



UNIVERSITAS INDONESIA

**VALUASI HARGA SAHAM PT. GARUDA INDONESIA (PERSERO) TBK
DENGAN METODE *PRESENT VALUE TO EBITDARCASH FLOW*
DAN *HIDDEN VALUE***

TESIS

**YUYU YUSRAN KASIM
0906586234**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
JUNI 2011**



UNIVERSITAS INDONESIA

**VALUASI HARGA SAHAM PT. GARUDA INDONESIA (PERSERO) TBK
DENGAN METODE *PRESENT VALUE TO EBITDARCASH FLOW*
DAN *HIDDEN VALUE***

TESIS

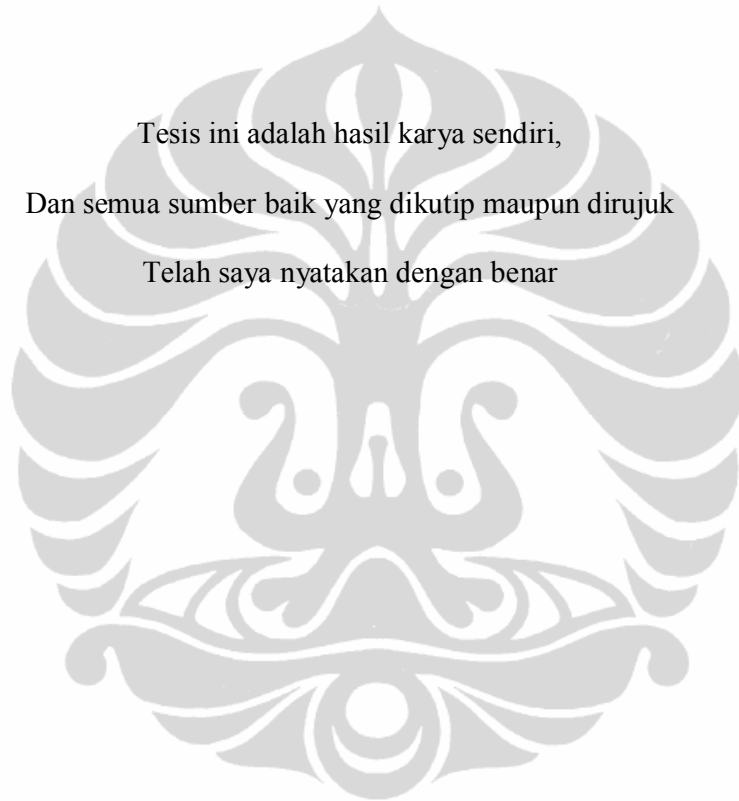
**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister Manajemen**

**YUYU YUSRAN KASIM
0906586234**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN PASAR MODAL
JAKARTA
JUNI 2011**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya sendiri,
Dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
Telah saya nyatakan dengan benar



Nama : Yuyu Yusran Kasim

NPM : 0906586234

Tanda Tangan :

Tanggal : 30 Juni 2011

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :

Nama : Yuyu Yusran Kasim
NPM : 0908586234
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Tesis : Valuasi Harga Saham PT. Garuda Indonesia
(Persero) Tbk Dengan Metode *Present Value To EBITDAR Cash Flow* dan *Hidden Value*.

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 H. Manurung ()
Penguji : Rofikoh Rokhim, Ph.D ()
Penguji : Junino Jahja, MBA ()

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : Juni 2011

KATA PENGANTAR

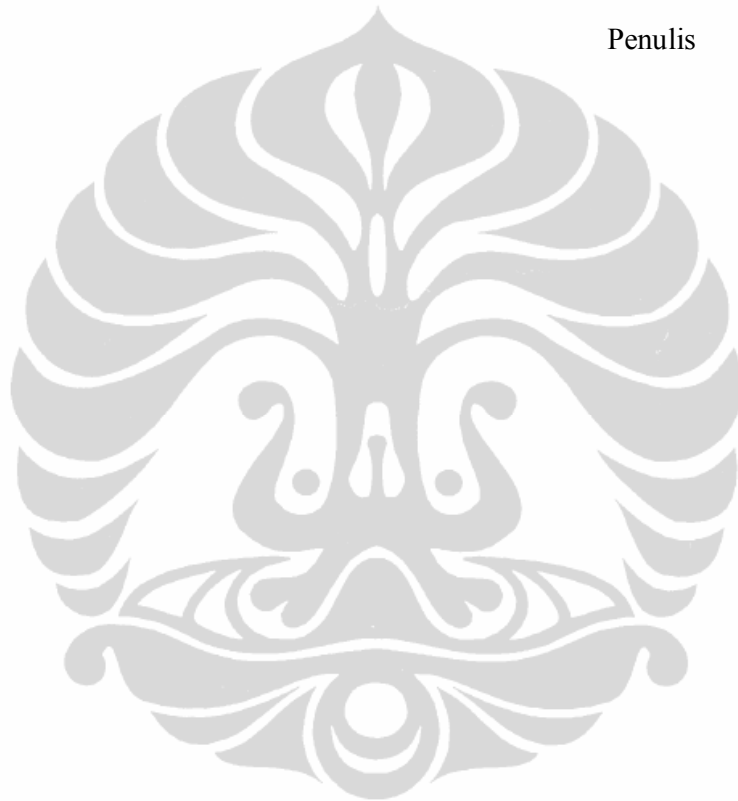
Puji syukur saya panjatkan ke hadirat Allah SWT, atas berkat dan rahmat-Nya sehingga dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen di Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia. Saya menyadari bahwa penulisan tesis ini lebih mudah atas bimbingan dan bantuan dari berbagai pihak sejak masa perkuliahan hingga penyusunan tesis ini. Oleh karena itu, saya menyampaikan ucapan terima kasih kepada :

1. Bapak Prof. Dr. Rhenald Kasali selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi – Universitas Indonesia.
2. Bapak Prof. Dr. Adler Haymans Manurung , selaku dosen pembimbing yang telah mengorbankan waktu, tenaga dan pikirannya untuk membimbing dan mengarahkan saya dalam penyusunan tesis ini.
3. Orang tua; Muhammad Kasim dan Rahma Kasim serta kakak-kakak tercinta yang terus menerus memberikan dukungannya, serta keluarga saya yakni istri Sarini Fitriaty dan Anak Syalaisha Tiara Salsabilla dan M. Athala Rafa yang telah dengan sabar dan penuh pengertian dalam mendukung saya untuk menyelesaikan tesis ini.
4. Rekan kerja di Store Development Group - PT. Rekso Nasional Food dan PT. Manid Free Global yang telah banyak membantu dalam menjalankan tugas sehari-hari sekaligus pengertiannya yang dalam atas waktu penyusunan tesis ini.
5. Rekan-rekan kelas PM09 Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, yakni Dyah Mardiasih, Farid Ghazi Suharjo dan Orin Bazuki, serta kelas MR09 yang telah memberikan pelajaran, pengalaman dan kenangan selama dua tahun menjalani masa perkuliahan.
6. Seluruh dosen pengajar dan karyawan Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia atas pengajaran dan kerja samanya.
7. Pihak lain yang tidak dapat disebutkan namanya satu per satu, yang secara langsung atau tidak langsung memberikan bantuannya.

Akhirnya, saya hanya bisa berharap agar Allah SWT berkenan membalas segala kebaikan dari semua pihak yang telah membantu. Semoga tesis ini dapat memberikan manfaat bagi bangsa dan negara untuk pengembangan ilmu pengetahuan.

Jakarta, 10 Juni 2011

Penulis



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

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

Nama : Yuyu Yusran Kasim
NPM : 0906586234
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 :

Valuasi Harga Saham PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk Dengan Metode
Present Value To EBITDAR Cash Flow dan Hidden Value

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 mempublikasikan tugas akhir 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 : 10 Juni 2011

Yang Menyatakan,

(Yuyu Yusran Kasim)

ABSTRAK

Nama : Yuyu Yusran Kasim
Program Studi : Magister Manajemen (Pasar Modal)
Judul : Valuasi Harga Saham PT. Garuda Indonesia (Persero)
Tbk Dengan Metode *Present Value To EBITDAR Cash Flow* dan *Hidden Value*

Tesis ini membahas tentang valuasi terhadap nilai perusahaan Garuda Indonesia dengan menggunakan metode *present value* terhadap arus kas dari EBITDAR yang telah disesuaikan ditambah dengan nilai valuasi dari *hidden value* yang dianalisis dengan mengasumsikan sebagai *option*. Langkah-langkah dalam valuasi dimulai dengan pemahaman masa lampu, analisis terhadap laporan keuangan, proyeksi laporan keuangan dan perhitungan nilai saham perusahaan. Proyeksi arus kas dibuat selama empat tahun dengan mempertimbangkan laporan keuangan historis, strategi perusahaan dan pengaruh faktor-faktor eksternal baik dari perkembangan makroekonomi maupun kemajuan yang dicapai oleh industri penerbangan dunia. Hasil valuasi menunjukkan bahwa harga per-lembar saham Garuda Indonesia saat ini masih lebih tinggi dari harga di bursa. Begitu pula dengan hasil komparasi menggunakan faktor pengali industrinya yang menunjukkan harga yang lebih tinggi. Kenyataan ini menunjukkan bahwa terdapat faktor-faktor lain di luar kondisi yang ada yang mempengaruhi pergerakan harga saham Garuda Indonesia seperti resiko industri, aktifitas bursa (*right issue* Bank Mandiri), maupun pertimbangan terhadap restrukturisasi hutang perusahaan yang terus berjalan.

