulai mempertimbangkan untuk keluar dari pasar. Pangsa pasar yang sebelumnya luas berubah menjadi ceruk pasar yang wilayahnya tidak luas. Pada tahap ini beberapa pemain industri masih mencoba bertahan dengan berbagai strateginya, salah satunya adalah strategi korporasi dengan melakukan *merger and acquisition*. Tujuannya adalah merampingkan dan mengkonsolidasikan para pemain yang ada sehingga akan mengurangi persaingan yang semakin tidak sehat dan dapat lebih mudah untuk melakukan kontrol usaha di dalam pasar, sehingga diharapkan dapat memulai tahap permulaan kembali.

2.2.2. Kekuatan Persaingan Usaha

Persaingan yang terjadi dalam suatu industri tidak akan sama dengan industri lainnya dan persaingan yang terjadi tidak terbatas pada persaingan konvensional biasa antar pemain yang menjual produk. Porter (2008) menjelaskan kekuatan dalam persaingan usaha dapat muncul dari lima hal, yaitu: persaingan dari pesaing langsung, munculnya pemain baru, adanya produk substitusi, kekuatan tawar-menawar dari pemasok, serta kekuatan tawar-menawar konsumen.

Semua kekuatan di atas akan secara bersama menentukan intensitas persaingan dan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dalam industrinya. Kekuatan yang paling besar pada akhirnya akan menentukan rumusan strategi perusahaan baik dalam jangka pendek sampai dengan jangka panjang.

2.2.2.1. Persaingan Antara Penjual

Dalam teori yang disampaikan Porter (2008) Rivalitas di kalangan penjual yang ada berbentuk perlombaan untuk mendapatkan posisi dengan menggunakan berbagai taktik seperti persaingan harga, perang iklan, introduksi produk, dan meningkatkan pelayanan atau jaminan kepada pelanggan. Persaingan terjadi karena satu atau lebih pesaing merasakan adanya tekanan atau melihat peluang untuk memperbaiki posisi. Pada kebanyakan industri, gerakan persaingan oleh satu perusahaan mempunyai pengaruh yang besar terhadap para pesaingnya dan dengan demikian dapat mendorong perlawanan atau usaha untuk menandingi gerakan tersebut. Dengan demikian antar perusahaan tersebut saling tergantung satu sama lain. Intensitas persaingan antar perusahaan dipengaruhi oleh beberapa hal utama seperti: strategi penjualan, tingkat permintaan, jumlah persaingan, kapasitas produksi yang ada, biaya yang dikeluarkan konsumen untuk berpindah produk, serta diferensiasi produk yang ditawarkan.

2.2.2.2. Kemunculan Pemain Baru

Pendatang baru dalam industri akan menambah tingkat persaingan yang sudah ada, karena kemunculan mereka akan membawa kapasitas baru dan perebutan pasar yang ada, disampaikan oleh Porter (2008). Kecenderungan persaingan yang kuat datangnya dari pemain baru yang sebenarnya merupakan

pemain lama yang belum memasuki pasar tersebut. Dengan segala sumber daya yang mereka miliki berupaya mengambil ceruk pasar baru untuk memperluas lini produk dan area penjualannya. Potensi kemunculan pemain baru secara umum dikarenakan faktor seperti: besarnya pangsa pasar, hambatan memasuki industri, tingkat permintaan, potensi keuntungan yang diraih, reaksi dari pemain yang telah ada dalam industri, serta ekspansi yang dilakukan pemain lama.

2.2.2.3. Adanya Produk Substitusi

Semua perusahaan dalam suatu industri dalam pengertian yang luas bersaing dengan produk pengganti. Walaupun karakteristiknya berbeda tetapi barang substitusi dapat memberikan fungsi atau jasa yang sama. Ancaman dari produk substitusi ini kuat jika konsumen dihadapkan pada sedikitnya biaya yang harus dikeluarkan untuk berpindah produk dan jika produk substitusi tersebut mempunyai harga yang lebih murah atau kualitasnya sama bahkan lebih tinggi dari produk yang ditawarkan industri saat ini, menurut Porter (2008). Selain itu juga beberapa faktor lain yang dapat mempengaruhi tingkat persaingan dari produk substitusi adalah kemudahan mengakses barang substitusi, keunggulan layanan yang ditawarkan, serta kenyamanan dari konsumen dalam menggunakan barang substitusi tersebut.

2.2.2.4. Kekuatan Tawar–Menawar Pemasok

Pemasok dapat menekan perusahaan yang ada dalam suatu industri dengan cara menaikkan harga serta menurunkan kualitas barang yang dijualnya. Jika perusahaan tidak dapat menutupi kenaikan biaya melalui struktur harganya, maka keunggulan perusahaan tersebut dapat terganggu karena tindakan pemasok tadi. Untuk itu sangat ditekankan perlunya sinergi antara pemasok dan perusahaan pengguna untuk memperoleh keunggulan bersaing di dunia usahanya. Tujuannya untuk mengurangi biaya persediaan dan pengiriman, menjamin ketersediaan bahan baku yang handal, mengurangi pengiriman bahan baku gagal dan meningkatkan kualitas yang ada, serta melakukan efisiensi biaya lain yang berdampak signifikan. Menurut Porter (2008), hal yang dapat mempengaruhi kekuatan tawar-menawar pemasok diantaranya adalah besar biaya untuk

berpindah pemasok, kebutuhan atas bahan baku, jumlah pemasok, jumlah dan jenis bahan baku yang ada, akses pemasok melakukan integrasi hilir, serta harga bahan baku yang berlaku di pasaran.

2.2.2.5. Kekuatan Tawar-Menawar Konsumen

Para pembeli biasanya akan membeli barang dengan harga termurah yang dapat diperolehnya namun memperoleh kualitas yang terbaik disertai pelayanan yang memuaskan. Tindakan ini akan menyebabkan persaingan yang kuat di antara perusahaan yang ada dalam suatu industri yang sama. Untuk jenis pelanggan ritel cenderung memiliki kekuatan tawar-menawar yang lemah karena tingkat konsumsi dan akses mereka yang terbatas di pasar. Berbeda halnya tipe pelanggan korporasi karena umumnya didukung oleh volume pembelian produk serta akses di pasar yang lebih luas memberikan mereka kontrol lebih dalam melakukan penawaran atas produk yang ditawarkan. Teori yang disampaikan Porter (2008), tingkat kekuatan tawar-menawar yang dapat diberikan oleh konsumen dipengaruhi oleh besarnya biaya untuk beralih produk, besarnya pembelian konsumen, tingkat permintaan produk, jumlah konsumen dan penjual, akses konsumen ke pasar, kemungkinan akses konsumen menjadi pesaing langsung, serta waktu yang dibutuhkan untuk konsumsi produk.

2.3. Analisa Keuangan Perusahaan

Menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2009), laporan keuangan merupakan suatu data yang dapat memberikan gambaran dan berbagai informasi mengenai keadaan keuangan suatu perusahaan pada suatu periode tertentu dan dapat membantu para pelaku pasar modal dalam mengidentifikasi keadaan operasional suatu perusahaan. Perangkat yang digunakan untuk analisa ini adalah dengan menggunakan rasio keuangan yang datanya bersumber dari neraca, laporan laba-rugi dan laporan arus kas perusahaan.

Analisis rasio keuangan menggunakan data laporan keuangan yang telah ada sebagai dasar penilaiannya. Meskipun didasarkan pada data dan kondisi masa lalu, analisis rasio keuangan dimaksudkan untuk menilai risiko dan peluang di masa yang akan datang. Pengukuran dan hubungan satu pos dengan pos lain

dalam laporan keuangan yang tampak dalam rasio-rasio keuangan dapat memberikan kesimpulan yang berarti dalam penentuan tingkat kesehatan keuangan suatu perusahaan. Indikator yang dipergunakan dalam menganalisa rasio tidak bisa dilakukan hanya pada satu pengukuran, perlu dilakukan terhadap beberapa indikator dan tentunya didukung dengan analisa industri yang telah dilakukan terlebih dahulu. Menurut Anthony, Hawkins, dan Merchant (2007) terdapat beberapa rasio yang dapat dipergunakan dalam analisa ini adalah rasio likuiditas, rasio pengungkit, dan rasio profitabilitas dengan penjabaran lebih lanjut.

2.3.1. Rasio Likuiditas

Untuk menggambarkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek perusahaan di masa mendatang. Menurut Anthony, Hawkins, dan Merchant (2007), rasio ini membandingkan kewajiban keuangan jangka waktu pendek seperti pinjaman dan hutang usaha dengan aset lancar atau arus kas yang dapat memenuhi kewajiban ini. Beberapa rasio yang akan dipergunakan adalah:

- *Current ratio*

Membandingkan antara jumlah aset lancar dengan kewajiban lancar pada periode yang sama.

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current assets}}{\text{Current liabilities}} \quad (2.1)$$

- *Quick ratio*

Prinsipnya adalah membandingkan aset lancar dengan kewajiban lancar pada periode yang sama, namun dalam hal ini aset yang dipilih lebih bersifat konservatif yaitu aset sangat likuid.

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{Marketable securities} + \text{Receivables}}{\text{Current liabilities}} \quad (2.2)$$

- *Receivable turnover ratio*

Untuk menganalisa likuiditas dari perusahaan perlu juga dilihat berapa perputaran piutang dalam suatu periode untuk mengetahui kecepatan perusahaan dalam mendapatkan kas penjualannya sehingga dapat membayar kewajiban lancarnya.

$$\text{Receivable turnover ratio} = \frac{\text{Net annual sales}}{\text{Average receivables}} \quad (2.3)$$

- *Payable turnover ratio*

Untuk dapat membandingkan *receivable turnover ratio* diperlukan rasio pembandingnya sehingga dapat diperoleh perputaran arus kas dalam operasional perusahaan. Dalam hal ini karena perusahaan tidak memiliki persediaan barang dagang maka perbandingan dilakukan dengan rasio perputaran hutang dalam periode yang sama.

$$\text{Payable turnover ratio} = \frac{\text{Cost of goods sold}}{\text{Average trade payables}} \quad (2.4)$$

2.3.2. Rasio Pengungkit

Dalam buku Anthony, Hawkins, dan Merchant (2007) disebutkan bahwa, rasio ini bertujuan untuk mendeteksi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya beserta bunga yang muncul dari kewajiban tersebut terkait dengan struktur permodalan perusahaan yang ada. Beberapa rasio yang akan dipergunakan adalah:

- *Total debt to equity ratio*

Membandingkan total pinjaman yang merupakan pendanaan dari kreditur dengan total ekuitas sebagai pendanaan dari pemegang saham.

$$\text{Total debt to equity} = \frac{\text{Total debt}}{\text{Equity}} \quad (2.5)$$

- *Debt to asset ratio*

Membandingkan total pinjaman yang dimiliki oleh perusahaan dengan total aset perusahaan

$$\text{Debt to asset ratio} = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total asset}} \quad (2.6)$$

- *Interest coverage ratio*

Rasio ini untuk menghitung kapasitas laba operasional perusahaan terhadap kewajiban atas beban bunga.

$$\text{Interest coverage ratio} = \frac{\text{Earning before interests \& taxes}}{\text{Interest expenses}} \quad (2.7)$$

2.3.3. Rasio Profitabilitas

Kemampuan perusahaan memberikan imbal hasil yang baik atas kegiatan operasionalnya merupakan salah satu faktor utama yang dipertimbangkan oleh para investor. Dalam hal ini investor akan melihat profitabilitas perusahaan baik dari terhadap penjualan maupun terhadap modal yang dipergunakan untuk kegiatan usaha. Menurut Anthony, Hawkins, dan Merchant (2007), beberapa rasio yang akan dipergunakan adalah:

- *Operating profit margin*

Rasio ini dihitung untuk mengetahui besar laba usaha perseroan terhadap total pendapatan.

$$\text{Operating profit margin} = \frac{\text{Operating profit}}{\text{Net sales}} \quad (2.8)$$

- *Net profit margin*

Rasio ini untuk mengukur besar laba bersih perusahaan yang dihasilkan dibandingkan dengan total pendapatan.

$$\text{Net profit margin} = \frac{\text{Net income}}{\text{Net sales}} \quad (2.9)$$

- *Return on invested capital*

Untuk mengetahui bagaimana perusahaan menghasilkan laba bersih terhadap alokasi permodalannya yang terkait dengan bunga dan ekuitas pemegang saham.

$$\text{Return on invested capital} = \frac{\text{Net income} + \text{Interest expenses}}{\text{Average total invested capital}} \quad (2.10)$$

- *Return on equity*

Merupakan rasio utama yang menjadi bahan pertimbangan para pemegang saham dalam menilai kinerja perusahaan. Rasio ini melihat imbal hasil yang dihasilkan laba bersih terhadap modal yang diberikan oleh para pemegang saham

$$\text{Return on equity} = \frac{\text{Net income}}{\text{Average total equity}} \quad (2.11)$$

2.4. Metode Valuasi Perusahaan

Setelah melihat kinerja historikal dari suatu perusahaan tentunya investor

akan lebih terfokus dalam pemilihan perusahaan yang menurutnya layak untuk investasi. Tahap selanjutnya adalah menilai harga wajar dari perusahaan tersebut. Menurut Damodaran (2001) terdapat tiga metode valuasi yang umumnya dipergunakan oleh para analis keuangan, yaitu:

- *Discounted Cash Flow (DCF)*
Merupakan metode valuasi yang paling umum dipergunakan di dunia. Metode ini menyatakan bahwa nilai suatu aset merupakan *present value* dari ekspektasi arus kas yang akan dihasilkan di masa depan pada tingkat diskonto tertentu. Metode DCF terdapat tiga macam, yaitu *dividend discount model* (diskonto terhadap dividen perusahaan), *free cash flow to equity* (diskonto terhadap arus kas yang dapat diterima pemilik ekuitas), dan *free cash flow to firm* (diskonto terhadap arus kas yang dapat diterima kreditur dan juga pemilik ekuitas perusahaan).
- *Relative Valuation*
Metode ini melakukan penilaian aset suatu perusahaan dengan cara membandingkan nilai aset lain yang sejenis baik itu dari sisi laba bersih (*price/earning ratio*), arus kas (*price/cash flow ratio*), nilai buku (*price/book value ratio*), dan penjualan (*price/sales ratio*). Penggunaan metode ini dapat dilakukan bila terdapat aset sejenis di pasar yang bisa dijadikan sebagai pembandingnya.
- *Contingent Claim Valuation*
Metode yang menggunakan *option pricing model* dalam menilai aset suatu perusahaan yang memiliki karakter seperti *option*. Aset yang dimaksudkan misalnya seperti paten atau suatu aset yang dalam tahap pengembangan, sehingga nilainya di masa mendatang bisa lebih tinggi atau lebih rendah. Penerapan metode ini untuk menghindari kondisi *understate/overstate* atas aset yang dievaluasi.

2.4.1. *Free Cash Flow to Firm (FCFF)*

Bila melihat karakteristik dari Perusahaan Gas Negara sebagai perusahaan utilitas yang dalam tahap pertumbuhan dengan arus kas positif, tidak memiliki perusahaan pembanding, dan memiliki struktur modal yang didominasi oleh

hutang jangka panjang maka metode FCFF merupakan pilihan yang lebih tepat untuk dijadikan valuasi perusahaan. Hal ini diperkuat oleh tulisan yang dibuat oleh Gentry, Reilly, dan Sandretto (2003) bahwa perusahaan yang memiliki struktur modal atas hutang dominan maka pemakaian FCFF lebih tepat digunakan untuk mencari nilai perusahaan. Sehingga nilai perusahaan merupakan penjumlahan nilai pasar hutang dan nilai ekuitas perusahaan.

FCFF merupakan *present value* dari jumlah dari arus kas yang dapat diklaim oleh para pemodal di perusahaan, baik itu kreditur, pemegang saham preferen, maupun pemegang saham biasa perusahaan setelah dikurangi beban pokok penjualan dan biaya operasional dengan menggunakan tingkat diskonto *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. Adapun formula FCFF adalah sebagai berikut:

$$FCFF = EBIT(1 - \text{tax rate}) + \text{depreciation} - \text{capital expenditure} - \Delta \text{working capital} \quad (2.12)$$

EBIT = *Earning Before Interest and Tax*

Dalam valuasi FCFF suatu perusahaan formulanya dapat dibedakan menurut siklus bisnisnya, yaitu:

- *One-stage model*

Model ini memformulasikan proyeksi arus kas perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan stabil sepanjang tahunnya.

$$\text{Firm Value} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (2.13)$$

FCFF_t = *Free Cash Flow to Firm pada tahun t*

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*

- *Two-stage model*

Model ini memformulasikan proyeksi arus kas perusahaan yang pada beberapa tahun memiliki pertumbuhan tinggi kemudian memiliki yang stabil sampai dengan seterusnya.

$$\text{Firm Value} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC_{hg})^t} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC_{st}-g_n)}{(1+WACC_{hg})^n} \quad (2.14)$$

FCFF_t = *Free Cash Flow to Firm pada tahun t*

WACC = *Weighted Average Cost of Capital* (hg: *high growth*; st: *stable growth*)

- *Three-stage model*

Model ini memformulasikan proyeksi arus kas perusahaan yang mengalami tiga jenis pertumbuhan yang berbeda, yaitu pertumbuhan tinggi, menurun dan kemudian stabil.

2.4.2. Tingkat Diskonto

Menurut Damodaran (2001) dalam perhitungan valuasi FCFF tingkat diskonto yang dipergunakan dalam mencari *present value* arus kas perusahaan di masa mendatang bergantung kepada imbal balik minimal yang diharapkan setelah dilakukan pendanaan untuk investasi perusahaan atau disebut juga *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. Parameter ini terdiri atas beberapa komponen seperti: *cost of equity* dan *cost of debt* yang masing-masing memiliki pengukuran berbeda.

Cost of equity adalah tingkat pengembalian yang diharapkan investor atas investasi yang dilakukan pada ekuitas perusahaan. Umumnya pendekatan yang digunakan menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Metode ini menerangkan hubungan antara imbal balik yang diharapkan dari suatu aset dengan tingkat bebas risiko dan risiko premium aset itu sendiri.

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (2.15)$$

K_e = *Expected return dari aset (cost of equity)*

R_f = *Risk-free rate*

$R_m - R_f$ = *Market risk premium*

β = *Systematic risk of equity (beta)*

Cost of debt merupakan parameter yang mengukur biaya perusahaan atas pendanaan yang diperoleh dari pinjaman. Parameter ini juga menggambarkan tingkat risiko yang dimiliki perusahaan atas rata-rata tertimbang total bunga pinjaman yang menjadi beban perusahaan, sehingga semakin besar nilainya maka semakin besar risiko yang dimiliki perusahaan tersebut. *Cost of debt* yang dipergunakan dalam valuasi telah dikurangi oleh besaran pajak perusahaan.

Cost of capital merupakan imbal balik minimal atau biaya modal yang

dikeluarkan sebagai pembiayaan perusahaan baik yang diperoleh dari pinjaman maupun ekuitas untuk investasi perusahaan. Parameter ini merupakan tingkat diskonto yang dipergunakan dalam metode FCFF dengan mempergunakan besaran yang tertimbang.

$$WACC = K_e \left(\frac{E}{E+D} \right) + K_d (1 - T) \left(\frac{D}{E+D} \right) \quad (2.16)$$

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*

Ke = *Cost of equity*

Kd = *Cost of debt*

E = *Nilai pasar ekuitas perusahaan*

D = *Nilai pasar hutang perusahaan*

T = *Tax rate*

2.5. Analisa Teknikal

Menurut www.investopedia.com (Juni 2010) analisa ini merupakan metode untuk menilai suatu sekuritas dengan melihat statistik yang terjadi karena adanya aktivitas di pasar, seperti data historis harga dan volume perdagangan. Analisa teknikal tidak melihat dari sisi perhitungan nilai intrinsik suatu sekuritas namun hanya menggunakan grafik dan juga peralatan pendukung lainnya untuk mengidentifikasi bentuk pergerakannya sehingga dapat memperkirakan pergerakannya di masa mendatang.

Menurut Person (2004) analisa teknikal mencoba menganalisa aktivitas perdagangan di pasar melalui grafik yang mencerminkan psikologi pasar. Analisa ini memang bukan suatu hal yang memiliki akurasi pasti tepat, namun lebih kecenderungan atau peluang untuk terjadi ke depannya. Ada pula yang menyebutkan bahwa peristiwa yang terjadi di pasar terkadang merupakan masa lalu yang berulang, sehingga grafik yang terbentuk memberikan pandangan bahwa hal yang akan terjadi selanjutnya memiliki kemungkinan mengikuti yang telah lampau. Umumnya grafik yang dipergunakan para analis teknikal adalah yang berbentuk *line chart*, *bar chart*, atau *candlestick chart* dibantu dengan volume perdagangan untuk menentukan validitas dari bentuk grafik. Selain itu beberapa indikator pendukung tambahan dapat membantu validasi analisa tersebut. Indikator pendukung grafik teknikal yang ada saat ini jumlahnya sangat banyak,

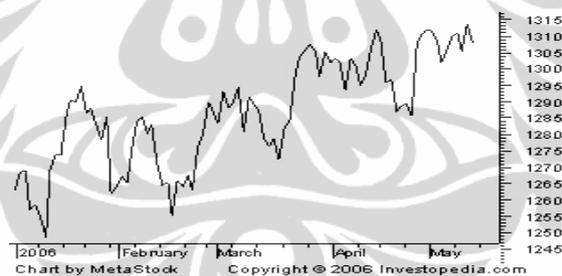
beberapa yang cukup umum dipergunakan adalah *moving average*, *stochastic*, dan *Fibonacci*. Bila grafik dan indikator telah memberikan sinyal perdagangan yang sama, maka peluang terjadinya harga di masa mendatang akan semakin besar.