Kata kunci : proyeksi, makroekonomi, industri penerbangan, *present value* terhadap arus kas EBITDAR, *hidden value*, faktor pengali EV/EBITDAR

ABSTRACT

Name : Yuyu Yusran Kasim
Study Program : Magister Management (Capital Market)
Title : Stock Price Valuation of PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk Using NPV to Adjusted EBITDAR Cash Flow and Hidden Value Method

This thesis discusses valuation of Garuda Indonesia using net present value of adjusted EBITDAR cash flow added with hidden value which was calculated with real option assumption. Valuation steps started with understanding the past, analysis of financial statements, proforma projection of financial statement and valuation of the firm. Cash flow projection composed for four years based on hystorical financial statements, corporate strategies, and external factors either macroeconomy conditions or achievements of world airlines industry. Valuation result shows that shares price of Garuda Indonesia is higher than market price at this moment. So does with comparable valuation result using industry multiply still shows the higher price. There are several factors cause this condition influencing the volatility of Garuda Indonesia share price such as industry risks, bourse activities, and consideration of on-going corporate-debt restructuring.

Keywords : projection, macroeconomy, airlines industry, present value to EBITDAR cash flow, hidden value, EV/EBITDAR Multiply

DAFTAR ISI

| | |
|---|-----------|
| HALAMAN JUDUL | i |
| HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS | ii |
| HALAMAN PENGESAHAN | iii |
| KATA PENGANTAR | iv |
| HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR | vi |
| ABSTRAK | vii |
| DAFTAR ISI | ix |
| DAFTAR TABEL | xii |
| DAFTAR GAMBAR | xiii |
| DAFTAR LAMPIRAN | xiv |
| | |
| BAB 1 PENDAHULUAN | 1 |
| 1.1. Latar Belakang | 1 |
| 1.2. Permasalahan | 7 |
| 1.3. Tujuan Penelitian | 8 |
| 1.4. Manfaat Penelitian | 9 |
| 1.5. Metodologi Penelitian | 9 |
| 1.6. Sistematika Penulisan | 10 |
| | |
| BAB 2 LANDASAN TEORI | 11 |
| 2.1. Valuasi | 11 |
| 2.1.1. Teknik Valuasi | 11 |
| 2.2. Analisis Bisnis | 13 |
| 2.2.1. Faktor-Faktor Makroekonomi | 13 |
| 2.2.1.1. Produk Domestik Bruto | 14 |
| 2.2.1.2. Tingkat Suku Bunga | 14 |
| 2.2.1.3. Inflasi | 15 |
| 2.2.1.4. Nilai Tukar Valuta Asing | 16 |
| 2.2.1.5. Harga Minyak Dunia | 16 |
| 2.2.1.6. Lindung Nilai (<i>Hedging</i>) | 17 |
| 2.2.1.7. Sewa Beli (<i>Leasing</i>) | 17 |
| 2.2.1.8. Siklus Bisnis | 19 |
| 2.2.2. Faktor-Faktor Industri | 19 |
| 2.2.2.1. Sensitifitas Terhadap Faktor-Faktor Makroekonomi | 20 |
| 2.2.2.2. Operasional Industri dan Rasio-Rasio Statistik | 21 |
| 2.2.2.3. Struktur Persaingan Dalam Industri | 21 |
| 2.2.3. Strategi Perusahaan | 29 |
| 2.2.3.1. Analisis Posisi | 30 |
| 2.2.3.2. Analisis Keunggulan Daya Saing | 32 |
| 2.2.3.3. Posisi Strategik Dalam Industri Penerbangan | 33 |
| 2.2.4. Analisis Laporan Keuangan | 36 |
| 2.3. Proyeksi Bisnis | 37 |
| 2.3.1. Kerangka Waktu dan <i>Terminal Value</i> | 38 |
| 2.3.2. Biaya Modal (<i>The Cost of Capital</i>) | 40 |

| | |
|---|------------|
| BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN | 43 |
| 3.1. Proses Valuasi Perusahaan | 43 |
| 3.1.1. Pemahaman Masa Lalu (<i>Understanding the Past</i>) | 43 |
| 3.1.2. Proyeksi Masa Depan (<i>Forecasting the Future</i>) | 45 |
| 3.1.3. Detail-Detail Proyeksi | 45 |
| 3.1.4. Pemilihan Metode Valuasi | 49 |
| 3.2. Metode Valuasi | 49 |
| 3.2.1. <i>Discounted Cash Flow</i> (EBITDAR) | 51 |
| 3.2.2. <i>Hidden Value (Real Option Valuation)</i> | 52 |
| 3.2.3. <i>Market Based Valuation</i> | 54 |
| 3.3. Tinjauan Umum Perusahaan | 54 |
| 3.3.1. Profil Perusahaan | 54 |
| 3.3.2. Pencapaian Perusahaan | 58 |
| 3.3.3. Penawaran Saham Perdana (<i>Initial Public Offering</i>) | 60 |
| 3.3.4. Ikhtisar Data Keuangan | 60 |
| | |
| BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN | 61 |
| 4.1. Analisis Makroekonomi | 61 |
| 4.1.1. Analisis Makroekonomi Indonesia Periode 2005 – 2010 | 64 |
| 4.1.1.1. Produk Domestik Bruto (PDB) | 65 |
| 4.1.1.2. Tingkat Suku Bunga | 66 |
| 4.1.1.3. Tingkat Inflasi | 67 |
| 4.1.1.4. Nilai Tukar Valuta Asing | 68 |
| 4.1.1.5. Harga Minyak Dunia | 69 |
| 4.1.2. Proyeksi Makroekonomi Indonesia Tahun 2011 – 2012 | 69 |
| 4.2. Analisis Industri Penerbangan | 74 |
| 4.2.1. Industri Penerbangan Asia Pasifik | 75 |
| 4.2.2. Industri Penerbangan di Indonesia | 77 |
| 4.2.3. Analisis Persaingan Industri Penerbangan di Indonesia | 81 |
| 4.2.4. Proyeksi Pertumbuhan Penumpang dan Kargo | 88 |
| 4.3. Analisis dan Strategi Perseroan | 89 |
| 4.3.1. Kondisi Persaingan Yang Dihadapi Perseroan | 89 |
| 4.3.2. Keunggulan Daya Saing dan Strategi Perusahaan | 91 |
| 4.3.3. Proyeksi Pertumbuhan Jumlah Penumpang dan Kargo | 96 |
| 4.4. Valuasi Nilai Saham dan Perusahaan | 98 |
| 4.4.1. Proyeksi Pertumbuhan Arus Kas EBITDAR | 98 |
| 4.4.2. Biaya Modal (<i>Weighted Average Cost of Capital</i>) | 100 |
| 4.4.2.1. Biaya Ekuitas (<i>Cost of Equity</i>) | 100 |
| 4.4.2.2. Biaya Hutang (<i>Cost of Debt</i>) | 102 |
| 4.4.2.3. <i>Weighted Average Cost of Capital</i> | 103 |
| 4.4.3. Valuasi Perusahaan | 103 |
| 4.4.3.1. Valuasi Dengan <i>Present Value to EBITDAR Cash Flow</i> | 103 |
| 4.4.3.2. Valuasi dengan Komparasi EV Terhadap EBITDAR | 106 |
| 4.4.3.3. Valuasi terhadap <i>Hidden Value</i> dengan <i>Real Option</i> Valuasi ... | 107 |
| | |
| BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN | 111 |
| 5.1. Kesimpulan | 111 |
| 5.2. Saran | 112 |

DAFTAR REFERENSI 113
LAMPIRAN – LAMPIRAN 116



DAFTAR TABEL

| | |
|---|-----|
| Tabel 1.1. Pertumbuhan historis CAGR penumpang dan proyeksi tahun 2009 – 2029 | 2 |
| Tabel 2.1. Sensitifitas probabilitas sektor pada faktor-faktor makroekonomi | 20 |
| Tabel 2.2. Matriks kombinasi lima kriteria SCA | 33 |
| Tabel 3.1. Jenis metode valuasi untuk setiap industri yang lazim digunakan | 50 |
| Tabel 3.2. Struktur permodalan dan susunan pemegang saham sebelum IPO | 55 |
| Tabel 4.1. Ringkasan pertumbuhan ekonomi dunia | 63 |
| Tabel 4.2. Ringkasan tingkat inflasi dunia | 64 |
| Tabel 4.3. Indikator makroekonomi Indonesia periode 2005-2010 | 65 |
| Tabel 4.4. PDB tahunan menurut lapangan usaha | 66 |
| Tabel 4.5. Rata-rata harga minyak dunia | 69 |
| Tabel 4.6. Proyeksi PDB dan inflasi dunia | 71 |
| Tabel 4.7. Proyeksi makroekonomi Indonesia tahun 2011 dan 2012 | 73 |
| Tabel 4.8. Statistik industri penerbangan dunia | 75 |
| Tabel 4.9. Pencapaian keuangan perusahaan penerbangan dunia | 76 |
| Tabel 4.10. Infrastruktur transportasi udara di beberapa negara | 78 |
| Tabel 4.11. Jumlah penumpang menurut jenis angkutan | 80 |
| Tabel 4.12. Armada penerbangan domestik di Indonesia | 80 |
| Tabel 4.13. Proyeksi penerbangan domestik dan internasional Garuda Indonesia | 99 |
| Tabel 4.14. Proyeksi laporan laba rugi Garuda Indonesia | 99 |
| Tabel 4.15. Proyeksi laporan neraca Garuda Indonesia | 100 |
| Tabel 4.16. Tabel perhitungan <i>Market Risk</i> IHSG | 102 |
| Tabel 4.17. Tabel perhitungan <i>Systematic Risk</i> (Beta) | 102 |
| Tabel 4.18. Beban bunga historis Garuda Indonesia | 104 |
| Tabel 4.19. Perhitungan proyeksi EBITDAR (dalam jutaan rupiah) | 105 |
| Tabel 4.20. Perhitungan NPV arus kas proyeksi (dalam jutaan rupiah) | 106 |
| Tabel 4.21. Perhitungan Valuasi Garuda Indonesia | 107 |
| Tabel 4.22. Rata-rata nilai EV/EBITDAR <i>Multiply</i> | 108 |
| Tabel 4.23. Perhitungan <i>Option Valuation</i> | 108 |
| Tabel 4.24. Perbandingan hasil valuasi saham Garuda Indonesia | 109 |

DAFTAR GAMBAR

| | | |
|-------------|---|----|
| Gambar 1.1. | Proyeksi pertumbuhan industri penerbangan (2006-2025) | 1 |
| Gambar 1.2. | Struktur perusahaan PT. Garuda Indonesia | 4 |
| Gambar 2.1. | Pendekatan <i>Top-Down Method</i> untuk analisis ekuitas | 13 |
| Gambar 2.2. | Analisis lingkungan makro dengan <i>PESTEL-Analysis</i> | 22 |
| Gambar 2.3. | Model persaingan <i>Porter's Five Forces</i> | 25 |
| Gambar 2.4. | Proses internal dalam membangun SCA | 30 |
| Gambar 2.5. | Rangkaian kualitas | 31 |
| Gambar 2.6. | Kerangka proyeksi secara sistematis | 37 |
| Gambar 3.1. | Kerangka kerja analisis ekuitas (valuasi perusahaan) | 43 |
| Gambar 3.2. | Perkiraan penjualan industri dan perusahaan dari data makro ... | 46 |
| Gambar 4.1. | Perkembangan inflasi Indonesia | 68 |
| Gambar 4.2. | Pergerakan harga bahan bakar pesawat terbang | 77 |
| Gambar 4.3. | <i>Key Industry Driver</i> | 81 |
| Gambar 4.4. | Strategi GIA dalam rangka restrukturisasi dan transformasi ... | 92 |



DAFTAR LAMPIRAN

| | | |
|------------|---|-----|
| Lampiran 1 | Daftar Koefisien dan Variabel Model Estimasi Beta | 116 |
| Lampiran 2 | Ikhtisar Kegiatan Usaha Perseroan | 117 |
| Lampiran 3 | Pendapatan Layanan Penerbangan Berjadwal | 118 |
| Lampiran 4 | Laporan Keuangan Garuda Indonesia (Neraca) | 119 |
| Lampiran 5 | Laporan Keuangan Garuda Indonesia (Laba Rugi) | 120 |
| Lampiran 6 | Laporan Keuangan Garuda Indonesia (Arus Kas) | 121 |

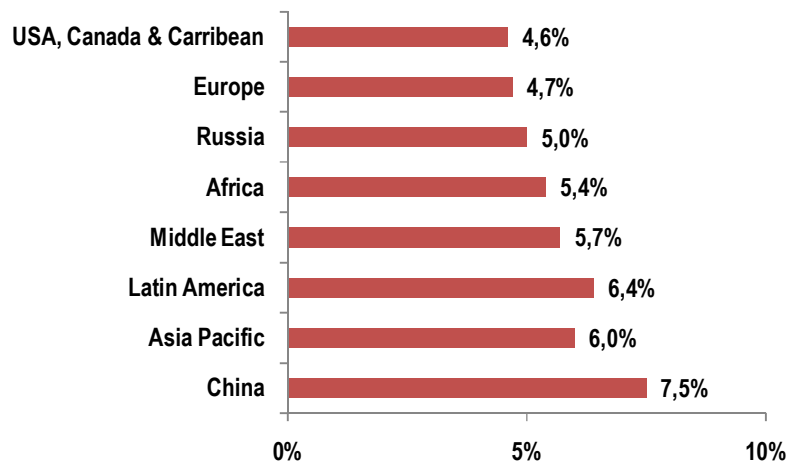


BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Pertumbuhan ekonomi kawasan Asia Pasifik dalam satu dekade terakhir di banding kawasan lain telah mendorong berkembangnya industri penerbangan dengan cepat dalam beberapa tahun terakhir. Menurut laporan tahunan *International Air Transport Association* (IATA) tahun 2010, kawasan ini mendominasi penggunaan pesawat komersial dunia terutama untuk penerbangan regional dengan volume hingga 27% pada tahun 2009 atau sekitar 647 juta penumpang. Angka ini masih lebih tinggi dari penggunaan pesawat komersial di Amerika Utara yang hanya mencapai 638 juta penumpang. Sebuah lembaga riset *Zinnov* dalam laporan analisis tahun 2007, membagi kawasan Asia Pasifik atas tiga area utama pertumbuhan industri penerbangan ini yaitu China yang diperkirakan tumbuh 7,5% per tahun dari 2006 hingga tahun 2025, Asia Pasifik (di luar China) dengan 6,0% dan Timur Tengah yang mencapai 5,7%. Sedangkan *The Boeing Company* memproyeksikan melalui *Current Market Outlook*, kawasan Asia Pasifik akan tumbuh 7,9% per-tahun di China dari tahun 2009 hingga tahun 2029, Asia Selatan dan Tenggara tumbuh masing-masing 9,3% dan 8,3% per-tahun, serta kawasan Timur Tengah dengan 6,0% per-tahun.



Gambar 1.1. Proyeksi pertumbuhan industri penerbangan (2006 – 2025)

Sumber : Zinnov LLC, *Global Aviation Markets – Analysis*, January 2007

**Tabel 1.1. Pertumbuhan historis
CAGR penumpang dan proyeksi tahun 2009-2029**

| | CAGR History | | | | | 1985-2009 | Projected 2009-2029 |
|------------------|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------------|--------------------------------|
| | 1985-1990 | 1990-1995 | 1995-2000 | 2000-2005 | 2005-2009 | | |
| Global | 6,8% | 3,3% | 5,7% | 4,1% | 2,9% | 4,6% | 5,3% |
| Regional | | | | | | | |
| China | 16,7% | 25,4% | 5,4% | 13,5% | 13,5% | 14,8% | 7,9% |
| Europe | 8,7% | 3,5% | 7,5% | 4,6% | 2,7% | 5,5% | 4,1% |
| Middle East | 1,9% | 1,3% | 5,7% | 4,6% | 9,6% | 4,4% | 6,0% |
| North America | 4,6% | 2,6% | 5,3% | 3,6% | -2,0% | 3,0% | 2,8% |
| East Asian | 9,2% | 6,1% | 3,2% | 0,9% | 1,2% | 4,2% | 2,5% |
| Oceania | 7,1% | 10,2% | 2,9% | 4,4% | 4,5% | 5,8% | 5,3% |
| Latin America | 2,8% | 3,2% | 6,2% | 3,7% | 10,8% | 5,1% | 7,5% |
| South Asian | 2,1% | 5,6% | 1,0% | 8,5% | 14,5% | 5,9% | 9,3% |
| South East Asian | 11,1% | 12,5% | -0,1% | 7,6% | 3,7% | 7,0% | 8,3% |

Sumber : The Boeing Company, *Current Market Outlook*, 2010.

Sejarah pertumbuhan yang kuat dan proyeksi pertumbuhan di kawasan Asia Pasifik pada dasarnya dipengaruhi oleh (sumber Prospektus Awal PT. Garuda Indonesia) :

- Pertumbuhan rata-rata Produk Domestik Bruto (PDB) negara-negara kawasan ini yang naik 15,3% dalam tujuh tahun terakhir telah memicu kenaikan jumlah penumpang di Indonesia saja mencapai 53,4 juta pada tahun 2010, naik dari 12,3 juta pada tahun 2000.
- Pertumbuhan populasi dan urbanisasi memicu persentase total populasi yang tinggal di perkotaan membesar. Kondisi ini menguntungkan dunia penerbangan karena akses penduduk ke bandara semakin dekat dibanding yang tinggal di pedesaan.
- Peningkatan perjalanan dan pengunjung Internasional.
- Berkembangnya model penerbangan murah (*Low Cost Carrier*) seiring dengan peningkatan efisiensi dan daya saing.
- Liberalisasi peraturan dan pengembangan infrastruktur pada armada pesawat dan fasilitas bandara.

Untuk kawasan Asia Tenggara, pertumbuhan jangka panjang menurut grup konsultan SAP dalam Prospektus Awal PT. Garuda Indonesia didukung oleh beberapa faktor di antaranya jarak kedekatan dengan populasi yang besar dimana

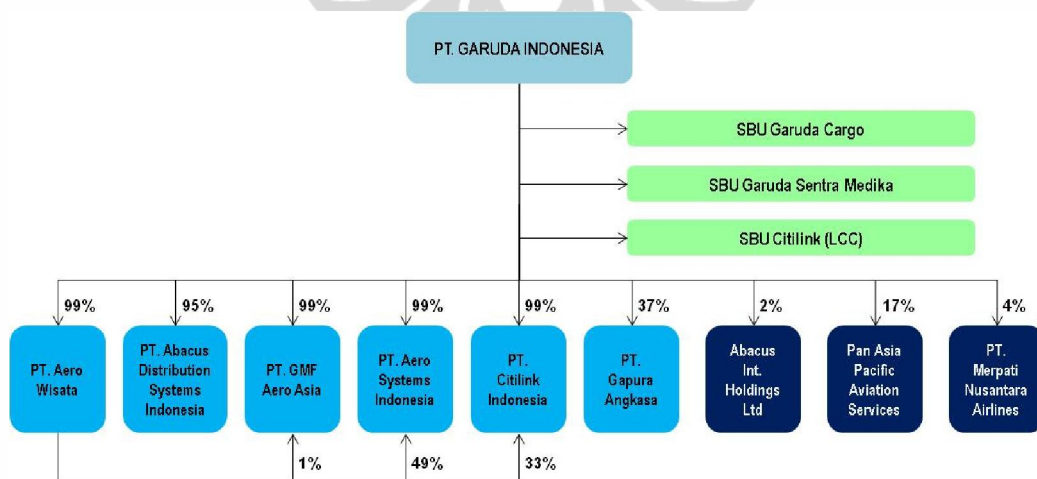
sekitar 50% dari total populasi di dunia berjarak sekitar 6 jam waktu tempuh penerbangan dari Jakarta. Hal ini mengindikasikan potensi yang besar untuk pasar penerbangan regional. Faktor lain adalah kedekatan jarak dengan China yang memiliki pertumbuhan ekonomi kuat serta populasi yang terbesar di dunia, dan dengan Australia yang merupakan negara paling maju di wilayah ini dan memiliki tingkat PDB per kapita yang tinggi sehingga memiliki pendapatan yang tinggi dan tendensi yang kuat untuk melakukan perjalanan ke kawasan Asia Tenggara. Selain itu, terdapat juga faktor adanya liberalisasi peraturan penerbangan dan pemasaran, peningkatan infrastruktur dan jumlah kawasan wisata serta urbanisasi.