2.5.1. *Technical Chart*

Grafik ini menggambarkan posisi harga saham pada saat pembukaan, penutupan, harga terendah, atau harga tertinggi yang terjadi pada periode tertentu. Gambar-gambar yang terbentuk bila digabungkan secara bersama dalam rentang waktu tertentu akan membentuk suatu tren yang akan menentukan apakah saat ini pergerakan saham tersebut dalam kondisi *downtrend*, *uptrend*, atau *sideways*, menurut Person (2004). Tren yang terbentuk dapat dijadikan sebagai acuan bagi para *trader* untuk menentukan dimanakah posisi *support* dan *resistance* saham tersebut. Beberapa grafik yang umum digunakan analisis teknikal, yaitu:

- *Line chart*

Bentuk grafik yang dibuat dengan menghubungkan serial data harga penutupan saham sehingga membentuk sebuah garis.



Gambar 2.1. Bentuk Line

(Sumber: www.investopedia.com – 2 Juni 2010)

- *Bar chart*

Bentuk grafik berupa batang yang menggambarkan harga penutupan, pembukaan, terendah, dan tertinggi suatu saham.



Gambar 2.2. Bentuk Bar

(Sumber: www.investopedia.com – 2 Juni 2010)

- *Candlestick chart*

Salah satu grafik yang paling populer digunakan dengan bentuk seperti lilin menunjukkan data yang sama seperti *bar chart*, yaitu harga penutupan, pembukaan, terendah, dan tertinggi suatu saham.



Gambar 2.3. Bentuk *Candlestick*

(Sumber: : www.investopedia.com – 2 Juni 2010)

2.5.2. *Technical Indicator*

Menurut Person (2004), dalam penggunaan analisa teknikal untuk melihat arah pergerakan pasar, beberapa indikator dapat dipergunakan supaya memperkuat grafik yang telah diperoleh sebelumnya. Indikator ini pada prinsipnya merupakan suatu formula matematika yang direfleksikan dalam suatu gambar bersamaan dengan grafik teknikal yang ada. Dari sejumlah indikator teknikal terdapat beberapa yang cukup lazim dipergunakan, yaitu:

- *Moving Average (MA)*

Merupakan indikator yang menunjukkan rata-rata harga penutupan dari suatu saham dalam satu rentang periode waktu tertentu, bisa per menit bahkan sampai dengan harian. Indikator ini umumnya digunakan untuk memperkirakan momentum pergerakan harga dan penetapan *support* dan *resistance* saham.



Gambar 2.4. *Moving Average*

(Sumber: : www.investopedia.com – 2 Juni 2010)

- *Stochastic Oscillator*

Merupakan indikator momentum teknikal yang membandingkan harga penutupan saham terhadap rentang harganya pada periode tertentu. Dalam indikator ini terdapat dua hal utama yang harus diperhatikan dalam menginterpretasikan sinyal beli atau jual, yaitu: (a) ketika persentasenya di atas 70%, %K memotong %D dan mengarah ke bawah, maka sinyal jual telah muncul, (b) ketika persentasenya di bawah 30%, %K memotong %D dan mengarah ke atas, maka sinyal beli telah muncul.

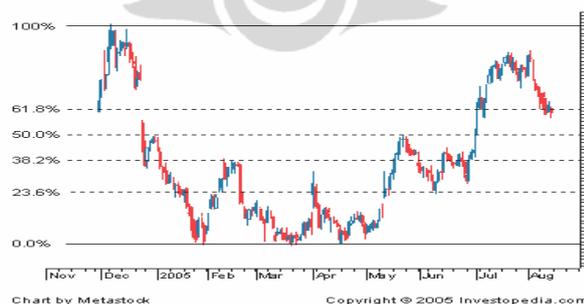


Gambar 2.5. Stochastic Oscillator

(Sumber: : www.investopedia.com – 2 Juni 2010)

- *Fibonacci Retracement*

Merupakan indikator yang menggambarkan kemungkinan pergerakan saham dalam rentang pergerakan tertentu. Rentang pergerakan ini digambarkan melalui garis tren antara dua titik harga tertinggi dan terendah pada periode tertentu, sehingga terlihat *support* dan *resistance* harga saham pada level 23,6%; 38,2%; 50%; 61,8%; dan 100%.



Gambar 2.6. Fibonacci Retracement

(Sumber: : www.investopedia.com – 2 Juni 2010)

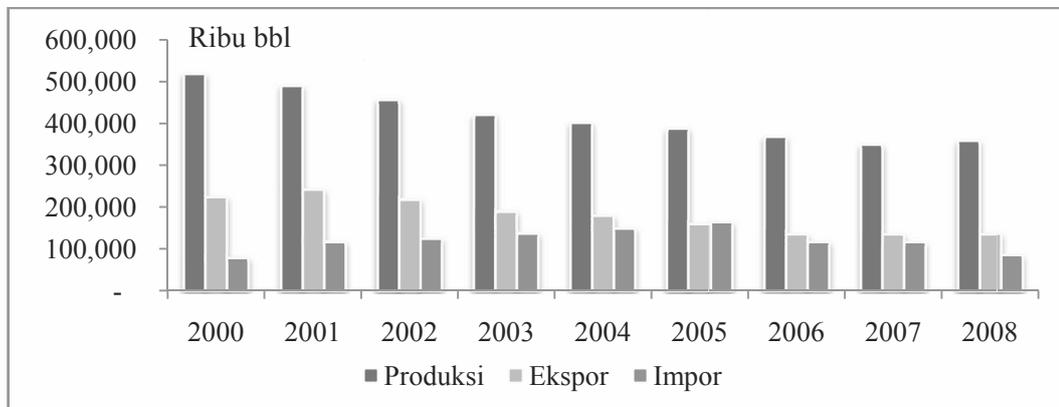
BAB 3

TINJAUAN UMUM INDUSTRI DAN PERUSAHAAN

3.1. Perkembangan Industri Gas Bumi Indonesia

Kemajuan ekonomi suatu negara tentunya tidak terlepas dari sektor energi yang bertindak sebagai pondasi utamanya. Indonesia sebagai salah satu negara penghasil energi dunia memiliki sumber daya alam yang jumlahnya sangat besar dan beragam jenisnya. Sumber daya alam seperti minyak bumi, gas bumi, panas bumi, laut, dan jenis lain yang terbaharui merupakan aset bangsa yang telah lama dimanfaatkan sebagai sumber pendapatan negara.

Indonesia pada era 80-an merupakan salah satu negara eksportir minyak bumi utama di Asia. Bekerja sama dengan perusahaan eksplorasi asing, minyak bumi yang diproduksi sebagian besar dipergunakan sebagai komoditas ekspor dan sisanya dipergunakan untuk konsumsi domestik. Namun demikian, kondisi ini ternyata tidak dapat dipertahankan pada situasi sekarang. Bergeraknya roda perekonomian nasional ke arah yang positif telah meningkatkan konsumsi energi nasional. Produksi minyak bumi nasional yang berorientasi pasar ekspor meninggalkan permintaan domestik yang terus meningkat. Ketergantungan devisa atas ekspor migas menjadi bumerang bagi pemerintah karena pada akhirnya permintaan domestik harus dipenuhi dengan impor. Kondisi ini mengakibatkan posisi Indonesia saat ini berbalik arah dari *net exportir* menjadi *net importir*. Tentunya hal ini sangat memberatkan pemerintah yang selama ini mensubsidi Bahan Bakar Minyak (BBM).



Grafik 3.1. Produksi dan Pemakaian Minyak Bumi Nasional

(Sumber: <http://www.esdm.go.id/publikasi/handbook.html> - 2 Juni 2010)

Upaya penanggulangan defisit minyak bumi saat ini mulai diantisipasi pemerintah dengan mempromosikan sumber energi alternatif seperti gas bumi, batu bara dan sumber energi terbarukan lainnya. Dalam hal ini gas bumi merupakan sumber energi alternatif yang diharapkan dapat berkembang cepat untuk menggantikan peran minyak bumi karena harganya yang kompetitif, ramah lingkungan, dan cadangannya yang besar sehingga memiliki potensi bisnis yang sangat menjanjikan. Minyak bumi yang selama ini disubsidi pemerintah maka sejak Maret 2005 dihentikan fasilitasnya sehingga beberapa kelompok konsumen harus membelinya dalam harga pasar yang terus melonjak. Pemerintah menerbitkan ketetapan terkait dengan bauran energi nasional dalam Peraturan Presiden No. 5 Tahun 2006 tentang Kebijakan Energi Nasional dalam Pasal 2 ayat (2b) yang menyebutkan bahwa:

“Terwujudnya energi (primer) mix yang optimal pada tahun 2025, yaitu peranan masing-masing jenis energi terhadap konsumsi energi nasional:

- 1) *Minyak bumi menjadi kurang dari 20%.*
- 2) *Gas bumi menjadi lebih dari 30%*
- 3) *Batubara menjadi lebih dari 33%*
- 4) *Biofuel menjadi lebih dari 5%*
- 5) *Panas bumi menjadi lebih dari 5%*
- 6) *Energi baru dan terbarukan lainnya, khususnya biomasa, nuklir, tenaga air skala kecil, tenaga surya, dan tenaga angin menjadi lebih dari 5%*
- 7) *Bahan bakar lain yang berasal dari pencairan batubara menjadi lebih dari 2%.”*

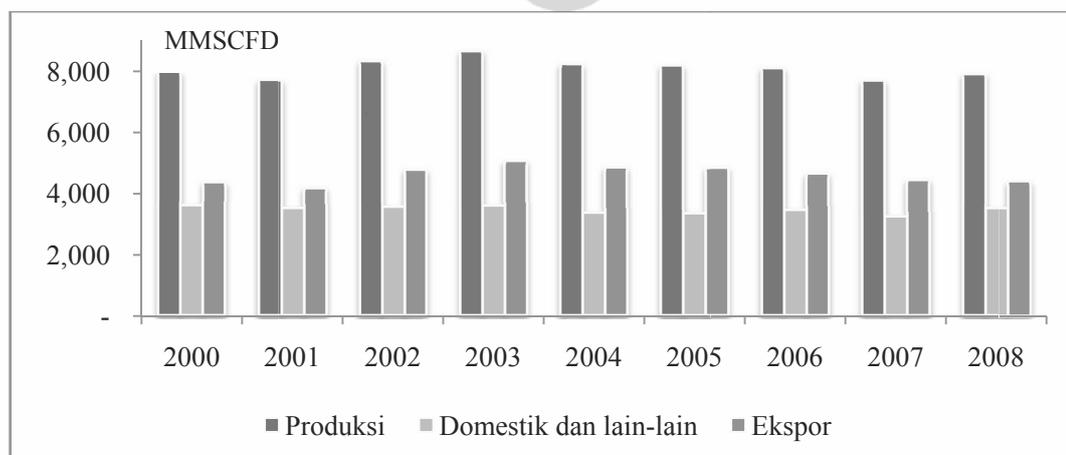
Dewan Energi Nasional selaku badan yang menjabarkan arah Kebijakan Energi Nasional pada tanggal 19 April 2010 menyampaikan Pokok-Pokok Kebijakan Energi Nasional. Dalam materi tersebut beberapa hal utama yang terkait arah kebijakan energi minyak dan gas bumi adalah:

- Perlu sistem fiskal untuk minyak, gas bumi dan *Coal Bed Methane (CBM)* yang lebih menjamin keuntungan atau mengurangi risiko kontraktor dengan memberikan bagian pemerintah atau *government take* yang kecil untuk pendapatan atau biaya yang kecil dan *government take* yang besar untuk pendapatan atau biaya yang besar

- Perlu segera membangun infrastruktur *Liquefied Natural Gas (LNG) Receiving Terminal*, pipa transportasi, Stasiun Pengisi Bahan Bakar Gas (SPBG), infrastruktur gas kota dan lain-lain. Perlu harga gas domestik yang menarik.
- Perlu dikaji segera kemungkinan impor gas (LNG) karena lebih baik atau murah mengimpor gas daripada mengimpor minyak dan BBM. Di sektor rumah tangga, pemakaian *Liquefied Petroleum Gas (LPG)* lebih murah dari pemakaian minyak tanah. Di sektor transportasi, penggunaan Bahan Bakar Gas (BBG) lebih murah dan lebih bersih daripada BBM.

Berbagai ketetapan ini menunjukkan keseriusan upaya pemerintah untuk meninggalkan ketergantungan terhadap minyak bumi dan melihat gas bumi sebagai salah satu alternatif utama yang dipromosikan.

Perubahan paradigma tersebut tentunya memerlukan proses. Selama ini gas bumi lebih dioptimalkan sebagai komoditas ekspor dibandingkan konsumsi domestik karena nilai jualnya yang lebih tinggi. Lebih dari 50% produksi gas bumi nasional diekspor ke berbagai negara seperti Jepang, Amerika Serikat, Korea, Cina dan Singapura dengan kontrak jangka panjang. Pada periode yang lalu pemerintah juga kurang memberikan perhatian atas peningkatan produksi gas bumi nasional sehingga tingkat produksinya cenderung rata. Untuk itu pemerintah berupaya untuk mengalihkan kontrak ekspor yang akan selesai periodenya dan mencoba mengeksplorasi cadangan baru sehingga ketersediaan pasok gas bumi domestik dapat terpenuhi.

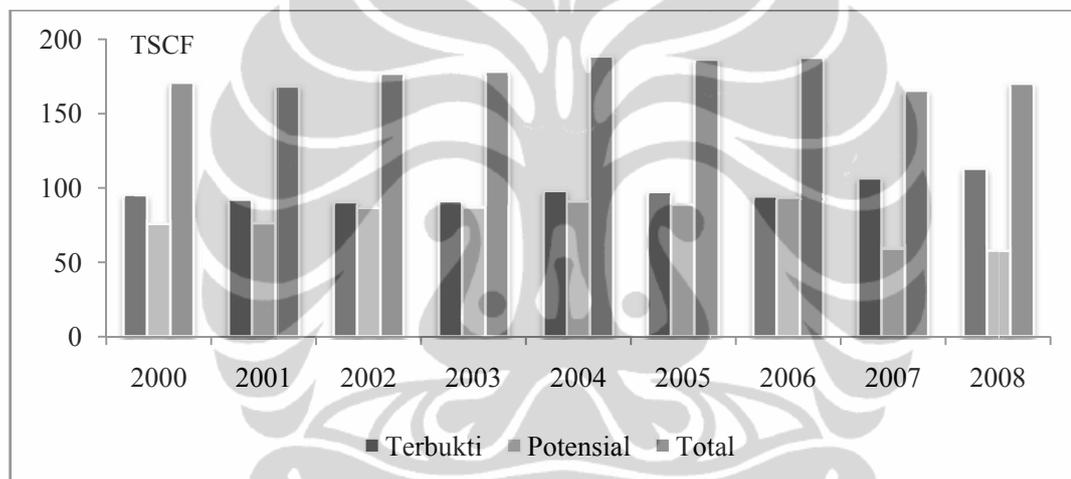


Grafik 3.2. Produksi dan Pemakaian Gas Bumi Nasional

(Sumber: <http://www.esdm.go.id/publikasi/handbook.html> - 2 Juni 2010)

3.1.1. Pasokan Gas Bumi Indonesia

Indonesia merupakan salah satu negara di dunia yang memiliki sumber gas bumi cukup besar. Berdasarkan data BP World Energy Statistical Report tahun 2009, dengan total cadangan gas bumi ± 170 triliun kaki kubik (status: terbukti dan potensial), Indonesia berada di urutan ke-13 dunia dan urutan ke-4 di Asia. Sumber data yang sama menyebutkan bahwa tingkat produksi ± 7.600 juta kaki kubik per hari menempatkan Indonesia di urutan ke-4 baik di dunia maupun di Asia. Kondisi ini menggambarkan Indonesia memiliki posisi yang cukup kuat dalam industri gas bumi dunia dan potensi pemberdayaan bagi domestik sangat besar. Pemerintah mengatakan bahwa dengan tingkat konsumsi saat ini maka cadangan yang ada dapat memenuhi permintaan sampai dengan 59 tahun.



Grafik 3.3. Cadangan Gas Bumi Nasional

(Sumber: <http://www.esdm.go.id/publikasi/handbook.html> - 2 Juni 2010)

Dalam rangka mengatur permintaan dan pasokan gas bumi domestik saat ini telah dipetakan wilayah-wilayah yang mengalami defisit dan memiliki surplus pasokan gas dalam Neraca Gas Indonesia yang diharapkan dapat sebagai acuan pemerintah untuk rencana jangka panjang pendistribusian gas bumi sampai dengan tahun 2020. Prinsip dasar neraca tersebut adalah menghitung besar pasokan yang meliputi lapangan gas telah berproduksi dan akan berproduksi, besaran pasokan berdasarkan jumlah cadangan yang dapat dikembangkan secara komersil dan perhitungan permintaan meliputi kebutuhan internal dan konsumen sektor industri, rumah tangga, dan ekspor.

Upaya pemerintah ini juga diterapkan dalam suatu tatanan hukum yang bertujuan untuk memprioritaskan kebutuhan domestik sehingga akan memberikan

multiplier effect bagi pertumbuhan ekonomi nasional. Ditetapkan dalam Peraturan Pemerintah No. 55 tahun 2009 dan Keputusan Menteri ESDM No.3 Tahun 2010 bahwa produsen gas bumi memiliki kewajiban untuk memprioritaskan alokasi domestik sebesar 25% dari total produksinya. Kewajiban pasar domestik berlaku untuk kontrak jual-beli pasokan gas bumi yang baru berproduksi maupun perpanjangan kontrak dengan urutan alokasi bagi produksi minyak dan gas bumi nasional, pupuk, pembangkit listrik, dan industri.

Eksplorasi baru terhadap cadangan gas bumi nasional saat ini dilakukan secara intensif dengan mengoptimalkan sumber-sumber yang letaknya di darat maupun di laut. Beberapa sumber pasokan gas bumi signifikan yang telah berproduksi saat ini adalah dari Bontang yang dioperasikan oleh Total, Tangguh yang dioperasikan oleh Beyond Petroleum, dan Grissik yang dioperasikan oleh ConocoPhillip. Kemudian untuk beberapa sumber pasokan signifikan yang sedang dalam tahap menuju eksplorasi adalah Maluku Selatan yang akan dioperasikan Inpex, Donggi-Senoro akan dioperasikan oleh Mitsubishi, Natuna akan dioperasikan Pertamina, serta Cepu yang akan dioperasikan oleh Exxon.

Dengan adanya berbagai upaya ini pemerintah berharap dapat mendorong peningkatan produksi dan menyeimbangkan permintaan gas bumi nasional yang dari tahun ke tahun terus meningkat secara eksponensial.

3.1.2. Permintaan Gas Bumi Indonesia

Seiring dengan lonjakan harga minyak dunia dan penerapan kebijakan pemerintah tidak memberikan subsidi atas bahan bakar minyak yang dikonsumsi kalangan industri maka gas bumi seketika menjadi primadona penggunaannya. Bagi para konsumen industri, gas bumi sebagai alternatif utama pengganti bahan bakar solar dikarenakan tingkat kalori yang dihasilkan, efisiensi, kemudahan penggunaan dan juga sifatnya yang ramah lingkungan.

Berdasarkan data Neraca Gas Nasional estimasi lima tahun ke depan total kebutuhan gas bumi nasional berada di kisaran ± 12.000 *Million Standard Cubic Feet per Day (MMSCFD)* setiap tahunnya. Jumlah ini hampir dua kali lipat dari total produksi nasional saat ini. Kebutuhan itu merupakan keseluruhan permintaan yang berasal dari ekspor, eksplorasi minyak dan gas bumi, produksi pupuk,

pembangkit tenaga listrik, industri, serta rumah tangga. Pemenuhan ekspor saat ini memang masih mendominasi pemakaian gas bumi karena pemerintah telah terikat kontrak jangka panjang yang umumnya ditandatangani sejak sebelum tahun 90-an. Tentunya dengan kondisi sekarang domestik akan menjadi prioritas utama.

Tabel 3.1. Kebutuhan Gas Bumi Nasional

(dalam satuan MMSCFD)

Wilayah	2010	2011	2012	2013	2014
Nanggroe Aceh Darussalam	403,80	403,80	404,80	405,80	341,80
Sumatera Utara	506,17	479,60	479,58	479,58	479,58
Sumatera Tengah	1.426,00	1.430,00	1.452,00	1.455,00	1.357,00
Sumatera Selatan	1.107,80	1.084,80	1.084,80	1.084,80	1.027,00
Jawa Barat	1.590,00	1.750,00	1.738,00	1.728,00	1.648,00
Jawa Tengah	318,30	351,30	359,20	367,50	376,30
Jawa Timur	959,00	977,00	996,00	1.018,00	961,00
Kalimantan Timur	3.382,00	3.751,70	3.636,10	3.636,10	3.311,30
Sulawesi Selatan & Sulawesi Tengah	424,00	424,00	424,00	424,00	424,00
Maluku & Papua	955,20	982,60	1.018,00	1.727,50	1.728,00
Natuna	635,00	635,00	635,00	635,00	582,00
Jumlah	11.707,27	12.269,80	12.227,48	12.961,28	12.235,98

(Sumber: <http://www.bphmigas.go.id> - 1 Juni 2010)

Konsumsi gas bumi yang dipergunakan untuk eksplorasi merupakan kebutuhan internal yang ditujukan untuk memberikan injeksi terhadap minyak atau gas bumi di dalam tanah sehingga dapat keluar. Pada eksplorasi sumur yang telah tua maka kebutuhan gas bumi dalam memproduksi cukup tinggi, sebagai contoh adalah permintaan gas bumi yang cukup tinggi dari Chevron di Dumai untuk produksi minyak bumi dari sumur-sumurnya yang telah memproduksi puluhan tahun. Lain halnya pemakaian gas bumi bagi produksi pupuk. Gas bumi bagi produsen pupuk selain digunakan untuk membantu proses produksi, juga digunakan sebagai bahan baku utama pupuk. Sehingga bagi produsen pupuk, keberadaan jaminan pasok gas bumi merupakan hal yang sangat signifikan untuk kelangsungan produksinya. Untuk pembangkit tenaga listrik, kebutuhan gas bumi di dominasi oleh Perusahaan Listrik Negara (PLN). Hal ini dikarenakan faktor historis pada pembangkit tenaga listrik lama yang dimiliki PLN. Pada era 80-an pemerintah banyak mendirikan pembangkit yang dapat menggunakan gas bumi atau bahan bakar minyak seperti minyak solar untuk sumber energinya. Karena

adanya dukungan pemerintah dalam hal subsidi bahan bakar minyak, jumlah pasokan minyak solar yang cukup, serta kurangnya eksplorasi gas bumi pada masa tersebut, maka PLN lebih sering mempergunakan bahan bakar minyak. Namun situasi sekarang ternyata telah menyulitkan pemerintah dan PLN untuk terus mengkonsumsi bahan bakar minyak. Program konversi minyak ke gas bumi yang dilakukan PLN sejak tahun 2008 terbukti sangat bermanfaat karena pada tahun 2009 untuk pertama kalinya operasional PLN mencetak laba bersih positif. Konsumen industri lain menggunakan gas bumi untuk menjalankan pembangkit tenaga listrik internal atau sebagai materil yang membantu proses produksi namun dalam skala yang jauh lebih kecil. Sedangkan rumah tangga dan transportasi sebagai konsumen skala penyerapan paling kecil umumnya menggunakan gas bumi untuk memasak dan bahan bakar kendaraan.

Permintaan gas bumi tidak hanya bergantung pada jumlah pasokan yang ada, namun turut ditentukan oleh infrastruktur yang dapat mengantarkannya dari sumur ke pengguna. Saat ini infrastruktur yang menghubungkan sumber di Sumatera telah terhubung ke Jawa melalui pipa transmisi gas bumi yang dimiliki PGN. Untuk sumber-sumber pasok lain saat ini sedang diupayakan untuk dapat diangkut pusat konsumen di Jawa dan Sumatera melalui pembangunan *LNG Receiving Terminal*, sehingga gas tersebut akan diangkut menggunakan kapal laut. Infrastruktur pipa distribusi gas ke tempat konsumen juga merupakan hal material yang pengembangannya harus beriringan. Area pemukiman baru merupakan pilihan ekspansi jaringan karena sebenarnya antara permintaan dan pasokan gas bumi di wilayah konsumen seperti layaknya ayam dan telur. Terkadang sulit untuk memutuskan apakah harus berawal dari munculnya permintaan konsumen atau tersedianya jaringan dan pasokan.

3.1.3. Perkembangan Harga Gas Bumi Indonesia

Di Indonesia tidak mengenal suatu standar baku harga jual gas bumi baik dari hulu ke distributor maupun distributor ke konsumen gas bumi. Seluruh negosiasi yang dilakukan berdasarkan konsep *business-to-business* dan pemerintah tidak memiliki campur tangan di dalamnya. Dengan pertimbangan PGN sebagai *market leader* di sektor hilir gas bumi maka pemerintah selalu

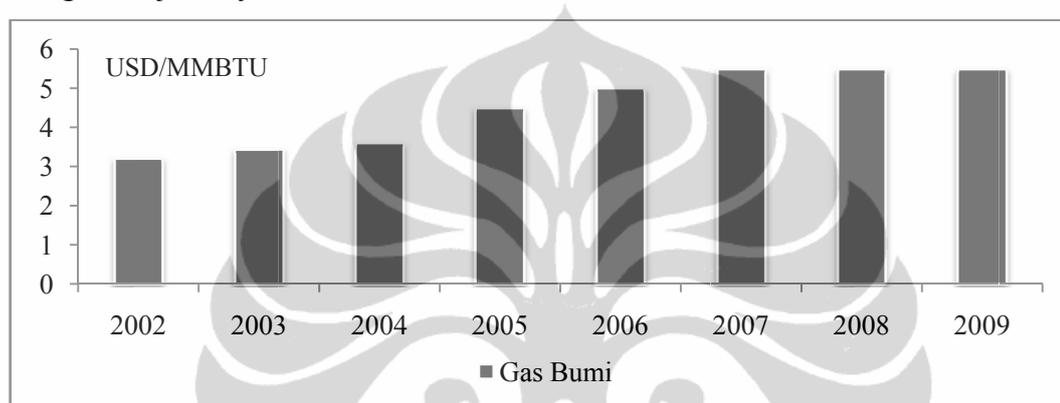
melihat kebijakan harga jual PGN sebagai patokan harga gas bumi ke pelanggan, khususnya pelanggan industri.

Pada tahun 2007 sempat tercetus ide dari Direktorat Jenderal Minyak dan Gas Bumi untuk meregulasi harga jual gas bumi kepada konsumen industri. Regulasi tersebut awalnya akan mengatur batas atas dan batas bawah harga jual dengan tujuan untuk mengontrol kebijakan harga internal dari para pelaku hilir gas bumi yang dikhawatirkan akan semena-mena dalam penerapannya sehingga mematikan daya beli konsumen. Namun para pelaku hilir mengklaim bahwa ide tersebut justru dapat berbalik merugikan pemerintah. Sebab pengaturan harga jual hanya diberlakukan kepada hilir sedangkan pihak hulu memiliki kebebasan dalam negosiasi harga. Dampaknya tentu akan mematikan daya beli bagian hilir karena tidak memiliki margin yang wajar dan sehat. Sehingga pihak hulu akan kesulitan menjual gasnya dan pihak hilir akan kesulitan menyediakan pasokan gas ke konsumen serta ekspansi infrastruktur terhambat. Oleh karena itu pada tahun 2008 ide tersebut dihentikan rencana pelaksanaannya dan hilir tetap melakukan negosiasi seperti sebelumnya dengan pihak industri.

Saat ini dengan mengacu pada Peraturan Menteri ESDM No. 19 Tahun 2009 mekanisme harga jual gas bumi kepada konsumen telah resmi ditetapkan. Keputusan tersebut membagi dalam 3 kelompok konsumen dengan mekanisme harga yang berbeda. Pada kategori residensial, harga jual akan ditetapkan oleh Badan Pengatur Hilir Minyak dan Gas Bumi (BPH Migas), kemudian untuk kategori umum maka harga jual akan ditentukan oleh perusahaan. Kategori ini mencakup kelompok komersial dan industri. Sedangkan kategori pengguna khusus harga jualnya akan ditetapkan langsung oleh Menteri Energi dan Sumber Daya Mineral (ESDM). Dengan adanya keputusan ini maka pihak hilir akan memperoleh ketegasan dalam mekanisme bisnis mereka sehingga arah strategi ke depannya akan lebih jelas.

Tentunya fleksibilitas yang diperoleh pihak hilir saat ini masih dilaksanakan dengan baik. Artinya mereka tidak semena-mena mempergunakan keuntungan yang ada. Hal ini dengan pertimbangan tentunya kemampuan daya beli konsumen, kesinambungan pertumbuhan ekonomi, ketersediaan pasokan dan infrastruktur, kompetitif terhadap barang substitusi, serta margin keuntungan yang

wajar dan sehat tetap terjaga sehingga etika berbisnis tetap diperlihara. Karena para pemain hilir pun menghindari kemungkinan adanya interferensi pemerintah yang dapat muncul sewaktu-waktu. Hal ini terlihat pada tren kenaikan harga jual gas bumi, dalam hal ini diwakilkan oleh harga jual PGN, yang relatif stabil sejak tahun 2002 sampai dengan saat ini. Kenaikan terjadi hampir setiap tahun namun secara moderat dengan kisaran 10%. Dengan kondisi ini tentunya memberikan *win-win solution* baik bagi pelaku hilir, konsumen, dan pemerintah yang mengawasi jalannya bisnis.



Grafik 3.4. Harga Jual Gas Bumi Indonesia

(Sumber: http://www.pgn.co.id/ir_ar.php - 3 Mei 2010)

3.2. Gambaran Umum Perusahaan

PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk. atau disingkat PGN adalah perusahaan yang beroperasi di bidang usaha transmisi, distribusi, serta penjualan gas bumi. Wilayah operasi PGN mencakup tiga area utama, yaitu Jawa Bagian Barat dan Sumatera Bagian Selatan, Jawa Bagian Timur, serta Sumatera Bagian Utara dan Tengah. Infrastruktur jaringan pipa milik PGN terbentang sepanjang 5.881 km dengan total kapasitas penyaluran 3.039 MMSCFD dan terintegrasi di seluruh wilayah operasinya. Posisi dominan PGN di sektor hilir gas bumi ditunjukkan oleh pangsa pasar pada bisnis transmisi sebesar 83% dan sebesar 93% pada bisnis distribusi serta infrastruktur yang luas dan terintegrasi dengan sistem keamanan yang mengadopsi standar internasional.

3.2.1. Sejarah Singkat Perusahaan

Perusahaan Gas Negara merupakan salah satu badan usaha milik negara

Indonesia yang dirintis sejak tahun 1859 dengan nama Firma L.I. Enthonven & Co. pada masa itu. Pada tahun 1950, perusahaan diganti namanya menjadi NV Overzeese Gas en Electriciteit Maatschappij (NV OGEM) oleh Pemerintah Belanda. Namun di tahun 1958, Pemerintah Republik Indonesia mengambil alih kepemilikan firma dan mengubah namanya menjadi Penguasa Perusahaan Peralihan Listrik dan Gas (P3LG) dan di tahun 1961 status perusahaan beralih menjadi BPU-PLN.

Pada tanggal 13 Mei 1965, berdasarkan Peraturan Pemerintah No. 19/1965, perusahaan ditetapkan sebagai Perusahaan Negara (PN) dan mulai berganti nama menjadi Perusahaan Gas Negara (PGN). Kemudian berdasarkan Peraturan Pemerintah No. 2 Tahun 1984, Perseroan berubah status hukumnya dari PN menjadi Perusahaan Umum (Perum). Setelah itu, status perusahaan berganti lagi dari Perum menjadi Perseroan Terbatas yang dimiliki oleh negara berdasarkan Peraturan Pemerintah No. 3 Tahun 1994 dengan Akta Pendirian Perusahaan No. 48 tanggal 30 Mei 1996. Babak baru perusahaan dimulai pada tanggal 15 Desember 2003 ketika PGN mulai terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya dengan kode saham PGAS dan namanya menjadi PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.

Kegiatan penyaluran gas alam menggantikan gas buatan dari batu bara dimulai sejak tahun 1974 di kota Cirebon. Konsumennya adalah sektor rumah tangga, komersial dan industri. Selanjutnya disusul secara berurutan di wilayah Jakarta tahun 1979, Bogor tahun 1980, Medan tahun 1985, Surabaya tahun 1994, dan Palembang tahun 1996.

Pada tanggal 1 Februari 2002 didirikan anak perusahaan dengan nama PT Transportasi Gas Indonesia (TGI) yang mengoperasikan bisnis transmisi gas bumi PGN di wilayah Sumatera Bagian Tengah. Kepemilikan anak perusahaan tersebut terdiri atas PGN sebesar 60% serta 40% dimiliki konsorsium perusahaan Petronas, ConocoPhillips, Talisman dan Singapore Power. Saat ini PGN juga sedang melakukan diversifikasi usahanya melalui dua anak perusahaan yang baru didirikan. Di bidang telekomunikasi, PGN mendirikan PT PGAS Telekomunikasi Nusantara pada tanggal 10 Januari 2007 yang akan bergerak dalam bisnis penyewaan kabel serat optik. Kemudian untuk bisnis dalam bidang jasa

perbengkelan, perdagangan, dan pembangunan jaringan pipa maka didirikan PT PGAS Solution pada tanggal 6 Agustus 2009. Pendirian seluruh anak perusahaan ini merupakan upaya PGN untuk melakukan *economic of scale* dan *economic of scope* atas aset perseroan.

3.2.2. Visi, Misi, dan Strategi Perusahaan

Visi Perusahaan Gas Negara adalah menjadi perusahaan kelas dunia dalam pemanfaatan gas bumi.

Misi Perusahaan Gas Negara adalah meningkatkan nilai tambah perusahaan bagi para pemangku kepentingan melalui:

- Penguatan bisnis inti di bidang transportasi, niaga gas bumi dan pengembangannya.
- Pengembangan usaha pengolahan gas.
- Pengembangan usaha jasa operasi, pemeliharaan, dan keteknikan yang berkaitan dengan industri gas.
- Profitisasi sumber daya dan aset perusahaan dengan mengembangkan usaha lainnya.

Strategi utama yang dilakukan sebagai titik tolak PGN menuju visi perusahaan kelas dunia adalah:

- Memperkuat kinerja operasional dan keuangan.
- Menumbuhkan budaya perusahaan yang berorientasi kinerja.
- Restrukturisasi organisasi yang berorientasi kepada pelanggan.
- Sosialisasi intensif manfaat penggunaan gas bumi untuk dalam negeri.

3.2.3. Struktur Kepemilikan Perusahaan dan Anak Perusahaan

Sebagai perusahaan terbuka yang terdaftar di BEI, jumlah lembar saham PGN yang tercatat per tanggal 31 Desember 2009 sebanyak 24.241.508.196 lembar saham dengan komposisi kepemilikan 56,97% di tangan Pemerintah Negara Republik Indonesia dan 43,03% merupakan kepemilikan publik yang aktif dalam perdagangan BEI (Status per 31 Desember 2009). Dalam kepemilikan pemerintah terdapat satu lembar Saham Seri A Dwiwarna yang memiliki hak dan batasan yang sama dengan saham biasa (Saham Seri B) kecuali tidak dapat

dipindahtangankan dan beberapa hak istimewa dalam hal perubahan modal, pengangkatan dan pemberhentian anggota Direksi dan Komisaris, Anggaran Dasar, penggabungan, peleburan, dan pengambilalihan serta pembubaran dan likuidasi perusahaan.

Selain kepemilikan pemerintah, komposisi kepemilikan saham PGAS didominasi oleh para pemodal asing yang 35% merupakan institusi asing. Porsi kepemilikan pemodal lokal cukup bervariasi namun masih didominasi oleh reksadana, perorangan, asuransi, perseroan, dan dana pensiun. Bila hanya diperhitungkan dari kepemilikan saham publik yang beredar maka pemodal lokal memiliki 26,73% dan sisanya sebesar 73,27% kepemilikan atas pemodal asing. Struktur ini menggambarkan bahwa perusahaan ini memiliki prospek yang baik.

Tabel 3.2. Kepemilikan Saham PGAS Per 31 Desember 2009

Status Pemilik	% Kepemilikan
Pemodal Nasional	
Negara Republik Indonesia	56,96878
Perorangan	1,31572
Koperasi	0,00008
Yayasan	0,10273
Dana Pensiun	1,02044
Asuransi	1,33630
Bank	0,00656
Perseroan Terbatas	1,16141
Reksadana	3,03076
Jumlah	64,94278
Pemodal Asing	
Perorangan	0,01794
Institusi Asing	35,03927
Jumlah	35,05721

(Sumber: http://www.pgn.co.id/ir_ar.php - 3 Mei 2010)

Pada kepemilikan anak perusahaannya PGN masih merupakan pemilik mayoritas terhadap semua perusahaan tersebut, sehingga kendali atas kegiatan operasional dan keuangan serta Anggaran Dasar, dan pengaturan manajemen masih di tangan PGN. Pada PT Transportasi Gas Indonesia kepemilikan PGN adalah 59,87%, sedangkan untuk PT PGAS Telekomunikasi Nusantara dan PT PGAS Solution kepemilikan PGN masing-masing sebesar 99,93% dan 99,91%.

3.3. Kinerja Operasi Perusahaan

Bidang usaha utama PGN saat ini terbagi dua, yaitu distribusi dan niaga gas bumi ke pelanggan industri, komersial, dan rumah tangga serta transmisi komersial gas bumi. Dari usaha distribusi PGN mendapatkan keuntungan atas pembelian dan penjualan gas bumi, sedangkan dari usaha transmisi komersial PGN mendapatkan upah jasa transportasi atau disebut *toll fee*.

Pada bidang usaha distribusi, PGN melakukan pengelolaannya pada *Strategic Business Unit (SBU)* Distribusi dan SBU Transmisi dengan wilayah penjualan masing-masing dan sumber pasokan gas berbeda. Adapun pembagian wilayah usaha adalah sebagai berikut:

- SBU Distribusi Wilayah I, mencakup wilayah Jawa Bagian Barat sampai dengan Sumatera Selatan, yang terdiri dari Penjualan dan Layanan Area Banten, Jakarta–Bogor, Bekasi–Kerawang, Cirebon, dan Palembang.
- SBU Distribusi Wilayah II, mencakup wilayah Jawa Timur, yang terdiri dari Penjualan dan Layanan Area Surabaya, Sidoarjo–Mojokerto, dan Pasuruan–Probolinggo.
- SBU Distribusi Wilayah III, mencakup wilayah Sumatera Utara, Riau dan Kepulauan Riau, yang terdiri atas Penjualan dan Layanan Area Medan, Batam, dan Pekanbaru.
- SBU Transmisi Sumatera–Jawa, mencakup wilayah Sumatera dan Jawa.

Selain itu PGN memiliki anak perusahaan PT Transportasi Gas Indonesia yang mengelola usaha pengangkutan atau transmisi gas bumi di jalur pipa Grissik–Duri dan Grissik–Singapura. Transmisi gas yang dilakukan TGI adalah mengangkut gas bumi dari sumur gas di Grissik, Sumatera Selatan sampai dengan tempat pengeboran minyak bumi milik Chevron di Duri, Riau dan mengangkut gas ke Singapore Power milik Singapura. Pada anak perusahaan PT PGAS Telekomunikasi Nusantara penyediaan serat optik disewakan kepada pelanggan PT Excelcomindo Pratama.

Pendapatan PGN lebih bergantung kepada volume gas bumi yang tersalur dibandingkan jumlah pelanggan yang terhubung. Hal ini dikarenakan tingginya permintaan domestik sehingga tanpa perlu memperluas area penjualan atau jumlah pelanggan, PGN bisa tetap meningkatkan pendapatannya. Penjualan pada

bisnis distribusi didominasi pada SBU I dengan kontribusi lebih dari 55% dan selanjutnya disusul oleh SBU II dan SBU III. Besarnya kontribusi yang diberikan SBU I karena adanya sumber pasok gas bumi signifikan yang diperoleh dari wilayah Sumatera Selatan milik Conoco Phillip dan Pertamina. Secara persentase, pasokan tersebut memiliki kontribusi sampai dengan 50% dari total pasokan gas bumi milik PGN. Kontrak pasok ini ditandatangani PGN pada tahun 2003 dan memiliki durasi 12 sampai dengan 17 tahun, sehingga kontribusinya dalam prospek PGN beberapa tahun mendatang akan signifikan.

Tabel 3.3. Ikhtisar Operasional Perusahaan Gas Negara

Kriteria Operasi	2007	2008	2009
Volume Penyaluran (dalam MMSCFD)			
Distribusi	422,52	577,88	792,07
Transmisi	735,94	758,29	766,91
Jumlah	1158,46	1336,17	1558,98
Jumlah Pelanggan			
Rumah Tangga	81.294	82.123	83.519
Komersial	1.468	1.498	1.593
Industri	873	1.099	1.180
Jumlah	83.635	84.720	86.292

(Sumber: http://www.pgn.co.id/ir_ar.php - 3 Mei 2010)

Dalam hal jumlah pelanggan pertumbuhannya tidak terlalu signifikan. PGN saat ini memang sedang memfokuskan penjualannya ke pelanggan industri karena memang kebutuhannya yang sangat besar, sehingga pertumbuhan pelanggan lebih besar dari segmen tersebut. Tren seperti ini diperkirakan akan bertahan selama beberapa tahun ke depan karena kondisi kebutuhan dan pasokan yang tidak berimbang. Ekspansi pada segmen pelanggan komersial dan rumah tangga tetap terus berjalan namun tidak menjadi target utama. Beberapa faktor yang menjadi tantangan dalam segmen ini adalah sulitnya mengembangkan infrastruktur jaringan karena lokasi pelanggan yang umumnya di lokasi padat pemukiman, kemudian juga konsumsinya yang tidak terlalu besar dan masih bisa mengandalkan barang substitusi seperti minyak solar atau LPG, serta dari sisi penerimaan dan sistem pembayaran maka pelanggan industri lebih memberikan kestabilan arus kas bagi PGN.