Dengan jumlah penumpang di tahun 2010 yang mencapai 53,4 juta atau 17% dari total jumlah penumpang yang melakukan perjalanan di Indonesia, PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk atau GIAA sebagai satu-satunya maskapai penerbangan *FSC (Full service carrier)* seharusnya mampu menggunakan momen tersebut untuk menjadi yang terdepan dalam persaingan industri penerbangan dalam negeri. Hal ini didukung oleh jumlah armada yang mencapai 84 unit di September 2009 dengan usia rata-rata 8,8 tahun dengan pelayanan yang terbaik di Indonesia saat ini baik dari *ground-handling* hingga *on-board services*. Jumlah armada sebanyak ini melayani 31 rute domestik dan 18 rute internasional untuk jenis penerbangan *FSC* dan *LCC*, serta jasa layanan kargo domestik ke kota-kota besar di Indonesia. Data Biro Pusat Statistik (BPS) sendiri menunjukkan adanya peningkatan pada tahun 2010 ini dimana sebanyak 9,6 juta penumpang dengan rute internasional diangkut atau naik 20,74% dibanding periode yang sama tahun sebelumnya. Begitu juga dengan penumpang domestik yang jumlahnya naik menjadi 43,8 juta penumpang atau mengalami peningkatan sebesar 22,77% dari periode yang lalu (Prospektus Garuda, 2010).

Selain itu, perseroan juga memiliki sejarah yang panjang di Indonesiasejak berdiri pada 26 Januari 1949 hingga saat ini, dan telah menjadi maskapai pembawa bendera Indonesia (*flag carrier*) yang melayani penerbangan domestik dan internasional. Penilaian akan hal tersebut diakui dengan anugerah peringkat bintang empat oleh *Skytrax* (perusahaan riset khusus dalam industri transportasi udara) pada bulan Desember 2009 dan penghargaan “*World’s Most Improved Airline*” pada bulan Mei 2010. Masih terkait dengan peningkatan pelayanan ke

pelanggan, perseroan telah melakukan perbaikan layanan premium untuk penumpang loyal melalui *Garuda Frequent Flyer (GFF)* dengan menambah kapasitas dan kenyamanan layanan *executive lounge* di beberapa bandara terkemuka di Indonesia. Secara keseluruhan layanan, *Centre for Asia Pacific Aviation (CAPA)* menilai Garuda Indonesia sebagai perusahaan penerbangan dengan kualitas terbaik dalam hal pelayanan. *CAPA* ini sendiri merupakan pusat riset independen Asia yang melakukan survey meliputi kenyamanan, makanan, pelayanan di darat dan selama penerbangan serta persepsi konsumen dari nilai terbang bersama maskapai. Lebih lanjut, Garuda Indonesia juga mengumumkan akan bergabung dengan aliansi penerbangan *SkyTeam* pada tahun 2012 dan menargetkan supaya memperoleh rating bintang lima pada tahun 2013.

Saat ini, perseroan memiliki tiga *Special Business Unit (SBU)* : Garuda Kargo, Citilink yang menyelenggarakan layanan *LCC*, serta Garuda Sentra Medika, dan empat anak perusahaan utama yaitu : PT. Abacus Distribution Systems Indonesia (reservasi), PT. Aero Wisata (*in-flight catering*, perhotelan, jasa transportasi dan jasa travel), PT. Garuda Maintenance Facility Aero Asia (perbaikan dan pemeliharaan pesawat atau *MRO*), PT Aero Systems Indonesia (teknologi informasi) dan PT. Citilink Indonesia (*LCC*). Di samping itu, terdapat penyertaan pada PT. Garuda Angkasa yang menyediakan jasa layanan *ground-handling*. Berikut adalah struktur perusahaan (Propektus Awal, 2010) :



Gambar 1.2. Struktur perusahaan PT. Garuda Indonesia

Sumber : PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk, *Prospektus Awal*, 2010

Semua aset di atas baik yang *tangible* maupun *intangible (hidden value)* akan ditransformasikan oleh perseroan menjadi modal untuk mengkapitalisasi pertumbuhan yang berkelanjutan di pasar penerbangan Indonesia melalui strategi yang telah disusun. Pada tahun 2010 dan 2011 ini, dengan manajemen yang bekerja sejak tahun 2005 dan memulai periode transformasi, Garuda Indonesia telah berada pada tahapan *Quantum Leap* dengan fokus pada peningkatan pendapatan dan margin melalui peremajaan armada utama dan pertumbuhan dari Citilink. Tahapan awal dari mulainya periode pertumbuhan (*Growth*) pada piramida transformasi perseroan akan menjadi dasar dari pertumbuhan yang berkelanjutan (*Sustainable Growth*) untuk tahun-tahun ke depannya. Misi perusahaan tersebut didukung oleh iklim usaha penerbangan yang bertumbuh pada populasi yang besar (kurang lebih 240 juta penduduk), pertumbuhan pengguna pesawat udara yang tinggi dilihat dari jumlah penumpang tahun ini, penetrasi penerbangan yang masih rendah mengingat usaha ini membutuhkan modal yang sangat besar serta liberalisasi peraturan dan infrastruktur penerbangan. Pada akhirnya, perusahaan memiliki target mendominasi Asia di pasar penerbangan (Prospektus Garuda, 2010).

Adapun implementasi tahapan *Quantum Leap*, menurut Prospektus Awal Garuda Indonesia (2010) guna mengembangkan dan mendominasi pasar penerbangan di Indonesia, dijalankan dengan tujuh strategi sebagai berikut :

- a. Optimalisasi layanan bisnis *Full Service Carrier* untuk mendukung pertumbuhan permintaan domestik dengan meningkatkan armada yang sesuai dan memperbanyak jaringan rute untuk dapat mendukung pertumbuhan permintaan pasar domestik.
- b. Memperkuat dan menambah rute internasional secara langsung ke tujuan dengan berusaha menghindari transit di lokasi penghubung bandara, seperti rute ke India, Taiwan dan Filipina.
- c. Memperkuat *brand* perseroan di pasar internasional dengan konsistensi terhadap layanan dan jasa *FSC* yang membedakannya dengan perusahaan pesaing.

- d. Pengembangan *Low Cost Carrier (LCC)* untuk mendapatkan segmentasi pasar dari layanan *FSC* untuk melayani penumpang yang sensitif terhadap harga di dalam negeri.
- e. Memperbanyak jumlah, menyederhanakan jenis dan meremajakan armada pesawat untuk meningkatkan kualitas pelayanan dan efisiensi beban operasional.
- f. Meningkatkan disiplin biaya dan manajemen pendapatan perseroan dengan meningkatkan penggunaan pesawat dan efisiensi penggunaan bahan bakar, *fuel conservation program* serta efisiensi pemeliharaan, pelatihan dan biaya tenaga kerja.
- g. Pengembangan sumber daya manusia dengan kuantitas dan kualitas yang tepat.

Untuk mendukung program dan strategi tersebut dan setelah memperoleh laba selama tiga tahun berturut-turut, maka perseroan melakukan penawaran umum saham perdana (*Initial public offering*) sebanyak 6.335.738.000 lembar saham atau 24,69% dari jumlah modal yang ditempatkan dan disetor penuh perseroan. Sebanyak 1.935.738.000 akan langsung dimiliki oleh Bank Mandiri sebagai saham divestasi yang masuk dalam program restrukturisasi hutang yang dimiliki perseroan ke Bank Mandiri. *IPO* mulai dicatatkan dan ditransaksikan di bursa pada hari Jum'at, 11 Februari 2011. Adapun harga saham perdana perusahaan yang memiliki kode emiten GIAA ini sebesar Rp. 750 per-lembar saham, sehingga total perseroan memperoleh dana dari penawaran umum sebesar Rp. 4.751.803.500.000.

Dana yang diperoleh setelah dikurangi biaya emisi akan digunakan oleh perseroan untuk keperluan ekspansi perusahaan, sebagai berikut (*Investment thesis*, 2010) :

- Delapan puluh persen akan digunakan untuk pengembangan armada baru yaitu B737-800NG sebanyak 10 unit, B777 sebanyak 10 unit, A330-200 sebanyak 6 unit, pesawat tipe *narrow-body* untuk Citilink sebanyak 5 unit, dan pesawat tipe Sub-100 sebanyak 5 unit. Jenis penggunaan dana adalah *Pre-delivery Payment (PDP)*, *security*

deposit pesawat yang disewa, *final payment* pembelian baru dan belanja modal dalam rangka pengembangan armada.

- Dua puluh persen akan digunakan untuk belanja modal perseroan dan anak perusahaan seperti teknologi informasi, kualitas dan kapabilitas perawatan pesawat, suku cadang serta belanja modal terkait peningkatan pelayanan dan kelancaran operasional. Adapun pendanaan ke anak perusahaan akan berbentuk pinjaman.

1.2. Permasalahan

Kinerja positif yang terus ditunjukkan perseroan dalam 3-4 tahun terakhir telah melepaskan bayang-bayang kerugian bersih yang pernah menyentuh angka satu triliun rupiah pada awal tahun 2000-an. Bahkan dari laporan keuangan perseroan hingga tahun 2009 (telah diaudit) terus menunjukkan tren yang membaik hingga menyentuh keuntungan bersih Rp. 839.214.759.235 dengan total penjualan sebesar Rp. 17.860.373.610.109 selama periode tahun 2009 yang lalu. Adanya strategi perseroan yang mencanangkan pertumbuhan yang berkelanjutan melalui program *Quantum Leap* didukung dengan penambahan modal dari penawaran saham perdana tentunya mampu mendukung perusahaan mencapai target-target di tahun-tahun selanjutnya. Apalagi keunggulan komparatif baik aset *tangible* maupun *intangible* dimiliki dan terus dikembangkan oleh perseroan sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang (Prospektus Garuda, 2010).