3.4. Kinerja Keuangan Perusahaan

Kinerja keuangan PGN dalam 3 tahun terakhir menunjukkan pertumbuhan yang baik. Hal ini didorong oleh peningkatan volume penyaluran khususnya dari bisnis distribusi dalam beberapa tahun terakhir seiring dengan peningkatan volume pasokan dari Sumatera Selatan. Peningkatan kinerja keuangan juga didorong oleh peningkatan harga jual distribusi gas bumi pada tahun 2007 dari USD5/MMBTU menjadi USD5,5/MMBTU. Setelah itu sampai dengan kuartal I-2010 PGN tidak melakukan kenaikan harga jual ke pelanggannya. Pada tanggal 1 April 2010 PGN menaikkan harga jual pada bisnis distribusi seiring dengan perubahan berbagai beban pokok penjualan dan biaya operasi sehingga saat ini harga jual rata-rata gas bumi menjadi USD 6,35/MMBTU. Pencatatan laporan keuangan dilakukan dalam Rupiah namun secara operasional umumnya menggunakan mata uang asing, sehingga distorsi angka yang tercatat dalam laporan kerap kali terjadi. Untuk lebih jelasnya pembahasan kinerja keuangan PGN dalam tiga tahun terakhir akan dibahas pada bagian lebih lanjut.

Tabel 3.4. Laporan Laba-Rugi Perusahaan Gas Negara

(dalam miliar Rupiah)

Labarugi	2007	2008	2009
Pendapatan	8.802	12.794	18.024
Beban Pokok	(3.798)	(5.227)	(7.220)
Labakotor	5.004	7.566	10.804
Beban Usaha	(1.922)	(2.909)	(3.128)
Labausaha	3.082	4.657	7.676
Pendapatan (Beban) lain-lain	(1.210)	(3.376)	571
Labasebelum pajak	1.872	1.281	8.247
Beban Pajak – Bersih	(609)	(476)	(1.814)
Hak Minoritas	(98)	(171)	(204)
Lababersih	1.165	634	6.229
EBITDA	4.094	6.375	9.303

(Sumber: http://www.pgn.co.id/ir_ar.php - 3 Mei 2010)

Tabel 3.5. Neraca Per 31 Desember Perusahaan Gas Negara

(dalam miliar Rupiah)

Neraca	2007	2008	2009
Jumlah Aset	20.445	25.551	28.670
Jumlah Kewajiban	13.688	17.481	15.893
Hak Minoritas Atas Aset Bersih Anak Perusahaan	692	967	1.046
Dana Proyek Pemerintah	127	28.160	-
Ekuitas	5.937	7.075	11.732
Belanja Modal	2.478	1.632	1.684
Modal Kerja Bersih	526	1.899	5.534

(Sumber: http://www.pgn.co.id/ir_ar.php - 3 Mei 2010)

3.4.1. Pendapatan Perusahaan

Kas yang diterima sebagai pendapatan perusahaan terdiri atas dua mata uang asing yaitu US Dollar sebanyak 75% dan Rupiah sebanyak 25%. Oleh karena itu dampak volatilitas nilai tukar dapat berpengaruh terhadap angka yang tercatat. Pertumbuhan pendapatan sejak tahun 2007 sampai dengan tahun 2009 memiliki *Compounded Annual Growth Rate (CAGR)* 43,1%. Pertumbuhan ini terutama dikarenakan peningkatan volume penjualan pada bisnis distribusi pada periode yang sama seiring dengan peningkatan volume pasokan gas dari Sumatera Selatan. Penjualan bisnis distribusi saat ini didominasi oleh segmen industri dengan kontribusi sebesar 98% dengan utilisasi terbesar pada sektor pembangkit tenaga listrik. Secara total pendapatan, bisnis distribusi memberikan masukan sebesar 89% sedangkan bisnis transmisi saat ini hanya memberikan kontribusi sebesar 11%.

3.4.2. Beban Pokok Penjualan Perusahaan

Yang dimaksud sebagai beban pokok penjualan di PGN adalah harga beli pasokan gas bumi dari perusahaan hulu seperti Conoco Phillip, Pertamina, Santos, Kodeco, dan sebagainya. Harga beli tersebut seluruhnya ditransaksikan dalam mata uang US Dollar dengan panjang kontrak yang berbeda setiap kontraknya. Harga beli tersebut ada yang memiliki harga tetap sepanjang kontrak berjalan namun ada pula yang memiliki eskalasi per periode tertentu. Sejak tahun 2007

sampai dengan 2009 CAGR harga beli sebesar 37,9% atau lebih rendah dibanding pertumbuhan pendapatan. Hal ini tentunya berdampak pada laba kotor yang turut memiliki pertumbuhan positif. Bila dilihat dalam harga pokok per unit pada tahun 2007 PGN membeli gasnya seharga USD 2,7/MMBTU dan bergerak turun hingga 2009 sebesar USD 2,45/MMBTU. Penurunan ini disebabkan oleh kontribusi volume pasokan dari Sumatera Selatan terhadap rata-rata tertimbang harga beli gas PGN sangat besar. Khusus untuk pasokan dari Conoco Phillip di Sumatera Selatan, harga belinya adalah tetap selama 17 tahun sebesar USD 1,85/MMBTU. Volume gas dari sumur ini setiap tahunnya mengalami peningkatan sampai dengan tahun 2012, sehingga dapat menurunkan harga beli tertimbang PGN.

3.4.3. Laba Usaha Perusahaan

Biaya operasi PGN secara umum terbagi atas depresiasi serta beban umum dan administrasi. Setiap tahun kontribusi beban umum dan administrasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap biaya operasi perusahaan. Komponen depresiasi merupakan kontributor utama terhadap total biaya operasi PGN. Besaran CAGR 27,6% dikarenakan pada periode 2007 sampai dengan 2008, PGN sedang dalam tahap konstruksi Pipa Transmisi Sumatera Selatan Jawa Barat yang pengerjaannya telah dimulai sejak tahun 2005 dan menelan biaya investasi USD 1,3 miliar. Penyelesaian yang dilakukan secara bertahap menimbulkan pengakuan aset yang bertahap sehingga depresiasi mengalami kenaikan setiap tahunnya. Namun demikian dari sisi laba usaha, pertumbuhan CAGR sebesar 57,8% masih dapat terealisasi karena besarnya peningkatan pendapatan perusahaan.

3.4.4. Pendapatan (Beban) Lain-Lain Perusahaan

Sepanjang tahun 2007 sampai dengan 2009 komponen ini banyak dipengaruhi oleh translasi laba-rugi kurs perusahaan yang sifatnya non-kas. Laba rugi kurs terjadi karena struktur permodalan PGN saat ini memiliki hutang jangka panjang yang seluruhnya dalam mata uang USD dan JPY. Perubahan nilai tukar terhadap rupiah pada awal periode pembukuan dan akhir periode pembukuan perusahaan berpengaruh terhadap pelaporan keuangan PGN sehingga harus dicatatkan sebagai laba-rugi selisih kurs pada pendapatan (beban) lain-lain. Krisis

keuangan global yang terjadi pada tahun 2007 dan 2008 berdampak terhadap volatilitas nilai tukar Rupiah yang bergerak melemah. Sehingga pada tahun tersebut PGN harus mencatatkan rugi kurs dalam jumlah yang signifikan namun bersifat non-kas.

3.4.5. *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (EBITDA) Perusahaan*

Pertumbuhan EBITDA menggunakan CAGR tahun 2007 sampai dengan 2009 sebesar 50,7%. Hal ini disebabkan aktivitas operasi PGN yang terus mengalami pertumbuhan sepanjang tahunnya. Bila mengesampingkan faktor-faktor yang sifatnya non-kas, seperti depresiasi dan laba-rugi translasi kurs maka PGN memiliki pertumbuhan bisnis yang menarik untuk diinvestasikan. Karena sampai dengan level laba operasi, PGN terus memiliki arus kas yang kuat. Namun memang terkadang investor yang instan hanya melihat angka yang muncul pada bagian laba bersih perusahaan yang tercatat.

3.4.6. Laba Bersih Perusahaan

Bila hanya melihat dari laba bersih yang tercatat maka pertumbuhannya memang sangat menggiurkan sebagai sasaran investasi. Dalam tempo dua tahun, PGN memiliki CAGR 131,2% walaupun terjadi volatilitas yang tinggi. Terjadinya volatilitas laba bersih dikarenakan adanya faktor laba-rugi selisih kurs yang disebutkan sebelumnya sehingga memberikan distorsi laba bersih tercatat. Pada tahun 2008 dapat dikatakan laba bersih tercatat memiliki angka yang *understate* karena secara riil kas semestinya memiliki nilai yang jauh lebih tinggi. Begitu pula sebaliknya di tahun 2009 laba bersih tercatat memiliki angka yang *overstate* karena kas yang mengalir sebenarnya tidak terfleksikan dalam pencatatan laba bersih perusahaan. Bila laba bersih tersebut dicatatkan dengan *adjusted net income* maka pendapatan perusahaan dan arus kas operasi yang tercatat akan lebih merefleksikan laba bersih yang sebenarnya.

PGN saat ini sedang mengupayakan ke Departemen Keuangan untuk mengubah mata uang pencatatan dalam laporan keuangan. Kurs asing yang mendominasi dalam operasional PGN diusulkan untuk diterapkan sebagai mata

uang pencatatan dengan tujuan untuk meminimalisir distorsi angka tercatat. Namun tentunya hal ini harus melewati mekanisme yang panjang agar bisa terealisasi.

3.4.7. Aset Perusahaan

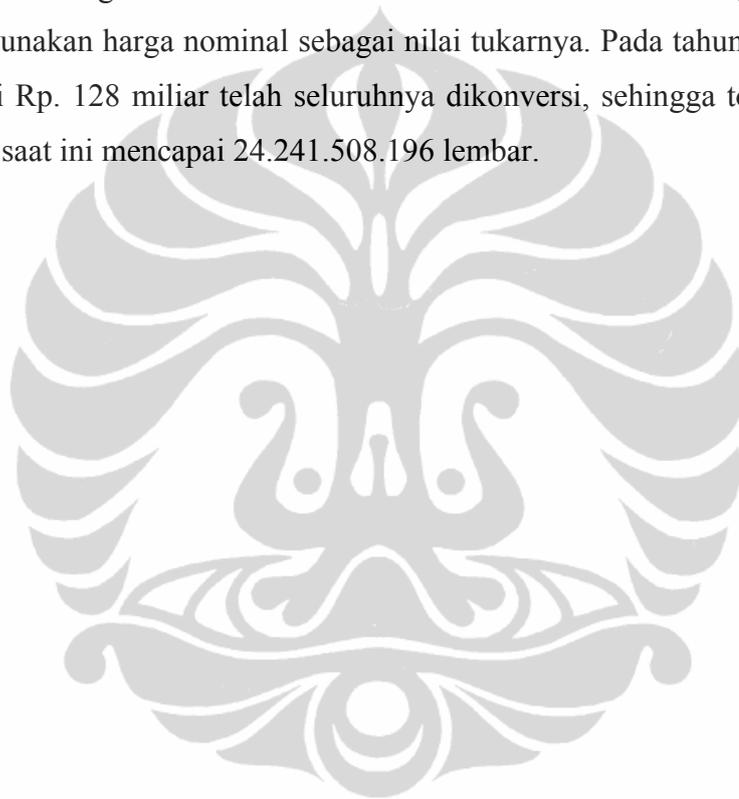
Selama dua tahun ke belakang total aset PGN mengalami pertumbuhan sebesar 18,4%. Hal ini didorong oleh peningkatan kas setara kas yang dihasilkan dari operasional perusahaan serta adanya investasi pembangunan Pipa Transmisi Sumatera Selatan – Jawa Barat yang selesai konstruksinya pada Oktober 2008 lalu. Selain itu beberapa investasi minor untuk sistem jaringan distribusi ke pelanggan turut mengangkat pertumbuhan aset seiring dengan peningkatan pasokan gas yang mengalir dan tingginya permintaan gas bumi di berbagai wilayah, khususnya di Jawa Bagian Barat. Kinerja aset perusahaan sejauh ini dapat dikatakan sehat karena pertumbuhannya murni dihasilkan oleh kegiatan operasional perusahaan, tidak disebabkan oleh aktivitas divestasi atau pengambilalihan aset tertentu.

3.4.8. Kewajiban Perusahaan

Kewajiban perusahaan didominasi oleh kewajiban jangka panjang yang per 31 Desember jumlahnya mencapai USD 1,2 miliar. Kewajiban ini sebagian besar merupakan pinjaman dengan tenor mencapai 10 sampai dengan 40 tahun dan biaya pinjaman di bawah 3%. Penyelesaian kewajiban jangka panjang PGN umumnya di mulai setelah tahun 2010. Pada tahun 2009 PGN melakukan *refinancing* pada Guaranteed Notes I dan II yang dikeluarkan secara berurutan tahun 2003 dan 2004. Program ini berhasil menurunkan tingkat bunga pinjaman tersebut dari 7,5% menjadi 3,1%. Dengan posisi kas yang kuat saat ini, PGN belum memiliki keinginan untuk menambah kewajibannya melalui pinjaman bank. Namun demikian, komposisi permodalan terbaik tetap akan menjadikan kajian PGN sebelum memutuskan akan melakukan pendanaan dari pinjaman, pendanaan menggunakan ekuitas, atau menggunakan kas internal.

3.4.9. Ekuitas Perusahaan

Pertumbuhan ekuitas perusahaan selama dua tahun menghasilkan CAGR 40,6%. Hal ini didorong oleh *retention ratio* sekitar 50% menjadikan akumulasi *retained earning* PGN terus meningkat setiap tahunnya. Bahkan pada tahun 2009 saldo laba ditahan telah mencapai angka lebih dari Rp. 7 triliun. Selain itu juga pada dua tahun terakhir, pemerintah melakukan konversi atas Dana Kepemilikan Pemerintah yang dipergunakan untuk membiayai proyek pengembangan jaringan distribusi di Jawa Bagian Barat. Konversi tersebut ditransaksikan dengan lembar saham menggunakan harga nominal sebagai nilai tukarnya. Pada tahun 2009 total dana konversi Rp. 128 miliar telah seluruhnya dikonversi, sehingga total lembar saham PGAS saat ini mencapai 24.241.508.196 lembar.



BAB 4

ANALISA DAN PEMBAHASAN

Dalam melakukan keputusan investasi di suatu saham terlebih dahulu melihat perspektif secara makro untuk dapat memahami apakah merupakan waktunya membeli dan menyimpan suatu saham. Dalam hal ini faktor makro yang coba ditelusuri adalah yang terkait dengan Produk Domestik Bruto, inflasi, tingkat bunga, dan nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing. Setelah mendapatkan gambaran situasi makro maka analisa perlu dilanjutkan dari sisi industri yang menjadi preferensi berinvestasi. Hal ini dapat dipandang dari sisi siklus bisnis industri dan tingkat persaingan usaha yang ada di dalam sektor tersebut. Hasil pemaparan semua analisa tersebut dapat dijadikan sebagai acuan untuk analisa secara mikro yang merupakan perusahaan terbaik diantara berbagai pilihan yang ada. Tentunya investasi terhadap suatu saham memerlukan pertimbangan investor atas harga wajar aset yang akan dibeli. Penilaian ini menggunakan metode valuasi yang layak bagi struktur perusahaan tersebut. Hasil valuasi akan membantu investor dalam memperkirakan momentum keputusan pembelian aset menggunakan perangkat analisa teknikal yang memberikan peluang waktu pembelian saham terbaik.

4.1. Analisa Ekonomi Makro

Berdasarkan tulisan *Roadmap* Pembangunan Ekonomi Indonesia 2009–2014 yang dikeluarkan oleh Kamar Dagang dan Industri Indonesia bahwa kinerja perekonomian Indonesia saat ini bisa dapat dikatakan berada di jalur yang tepat. Dalam kondisi perekonomian global yang dalam dua tahun ini diterpa krisis keuangan, Indonesia merupakan satu dari negara di dunia yang memiliki pertumbuhan positif. Banyak orang memperkirakan bahwa kekuatan ekonomi dunia saat ini telah bergeser ke Asia. Cina dan India sebagai pemimpin pergeseran ini disusul oleh negara Asia lapis dua seperti Korea, Indonesia, Hongkong, Taiwan, dan Singapura. Ketujuh negara tersebut dijuluki sebagai *Emerging Asia (EA7)* yang memiliki proses pemulihan cukup cepat dari periode krisis global. Indonesia sebagai salah satu dengan kinerja yang terbaik membuktikannya

melalui kenaikan IHSI sebesar 76% pada periode 2009. Selain itu kestabilan politik pada pemilu 2009 menunjukkan kedewasaan berdemokrasi bangsa Indonesia. Hal ini merupakan salah satu acuan dalam pertimbangan investasi di pasar modal, khususnya bagi para investor asing sebagai daya tarik untuk menarik uang mereka yang jumlahnya sangat besar. Dengan pertimbangan tersebut maka Indonesia merupakan salah satu target investasi yang sangat menjanjikan bagi para investor dengan syarat bahwa stabilitas di berbagai bidang dapat terus terjaga oleh masyarakat Indonesia.

4.1.1 Pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB)

Tingkat pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) mengalami kenaikan pada periode tahun 2005–2008 tetapi pada tahun 2009 PDB mengalami penurunan akibat krisis keuangan yang melanda hampir seluruh belahan dunia. Pertumbuhan tingkat PDB pada lima tahun ke belakang dapat terlihat pada tabel berikut ini:

Tabel 4.1. Tingkat Produk Domestik Bruto

Tahun	PDB(%)
2005	5,7
2006	5,5
2007	6,3
2008	6,1
2009	4,5

(Sumber: http://www.bps.go.id/aboutus.php?tabel=1&id_subyek=11 – 2 Juni 2010)

Pemerintah menargetkan pertumbuhan ekonomi pada tahun 2010 sebesar 5,8%. Prospek pertumbuhan ekonomi tersebut didukung oleh semakin pulihnya kinerja ekspor dan mulai meningkatnya kegiatan investasi. Membaiknya ekspor sejalan dengan perbaikan prospek perekonomian global termasuk negara-negara maju. Meningkatnya permintaan eksternal dan menguatnya permintaan domestik diperkirakan mendorong dunia usaha untuk mulai meningkatkan kapasitas produksi. Dengan perkembangan tersebut, pertumbuhan ekonomi tahun 2010 diperkirakan mencapai 5,5% - 6,0% (yoy). Dalam perspektif yang lebih panjang, perekonomian Indonesia diperkirakan tetap membaik karena didukung oleh

berbagai upaya peningkatan kapasitas, produktivitas, dan efisiensi perekonomian secara berkesinambungan.

Bagi PGN dukungan pemerintah dalam bentuk kebijakan yang kondusif bagi pemangku kepentingan industri gas bumi merupakan perangkat utama yang dibutuhkan. Problematika dalam hal kepastian pasokan gas bumi sejauh ini berjalan cukup baik namun terkadang masih memiliki keraguan. Memang prioritas pemerintah atas alokasi gas bumi karena telah disesuaikan dengan tingkat kebutuhan saat ini. Namun peran sentral PGN dalam melayani kebutuhan gas bumi industri akan memiliki implikasi luas terhadap konsumsi domestik dan ekspor.

Melihat situasi yang ada sekarang tentunya harapan masyarakat atas perbaikan ekonomi dapat terus berjalan. Pertumbuhan ekonomi pada periode 2010–2014 diharapkan memiliki rata-rata pertumbuhan ekonomi 6,3% – 6,9%. Tetapi tentunya angka ini memerlukan konsistensi pemerintah atas kebijakan ekonomi kondusif dan kestabilan politik yang dapat menyalurkan aspirasi rakyat.

4.1.2. Inflasi

Inflasi merupakan suatu indikator ekonomi yang menunjukkan proses kenaikan harga-harga yang berlaku umum dalam suatu perekonomian. Pemerintah mempunyai harapan yang besar terhadap laju inflasi karena inflasi dapat mempengaruhi tingkat daya beli masyarakat serta pertumbuhan ekonomi. Tekanan terhadap inflasi diperkirakan tetap terkendali dan berada pada kisaran sasaran inflasi tahun 2010 sebesar $5\% \pm 1\%$ (yoy). Adanya peningkatan kapasitas perekonomian mendukung upaya menurunkan inflasi ke arah sasaran inflasi jangka menengah $4\% \pm 1\%$ (yoy).

Tabel 4.2. Tingkat Inflasi

Tahun	Inflasi (%)
2005	17,11
2006	6,60
2007	6,59
2008	11,06
2009	2,78

(Sumber: <http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/> - 1 Juni 2010)

Peran PGN dalam membantu pemerintah mengontrol tingkat inflasi nasional cukup signifikan. Sebagai penyedia gas bumi untuk industri, produk PGN dapat menggantikan peran minyak bumi yang sejauh ini memiliki peran dominan atas kenaikan harga. Kerap kali terjadi rencana kebijakan pemerintah menaikkan harga BBM langsung direspon oleh para pedagang tanpa menunggu lebih lama. Sehingga kenaikan harga jual produk yang semestinya lebih memiliki daya beli masyarakat tidak dapat direalisasikan pemerintah. Gas bumi sebagai produk substitusi BBM dapat menekan kenaikan ini karena harga jual gas bumi yang lebih rendah 70%. Selain itu juga fluktuasi harga gas bumi jauh lebih terkontrol dibandingkan BBM yang sangat volatil. Dampak positifnya tentu dapat membantu para pelaku industri dan pedagang untuk menyusun perencanaan produksi yang lebih akurat dan tidak membebani biaya operasional. Bagi konsumen tentunya mereka akan memiliki daya beli yang jauh lebih baik sehingga pertumbuhan konsumsi dapat terjaga.