Namun hal ini sepertinya belum dilihat secara maksimal oleh investor secara keseluruhan di bursa. Terbukti dengan turunnya harga saham perusahaan dengan kode emiten GIAA ini hingga ditutup pada level Rp. 620 per lembar saham dari harga penawaran Rp. 750 per lembar saham atau turun 17,33% di hari pertama pencatatan. Hal ini menimbulkan pertanyaan mengenai kewajaran harga penawaran saham perdana mengingat dalam beberapa kesempatan sebelumnya, Meneg BUMN memberikan informasi bahwa perseroan akan melepas saham di harga sekitar Rp.1.000 per lembar saham (Manurung, 2011). Begitu pula pada saat pembentukan harga buku (*book building*) melalui *public expose*, diberikan kisaran harga antara Rp. 750 – Rp. 1.100 per lembar saham. Artinya harga yang

diputuskan merupakan harga batas bawah dari kisaran harga yang disampaikan pada saat *public expose*.

Oleh karena itu, melalui tesis ini akan dilakukan penilaian kembali harga saham GIAA yang wajar melalui kombinasi metode *Present Value to EBITDAR* dan *Hidden Value*. Pemilihan metode ini berdasarkan karakteristik operasional perusahaan dengan komposisi *operational leasing* yang tinggi, ketersediaan data dan kelaziman dalam perhitungan yang ada. Metode ini menggabungkan antara penilaian nilai perusahaan melalui *Present Value to EBITDAR* dan *Hidden Value* melalui *Real Option Valuation*, serta membandingkan dengan penentuan harga saham melalui metode *EV/EBITDAR Multiplier* dengan menggunakan *Expected EBITDAR Multiply Value* yang setara dengan industrinya. Perhitungan ini (*stock valuation*) diperlukan karena keterbatasan informasi dari pihak manajemen mengenai metode yang digunakan oleh manajemen dan pihak penjamin emisi pada saat proses pembentukan harga penawaran umum saham perdana.

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penulisan tesis ini adalah :

1. Untuk mengetahui kewajaran harga penawaran saham PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk pada saat *Initial Public Offering (IPO)* dengan menggunakan metode *Present Value to EBITDAR* dan *Hidden Value*.
2. Untuk mengetahui perkiraan harga saham PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk dengan menggunakan metode valuasi *EV/EBITDAR Multiply*.
3. Memperkirakan penyebab turunnya harga saham GIAA pada hari pertama penawaran harga saham perdana.
4. Melengkapi penelitian sebelumnya yang telah melakukan valuasi nilai perusahaan PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk sehingga akan diperoleh gambaran mengenai metode-metode dalam melakukan valuasi untuk saham-saham perusahaan penerbangan yang akan datang.

1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat dari penulisan tesis ini adalah :

1. Bagi investor, *fund manager* dan bagian treasuri di perbankan, metode *Present Value toEBITDAR Cash Flow* dan *Hidden Value* serta data-data yang disajikan dapat dijadikan bahan pertimbangan dalam menentukan valuasi nilai perusahaan sebelum memasukkan dalam portofolio investasi.
2. Bagi Akademisi, memberikan gambaran mengenai penggunaan metode *Present Value toEBITDAR Cash Flow* dan *Hidden Value* dalam valuasi nilai perusahaan penerbangan di Indonesia, mengingat keterbatasan penyajian di dalam literatur yang ada.
3. Bagi lembaga penunjang pasar modal seperti penjamin emisi, memberikan alternatif metode valuasi sebelum memberikan pertimbangan kepada perusahaan dalam kaitannya dengan *public expose* untuk pembentukan harga.
4. Bagi perusahaan yang akan melakukan *IPO* maupun *Right Issue*, memberikan alternatif metode valuasi untuk perusahaan sendiri sehingga dapat memproyeksikan manfaat yang akan diperoleh dari penawaran saham ke publik.

1.5. Metode Penelitian

Proses valuasi terdiri atas tiga bagian utama yang dimulai dari pemahaman perusahaan yang akan dinilai, proyeksi performa perusahaan, dan pemilihan model valuasi yang sesuai dengan bisnis yang dijalankan oleh perusahaan (Stowe, 2007). Proses tersebut dapat digambarkan melalui kerangka proses evaluasi yang sekaligus akan menjadi panduan dalam penelitian ini.

Adapun informasi yang dikumpulkan berasal dari internal perusahaan maupun pihak eksternal yang menyediakan data-data yang dibutuhkan untuk melengkapi penelitian. Sumber informasi utama adalah data-data internal perusahaan yang dipublikasikan selama masa pembentukan harga (*book building/road show*) dalam proses *IPO* yang tergabung dalam Prospektus Awal PT. Garuda Indonesia Tahun 2010, materi presentasi dan laporan keuangan.

Adapun sumber informasi dari luar berupa data-data yang dipublikasikan seperti hasil penelitian lembaga riset, buku-buku referensi, laporan dari Biro Pusat Statistik tahun 2010 dan jurnal-jurnal ilmiah.

1.6. Sistematika Penulisan

Karya akhir ini terdiri dari lima bab yang ditulis dengan sistematika penulisan sebagai berikut :

Bab 1 Pendahuluan

Memaparkan latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, metodologi penelitian dan sistematikan penulisan tesis.

Bab 2 Landasan Teori

Menyajikan teori yang melandasi analisis terhadap laporan keuangan, data-data internal dan eksternal perusahaan serta metode perhitungan yang sesuai untuk jenis industri penerbangan, termasuk konsep dan penelitian-penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya.

Bab 3 Metodologi Penelitian

Menjabarkan metode yang digunakan, proses pengumpulan data, desain penelitian dan tinjauan umum perusahaan.

Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Menguraikan analisis terhadap data-data laporan keuangan perusahaan menurut aset tangible perusahaan, data internal, eksternal termasuk strategi perusahaan menurut aset *intangibile*, sehingga dapat dilakukan penilaian perusahaan secara keseluruhan yang akan menjadi fundamental kenaikan nilai saham di masa yang akan datang.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Kesimpulan dari hasil analisis serta saran untuk penelitian selanjutnya.

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1. Valuasi

Valuasi merupakan perkiraan nilai suatu aset berdasarkan variabel-variabel yang dianggap berhubungan dengan imbal balik investasi di masa yang akan datang dan perbandingan-perbandingan dengan aset lain yang sejenis. Tujuan awal valuasi adalah untuk menentukan nilai yang diterima dari sejumlah uang yang dibayarkan dengan mempertimbangkan perbedaan imbal balik berdasarkan resiko untuk setiap saham dengan harganya di bursa (Stoew, 2007). Saham sendiri merepresentasikan klaim kepemilikan atas aktifitas bisnis perusahaan-perusahaan yang mencari keuntungan. Valuasi suatu saham harus dimulai dengan suatu analisis yang seksama dari pokok-pokok aktifitas bisnis perusahaan. Aktifitas ini dapat dibagi menjadi tiga bagian dalam analisis yaitu : aktifitas operasi, investasi dan pembiayaan (Lundholm & Sloan, 2007).

Peran laporan keuangan sangat penting untuk menjembatani celah antara teori dan praktis dalam valuasi ekuitas. Laporan keuangan ini tidak didesain secara langsung untuk memperkirakan nilai ekuitas, dan nilai buku akuntansi jarang langsung sesuai dengan harga pasar. Namun peran laporan keuangan untuk menyediakan penjelasan yang detail dari implikasi keuangan pada aktifitas historikal bisnis perusahaan. Atau dengan kata lain, laporan keuangan menggabungkan aktifitas historikal operasi, investasi dan pembiayaan suatu perusahaan serta menunjukkan dampak aktifitas tersebut pada arus kas di masa lalu, saat ini dan masa yang akan datang (Lundholm & Sloan, 2007).

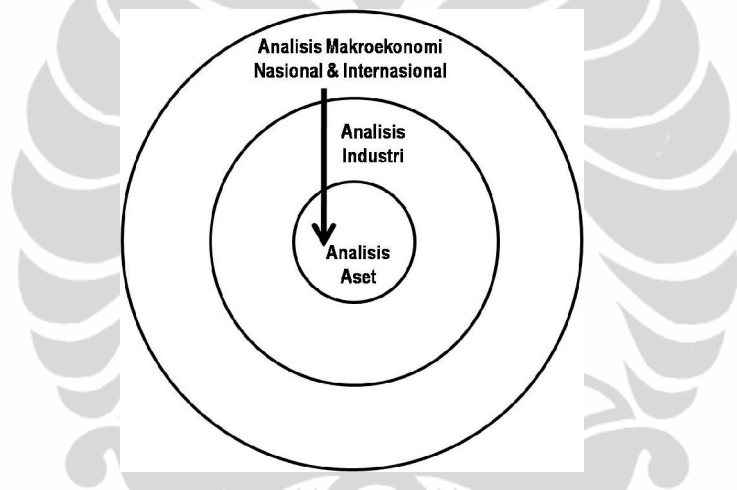
2.1.1. Teknik Valuasi

Pada dasarnya terdapat tiga teknik valuasi yang berbeda yaitu : valuasi fundamental, valuasi perbandingan dan valuasi berbasis opsi. Ketiganya tidak dilihat sebagai pilihan yang berbeda namun lebih ke arah pelengkap atau kombinasi dalam menentukan metode valuasi (Kinserdal 2008, Eikre-Telle & Grankvist, 2009). Berikut penjelasan masing-masing teknik valuasi tersebut :