4.1.3. Tingkat Suku Bunga

Suku bunga bank merupakan salah satu indikator ekonomi makro ekonomi. Keadaan ekonomi makro yang baik akan menunjukkan suku bunga yang stabil, begitu dengan sebaliknya apabila suku bunga yang tinggi akan berakibat pada iklim investasi yang kurang kondusif bagi para pelaku bisnis karena bunga pinjaman terlalu tinggi. Sampai dengan Triwulan I-2010 BI rate tetap stabil tetapi apabila dilihat dari tahun 2005 maka BI *rate* terus mengalami penurunan dari 12,75% menjadi 6,50%. Namun demikian penurunan BI *rate* tersebut belum direspon secara proposional oleh suku bunga kredit perbankan karena perbankan cenderung untuk mempertahankan *spread* suku bunga yang lebar karena masih belum efisiennya biaya operasional perbankan terutama karena masih tingginya biaya *overhead* dan upaya perbankan untuk mempertahankan laba sesuai target dalam rencana kerjanya. Perkembangan tingkat suku bunga dapat terlihat pada tabel berikut ini:

Tabel 4.3. Perkembangan Tingkat Suku Bunga

Periode	BI Rate (%)	Kredit Modal Kerja (%)	Kredit Investasi (%)
Desember 2005	12,75	15,71	14,98
Desember 2006	9,75	15,36	14,98
Desember 2007	8,00	13,47	12,93
Desember 2008	9,25	14,61	13,85
Desember 2009	6,50	13,63	12,56

(Sumber: <http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/> - 1 Juni 2010)

Bagi PGN peran suku bunga yang kondusif memiliki implikasi positif dalam kegiatan bisnis perusahaan. Sebagai perusahaan yang bergerak dalam industri *capital intensive* tentunya suku bunga di pasar berdampak secara langsung terhadap struktur permodalan perusahaan. Proyek dengan investasi dalam Rupiah memerlukan pendanaan eksternal yang memiliki biaya tertentu. Dari sisi pelanggan tingkat suku bunga yang berlaku merupakan salah satu pertimbangan utama. Beberapa kasus yang terjadi calon pelanggan dan pelanggan PGN mengundurkan diri untuk mengkonsumsi gas karena arus kas mereka tidak dapat memenuhi biaya pinjaman yang ditawarkan perbankan. Saat ini PGN telah melakukan kerjasama dengan bank BUMN untuk memberikan kemudahan pendanaan terhadap para pelanggannya sehingga konsumsi gas bumi dapat meningkat dan berdampak positif terhadap peningkatan keuntungan perusahaan.

4.1.4. Nilai Tukar Rupiah

Perkembangan nilai tukar Rupiah dalam lima tahun terakhir relatif stabil bergerak di kisaran Rp. 9.000 sampai dengan Rp. 9.500. Bahkan rentang tersebut masih berlanjut pada Triwulan I-2010. Hal tersebut terkait dengan faktor fundamental yang kondusif sebagaimana tercermin dari semakin meningkatnya cadangan devisa, menurunnya *country risk* serta berbagai capaian positif yang mampu diraih perekonomian Indonesia dalam beberapa tahun terakhir ini.

Pada tahun 2008 sempat terjadi fluktuasi nilai tukar Rupiah khususnya pada Triwulan IV. Hal ini disebabkan krisis keuangan yang terjadi di Amerika Serikat yang dipicu oleh kebangkrutan Lehman Brothers bersamaan dengan Merrill Lynch, Washington Mutual, Fannie Mae, Freddie Mac, Bear Stearns. Kepanikan yang terjadi di Amerika menyebabkan terjadinya *outflow* mata uang

US Dollar di Indonesia sehingga Rupiah merosot sampai ke level di atas Rp. 12.000. Munculnya kegagalan sistemik pada perbankan di Indonesia sempat menjadi kekhawatiran pemerintah. Namun pada akhirnya Indonesia bisa selamat keluar dari situasi krisis global ini.

Tabel 4.4. Perkembangan Nilai Tukar Rupiah

Tahun	IDR/USD	IDR/JPY
2005	9.830	83,42
2006	9.020	75,80
2007	9.419	83,06
2008	10.950	121,23
2009	9.400	101,71

(Sumber: <http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/> - 1 Juni 2010)

Pergerakan nilai tukar Rupiah terhadap mata uang asing, khususnya US Dollar dan Yen Jepang berdampak terhadap pelaporan keuangan PGN. Porsi hutang dalam mata uang asing yang bila dikonversikan ke USD Dollar mencapai USD 1,2 miliar memiliki implikasi negatif bila terjadi pelemahan nilai tukar rupiah.

4.1.5. Prospek Ekonomi 2010–2014

Kondisi perekonomian global yang masih mengalami tekanan akibat krisis menghadapkan perekonomian Indonesia pada sejumlah tantangan yang tidak ringan selama tahun 2009. Tantangan itu cukup mengemuka pada awal tahun 2009, sebagai akibat masih kuatnya dampak krisis perekonomian global yang mencapai puncaknya pada Triwulan IV-2008. Ketidakpastian yang terkait dengan sampai seberapa dalam kontraksi global dan sampai seberapa cepat pemulihan ekonomi global akan terjadi, bukan saja menyebabkan tingginya risiko di sektor keuangan, tetapi juga berdampak negatif pada kegiatan ekonomi di sektor riil domestik. Perekonomian global diperkirakan mulai tumbuh positif pada tahun 2010. Prakiraan tersebut didukung oleh berbagai faktor, antara lain semakin pulihnya kondisi sektor keuangan global yang dibarengi dengan kebijakan makroekonomi yang diharapkan tetap akomodatif hingga proses pemulihan telah dianggap cukup stabil.

Sementara itu, negara-negara di kawasan Asia diperkirakan menjadi penggerak utama pemulihan ekonomi global yang dimotori oleh Cina dan India. Dalam jangka menengah, pertumbuhan ekonomi Negara maju diharapkan akan kembali ke tingkat sebelum krisis global. Perekonomian AS diperkirakan menuju kisaran 2,1%, sedangkan perekonomian negara-negara di kawasan Eropa diharapkan mampu tumbuh sebesar 2,1% pada tahun 2014, mendekati tingkat pertumbuhannya pada tahun 2007. Perekonomian Indonesia pada tahun 2010 diperkirakan telah kembali berada dalam fase pertumbuhan ekonomi yang meningkat. Meskipun diwarnai oleh masih belum stabilnya proses pemulihan ekonomi global, namun indikasi mulai bergulirnya proses pemulihan global yang lebih cepat dari perkiraan semula telah semakin meningkatkan optimisme terhadap kinerja perekonomian Indonesia ke depan. Optimisme ini juga didukung oleh karakter perekonomian domestik yang terbukti memiliki daya tahan yang cukup baik dalam menahan dampak krisis global. Meningkatnya optimisme terhadap prospek perekonomian Indonesia ke depan tercermin antara lain dari perbaikan peringkat *rating* Indonesia oleh lembaga pemeringkat internasional di awal tahun 2010.

Berbagai perbaikan di sektor riil yang secara konsisten dijalankan oleh pemerintah juga memberikan kontribusi signifikan dalam perbaikan iklim investasi. Keberhasilan dalam menciptakan iklim investasi yang lebih kondusif juga akan memberi dampak positif lain, yaitu membaiknya aliran masuk *foreign direct investment* global yang pada gilirannya diperkirakan turut membawa inovasi maupun teknologi baru. Dengan pasar domestik yang besar yang didukung oleh kemampuan dalam meningkatkan *income generating capacity* yang berkesinambungan yang ditopang oleh pesatnya kegiatan akumulasi kapital di masyarakat, serta didukung oleh terjaganya stabilitas sistem keuangan, maka perkembangan konsumsi masyarakat dalam jangka panjang diperkirakan tetap kuat. Dengan gambaran di atas, maka dalam jangka menengah pertumbuhan konsumsi masyarakat diprediksi berada dalam kisaran 5,6% – 6,6% pada tahun 2014, menurut *Roadmap* Pembangunan Ekonomi Indonesia 2009–2014. Dinamika permintaan domestik yang tetap kuat, yang mampu diimbangi oleh kapasitas perekonomian dengan dukungan akumulasi kapital serta peningkatan

produktivitas dan efisiensi perekonomian, pada akhirnya menyebabkan pertumbuhan ekonomi dapat tetap berlangsung tanpa perlu dibarengi dengan timbulnya instabilitas harga domestik. Dengan kondisi tersebut di atas, secara garis besar perekonomian domestik dalam jangka menengah akan ditandai dengan semakin tingginya tingkat pertumbuhan yang dibarengi dengan tingkat inflasi yang rendah dan stabil. Pada tahun 2014, perekonomian Indonesia diperkirakan dapat tumbuh pada kisaran 6,5%–7,5%. Sementara itu, tekanan inflasi dalam jangka menengah diperkirakan menurun hingga berada dalam kisaran $4\% \pm 1\%$ pada tahun 2014.

4.2. Analisa Industri Gas Bumi Indonesia

Undang-Undang No. 22 Tahun 2001 tentang Minyak dan Gas Bumi telah mengubah banyak hal mengenai pengelolaan industri minyak dan gas bumi Indonesia. UU No. 22 Tahun 2001 dimaksudkan untuk menciptakan kegiatan usaha minyak dan gas bumi yang mandiri, transparan, berdaya saing, berwawasan pelestarian lingkungan, serta mendorong perkembangan potensi dan peranan nasional. Beberapa ciri yang dapat dikemukakan dari UU No. 22 Tahun 2001 tersebut adalah pembagian yang lebih tegas antara fungsi-fungsi pemerintah, pengatur dan pelaku usaha, pemecahan rantai usaha ke dalam beberapa kegiatan utama (*unbundling*) serta penekanan pada liberalisasi sektor hilir.

Dalam UU No. 22 Tahun 2001 dengan tegas ditekankan prioritas pemanfaatan gas bumi Indonesia untuk memenuhi kebutuhan dalam negeri. Sesuai amanat yang ada di dalamnya, Badan Pelaksana Kegiatan Hulu Minyak dan Gas Bumi (BP MIGAS) dan Badan Pengatur Kegiatan Hilir Minyak dan Gas Bumi (BPH MIGAS) telah dibentuk, masing-masing berdasarkan Peraturan Pemerintah No. 42 Tahun 2002 dan Peraturan Pemerintah No. 67 Tahun 2002. Perusahaan pertambangan minyak dan gas bumi negara (PERTAMINA) yang dalam UU sebelumnya, yaitu UU No. 8 Tahun 1971 bertindak sebagai “pemain, pengatur, dan pemegang Kuasa Pertambangan” dengan UU No. 22 Tahun 2001 dan Keputusan Presiden No. 57/2002 telah diubah menjadi sebuah perusahaan berbentuk Perseroan Terbatas (PT Persero). BPH MIGAS secara khusus mendapat tugas untuk meningkatkan pemanfaatan minyak dan gas bumi di dalam

negeri serta melakukan sejumlah pengaturan di bidang minyak dan gas bumi. PGN dalam hal ini berperan sebagai perusahaan yang diandalkan pemerintah untuk melakukan aktivitas hilir kepada *end user* gas bumi di Indonesia.

Analisa ini memberikan gambaran mengenai industri gas bumi atas kompetisi yang dapat terjadi di dalamnya. Tingkat persaingan yang terjadi dalam konteks persaingan dengan pesaing langsung, pemain baru, produk substitusi, pemasok, konsumen terjadi seperti layaknya industri lain. Namun memang karena karakter spesifik industri ini maka tingkat persaingan lebih ketat terjadi dengan pihak pemasok gas bumi karena posisi mereka yang lebih dominan terhadap hilir. Di tengah reformasi sektor energi yang sedang dilakukan di Indonesia diharapkan kepastian yang diberikan pemerintah akan mendorong investasi di sektor ini sehingga dapat mendorong pemenuhan kebutuhan gas bumi nasional dan peningkatan *value* perusahaan.

4.2.1 Tahap Bisnis Industri Gas Bumi Indonesia

Industri gas bumi Indonesia saat ini berada dalam tahap pertumbuhan siklus hidup suatu bisnis. Hal ini dimulai pada awal tahun 2000-an ketika pemerintah mulai memikirkan solusi atas krisis energi di Indonesia. Ketergantungan bahan bakar minyak menyebabkan posisi Indonesia sebagai *net oil exportir* berubah menjadi *net oil importir*.

Perubahan kondisi ini mendorong permintaan gas bumi yang sangat signifikan. Setelah beberapa tahun menjalani bisnis gas, PGN telah memiliki infrastruktur yang luas dan terintegrasi. Dengan kapasitas jaringan terpasang yang masih *underutilized* memiliki kesempatan bagi PGN untuk terus meningkatkan volume penjualannya dengan mengikat pasok gas bumi sebanyak mungkin. Status pasar yang saat ini *under penetrated* memiliki peluang PGN untuk memperoleh margin keuntungan yang dapat ditingkatkan setiap saat. Peluang itu sangat mungkin diraih karena kondisi pasar gas bumi yang cukup unik dengan cakupan penjualan yang masih terbatas dan harga jual yang diterapkan kepada konsumen relatif rendah. Tingkat persaingan saat ini pun masih tidak signifikan dibandingkan dengan kemampuan PGN untuk mengontrol pasarnya karena tingginya *entry barrier* di bisnis gas bumi.

Kondisi yang *favourable* bagi PGN semestinya dapat memberikan peluang untuk terus meningkatkan keuntungan perusahaan dalam beberapa tahun ke depan. Namun tentunya PGN tidak boleh lengah akan berbagai hambatan yang berpotensi muncul. Kompetisi yang dihadapi bisa muncul tidak hanya dari kompetitor langsung namun juga bisa dari pihak lain yang terkait dengan bisnis.

4.2.2. Kekuatan Persaingan Usaha Gas Bumi Indonesia

Menggunakan analisis *five-forces* oleh Porter (2008) akan dilakukan kajian kualitatif seberapa jauh tingkat *attractiveness* industri gas bumi. Dengan menganalisa kekuatan-kekuatan yang ada di dalam industri sehingga dapat diketahui rintangan dan kesempatan yang akan dihadapi perusahaan.

4.2.2.1. Persaingan Antara Penjual

Persaingan antar pemain berbentuk perlombaan untuk mendapat posisi utama atau memperoleh ceruk pasar yang belum tergarap dengan menggunakan berbagai strategi yang dimiliki kerap kali terjadi. Pada kebanyakan industri bentuk persaingan oleh satu perusahaan mempunyai pengaruh yang besar terhadap pesaingnya dan hal itu dapat mendorong inovasi usaha untuk berkompetisi.

Persaingan dalam industri ini ditentukan oleh beberapa faktor, yaitu jumlah pesaing, tingkat pertumbuhan industri, komponen biaya operasional, diferensiasi, kapasitas perusahaan. Kondisi ini akan menyebabkan adanya perang harga, kemampuan jaringan, serta ketersediaan gas bagi para pelanggan.

Saat ini terdapat beberapa pemain hilir gas bumi yang terdaftar di BPH Migas. Beberapa kompetitor yang memiliki daya saing dengan PGN adalah Pertamina, Bakrie Brothers, serta Moeladi. Sisa pemain lainnya hanya *trader* kecil yang memanfaatkan *captive market* atau mengambil produksi minor dari sumber gas yang ada. Area penjualan mereka terletak di Jawa Barat dan Jawa Timur dengan infrastruktur jaringan distribusi dan transmisi yang terbatas.

Kelebihan utama PGN dibandingkan para kompetitornya adalah jaringan yang terintegrasi dan kapabilitas perusahaan sebagai distributor dan *trader* gas bumi. Jaringan yang terbentang di beberapa propinsi Pulau Sumatera dan Pulau Jawa memberikan *exposure* yang sangat luas bagi PGN. Jaringan ini terintegrasi

antara pipa transmisi dengan kapasitas besar dan pipa distribusi yang berkapasitas kecil sehingga kemampuan mengalirkan gas ke pelanggan jauh lebih unggul. Pengalaman dalam mengelola jaringan dan *safety* yang berstandar internasional tentunya merupakan pertimbangan utama para pelanggan mengingat produk yang mereka gunakan merupakan bahan bakar yang mudah terbakar. Selain itu jumlah pasok gas bumi yang disediakan PGN jauh lebih besar dari sisi volume walaupun memang tidak bisa memenuhi semua permintaan yang ada. Berbagai pertimbangan tersebut tentunya merupakan diferensiasi PGN yang sepertinya sulit untuk disetarakan oleh kompetitor dalam waktu singkat.

Tabel 4.5. Badan Usaha Hilir Gas Bumi

No	Badan Usaha
1	Pertamina
2	Indogas Kriya Dwiguna
3	Gas Energi Jambi
4	Banten Inti Gasindo
5	Mitra Energi Buana
6	Bakrie Brothers Tbk
7	Bumi Kharisma Lininusa
8	Walinsula Eneri
9	Isma Asia Indotama
10	Sadikun Niagama Raya
11	Riau Global Energy
12	Moeladi
13	Igas Utama
14	Energasindo Heksa Karya
15	Amec Berca Indonesia
16	Rabana Gasindo Usama
17	Rabana Gasindo Makmur

(Sumber: www.bphmigas.go.id/p/bphmigaspages/gas/daftar_badan_usaha.html - 1 Juni 2010)

4.2.2.2. Kemunculan Pemain Baru

Potensi untuk mendapatkan *abnormal profit* akan menarik pemain baru untuk masuk ke dalam industri. Semakin banyak pemain dalam industri menyebabkan terjadinya persaingan dalam mengenakan harga terhadap produk yang gilirannya akan mengancam profitabilitas. Ancaman masuknya pendatang baru ke dalam industri tergantung pada rintangan masuk yang ada yang digabung dengan reaksi dari para pesaing yang sudah ada yang dapat diperkirakan oleh

pendatang baru. Ada enam sumber rintangan masuk bagi pendatang baru sektor hilir gas bumi, yaitu skala ekonomis, diferensiasi produk, kebutuhan modal, akses ke saluran distribusi dan kebijakan pemerintah.

Jaringan transmisi dan distribusi milik PGN saat ini pembangunannya dimulai sejak 1980-an sampai sekarang dengan kapasitas 1.839 MMSCFD jaringan transmisi dan 1.200 MMSCFD jaringan distribusi. Tiga jalur pipa transmisi utama yang ada Grissik–Duri, Grissik–Singapura, dan Sumatera Selatan–Jawa Barat dalam pembangunannya menelan biaya investasi hampir USD 2 miliar dollar yang dibangun sejak 1998. Tentunya bagi *new entrance* yang ingin membangun infrastruktur baru harus mempertimbangkan komitmen modal yang sangat besar ini serta periode pembangunan yang memakan waktu lama. Jalur pembangunan baru yang tersisa saat ini umumnya merupakan jalur pendek dengan biaya investasi jauh lebih kecil. Namun hambatannya adalah pemanfaatan pipa tersebut tidak dijamin oleh pemerintah, sehingga bagi pemenang hak pembangunan jalur pipa baru harus mencari sendiri pasok gasnya. Hal ini tentunya akan memberatkan para pemain baru yang akan membangun jalur tersebut. Faktor selanjutnya yang dapat menghambat *new entrance* adalah ketetapan dari BPH Migas yang mengatakan bahwa jalur pipa yang sudah ada harus dimaksimalkan terlebih dahulu utilitasnya. Pembangunan jalur pipa baru hanya dapat dilakukan bila pipa yang telah ada telah mencapai utilisasi maksimum dan prioritas pembangunan kapasitas tambahan diberikan kepada pemilik jalur yang telah ada. PGN sampai dengan saat ini memiliki total utilisasi pipa sekitar 80% diseluruh jaringan yang telah ada dan upaya ekspansi kapasitas terus berlanjut, sehingga hal ini akan memberikan *entry barrier* bagi perusahaan lain yang ingin turut berpartisipasi di area tersebut.

Tabel 4.6. Utilisasi Pipa Transmisi dan Distribusi PGN

Tahun	Distribusi	Transmisi
2005	45%	69%
2006	48%	78%
2007	56%	85%
2008	57%	87%
2009	70%	88%

(Sumber: http://www.pgn.co.id/ir_present.php - 3 Mei 2010)

4.2.2.3. Kehadiran Produk Substitusi

Produk pengganti tidak selalu berarti barang yang memiliki bentuk yang sama, namun yang utama adalah memiliki fungsi dan harga yang sama dengan produk yang ada. Produk pengganti seringkali dengan cepat ikut berperan juga dalam perkembangan tertentu untuk meningkatkan persaingan dalam industrinya sendiri. Selain itu ancaman produk pengganti tergantung pada *performance* dan harga relatif dari produk dan jasa yang menjadi saingan, serta keinginan konsumen untuk beralih ke substitusi dari produk yang ada.

Gas bumi yang umumnya dikonsumsi industri memiliki kompetitor utama *High Speed Diesel* (Minyak Solar) karena memiliki nilai kalori yang hampir menyerupai gas bumi. Harga beli HSD khusus pengguna industri saat ini tidak disubsidi oleh pemerintah semenjak tanggal 1 Maret 2005, sehingga harganya mengikuti fluktuasi harga minyak bumi yang terus meroket sampai saat ini. Alternatif lain bagi industri adalah menggunakan LPG atau *kerosene* yang harganya juga dilepaskan pemerintah kepada mekanisme pasar sehingga dampaknya terhadap biaya operasional industri cukup signifikan. Selain itu juga ketersediaannya di pasar kadang sulit untuk diperoleh karena jumlahnya yang terbatas. Hal lain yang jadi pertimbangan pelaku industri menggunakan bahan bakar minyak adalah potensi kecurangan dalam penggunaannya. Banyak pemilik perusahaan merasa dirugikan oleh karyawannya sendiri karena penggunaannya tidak sesuai dengan biaya yang dikeluarkan.

Bila menggunakan gas bumi maka pelanggan akan terhubung dengan jaringan pipa yang terdedikasi ke mesin pabrik sehingga akan lebih mempermudah industri dalam mengontrol penggunaan juga kemudahan karena tidak memerlukan *storage* tambahan. Di samping itu harga jual gas bumi saat ini USD 6,35/MMBTU jauh lebih kompetitif untuk biaya produksi sehingga dapat menekan biaya produksi dan meningkatkan margin penjualan. Selain itu juga kehandalan yang dimiliki gas bumi adalah efisiensi pembakaran dan juga *clean energy* yang saat ini sangat marak disuarakan organisasi dunia terkait dengan *carbon issue*. Bahkan bila diperbandingkan dengan bahan bakar batu bara yang harga konversinya masih lebih murah, gas bumi tetap memiliki keunggulan dalam

hal program energi ramah lingkungan dan juga hal lain yang terkait dengan logistik pengiriman dan penyimpanan.

Tabel 4.7. Harga Jual Gas Bumi dan Bahan Bakar Minyak

Bahan Bakar	Harga (USD/MMBTU)
Gas Bumi	6,35
LPG-3 kg (subsidi)	9,55
MFO	12,84
LPG-12 kg	12,91
MDF	14,82
HSD	15,71
Premium	17,68
LPG-50 kg	16,29
LPG Bulk	16,46
Kerosene	17,10

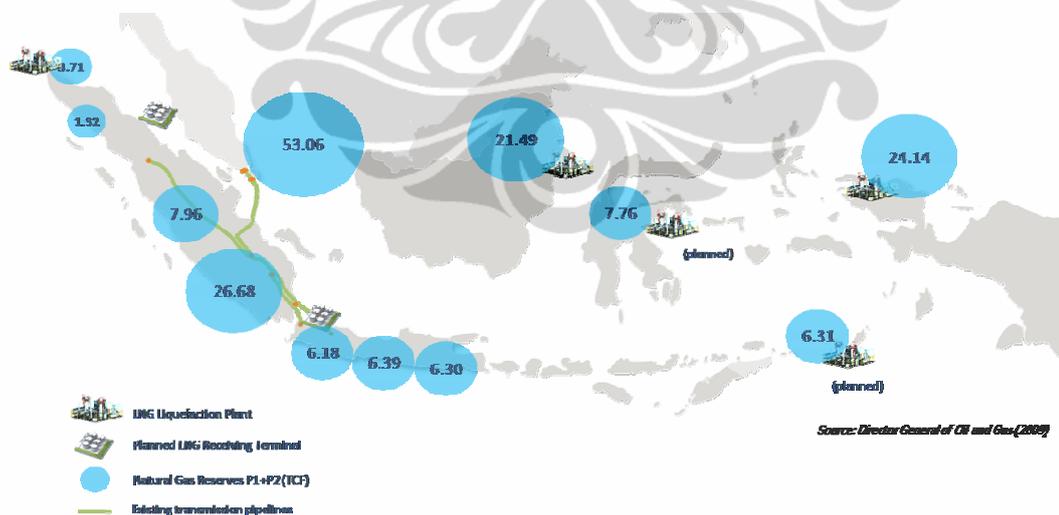
(Sumber: http://www.pgn.co.id/ir_present.php - 3 Mei 2010)

4.2.2.4. Kekuatan Tawar-Menawar Pemasok

Pemasok akan menjadi kuat apabila hanya ada beberapa perusahaan dan beberapa produk pengganti yang tersedia bagi konsumen. Selain itu kekuatan pemasok terhadap pembeli juga besar apabila produk dan jasa yang dimiliki oleh pemasok merupakan sesuatu yang sangat dibutuhkan bagi pembeli. Jumlah perusahaan hulu minyak dan gas bumi saat ini sangat banyak. Namun beberapa pemain utama dengan cadangan yang besar saat ini jumlahnya tidak banyak. Beberapa diantaranya adalah seperti Chevron, Conoco Phillips, Pertamina, Beyond Petroleum, CNOOC, Medco, Exxon, Vico, Total, Santos, Husky, Energi Mega Persada, INPEX, Petronas, China Petroleum, Kodeco, dan Amerada Hess yang lokasinya tersebar di seluruh Indonesia. Mereka semua bertindak sebagai operator sumur namun hasil keuntungan operasinya akan menggunakan sistem bagi hasil dengan pemerintah.

PGN saat ini memiliki lima pemasok gas bumi utama yang terdiri atas 14 sumur gas bumi. Kontrak pasok gas bumi yang dimiliki PGN umumnya memiliki rentang kontrak lima sampai dengan dua puluh tahun dan sifatnya mengikat terhadap cadangan yang ada di dalam sumur tersebut. Sehingga kelebihan produksi yang ada akan diprioritaskan kepada PGN. Dari sisi kemampuan negosiasi PGN dengan pemasok maka keduanya memiliki ketergantungan yang

tinggi sehingga tidak mudah untuk menentukan siapa yang lebih unggul. Pemasok gas memiliki keunggulan karena posisi mereka sebagai penyedia pasok jumlahnya terbatas. Namun PGN memiliki keunggulan sebagai pembeli yang paling potensial dari sisi daya beli dan juga kesiapan jaringan untuk mengkonsumsi. Karena pada umumnya kontrak jual-beli gas bumi bersifat jangka panjang dan volume yang dijual dalam jumlah besar, sehingga dari sisi finansial tidak semua perusahaan memiliki kapabilitas ini. Strategi PGN terhadap pemasok saat ini telah lebih terdiversifikasi yaitu dengan mencoba mengikat sumur marginal yang dimiliki oleh Pemerintah Daerah walaupun produksinya dalam jumlah kecil dan berdurasi pendek. Perolehan gas dari pasar impor dalam bentuk LNG juga mulai dijadikan alternatif untuk jaminan ketersediaan pasok di masa mendatang. Selain itu, produk dengan wujud berbeda yang memiliki karakter layaknya gas bumi saat ini sedang diupayakan untuk dieksplorasi, seperti *Coal Bed Methane* dengan perkiraan cadangan yang ada di Indonesia lebih dari 300 *Trillion Cubic Feet (TCF)*. Namun memang produk ini sedang dalam tahap pengembangan dan merupakan target jangka panjang yang perlu penyempurnaan. Namun paling tidak diversifikasi sumber pasok akan memberikan alternatif bagi PGN sehingga peluang untuk memperoleh pasok gas semakin banyak.



Gambar 4.1. Peta Cadangan Gas Bumi Indonesia

(Sumber: http://www.pgn.co.id/ir_present.php - 3 Mei 2010)

4.2.2.5. Kekuatan Tawar-Menawar Konsumen

Tingkat kekuatan tawar-menawar yang dapat diberikan oleh konsumen

dipengaruhi oleh besarnya biaya untuk beralih produk, besarnya pembelian konsumen, tingkat permintaan produk, jumlah konsumen dan penjual, akses konsumen ke pasar, kemungkinan akses konsumen menjadi pesaing langsung, serta waktu yang dibutuhkan untuk konsumsi produk. Dalam sektor hilir gas bumi, pemerintah telah menentukan tatanan tersendiri untuk harga jual hilir ke *end user*. Peraturan Menteri ESDM No. 19 Tahun 2009 telah mengatur kategori pengguna gas bumi dalam 3 kelompok utama. Kategori utama adalah residensial yang merupakan pengguna gas rumah tangga dimana penetapan harganya dikontrol pemerintah melalui regulator BPH Migas. Selanjutnya untuk kategori pengguna umum, kebijakan harga diserahkan kepada badan usaha hilir untuk menetapkan harga jualnya masing-masing tanpa adanya campur tangan pemerintah. Termasuk dalam kategori ini adalah industri menengah dan berat yang mengkonsumsi gas dalam jumlah besar. Jenis pengguna yang terakhir merupakan pengguna khusus yang sampai dengan saat ini tidak ditetapkan oleh pemerintah seperti apa kriterianya namun harga jualnya akan diatur oleh Menteri Energi dan Sumber Daya Mineral.

PGN saat ini melayani tiga segmen pelanggan di bisnis distribusi, yaitu residensial, komersial, dan industri. Perlakuan PGN terhadap pelanggan rumah tangga mengikuti peraturan yang berlaku. Namun untuk komersial dan industri PGN memiliki hak untuk menetapkan harga jualnya. Dalam kontrak penjualan dengan pelanggan yang dijadikan ikatan adalah volume gas yang dijual, bukan harga jualnya. Sehingga dengan notifikasi satu bulan sebelum penyesuaian harga maka PGN dapat menetapkan harga jualnya ke pelanggan. Posisi tawar-menawar pelanggan terhadap PGN secara teori memang lemah. Namun dalam prakteknya tak bisa dipungkiri unsur eksternal lain dapat mempengaruhi kebijakan harga jual PGN terhadap pelanggannya. Karena itu bagi PGN dalam melakukan penyesuaian harga jualnya selalu mempertimbangkan faktor utama seperti harga pokok pembelian pasok gas, permintaan pelanggan, serta relatif harga energi pembanding lainnya. Sebab bagi PGN prioritas perusahaan tidak hanya mengeruk keuntungan semaksimal mungkin namun juga mempertimbangkan perannya sebagai penyedia gas bumi nasional. Sehingga keinginan dari pemangku kepentingan industri gas bumi Indonesia dapat memperoleh apa yang diharapkan.

4.3. Analisa Laporan Keuangan Perusahaan Gas Negara

Analisa laporan keuangan mencerminkan posisi keuangan, aktivitas, dan kebijakan. Dari laporan keuangan ini dapat dilihat bagaimana perusahaan mengelola asetnya untuk menghasilkan keuntungan maksimal bagi pemegang saham. Dalam menilai kinerja keuangan suatu PGN akan dilihat melalui rasio-rasio keuangan yang diperoleh dari neraca dan laporan laba-rugi perusahaan selama tiga tahun ke belakang dari tahun 2007-2009.

4.3.1 Rasio Likuiditas

Hasil perhitungan rasio likuiditas PGN sejak tahun 2007-2009 adalah sebagai berikut:

Tabel 4.8. Rasio Likuiditas Perusahaan Gas Negara

Rasio	2007	2008	2009
<i>Current Ratio</i>	1,17	1,58	2,48
<i>Quick Ratio</i>	0,78	1,54	2,21
<i>Receivable Turnover Ratio</i>	9,38	9,47	11,13
<i>Payable Turnover Ratio</i>	4,71	5,00	9,45

(Sumber: http://www.pgn.co.id/ir_ar.php - 3 Mei 2010 dan Pengolahan Data)

Current ratio dan *Quick ratio* PGN dalam tiga tahun terakhir mengalami peningkatan setiap tahunnya karena akumulasi kas setara kas yang diperoleh dari peningkatan penjualan khususnya pelanggan industri pembangkit tenaga listrik. Artinya likuiditas perusahaan atas kewajiban jangka pendeknya meningkat.

Receivable turnover ratio dan *Payable turnover ratio* PGN dalam tiga tahun terakhir mengalami peningkatan dengan lonjakan khususnya terjadi pada tahun 2009. Hal ini terjadi karena terjadi peningkatan penjualan bisnis distribusi seiring dengan terselesaikannya jalur transmisi SSWJ PGN yang merupakan infrastruktur utama dalam mendapatkan pasok gas dari Sumatera Selatan. Peningkatan penjualan tentunya diiringi kenaikan kolektibilitas piutang dari pelanggan dan kenaikan pembayaran hutang dagang terhadap pemasok gas bumi.

4.3.2. Rasio Pengungkit

Hasil perhitungan rasio pengungkit PGN sejak tahun 2007-2009 adalah sebagai berikut:

Tabel 4.9. Rasio Pengungkit Perusahaan Gas Negara

Rasio	2007	2008	2009
<i>Total Debt-to-Equity Ratio</i>	1,13	1,31	0,85
<i>Debt-to-Asset Ratio</i>	0,33	0,36	0,35
<i>Interest Coverage Ratio</i>	7,52	8,51	13,75

(Sumber: http://www.pgn.co.id/ir_ar.php - 3 Mei 2010 dan Pengolahan Data)

Hasil perhitungan selama tahun 2007-2009 menunjukkan kemampuan PGN terhadap kewajiban jangka panjangnya semakin membaik. Baik dari sisi ekuitas yang diperkuat oleh akumulasi *retained earning* dan aset yang semakin besar baik dari kas setara kas untuk *current assets* maupun *fixed assets* yang kontribusi besarnya dari pipa transmisi PGN. Selanjutnya kemampuan perusahaan untuk menyelesaikan kewajiban bunga pinjaman juga semakin kuat karena peningkatan laba usaha dari tahun ke tahun.

4.3.3. Rasio Profitabilitas

Hasil perhitungan rasio profitabilitas PGN sejak tahun 2007-2009 adalah sebagai berikut:

Tabel 4.10. Rasio Profitabilitas Perusahaan Gas Negara

Rasio	2007	2008	2009
<i>Operating Profit Margin</i>	0,35	0,36	0,43
<i>Net Profit Margin</i>	0,13	0,05	0,35
<i>Return On Invested Capital</i>	0,11	0,06	0,31
<i>Return On Equity</i>	0,20	0,10	0,66

(Sumber: http://www.pgn.co.id/ir_ar.php - 3 Mei 2010 dan Pengolahan Data)

Profitabilitas PGN dalam tiga tahun terakhir cenderung mengalami peningkatan baik dari sisi *operating profit margin* maupun *net profit margin*. Walaupun selama tiga tahun tidak terjadi kenaikan harga jual, namun volume penjualan bisnis distribusi terus meningkat, bahkan walaupun terpaan krisis keuangan global melanda di tahun 2008. Selain itu harga beli pasok gas bumi dalam tiga tahun terakhir mengalami tren penurunan seiring dengan meningkatnya volume pasok gas dari Sumatera Selatan yang kontribusinya besar dengan harga sangat murah.

Return on invested capital dan *Return on equity* mengalami tren yang sama seperti dua rasio profitabilitas lainnya. Rasio ini menunjukkan bahwa pemanfaatan modal untuk investasi yang dilakukan berhasil memberikan keuntungan yang semakin baik dari tahun ke tahun. Walaupun tidak diinformasikan dalam tabel namun perusahaan mengatakan bahwa WACC perusahaan masih lebih rendah dibandingkan ROIC, sehingga investasi yang dilakukan efektif dalam memberikan keuntungan.

Pada tahun 2008 memang terjadi distorsi atas laba bersih PGN. Hal ini dikarenakan adanya dampak dari rugi selisih kurs PGN yang jumlahnya substansial sebesar \pm Rp. 2,5 triliun. Bila dilihat dari laba usaha sebenarnya tidak terjadi penurunan kinerja keuangan, namun karena adanya hutang PGN dalam mata uang asing yang harus dicatatkan dalam mata uang Rupiah maka pencatatannya menimbulkan distorsi tersebut. Perlu ditekankan bahwa kerugian ini sifatnya non-kas, sehingga tidak memberikan pengaruh pada arus kas.

4.4. Proyeksi Laporan Keuangan Perusahaan Gas Negara

Proyeksi laporan keuangan bertujuan untuk mencari nilai wajar suatu perusahaan dengan mempertimbangkan aspek kinerja operasional yang diterjemahkan ke dalam laporan keuangan. Rentang proyeksi yang dipergunakan adalah tiga tahun yang dihitung sejak tahun 2010 sampai dengan 2012 dengan mengacu pada historis keuangan, informasi yang diperoleh langsung dari perusahaan, serta asumsi yang mengacu potensi ekonomi makro ke depannya.

4.4.1. Laporan Laba-Rugi Perusahaan Gas Negara

Proyeksi Laporan Laba-Rugi PGN untuk periode 2010-2012 adalah sebagai berikut:

Tabel 4.11. Proyeksi Laporan Laba-Rugi Perusahaan Gas Negara

(dalam miliar Rupiah)

Laba Rugi	2010E	2011E	2012E
Pendapatan	20.668	24.249	27.481
Beban Pokok	(8.307)	(9.667)	(11.068)
Laba Kotor	12.361	14.582	16.413
Beban Usaha	(3.330)	(3.796)	(4.170)
Laba Usaha	9.031	10.785	12.242
Pendapatan (Beban) lain-lain	(205)	3	129
Laba sebelum manfaat (beban) pajak	8.825	10.788	12.371
Beban Pajak – Bersih	(2.206)	(2.697)	(3.093)
Hak Minoritas Atas Laba Bersih Anak Perusahaan	(177)	(236)	(232)
Laba Bersih	6.442	7.855	9.046

(Sumber: http://www.pgn.co.id/ir_ar.php - 3 Mei 2010 dan Pengolahan Data)

Proyeksi pendapatan diperoleh berdasarkan informasi kontrak pasokan gas yang tertera dalam laporan keuangan PGN. Kontrak pasokan gas distribusi yang ada umumnya bersifat jangka panjang dengan eskalasi 10%-15% pertahunnya. Hal ini juga sesuai dengan informasi yang diperoleh dalam wawancara dengan manajemen PGN yang memproyeksikan bahwa tingkat penjualan distribusi gas bumi akan tumbuh sekitar 10% dalam tiga tahun mendatang bersamaan dengan menunggu penyelesaian proyek LNG *Receiving Terminal*. Volume bisnis transmisi relatif stabil untuk beberapa tahun ke depan karena utilisasi pipa yang telah mendekati maksimum. Berdasarkan historis perusahaan, kenaikan harga jual gas distribusi adalah 10% setiap tahunnya. Asumsi ini turut memproyeksikan kenaikan harga jual gas distribusi yang lebih konservatif untuk tiga tahun ke depan dengan rata-rata 7%. Dengan asumsi tersebut maka pendapatan diperkirakan dapat tumbuh dengan rata-rata 15%. Untuk nilai tukar kurs Rupiah terhadap US Dollar akan dipergunakan proyeksi yang dikeluarkan oleh UBS Investment Research dalam tiga tahun ke depan dengan kisaran Rp. 9.600 sampai dengan Rp. 9.700.

Beban pokok penjualan mengalami peningkatan karena bertambahnya pasokan gas baru untuk bisnis distribusi dengan harga beli yang jauh lebih tinggi dibandingkan rata-rata harga beli yang ada. Tren harga beli pasok gas bumi baru sekarang ini telah berada di kisaran USD 4–5/MMBTU, hampir dua kali lipat dari kontrak pasok gas yang telah ada. Informasi ini dilampirkan dalam catatan laporan

keuangan dan siaran pers yang dikeluarkan oleh perusahaan. Dalam wawancara manajemen disebutkan bahwa perusahaan memperkirakan kenaikan harga beli pasok gas distribusi sebesar 5% setiap tahunnya. Berdasarkan berbagai informasi tersebut maka proyeksi ini akan menggunakan kenaikan harga beli pasok gas dengan rata-rata 6% selama tiga tahun ke depan.

Beban usaha terkait dengan depresiasi serta biaya umum dan administrasi. Komponen depresiasi merupakan penyusutan dengan metode *straight line* aset tetap PGN khususnya dari Pipa Transmisi SSWJ yang memiliki nilai buku besar sehingga berdampak terhadap besaran depresiasi. Biaya umum dan administrasi kontributor utamanya dari gaji dan kesejahteraan karyawan. Dalam beberapa tahun ke depan ada upaya dari PGN untuk memperbaiki sistem sumber daya manusianya salah satunya adalah terkait dengan kompensasi dan kesejahteraan karyawan yang merupakan salah satu aset terbesar perusahaan. Dengan pertimbangan tersebut maka dipergunakan asumsi kenaikan beban dan gaji karyawan berdasarkan rata-rata kenaikan tiga tahun terakhir yaitu sekitar 25%.

Pendapatan atau beban lain-lain pada proyeksi tiga tahun mendatang lebih ditentukan oleh komponen bunga bank yang diproyeksikan dengan memperhitungkan besaran pinjaman jangka panjang dan laba PGN yang akan pemasukan kas. Beban pajak PGN menggunakan asumsi pajak perseroan 25% tanpa ada kenaikan atau penurunan. Sebenarnya PGN memiliki potensi pajak perseroan sampai dengan 20% selama tiga kriteria yang terkait dengan jumlah pemegang saham, jumlah lembar saham beredar, dan komposisi kepemilikan pemegang saham dapat dijaga selama minimal 180 hari dalam satu tahun pembukuan. namun demikian PGN tentu saja tidak dapat mengontrol komposisi pemegang sahamnya yang telah beredar di pasar.

Atas dasar berbagai asumsi dan perhitungan di atas maka dalam tiga tahun ke depan laba bersih PGN memiliki rata-rata pertumbuhan 15%. Bagi pemegang saham, pertumbuhan ini sangat menarik untuk dijadikan pertimbangan portofolio investasi terlebih lagi dengan kebijakan *dividend payout ratio* PGN sebesar 50% dari laba bersih yang tercatat.

4.4.2. Neraca Perusahaan Gas Negara

Proyeksi Neraca Konsolidasi PGN untuk periode 2010-2012 adalah sebagai berikut:

Tabel 4.12. Proyeksi Neraca Konsolidasi Perusahaan Gas Negara

(dalam miliar Rupiah)

Neraca	2010E	2011E	2012E
Aset Lancar	13.242	15.678	18.060
Aset Tidak Lancar	19.216	20.085	22.385
Jumlah Aset	32.458	35.762	40.444
Kewajiban Lancar	5.235	5.272	6.527
Kewajiban Tidak Lancar	11.110	10.197	8.848
Hak Minoritas Atas Aset Bersih Anak Perusahaan	1.223	1.459	1.691
Ekuitas	14.890	18.834	23.378
Jumlah Kewajiban dan Ekuitas	32.458	35.762	40.444

(Sumber: http://www.pgn.co.id/ir_ar.php - 3 Mei 2010 dan Pengolahan Data)

Pada aset lancar asumsi pertumbuhan umumnya mengacu dari persentase pendapatan data historis yang dirata-ratakan dalam dua tahun ke belakang. Pemilihan periode ini karena melihat situasi PGN yang relatif sama dibandingkan tahun sebelumnya. Perbedaan asumsi proyeksi terletak pada piutang usaha yang melihat rata-rata historis *account receivable turnover* sebagai acuan piutang usaha tiga tahun ke depan.