- Valuasi fundamental berdasarkan pada analisis kondisi fundamental aset sehingga digunakan laporan keuangan aktual dari perusahaan untuk memperkirakan nilainya. Metode pertama dari teknik ini adalah metode diskonto arus kas (*Discounted cash flow*) berdasarkan performa historikal dan asumsi ke depannya. Arus kas ini kemudian didiskontokan dengan biaya modal yang sesuai untuk menentukan nilai bersih saat ini. Jenis kedua adalah nilai aset bersih dimana aset dalam neraca dihitung dalam harga pasar dan kemudian dikurangi dengan hutang bersih (Eikre-Telle & Grankvist, 2009).
- Valuasi perbandingan menggunakan rasio-rasio tertentu untuk satu atau beberapa perusahaan yang dijadikan pembanding dengan nilai yang dapat dibandingkan dengan perusahaan untuk menghitung nilainya. Salah satu rasio yang akan digunakan adalah value perusahaan terhadap pendapatan sebelum bunga, pajak dan depresiasi, yang dinyatakan dalam *EV/EBITDAR*. Rasio ini termasuk kompleks dan perlu penyesuaian nilai *EBITDAR* untuk aturan akuntansi yang berbeda-beda. *EBITDAR* ini juga idealnya perlu dipandang ke depan sebagai manfaat untuk merefleksikan potensi di masa yang akan datang. Hal ini juga dilakukan dalam analisis arus kas fundamental dan bagaimanapun merupakan cara yang bagus untuk menganalisis hasilnya (McKinsey & Company, 2005; Eikre-Telle & Grankvist, 2009).
- Valuasi berbasis opsi digunakan ketika suatu perusahaan mempunyai suatu kesempatan untuk mendapatkan arus kas yang positif di masa yang akan datang tetapi belum dapat direalisasikan opsi tersebut. Contohnya untuk pembelian pesawat yang menggunakan perjanjian sewa beli dengan pembayaran di awal untuk uang muka. Nilai opsi ini ditentukan oleh nilai intrinsik, waktu hingga realisasi (*time to maturity*) dan volatilitas aset yang mendasarinya. Nilai opsi dihitung dengan menggunakan beberapa formula seperti *the Black-Scholes* atau permodelan *Binomial* (Brealey, Myers and Allen, 2006).

2.2. Analisis Bisnis

Penggunaan pendekatan dari atas ke bawah (*Top-down forecasting approach*) dimulai dari analisis kondisi makroekonomi dunia dan negara dimana industri itu berkembang. Hal ini disebabkan karena bisnis penerbangan berhadapan langsung dengan ekonomi global melalui pelayanan jasa penerbangan maupun pengadaan sarana produksinya. Setelah itu, pendekatan terhadap perilaku industrinya secara domestik dan regional terkait dengan kondisi di suatu negara tertentu. Terakhir adalah analisa pencapaian keuangan, strategi dan resiko-resiko yang mungkin dihadapi oleh perusahaan terkait bisnis penerbangan yang dijalankan di suatu negara (Stoew, 2007).



Gambar 2.1 : Pendekatan *Top-Down Method* untuk analisis ekuitas

Sumber : Stowe, *Equity Asset Valuation*, 2007

2.2.1. Faktor-faktor Makroekonomi

Selain dipengaruhi oleh kondisi ekonomi global, perkembangan bisnis penerbangan juga berhubungan dengan kondisi ekonomi domestik terkait dengan tingkat pertumbuhan, risiko politik dan risiko nilai tukar valuta asing di setiap negara di mana perusahaan tersebut beroperasi. Kondisi ekonomi suatu negara dapat dilihat dari beberapa komponen makroekonomi antara lain : Produk domestik bruto (PDB), tingkat bunga, inflasi, nilai tukar valuta asing, harga minyak dunia, lindung nilai (*hedging*), dan siklus bisnis (*the business cycle*).

2.2.1.1. Produk Domestik Bruto

Produk domestik bruto atau PDB merupakan statistika perekonomian yang paling luas digunakan untuk mengukur kesejahteraan masyarakat. PDB mengukur dua hal pada saat bersamaan yaitu total pendapatan semua orang dalam perekonomian dan total pembelanjaan negara untuk membeli barang dan jasa dari perekonomian. PDB mengukur nilai produksi yang terjadi sepanjang interval waktu setahun atau satu kuartal. Ketika pemerintah melaporkan PDB secara kuartal, maka nilai yang dilaporkan disetarakan dengan perubahan satu tahun kuartal ke kuartal (Mankiw, 2006).

Pertumbuhan ekonomi yang dinilai dari persentase kenaikan PDB ini merupakan indikator bagi kemungkinan bisnis dapat tumbuh di suatu negara. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan PDB merupakan pendekatan statistik yang dibutuhkan dalam pengambilan keputusan bisnis. Oleh karena itu, semua pelaku bisnis di dunia ini akan memperhatikan nilai pertumbuhan ekonomi suatu negara karena akan terkait dengan target pasar, daya beli masyarakatnya, kemudahan berinvestasi dan melakukan urusan bisnis terutama aktifitas ekspor dan impor.

Para ahli ekonomi dan pelaku bisnis dengan hati-hati memantau indikator utama PDB tersebut dalam rangka untuk melakukan proyeksi pergerakan kondisi ekonomi di masa yang akan datang. Indikator utama yang umum dipantau adalah tingkat pengangguran, pengeluaran masyarakat, daya beli dan kepercayaan konsumen, permintaan bisnis, produktivitas serta aktifitas konstruksi dan perumahan (Lundhom & Sloan, 2007). Signal positif yang diperoleh dari semua indikator tersebut diharapkan dapat menjadi sumber pendapatan bagi perusahaan yang aktifitas operasi bisnisnya berjalan di negara tersebut.

2.2.1.2. Tingkat Suku Bunga

Tingkat suku bunga merefleksikan biaya untuk meminjam uang dan mempengaruhi pelaksanaan bisnis dalam dua hal penting. Suku bunga menentukan harga yang harus dibayar oleh perusahaan kepada pemilik modal. Selanjutnya, semakin rendah suku bunga maka semakin rendah biaya bunga bank sehingga pendapatan (laba) perusahaan akan semakin tinggi. Rendahnya suku

bunga juga akan memangkas biaya modal sehingga kegiatan investasi semakin bertambah dan dapat terus berjalan. Bagi konsumen, rendahnya suku bunga juga akan mengurangi biaya konsumsi saat ini relatif terhadap konsumsi di masa yang akan datang. Manfaatnya dari penurunan suku bunga akan meningkatkan belanja konsumen sehingga menaikkan pertumbuhan penjualan untuk berbagai bisnis yang ada. Selain mempengaruhi konsumsi masyarakat, suku bunga juga berpengaruh terhadap inflasi yang diharapkan dan risiko kredit (Lundhom & Sloan, 2007).

2.2.1.3. Inflasi

Inflasi umumnya didefinisikan singkat sebagai kenaikan tingkat harga barang dan jasa secara meluas. Inflasi menciptakan celah antara dampak ekonomi riil dan nominal. Pada saat inflasi sedang tinggi dan tidak ada kepastian, resiko berinvestasi pada aset keuangan akan meningkat dan kredibilitas mata uang domestik runtuh terhadap pasar valuta asing global. Berhadapan dengan sejumlah resiko tersebut, investor akan menarik modal mereka dan berpindah ke negara lain atau membelikan komoditas secara langsung seperti emas untuk tujuan menyediakan lindung nilai (*hedging*) melawan inflasi.

Tingkat inflasi umumnya diukur menggunakan besarnya perubahan pada Indeks Harga Konsumen (IHK) yang dipublikasikan oleh Biro Pusat Statistik secara bulanan. Menurut Indikator Ekonomi Desember 2010 terbitan Biro Pusat Statistik, mulai bulan Juni 2008, IHK yang mencakup sekitar 284 – 441 komoditas dihitung berdasarkan pola konsumsi hasil Survey Biaya Hidup (SBH) di 66 kota tahun 2007. IHK ini merupakan hasil penghitungan dari gabungan indeks masing-masing kota yang ditimbang dengan banyaknya rumahtangga di kota bersangkutan. Persentase (%) perubahan IHK (Laju inflasi/Deflasi) bulanan diperoleh dari:

$$\frac{I_n - I_{n-1}}{I_{n-1}} \times 100\% \quad \dots\dots\dots (2.1)$$

dimana : I_n = Indeks bulan ke- n
 I_{n-1} = Indeks bulan ke- $n-1$

Sedangkan persentase (%) perubahan IHK dalam satu tahun dihitung dengan menggunakan metode *point to point*. IHK sendiri dihitung menggunakan formula Laspeyres yang dikembangkan (Biro Pusat Statistik, 2010).

2.2.1.4. Nilai Tukar Valuta Asing

Nilai tukar valuta asing menjelaskan seberapa banyak suatu mata uang dapat dibeli dengan suatu mata uang lain. Saat ini, baik bahan masukan dan peralatan yang dibutuhkan (*input*) maupun produk yang dihasilkan oleh perusahaan dalam negeri berkaitan dengan transaksi perusahaan-perusahaan luar negeri. Seiring dengan kenaikan nilai tukar terhadap *US dollar* sebagai mata uang yang banyak digunakan dalam transaksi tersebut, maka biaya bahan akan meningkat bersamaan dengan turunnya pendapatan dari penjualan ke luar negeri. Oleh karena itu, dampak dari fluktuasi nilai tukar valuta asing tidak hanya bergantung pada naik turunnya nilai tukar tetapi juga kondisi bisnis perusahaan tersebut sebagai net importer atau eksportir dalam suatu mata uang tertentu. Nilai tukar valuta asing juga dipicu oleh faktor-faktor yang bervariasi dan kompleks termasuk produktifitas relatif modal dan tenaga kerja, tingkat inflasi relatif dan tingkat bunga riil relatif (Lundholm & Sloan, 2007).

2.2.1.5. Harga Minyak Dunia

Harga komoditas dapat mempengaruhi biaya-biaya yang timbul dari berbagai macam bisnis yang dilakukan. Harga komoditas yang paling berpengaruh pada tingkat makro adalah minyak bumi yang cenderung mudah berfluktuasi (*volatile*). Harga sangat ditentukan oleh ketersediaan cadangan minyak bumi yang dikendalikan oleh sebagian kecil negara-negara penguasa minyak termasuk di dalamnya OPEC. Kenaikan harga minyak akan meningkatkan biaya transportasi dan bahan bakar sebagai sumber energi yang akan mempengaruhi semua bisnis yang berjalan. Kenaikan harga minyak juga akan menurunkan jumlah pendapatan yang konsumen harus belanjakan pada produk lain (Lundholm & Sloan, 2007).

2.2.1.6. Lindung Nilai (*Hedging*)

Selain faktor-faktor utama dalam makroekonomi sebelumnya, ada dua faktor lagi yang sering diperhitungkan dalam analisis proyeksi nilai perusahaan yaitu aktifitas lindung nilai perusahaan (*hedging*), sewa beli (*leasing*), dan siklus bisnis dalam industri maupun secara keseluruhan.

Salah satu cara untuk menghindari eksposur terhadap fluktuasi nilai tukar valuta asing dan pembelian komoditi adalah dengan lindung nilai atau *hedging*. Saat ini, instrumen *hedging* sudah meluas penggunaannya mengingat keuntungannya dalam mengelola risiko sangat banyak. Beberapa instrumen ini dapat dilakukan antar perusahaan misalnya kontrak *forward* dan *swap*. Namun kesempatan untuk mendapatkannya tergantung pada keberadaan perusahaan lain yang memiliki kepentingan yang sama. Instrumen lain dapat dibeli melalui lembaga keuangan/perbankan/bursa berjangka yang menyediakan fasilitas tersebut misalnya *forward*, *future*, *option*, pasar uang (*money market*) dan *foreign currency swap*.

Beberapa aktivitas yang perlu diberikan fasilitas lindung nilai adalah pembelian atau penyewaan peralatan yang dilakukan dengan mekanisme sewa beli (*leasing*) dalam jangka waktu yang lama dengan pembayaran dalam mata uang asing. Selain itu, pembelian komoditi seperti minyak yang digunakan seterusnya dalam bisnis serta penghasilan yang diterima dengan mata uang asing.

Melakukan lindung nilai (*hedging*) sebenarnya bisa juga dilakukan secara alami oleh perusahaan dengan mengatur ulang struktur biaya dan pendapatan dengan menghindari semaksimal mungkin pengaruh nilai tukar mata uang. Apabila penjualan meningkat pada suatu mata uang tertentu, maka sebaiknya perusahaan meningkatkan kewajiban perusahaan dalam mata uang tersebut sehingga pada akhirnya mendekati keseimbangan tanpa harus melakukan pertukaran.

2.2.1.7. Sewa Beli (*Leasing*)

Sewa beli (*leasing*) dapat dibagi atas dua jenis yaitu *operational leasing* dan *financial leasing*. Biasanya, jenis *operational leasing* tidak diamortisasi secara penuh yang berarti bahwa pembayaran secara keseluruhan tidak akan

menutupi seluruh biaya asetnya. Sisa biaya akan ditutupi melalui perpanjangan *leasing* atau penjualan nilai sisa dari aset yang telah digunakan. Oleh karena itu, jenis ini mensyaratkan pemberi pinjaman (*lessor*) untuk memelihara dan mengasuransikan aset yang disewa-belikan (Ross, 2009). Sifat *financial leasing* berkebalikan dengan *operational leasing* karena tidak memerlukan pemeliharaan atau *service* dari pihak *lessor*, diamotisasi secara penuh dan peminjam memiliki hak untuk memperbaharui kontrak pada saat jatuh tempo. Umumnya, *leasing* jenis ini tidak dapat dibatalkan atau dengan kata lain harus dilunasi atau menghadapi resiko kebangkrutan.

Leasing jenis operasional dapat memunculkan masalah dalam analisis karena muncul di laporan laba-rugi dalam kedua bagian depresiasi dan bunga yang sulit untuk dipisahkan. Pertama, bagian bunga berakhir sebagai biaya operasional yang akan menjadi permasalahan ketika akan dilakukan analisa pendapatan operasional. Dan lebih jeleknya lagi, sifat hutangnya akan tersembunyi dari neraca. Disebut hutang karena *lessee* mempunyai kewajiban secara kontrak untuk membayar biaya *leasing* selama periode yang ditentukan. Ini bukan isu yang besar jika melakukan valuasi pada sebagian besar perusahaan yang kecil atau tidak signifikan *operational leasing*-nya. Namun bagi perusahaan penerbangan, hal ini besar pengaruhnya besar karena memiliki biaya *operational leasing* yang besar (Eikre-Telle & Grankvist, 2009).

Lebih lanjut, hasilnya adalah kewajiban setara dengan utang akan keluar dari neraca. Kondisi ini akan mengarahkan pada rasio ekuitas dan utang yang salah ketika menghitung biaya modal dan juga berdampak pada analisa resiko. Solusinya dengan memunculkan nilai dari *operational leasing* sebagai bagian dari modal yang diinvestasikan dan menambah bagian bunga yang diperkirakan pada laporan laba-rugi. Ini menyebabkan aset-aset *leasing* diperlakukan sebagaimana jika dimiliki dan dibiayai dengan pinjaman langsung (McKinsey & Company, 2005 dalam Eikre-Telle & Grankvist, 2009). Berikut formula yang digunakan untuk menghitung nilai tersebut :

$$\begin{aligned}
 \text{Capitalized Operating Leases} &= \text{Asset value} \\
 &= \frac{\text{Rental Expense}}{\left(k_d + \frac{1}{\text{Asset Life}}\right)} \quad \dots\dots\dots (2.2)
 \end{aligned}$$

Dimana :

$$k_d = \text{Cost of Debt}$$

2.2.1.8. Siklus Bisnis

Siklus bisnis merupakan konsep yang penting dalam memahami kondisi saat ini dan prospek masa depan dari kondisi perekonomian domestik. Secara historis, perekonomian tingkat domestik telah menunjukkan sistematika periode ekspansi dan kontraksi. Periode ekspansi dapat dilihat melalui pertumbuhan PDB yang tinggi, rendahnya jumlah pengangguran dan tingginya kepercayaan dan daya beli konsumen. Sedangkan periode kontraksi bercirikan pertumbuhan PDB yang rendah atau bahkan minus, tingginya tingkat pengangguran, dan kepercayaan konsumen yang rendah. Walaupun tidak jaminan bahwa siklus tersebut akan berjalan terus, namun banyak ahli makroekonomi yang percaya bahwa siklus ini merupakan karakteristik permanen dari perekonomian. Dalam hal ini, perlu sensitifitas yang bagus dalam menentukan siklus bisnis saat ini berada dalam posisi yang mana dan seperti apa kemungkinan terbesar yang akan terjadi. Profitabilitas beberapa sektor industri lebih sensitif terhadap pergerakan dalam siklus bisnis dibanding yang lainnya (Lundholm & Sloan, 2007).

2.2.2. Faktor-Faktor Industri

Sebelum melakukan pembahasan mengenai suatu perusahaan tertentu, adalah hal penting untuk mengetahui tentang industri dimana perusahaan itu berada. Pembahasan dikhususkan pada industri dan sektor-sektor ekonomi tertentu untuk efisiensi analisis bisnis. Ada tiga tujuan utama dari analisis industri ini antara lain (Lundholm & Sloan, 2007) :

- a. Sensitifitas terhadap faktor-faktor makroekonomi,
- b. Operasional industri dan rasio-rasio statistik, dan
- c. Struktur persaingan industri.

2.2.2.1. Sensitifitas Terhadap Faktor-Faktor Makroekonomi

Sektor-sektor ekonomi pada dasarnya mewakili kelompok-kelompok dari berbagai industri yang memiliki keterbukaan yang sama terhadap faktor-faktor makroekonomi kunci. Tabel berikut memberikan gambaran sensitifitas setiap sektor ekonomi terhadap ketiga faktor makroekonomi antara lain : tingkat pertumbuhan PDB, suku bunga dan harga minyak (Lundholm & Sloan, 2007).

Tabel 2.1. Sensitivitas probabilitas sektor pada faktor-faktor makroekonomi

| Sector | Macroeconomic Factor | | |
|------------------------|----------------------|---------------|-----------|
| | GDP | Interest Rate | Oil Price |
| Bahan dasar | ++ | -- | -- |
| Energi | ++ | - | ++ |
| Konglomerasi | + | - | - |
| Kebutuhan pokok | ++ | -- | - |
| Keuangan | + | -- | - |
| Perawatan kesehatan | + | - | - |
| Barang-barang industri | ++ | -- | -- |
| Jasa | + | - | - |
| Teknologi | ++ | -- | - |
| Utilitas | + | - | -- |

Key: ++ = strong positive relation; + = positive relation; - = negative relation; -- = strong negative relation
 Sumber : Londholm & Sloan, *Equity Asset Valuation*, 2007

Tingkat pertumbuhan PDB merupakan kunci penggerak profitabilitas untuk semua sektor perekonomian. Bagaimanapun, beberapa sektor lebih sensitif pada faktor ini dibanding yang lain. Misalnya, industri bahan dasar, barang konsumsi harian, produk industri dan sektor teknologi memiliki sensitifitas lebih tinggi akibat pengaruh operasional yang tinggi (relatif terhadap tingginya biaya tetap). Hal ini menyebabkan pergerakan yang kecil pada aktifitas ekonomi akan memiliki dampak yang besar pada profitabilitas.

Meningkatnya suku bunga cenderung memiliki efek negatif pada profitabilitas semua sektor walaupun tingkatan efeknya berbeda-beda. Sektor industri barang dan teknologi khususnya cenderung sensitif terhadap pengurangan dalam belanja modal perusahaan yang menyertai kenaikan suku bunga. Sektor keuangan juga menderita secara langsung dari pengurangan aktifitas peminjaman terkait dengan suku bunga yang lebih tinggi.

Kenaikan harga minyak dunia juga mendorong efek negatif pada profitabilitas semua sektor. Satu perkecualian utama adalah sektor energi yang terdiri atas perusahaan-perusahaan berskala besar yang tergabung dalam kegiatan eksplorasi, produksi, pengiriman, penyulingan dan pemasaran minyak bumi (Lundholm & Sloan, 2007).