Selanjutnya pada aset tidak lancar asumsi proyeksi tetap mengacu pada rata-rata historis persentase terhadap penjualan. Pada sisi penambahan aset tetap terdapat perbedaan proyeksi bagian ini mempertimbangkan nilai *capital expenditure* PGN sebesar USD 200 juta pada tahun 2010 dan 2011, serta USD 350 juta pada tahun 2012. Berdasarkan informasi perusahaan pengeluaran tersebut secara umum dikelompokkan sebagai investasi pada jaringan pipa distribusi dan transmisi, pembangunan LNG *Receiving Terminal* di Jawa Barat dan Sumatera Utara, pemasangan kompresor pipa transmisi, serta *maintenance capex*. Selain itu faktor depresiasi aset tetap PGN yang bagian besarnya datang dari pipa transmisi turut menentukan nilai buku bersih aset tetap.

Asumsi kewajiban lancar untuk proyeksi tiga tahun ke depan mengacu pada rata-rata historis persentase terhadap penjualan. Pada akun hutang usaha,

perhitungan estimasi tidak berpatokan pada persentase penjualan namun mengacu pada rata-rata historis *account payable turnover*. Kemudian untuk kewajiban lancar yang terkait dengan bunga maka perhitungannya memperhitungkan besaran kewajiban yang jatuh tempo dan bunga historis yang diasumsikan sama.

Pada bagian kewajiban tidak lancar, proyeksi juga mengacu pada rata-rata historis persentase penjualan. Untuk kewajiban tidak lancar yang terkait bunga maka memperhitungkan besaran kewajiban jangka panjang dan yang jatuh tempo.

Hak minoritas atas aset bersih anak perusahaan diproyeksikan dengan pertimbangan tambahan keuntungan bisnis transmisi dengan besaran porsi 40% sebagai kepemilikan minoritas pada PT Transportasi Gas Indonesia. Pertumbuhan ekuitas diperoleh dari besaran saldo laba ditahan dengan asumsi kebijakan PGN atas *retained earning* sebesar 50% untuk tiga tahun ke depan karena investasi perusahaan untuk ekspansi jaringan masih aktif dilakukan.

4.5. Valuasi Perusahaan Gas Negara

Perolehan valuasi perusahaan digunakan sebagai acuan untuk memperkirakan harga wajar sahamnya yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia, sehingga investor tidak merasa terlalu mahal atas pembeliannya dan akan melakukan pembelian bila dirasa terlalu murah harga pasarnya. Perhitungan harga wajar saham PGN akan dilakukan dengan metode FCFF karena mempertimbangkan struktur modalnya yang memiliki kewajiban jangka panjang besar dengan tingkat diskonto tertentu (Gentry, Reilly, dan Sandretto: 2003) yang seluruh perhitungannya akan dijabarkan lebih jauh pada sub-bab selanjutnya.

4.5.1. Perhitungan Tingkat Diskonto

Tingkat diskonto yang dipergunakan akan menentukan nilai *present value* arus kas perusahaan yang telah diproyeksikan dalam beberapa tahun ke depan. Adapun dari hasil perhitungan maka diperoleh tingkat diskonto sebagai berikut:

Tabel 4.13. Perhitungan Tingkat Diskonto

<i>Cost of Equity</i>	14,8%
<i>Cost of Debt</i>	5,5%
<i>Weighted Average Cost of Capital</i>	9,9%

(Sumber: Olahan Data Berbagai Sumber)

Nilai *cost of equity* diperoleh menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model*. *Risk-free rate* menggunakan data Indonesian Government Bond 3 tahun sebesar 7,77% dan *expected market return* menggunakan informasi yang diperoleh dari bloomberg sebesar 16,40%, sehingga diperoleh *risk premium* sebesar 8,63%. Nilai β (beta) sebesar 0,81 diperoleh dari hasil regresi *return* IHSG dan *return* saham PGAS dengan rentang data sejak awal bulan Januari 2007 sampai dengan akhir bulan Maret 2010. Dari data tersebut maka diperoleh *cost of equity* sebesar 14,8%.

Selanjutnya pada *cost of debt* perhitungannya melalui data beban bunga pinjaman dan rata-rata pinjaman jangka panjang perusahaan pada tahun 2009. Dari pengolahan data tersebut maka diperoleh *cost of debt* sebesar 5,5%.

Perhitungan tingkat diskonto terakhir yang diperlukan adalah *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* yang diperoleh dari olahan data *cost of equity*, *cost of debt*, pajak perseroan 25%, serta porsi ekuitas dan hutang terhadap struktur permodalan perusahaan. Dari hasil pengolahan data maka diperoleh *WACC* sebesar 9,9%. Peran *WACC* adalah sebagai tingkat diskonto yang dipergunakan mencari *present value* arus kas perusahaan dalam metode *FCFF*.

4.5.2. Perhitungan *Free Cash Flow to Firm (FCFF)*

Metode valuasi yang dipergunakan untuk mencari nilai intrinsik saham PGAS adalah dengan *FCFF* dengan mempergunakan proyeksi arus kas tiga tahun ke depan sejak tahun 2010 sampai dengan 2012. Pemilihan *two stage* model disesuaikan dengan karakter bisnis PGN yang saat ini sedang dalam tahap pertumbuhan tinggi dan pada tahun 2013 diasumsikan telah terjadi *stable growth* sehingga dijadikan dasar untuk perhitungan *Terminal Value (TV)*. Adapun hasil perhitungan *FCFF* dari proyeksi tiga tahun adalah sebagai berikut:

Tabel 4.14. Perhitungan *Free Cash Flow to Firm* PGN

(dalam miliar Rupiah)

	2010	2011	2012
EBIT	9.031	10.785	12.242
(1 - <i>Tax rate</i>)	0,75	0,75	0,75
EBIT (1 - <i>Tax rate</i>)	6.773	8.089	9.182
<i>Depreciation</i>	1.082	1.242	1.256
<i>Capital expenditure</i>	1.930	1.943	3.395
Δ <i>working capital</i>	792	2.717	1.093
FCFF	5.133	4.671	5.950

(Sumber: Olahan Data Berbagai Sumber)

EBIT merupakan hasil dari laba operasi PGN pada proyeksi tiga tahun ke depan yang diperoleh dari selisih antara laba kotor dengan biaya operasional. Kemudian untuk besaran pajak perseroan seperti yang telah disebutkan sebelumnya menggunakan potongan pajak 25%.

Depresiasi diperoleh dengan melihat tren depresiasi pada tiga tahun ke belakang dan kemudian diproyeksikan pada aset tetap yang telah diperoleh PGN baik saat ini maupun di masa mendatang. Dari pengolahan data historis diasumsikan depresiasi aset tetap kurang lebih sekitar 10% untuk setiap tahunnya.

Besar *capital expenditure* kurang lebih setara USD 200 juta untuk dua tahun pertama dan USD 350 juta pada tahun ketiga. Pengeluaran ini sesuai dengan asumsi yang diperoleh dari perusahaan untuk rencana ekspansi perusahaan di tahun-tahun mendatang termasuk perawatan untuk jaringan yang telah terpasang.

Change in working capital merupakan selisih aset lancar dan kewajiban lancar yang perubahannya diperoleh dengan mengurangi tahun berjalan dengan tahun sebelumnya.

Setelah diperoleh *free cash flow* maka tahap selanjutnya adalah mencari TV yang menggambarkan kondisi perusahaan yang telah stabil dengan tingkat pertumbuhan yang datar dari sepanjang tahun. Asumsi *stable growth* yang dipergunakan dalam TV sebesar 4% sejak tahun 2013 sampai seterusnya. Adapun perhitungan TV beserta nilai *present value* FCFF adalah sebagai berikut:

Tabel 4.15. Perhitungan *Terminal Value* dan *Present Value* PGN

(dalam miliar Rupiah)

	2010	2011	2012	2013
FCFF	5.133	4.671	5.950	8.098
Terminal Value			137.665	
Discount Factor (WACC = 9,9%)	0,910	0,828	0,754	
Present Value	4.671	3.868	108.246	
Total Present Value	116.786			

(Sumber: Olahan Data Berbagai Sumber)

Terminal value diperoleh dengan terlebih dahulu mencari estimasi FCFF pada tahun 2013 yang didapat dari susunan perhitungan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{FCFF}_{2013} &= 12.242.259.492.951(1 - 25\%) + (1 + 4\%) (1 - 15\%) \\ &= 8.098.158.629.015 \end{aligned}$$

12,242 triliun merupakan EBIT pada tahun 2012 yang telah disesuaikan dengan besaran pajak perseroan 25%. Kemudian untuk *stable growth* seperti yang telah disebutkan di atas adalah 4% dan *reinvestment rate stable growth* besarnya adalah 15% yang diperoleh dari pembagian *stable growth* dan *return on capital*. Selanjutnya untuk TV diperoleh dari:

$$\begin{aligned} \text{Terminal Value} &= 8.098.158.629.015 / (9,9\% - 4\%) \\ &= 137.664.602.320.395 \end{aligned}$$

Nilai TV diperoleh dari FCFF_{2013} dibagi dengan *cost of capital* yang telah dikurangi oleh *stable growth rate*.

Dari hasil perhitungan di atas maka telah diperoleh *value of the firm* yang termasuk di dalamnya nilai ekuitas dan nilai hutang perusahaan. Untuk mencari harga saham perusahaan per lembar maka perlu dilakukan perhitungan lebih lanjut sehingga diperoleh nilai ekuitas bersih perusahaan.

Tabel 4.16. Perhitungan Harga Saham PGN per lembar

<i>Value of the firm</i>	116.785.818.700.627
<i>Cash and marketable securities</i>	7.870.234.262.457
<i>Value of debt</i>	10.646.514.627.300
<i>Value of equity</i>	114.009.538.335.784
<i>Common stock outstanding</i>	24.241.508.196
<i>Value of equity per share</i>	4.703

(Sumber: Olahan Data Berbagai Sumber)

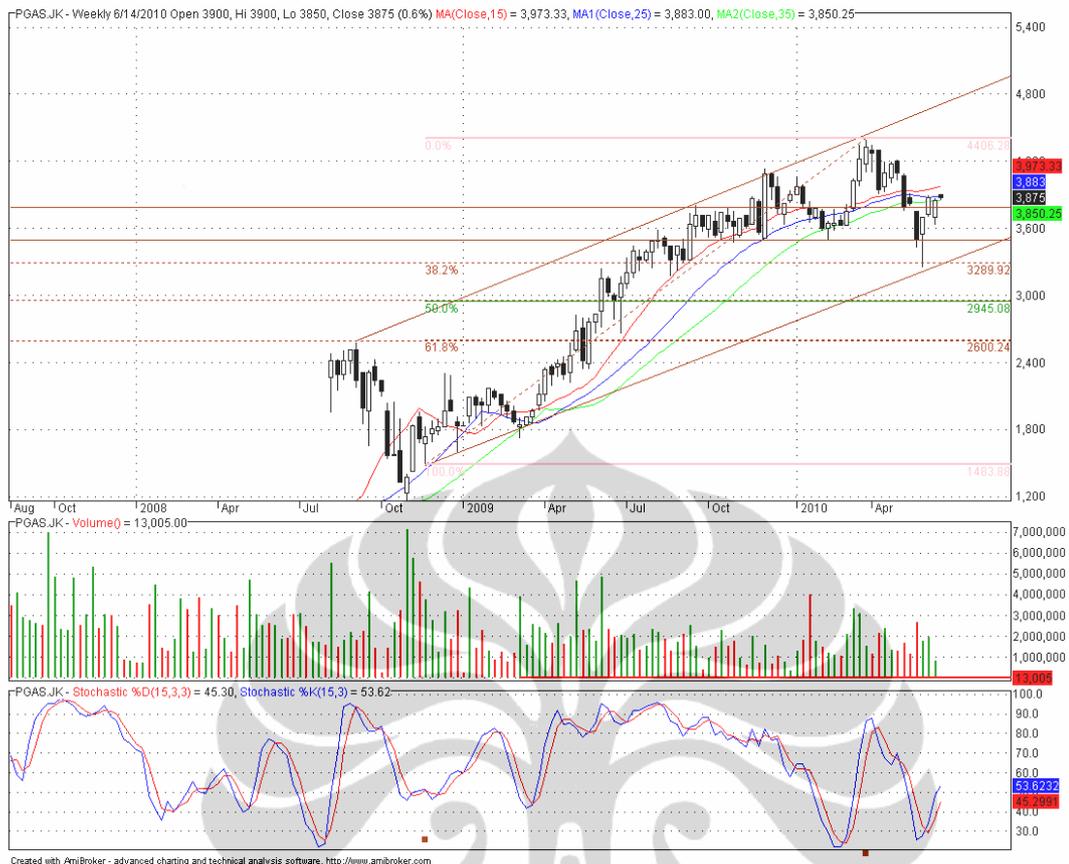
Perhitungan *value of the firm* kemudian ditambahkan dengan *cash and marketable securities* dan dikurangi dengan *value of debt* pada tahun 2010 sehingga didapatkan *value of equity*. Selanjutnya hasil perhitungan tersebut dibagi dengan jumlah lembar saham beredar di pasar, tidak termasuk saham Seri A-Dwiwarna karena memang tidak untuk diperdagangkan di pasar. Sehingga hasil akhir perhitungan diperoleh harga per lembar saham PGAS adalah Rp. 4.703 atau dibulatkan sesuai fraksi harga sahamnya Rp. 4.725.

4.5.3. Rekomendasi Saham PGAS Berdasarkan Analisa Fundamental

Berdasarkan hasil analisa fundamental, bila harga saham PGAS di pasar Rp. 3.850 pada tanggal 11 Juni 2010 dibandingkan perhitungan yang dilakukan dengan waktu yang sama dengan harga per lembar Rp. 4.725 maka harga pasar masih di bawah harga wajarnya. Dengan demikian kondisi harga saham saat ini masih *undervalued*. Oleh karena rekomendasi yang diberikan kepada investor untuk saham PGAS adalah *buy*.

4.6. Analisa Teknikal Saham PGAS

Keputusan pembelian saham sebagai aset yang diinvestasikan dapat dibantu oleh analisa teknikal untuk memperoleh momentum yang tepat atas harga pasar yang berjalan saat ini. Bila mengacu pada harga pasar tanggal 11 Juni 2010 maka investor tidak dapat melihat harga yang ada saat ini sudah murah atau masih terlalu mahal. Oleh karena itu analisa teknikal akan mencoba mengupas lebih lanjut untuk melihat arah pergerakan saham PGAS ke depannya



Grafik 4.1. Analisa Teknikal Saham PGAS

(Sumber: Pengolahan *Software* Amibroker)

Analisa teknikal dilakukan menggunakan *technical software* Amibroker. Rentang waktu yang dipilih adalah dari Juli 2009 sampai dengan Juni 2010. Pemilihan rentang sepanjang satu tahun ditujukan agar tren pergerakan yang terbentuk terlihat lebih jelas dan disesuaikan dengan kinerja PGN yang mengalami lonjakan signifikan atas pengaliran gas bumi ke pelanggan utamanya, PLN. Grafik yang dipergunakan menggunakan *candlestick* yang menunjukkan pergerakan harian dalam bentuk harga tertinggi dan terendah serta harga penutupan dan pembukaan. *Candlestick* yang batangnya berwarna hitam menunjukkan harga penutupan yang lebih rendah dari pembukaan, sedangkan batang lilin yang berwarna putih menunjukkan harga penutupan yang lebih tinggi dari harga pembukaan. *Candlestick* yang dipilih adalah *candle* satu minggu hal ini ditujukan agar *timeframe* investasi memiliki *outlook* yang lebih panjang namun tidak terlalu jauh. Bila menggunakan data harian maka efek volatilitas pergerakan akan terlalu besar sehingga prediksi dapat melenceng terlalu jauh.

Dilihat dari tren pergerakan selama beberapa bulan ke belakang maka harga saham PGAS cenderung bergerak *uptrending* yang menunjukkan potensi membentuk harga lebih tinggi sangat mungkin. Potensi keuntungan bila pembelian dilakukan saat ini (per tanggal 14 Juni 2010) dengan membeli di harga rendah dan menjual dengan harga lebih tinggi (*long*). *Support (S)* terdekat saat ini berada di level Rp. 3.800 sebagai S1 dan Rp. 3.500 sebagai S2. Bila melihat dari *channel* pergerakan yang *uptrending* maka target harga Rp. 4.800-an berpotensi untuk tercapai.

Selanjutnya bila pengamatan dilakukan menggunakan garis *Moving Average (MA)* maka saat ini MA15 (garis merah) terletak di atas MA25 (garis biru) dan yang paling bawah adalah MA35 (garis hijau). MA tersebut menunjukkan rata-rata harga saham PGAS dalam 15 hari terakhir, 25 hari terakhir, dan 35 hari terakhir. Walaupun letak *candle* berada di bawah MA15, namun susunan MA masih menunjukkan *uptrending* harga saham PGAS. Perubahan tren saham PGAS berpotensi terjadi bila susunan MA yang terjadi adalah sebaliknya dimana MA 15 terletak paling bawah, MA25 di tengah, dan MA35 berada paling atas. Garis MA oleh analisis teknikal juga dijadikan sebagai level *support* dan *resistance* dari pergerakan suatu saham sehingga dapat diketahui kapan waktu yang tepat untuk melakukan keputusan investasi.

Selanjutnya analisa teknikal dilakukan dengan membaca indikator *stochastic oscillator* dengan mengamati pergerakan garis %D dan %K. Kedua garis telah berpotongan baru beberapa minggu yang lalu dengan arah perpotongan berlanjut ke atas. Artinya potensi kenaikan harga saham PGAS dalam beberapa minggu ke depan dapat terjadi dan kondisinya saat ini masih belum *overbought*. Sehingga strategi yang tepat adalah melakukan *long* atas pembelian saham PGAS.

Analisa teknikal terakhir adalah menggunakan indikator *Fibonacci retracement*. Berdasarkan penarikan garis *Fibonacci* dari titik terendah dan titik tertinggi sejak awal tahun 2009 sampai dengan juni 2010 maka level tersebut adalah Rp. 1.484 dan Rp. 4.406, bila disesuaikan dengan fraksi harga saham adalah Rp. 1.490 dan Rp. 4.400. Kedua titik tersebut dianggap sebagai titik ekstrim *support* dan *resistance* saham PGAS saat ini. Karena harga pasar saat ini telah mencapai Rp. 3.850 maka yang dapat diinformasikan dari *retracement*

adalah level *support*. Garis *retracement* 38,2% merupakan S1 dengan level pembulatan fraksi Rp. 3.300, 50,0% merupakan S2 dengan level pembulatan fraksi Rp. 2.950, dan sebagai S3 adalah 61,8% dengan level pembulatan fraksi Rp. 2.600. Dari level tersebut maka bila terjadi pergerakan saham PGAS yang terlalu fluktuatif maka investor direkomendasikan melakukan antrian pembelian di level itu. Bila mempertimbangkan titik ekstrim *resistance* di level Rp. 4.400 maka pembelian saat ini masih memiliki potensi untuk meraih keuntungan.

Bila seluruh analisa teknikal dikombinasikan, baik dari tren pergerakan harga pada *candlestick* serta berbagai indikator yang digunakan, seperti *moving average*, *stochastic oscillator*, dan *Fibonacci retracement* maka semuanya memberikan sinyal beli yang sama atas saham PGAS. Oleh karena itu analisa teknikal akan rekomendasi *buy* atas saham PGAS saat ini dengan perkiraan target Rp. 4.400 sampai dengan Rp. 4.800.

4.7. Perbandingan Analisa Fundamental dan Analisa Teknikal Saham PGAS

Setelah dilakukan analisa fundamental untuk mengetahui harga wajar saham PGAS berdasarkan potensi kinerja operasional ke depannya serta analisa teknikal untuk melihat kecenderungan pergerakan harga saham ke depan maka semuanya menghasilkan hasil yang sama. Harga saham PGAS saat ini masih dalam kondisi *undervalued* dan dapat dipertimbangkan sebagai salah satu portofolio dalam investasi saham.

Harga wajar saham PGAS diperkirakan memiliki target harga Rp. 4.725 dan analisa teknikal memberikan target harga yang hampir sama yaitu Rp. 4.400 sampai dengan Rp. 4.800. Dengan demikian rekomendasi yang diberikan terhadap saham PGAS adalah *buy*.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan uraian sebelumnya maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

- Berdasarkan analisa fundamental yang mempertimbangkan faktor makro ekonomi dan kinerja PGN beberapa tahun terakhir, maka perusahaan ini memiliki potensi kuat untuk melanjutkan pertumbuhan kinerja operasional dan keuangan di tahun-tahun mendatang.
- Berdasarkan perhitungan yang mempergunakan informasi perusahaan, data historis operasional dan keuangan serta beberapa asumsi dan metode valuasi perusahaan FCFF maka diperoleh harga wajar per lembar saham Perusahaan Gas Negara dengan kode perdagangan PGAS saat ini adalah seharga Rp. 4.725.
- Mengacu pada harga saham di pasar per tanggal 11 Juni 2010 maka harga saham PGAS saat ini masih berada dalam kondisi *undervalued* bila dibandingkan harga wajarnya yang diperoleh dengan metode FCFF.
- Berdasarkan hasil analisa teknikal yang digambarkan oleh *candlestick chart* dan tren pergerakannya serta dibantu oleh indikator teknikal *Moving Average (MA)*, *stochastic oscillator*, dan *Fibonacci retracement* maka harga saham PGAS memiliki target harga Rp. 4.400 sampai dengan Rp. 4.800. Beberapa titik *support* yang bisa dijadikan sebagai *entry point* bagi para investor yang tertarik untuk membeli saham PGAS. Dalam rentang waktu yang pendek level *support* berada di harga Rp. 3.800 dan selanjutnya Rp. 3.500. Untukantisipasi volatilitas yang lebih tinggi maka level *support* berada di harga Rp. 3.300, kemudian Rp. 2.950 dan selanjutnya Rp. 2.600. Untuk tingkat volatilitas yang ekstrim level *support* terletak di harga Rp. 1.490. Mengingat pergerakan indeks harga saham yang beberapa kali masih memiliki volatilitas tinggi, tentunya titik-titik tersebut menarik untuk dicermati.

- Berdasarkan hasil analisa fundamental dan valuasi harga saham, serta analisa teknikal yang dilakukan maka rekomendasi yang diberikan atas saham PGAS adalah *buy*.

5.2. Saran

Adapun saran-saran penulis adalah sebagai berikut:

- Setiap melakukan investasi bentuk apapun maka investor sebaiknya tetap mengikuti dan mengantisipasi perkembangan faktor makro dan mikro ekonomi yang terjadi baik dalam skala domestik maupun global. Pergeseran yang terjadi dari unsur tersebut dapat mempengaruhi nilai investasi yang diharapkan investor di masa mendatang.
- Pengelolaan portofolio investasi akan lebih baik bila dikombinasikan dengan kriteria yang berbeda. Bentuk investasi yang *low risk* cenderung akan memberikan keuntungan yang *moderate*, sedangkan investasi yang *high risk* cenderung dapat memberikan keuntungan yang lebih tinggi. Demikian pula untuk kondisi sebaliknya, investasi *low risk* memiliki potensi kerugian kecil atau sangat minimal, namun investasi *high risk* dapat menjadi bumerang dengan kerugian yang jumlahnya besar.
- Bila melihat dari nilai betanya maka saham PGAS termasuk kategori saham *defensive* yang volatilitasnya tidak terlalu besar sehingga kemungkinan memperoleh kenaikan dalam waktu cepat cenderung jarang terjadi. Oleh karena itu diversifikasi portofolio dengan memasukkan saham yang memiliki nilai beta lebih tinggi akan memberikan kombinasi keuntungan yang lebih menarik untuk total keuntungan.
- Apabila investor ingin menggunakan indikator atau perhitungan lain untuk mencari nilai yang lebih wajar atas harga saham PGAS maka hal itu akan lebih baik karena dapat memberikan peluang yang lebih tinggi atas akurasi analisa. Namun perlu diingat juga bahwa bila terkadang penggunaan terlalu banyak indikator dan perhitungan dapat memberikan masalah bagi investor karena hasil keluaran analisa yang terlalu berbeda akan memberikan pilihan yang terlalu banyak sehingga akan sulit menentukan keputusan investasi apa yang seharusnya dipilih.

DAFTAR REFERENSI

- Gentry, James A., Reilly, Frank K., & Sandretto, Michael J. (2003). *Learning about intrinsic valuation with the help of an integrated valuation model*. June 5, 2003. University of Illinois.
http://www.business.uiuc.edu/Working_Papers/papers/03-0108.pdf
- Anthony, Robert N., Hawkins, David F., & Merchant, Kenneth A. (2007). *Accounting. Text and cases* (12th ed.). Boston: Singapore: McGraw Hill.
- Blanchard, Olivier (2006). *Macroeconomics* (4th ed.). New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Bodie, Zvi, Kane, Alex, & Marcus, Alan J. (2009). *Investments* (8th ed.) Singapore: McGraw Hill.
- Brown, Keith C., & Reilly, Frank K. (2009). *Analysis of investments and management of portfolios* (9th ed.). Canada: South-Western Cengage Learning.
- Damodaran, Aswath (2001). *Investment valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset* (2nd ed.). New York: Wiley.
- Fischer, Robert (1993). *Fibonacci applications and strategies for traders*. United States: John Wiley & Sons, Inc.
- Hill, Charles W. L. (2007). *International business: Competing in the global marketplace* (6th ed.). New York: McGraw Hill.
- Keynes, John Maynard (2006). *The general theory of employment, interest, and money*. New Delhi: Atlantic.
- Manurung, Adler Haymans (2008). *Ke mana investasi? Kiat dan panduan investasi keuangan* (4th ed.). Bogor: Grafika Mardi Yuana.
- Miles, David, & Scott, Andrew (2005). *Macroeconomics. Understanding the wealth of nations* (2nd ed.). England: Wiley.
- Person, John L. (2004). *A complete guide to technical trading tactics. How to profit using pivot points, candlesticks & other indicators*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Samuelson, Paul A., & Nordhaus, William D. (1989). *Economics* (13th ed.). Singapore: McGraw-Hill.

- Thompson Jr., A.A., Strickland III, A.J., & Gamble, J.E. (2010). *Crafting and executing strategy. The quest for competitive advantage: Concepts and cases* (17th ed.). New York: McGraw Hill Irwin.
- Weissman, Richard L (2005). *Mechanical trading systems: Pairing trader psychology with technical analysis*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Kebijakan moneter Bank Indonesia*. Juni 1, 2010.
<http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/>
- Keputusan Presiden Republik Indonesia nomor 57 tahun 2002 tentang perubahan atas keputusan presiden nomor 169 tahun 2000 tentang pokok-pokok organisasi Pertamina*. Juni 1, 2010.
<http://www.esdm.go.id/prokum/keppres/2002/keppres-57-2002.pdf>
- Peraturan Menteri ESDM nomor 19 tahun 2009 tentang kegiatan usaha gas bumi melalui pipa*. Mei 3, 2010.
<http://www.esdm.go.id/prokum/permen/2009/Permen%20esdm%2019%202009.pdf>
- Peraturan Pemerintah nomor 42 tahun 2002 tentang badan pelaksana kegiatan usaha hulu minyak dan gas bumi*. Mei 3, 2010.
http://www.esdm.go.id/regulasi/pp/cat_view/64-regulasi/74-peraturan-pemerintah/195-tahun-2002.html
- Peraturan Pemerintah nomor 67 tahun 2002 tentang badan pengatur penyediaan dan pendistribusian bahan bakar minyak dan kegiatan usaha pengangkutan gas bumi melalui pipa*. Mei 3, 2010.
http://www.esdm.go.id/regulasi/pp/cat_view/64-regulasi/74-peraturan-pemerintah/195-tahun-2002.html
- Peraturan Presiden Republik Indonesia nomor 5 tahun 2006*. Mei 3, 2010.
<http://www.presidentri.go.id/index.php/uu/peraturan-presiden/>
- Roadmap pembangunan ekonomi Indonesia 2009–2014*. Juni 2, 2010.
http://www.kadin-indonesia.or.id/id/doc/Roadmap_Pembangunan_Ekonomi_Indonesia_2009_2014.pdf
- Undang-undang nomor 8 tahun 1971 tentang perusahaan pertambangan minyak dan gas bumi negara*. Juni 2, 2010.
http://www.bapedalbanten.go.id/i/art/pdf_1038291745.pdf
- Undang-undang nomor 22 tahun 2001 tentang minyak dan gas bumi*. Juni 2, 2010.
<http://www.bpmigas.com/uu-migas.asp>

- BP statistical review of world energy 2010*. Juni 2, 2010.
<http://www.bp.com/productlanding.do?categoryId=6929&contentId=7044622>
- Daftar badan usaha hilir gas bumi*. (n.d.). Juni 1, 2010.
http://www.bphmigas.go.id/p/bphmigaspages/gas/daftar_badan_usaha.html
- Handbook of energy and economic statistic of Indonesia*. Juni 2, 2010.
<http://www.esdm.go.id/publikasi/handbook.html>
- Laporan tahunan 2008 PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.* (n.d.). Mei 3, 2010.
http://www.pgn.co.id/ir_ar.php
- Laporan tahunan 2009 PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.* (n.d.). Mei 3, 2010.
http://www.pgn.co.id/ir_ar.php
- Produk domestik bruto Indonesia*. Juni 2, 2010.
http://www.bps.go.id/aboutus.php?tabel=1&id_subyek=11
- Investopedia: A forbes digital company*. Juni 2010.
<http://www.investopedia.com/>
- Fahmi, Ismail. "Bauran Konsumsi Energi Akan Direvisi". *Bisnis Indonesia*. 26 Oktober 2009.
<http://pwyp-indonesia.or.id/index.php/Berita/bauran-konsumsi-energi-akan-direvisi.html>
- Presentasi bisnis PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.* (n.d.). Mei 3, 2010.
http://www.pgn.co.id/ir_present.php
- Siaran pers PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.* (n.d.). Maret 28, 2010.
http://www.pgn.co.id/ir_pr.php

Neraca Konsolidasi
PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk dan Anak Perusahaan
2007–2009

(dalam miliar Rupiah)

	2007	2008	2009
Aset			
Aset Lancar			
Kas dan setara kas	1.232	3.500	6.593
Kas yang dibatasi penggunaannya	116	14	37
Investasi jangka pendek - bersih	125	-	-
Piutang usaha - bersih	1.114	1.589	1.650
Piutang lain-lain - bersih	42	21	61
Piutang derivatif jatuh tempo dalam waktu satu tahun	8	10	-
Persediaan - bersih	21	15	14
Uang muka	1.013	1.987	2.116
Biaya dibayar di muka	15	43	43
Pajak dibayar di muka	-	-	78
Jumlah Aset Lancar	3.686	7.178	10.593
Aset Tidak Lancar			
Piutang derivatif - setelah dikurangi bagian jatuh tempo dalam satu tahun	17	11	-
Aset Pajak tangguhan - bersih	79	90	112
Aset tetap			
Nilai tercatat	19.754	23.109	23.690
Akumulasi penyusutan	(3.308)	(5.495)	(6.361)
Nilai buku - bersih	16.446	17.613	17.329
Taksiran tagihan pajak	189	636	622
Beban ditangguhkan - bersih	13	13	8
Lain-lain	14	9	7
Jumlah Aset Tidak Lancar	16.758	18.373	18.078
Jumlah Aset	20.445	25.551	28.671

Neraca Konsolidasi (lanjutan)
PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk dan Anak Perusahaan
2007–2009

(dalam miliar Rupiah)

	2007	2008	2009
Kewajiban dan Ekuitas			
Kewajiban Lancar			
Hutang usaha	1.391	699	828
Pinjaman jangka pendek	-	-	226
Hutang lain-lain	185	589	260
Kewajiban yang masih harus dibayar	1.127	1.346	821
Hutang pajak	149	147	708
Hutang derivatif jatuh tempo dalam waktu satu tahun	4	5	-
Pinjaman jangka panjang jatuh tempo dalam waktu satu tahun	303	354	770
Hutang kepada pemegang saham Anak Perusahaan jatuh tempo dalam satu tahun	-	158	117
Jumlah Kewajiban Lancar	3.160	3.298	3.730
Kewajiban Tidak Lancar			
Kewajiban diestimasi atas imbalan kerja	131	194	289
Hutang derivatif - setelah dikurangi bagian jatuh tempo dalam satu tahun	468	1.049	1.175
Pinjaman jangka panjang - setelah dikurangi bagian jatuh tempo dalam satu tahun	6.722	9.298	9.972
Guaranteed Notes	2.535	2.966	-
Pendapatan diterima di muka	39	38	37
Kewajiban pajak tangguhan - bersih	55	29	56
Hutang kepada pemegang saham Anak Perusahaan setelah dikurangi bagian jatuh tempo dalam satu tahun	578	609	633
Jumlah Kewajiban Tidak Lancar	10.528	14.183	12.163
Bagian minoritas atas aset bersih Anak Perusahaan	692	967	1.046
Dana Proyek Pemerintah	127	28	-
Ekuitas			
Modal saham	2.270	2.297	2.424
Modal saham yang diperoleh kembali	-	(3)	(3)
Selisih transaksi restrukturisasi entitas sependengali	(315)	(315)	(315)
Selisih kurs karena penjabaran laporan keuangan Anak Perusahaan	(62)	566	(31)
Selisih transaksi perubahan ekuitas Anak Perusahaan	(76)	(76)	(76)
Modal disetor lainnya	1.018	1.809	1.710
Modal lain-lain - opsi saham	158	-	-
Saldo laba	2.945	2.797	8.023
Ekuitas Bersih	5.937	7.075	11.732
Jumlah Kewajiban dan Ekuitas	20.445	25.551	28.670

Laporan Laba-Rugi
PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk dan Anak Perusahaan
2007–2009

(dalam miliar Rupiah)

	2007	2008	2009
Pendapatan	8.802	12.794	18.024
Beban Pokok	(3.798)	(5.227)	(7.220)
Laba Kotor	5.004	7.566	10.804
Beban Usaha	(1.922)	(2.909)	(3.128)
Laba Usaha	3.082	4.657	7.676
Pendapatan (Beban) lain-lain	(1.210)	(3.376)	571
Laba sebelum manfaat (beban) pajak	1.872	1.281	8.247
Beban Pajak – Bersih	(609)	(476)	(1.814)
Hak Minoritas Atas Laba Bersih Anak Perusahaan	(98)	(171)	(204)
Laba Bersih	1.165	634	6.229
EPS	51	28	262

Proyeksi Neraca Konsolidasi
PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk dan Anak Perusahaan
2010–2012

(dalam miliar Rupiah)

	2010E	2011E	2012E
Aset			
Aset Lancar			
Kas dan setara kas	7.870	10.437	11.635
Kas yang dibatasi penggunaannya	52	52	52
Investasi jangka pendek - bersih	-	-	-
Piutang usaha - bersih	2.394	1.944	3.136
Piutang lain-lain - bersih	57	71	75
Piutang derivatif jatuh tempo dalam waktu satu tahun	-	-	-
Persediaan - bersih	20	21	25
Uang muka	2.791	3.090	3.061
Biaya dibayar di muka	59	63	75
Pajak dibayar di muka	-	-	-
Jumlah Aset Lancar	13.242	15.678	18.060
Aset Tidak Lancar			
Piutang derivatif - setelah dikurangi bagian jatuh tempo dalam satu tahun	-	-	-
Aset Pajak tangguhan - bersih	137	156	179
Aset tetap			
Nilai tercatat	25.620	27.563	30.958
Akumulasi penyusutan	(7.443)	(8.684)	(9.940)
Nilai buku - bersih	18.178	18.879	21.017
Taksiran tagihan pajak	870	1.018	1.156
Beban ditangguhkan - bersih	16	15	19
Lain-lain	16	17	14
Jumlah Aset Tidak Lancar	19.216	20.085	22.385
Jumlah Aset	32.458	35.762	40.444

Proyeksi Neraca Konsolidasi (lanjutan)
PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk dan Anak Perusahaan
2010–2012

(dalam miliar Rupiah)

	2010E	2011E	2012E
Kewajiban dan Ekuitas			
Kewajiban Lancar			
Hutang usaha	1.633	1.212	1.995
Pinjaman jangka pendek	-	-	-
Hutang lain-lain	625	800	869
Kewajiban yang masih harus dibayar	1.266	1.237	2.195
Hutang pajak	525	849	830
Hutang derivatif jatuh tempo dalam waktu satu tahun	-	-	-
Pinjaman jangka panjang jatuh tempo dalam waktu satu tahun	1.070	1.060	524
Hutang kepada pemegang saham Anak Perusahaan jatuh tempo dalam satu tahun	117	114	114
Jumlah Kewajiban Lancar	5.235	5.272	6.527
Kewajiban Tidak Lancar			
Kewajiban diestimasi atas imbalan kerja	430	636	933
Hutang derivatif - setelah dikurangi bagian jatuh tempo dalam satu tahun	1.112	1.143	1.128
Pinjaman jangka panjang - setelah dikurangi bagian jatuh tempo dalam satu tahun	8.827	7.672	6.024
Guaranteed Notes	-	-	-
Pendapatan diterima di muka	52	56	66
Kewajiban pajak tangguhan - bersih	55	70	76
Hutang kepada pemegang saham Anak Perusahaan setelah dikurangi bagian jatuh tempo dalam satu tahun	633	620	620
Jumlah Kewajiban Tidak Lancar	11.110	10.197	8.848
Bagian minoritas atas aset bersih Anak Perusahaan	1.223	1.459	1.691
Dana Proyek Pemerintah	-	-	-
Ekuitas			
Modal saham	2.330	2.350	2.368
Modal saham yang diperoleh kembali	(3)	(3)	(3)
Selisih transaksi restrukturisasi entitas sependengali	(315)	(315)	(315)
Selisih kurs karena penjabaran laporan keuangan Anak Perusahaan	-	(4)	-
Selisih transaksi perubahan ekuitas Anak Perusahaan	(76)	(76)	(76)
Modal disetor lainnya	1.710	1.710	1.710
Modal lain-lain - opsi saham	-	-	-
Saldo laba	11.244	15.171	19.694
Ekuitas Bersih	14.890	18.834	23.378
Jumlah Kewajiban dan Ekuitas	32.458	35.762	40.444

Return IHSG dan Return Saham PGAS Bulanan
Januari 2007–Maret 2010

IHSG	R_m	PGAS	R_i
1834.71	-	2300	-
1771.33	-0.03455	1910	-0.16957
1759.49	-0.00668	1780	-0.06806
1849.38	0.05109	1870	0.05056
2001.18	0.08208	2080	0.11230
2111.75	0.05525	2000	-0.03846
2167.82	0.02655	1910	-0.04500
2256.31	0.04082	1860	-0.02618
2213.57	-0.01894	2080	0.11828
2399.46	0.08397	2480	0.19231
2704.66	0.12720	2820	0.13710
2726.93	0.00823	3350	0.18794
2731.51	0.00168	3020	-0.09851
2646.82	-0.03100	2700	-0.10596
2652.31	0.00207	2670	-0.01111
2393.25	-0.09767	2820	0.05618
2342.76	-0.02110	2430	-0.13830
2427.77	0.03629	2790	0.14815
2378.81	-0.02017	2650	-0.05018
2248.75	-0.05467	2320	-0.12453
2164.62	-0.03741	2600	0.12069
1648.74	-0.23832	2000	-0.23077
1352.72	-0.17955	1670	-0.16500
1223.13	-0.09580	1870	0.11976
1437.34	0.17514	1960	0.04813
1310.64	-0.08815	2150	0.09694
1256.11	-0.04161	1790	-0.16744
1461.75	0.16371	2175	0.21508
1729.58	0.18323	2500	0.14943
1998.58	0.15553	2950	0.18000
2059.88	0.03067	3250	0.10169
2338.80	0.13540	3550	0.09231
2326.91	-0.00508	3425	-0.03521
2477.97	0.06492	3700	0.08029
2371.64	-0.04291	3625	-0.02027
2452.50	0.03409	3725	0.02759
2575.41	0.05012	3950	0.06040
2587.55	0.00471	3725	-0.05696
2554.67	-0.01271	3750	0.00671
2830.00	0.10777	4275	0.14000

Hasil Regresi *Return* IHSG dan *Return* Saham PGAS Bulanan

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.626604808
R Square	0.392633585
Adjusted R Squ	0.376218276
Standard Error	0.092851427
Observations	39

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0.206212772	0.206212772	23.91874539	1.97653E-05
Residual	37	0.318991337	0.008621387		
Total	38	0.525204109			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	0.010431414	0.015082677	0.69161552	0.493496038	-0.020128993	0.04099182	-0.020128993	0.04099182
X Variable 1	0.813690856	0.166375831	4.89067944	1.97653E-05	0.476581404	1.150800308	0.476581404	1.150800308

RESIDUAL OUTPUT

<i>Observation</i>	<i>Predicted Y</i>	<i>Residuals</i>
1	-0.017678858	-0.15188636
2	0.004994331	-0.073057159
3	0.052003645	-0.001441848
4	0.077217646	0.035081819
5	0.055391459	-0.093852997
6	0.032035285	-0.077035285
7	0.043645369	-0.069823379
8	-0.00497972	0.12325929
9	0.078760046	0.113547646
10	0.113929566	0.023167208
11	0.017130699	0.170812564
12	0.011798643	-0.110306106
13	-0.014795768	-0.091164497
14	0.012119468	-0.023230579
15	-0.069045358	0.125225133
16	-0.006734555	-0.131563317
17	0.039956517	-0.108191631
18	-0.005978023	-0.044201189
19	-0.034055996	-0.090472306
20	-0.020010304	0.140699959
21	-0.183490685	-0.047278546
22	-0.135662788	-0.029337212
23	-0.067520656	0.187281135
24	0.152937829	-0.104809487
25	-0.061291844	0.158230619
26	-0.023425111	-0.144016749
27	0.143641648	0.071442151
28	0.159522828	-0.010097541
29	0.136982923	0.043017077
30	0.035390387	0.066304529
31	0.120607015	-0.028299322
32	0.006297199	-0.041508467
33	0.063254036	0.017037935
34	-0.024483819	0.004213549
35	0.038173471	-0.010587264
36	0.051211161	0.009191524
37	0.014265732	-0.071227757
38	9.34116E-05	0.006617998
39	0.098124401	0.041875599
40	0.025620279	-0.019737926