2.2.2.2. Operasional Industri dan Rasio-Rasio Statistik

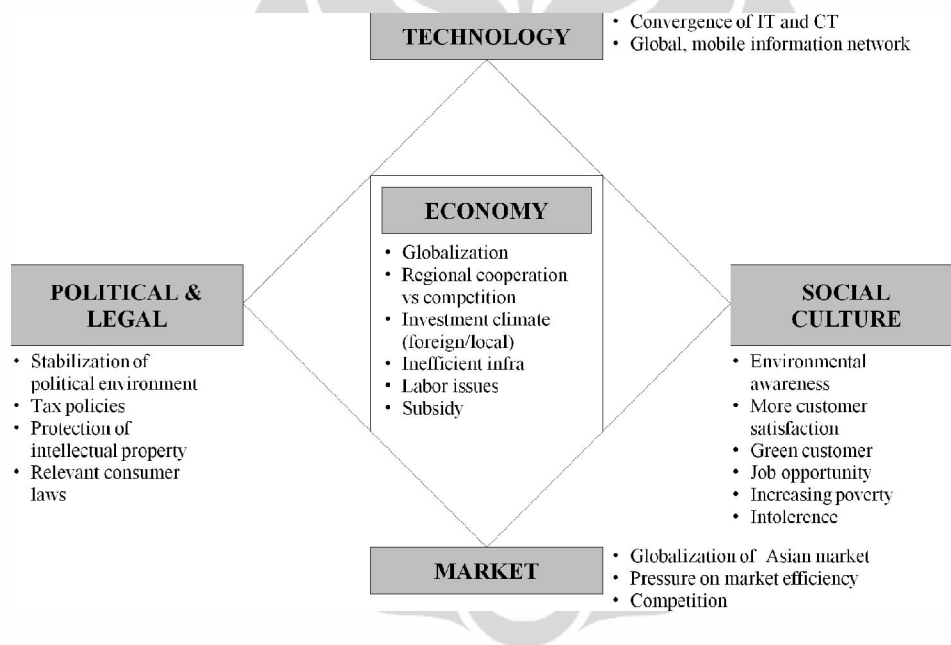
Perusahaan-perusahaan yang berada pada industri yang sama umumnya memproduksi barang dan jasa yang serupa menggunakan teknologi produksi atau peralatan yang serupa pula. Analisis industri dimulai dengan mengetahui secara jelas bagaimana industri beroperasi. Beberapa pertanyaan yang perlu dijelaskan antara lain (Lundholm & Sloan, 2007) :

- Bagaimana kondisi alami dari proses produksi yang berperan dalam industri?
- Apa saja kunci utama dalam proses produksi?
- Bagaimana kondisi dari proses pemasaran dan distribusi produk?
- Apakah layanan purna jual merupakan faktor yang signifikan?

2.2.2.3. Struktur Persaingan Dalam Industri

Untuk melihat persaingan dalam industri, diperlukan analisis eksternal (*external opportunities and threats*) mengenai posisi persaingan perusahaan dan keunggulan yang dimiliki. Perubahan pada faktor-faktor eksternal akan menyebabkan perubahan pada kebutuhan konsumen akan layanan dan produk industri serta konsumsi. Efek yang ditimbulkannya terlihat pada tipe produk yang dikembangkan, kondisi natural dari strategi segmentasi pasar dan posisinya, jenis layanan yang ditawarkan, dan pilihan bisnis untuk mengambil atau menjual. Identifikasi dan evaluasi kesempatan dan permasalahan eksternal memungkinkan perusahaan mengembangkan misi yang jelas, merencanakan strategi untuk mencapai tujuan jangka panjang serta mengembangkan kebijakan untuk mencapai target tahunan (David, 2001). Ada dua pendekatan yang dapat digunakan untuk membahas hal tersebut yaitu *PESTEL-Analysis* dan *Porter's five forces* (Roos, Krogh and Roos, 2002).

PESTEL-Analysis berdasarkan pada faktor-faktor lingkungan makro yang mempunyai efek pada operasional sebuah perusahaan. Analisis ini digunakan sebagai alat untuk mengidentifikasi dalam lingkungan sekitar dan juga faktor-faktor lainnya untuk memperoleh gambaran yang lebih jelas mengenai kondisi vital dengan kepentingan pada pengembangan perusahaan secara jangka panjang. Analisis ini juga dapat merupakan suatu kontribusi terhadap cara faktor-faktor eksternal mempunyai pengaruh yang berbeda pada organisasi dan pesaing-pesaingnya. Ilustrasi di bawah ini menggambarkan bagaimana lingkungan eksternal mempengaruhi secara langsung persaingan dalam pasar lokal, regional dan global.



Gambar 2.2. : Analisis lingkungan makro dengan *PESTEL-Analysis*

Sumber : Hamsal, *External Environment Analysis*, 2010

Faktor pertama adalah kekuatan politik dan aspek legal pemerintahan. Industri atau perusahaan-perusahaan yang bergantung pada kontrak dengan pihak pemerintah atau badan-badan yang berafiliasi dengannya membutuhkan proyeksi terhadap kekuatan politik di pemerintahan yang berkuasa, termasuk ke arah mana aspek legal akan ditentukan. Selain itu, industri-industri yang terkait dengan kebutuhan sebagian besar masyarakat ataupun yang diatur lintas batas memiliki aturan yang dikontrol oleh pemerintah atau bahkan lembaga internasional. Sebagai contoh, aturan keselamatan penerbangan dari IATA maupun Departemen

Perhubungan, serta berbagai regulasi mengenai operasional perusahaan penerbangan. Perubahan peraturan akan menjadi perhatian yang besar bagi para manajer di perusahaan-perusahaan ataupun industri terkait.

Kekuatan ekonomi menjadi faktor eksternal kedua yang harus dipertimbangkan dalam mempelajari perkembangan kegiatan perusahaan dalam industrinya. Karena faktor ekonomi ini cenderung memiliki dampak yang langsung berpengaruh pada kebijakan atau langkah yang diambil sebagai strategi. Misalnya, kenaikan suku bunga bank akan menyebabkan biaya untuk mendapatkan pendanaan menjadi lebih besar atau bahkan tidak tersedia pendanaan tertentu. Faktor lingkungan makro lainnya adalah pertumbuhan ekonomi, nilai tukar mata uang asing dan inflasi. Semuanya ini akan mempengaruhi tingkat konsumsi masyarakat sehingga pada akhirnya akan berdampak pada persaingan dan kemungkinan-kemungkinan yang ada dalam industri masing-masing.

Secara khusus, nilai tukar mata uang berpengaruh langsung pada kemampuan bersaing produk-produk industri di pasar global. Sementara inflasi akan berpengaruh pada semua faktor yang ada karena menjadi tujuan utama yang akan dikendalikan oleh pemerintah dan bank sentral dengan kebijakan-kebijakannya masing-masing. Indikator lain yang lebih kuantitatif mengenai pengaruh kondisi ekonomi terhadap kegiatan industri adalah kondisi pasar modal yang sering dijadikan *benchmark* dalam melakukan proyeksi terhadap perkembangan perusahaan dan industri.

Bangkitnya kekuatan ekonomi negara-negara Asia utamanya China, India, Korea dan Timur Tengah mengubah peta persaingan kekuatan ekonomi dunia yang secara langsung mempengaruhi strategi yang akan diambil oleh manajer atau perusahaan. Kondisi ini juga menyebabkan jumlah masyarakat kelas menengah dan atas bertambah di negara-negara Asia khususnya sehingga pertumbuhan jumlah pengguna transportasi udara juga naik baik untuk keperluan bisnis, wisata maupun aktifitas pemerintahan.

Faktor ketiga adalah kekuatan sosial kultural dan demografi. Pengaruh demografi merupakan hasil dari perubahan pada karakteristik suatu populasi atau negara tertentu seperti umur, gender, suku asal, ras dan kelas sosial (Hill & Jones,

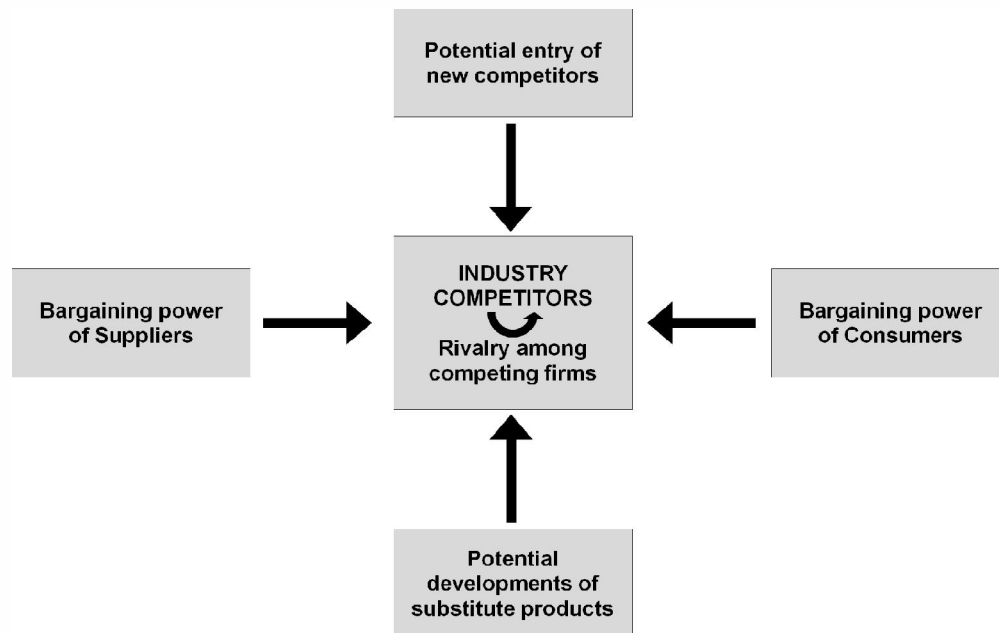
2008). Sedangkan kekuatan sosial kultural menunjuk pada perubahan nilai dan gaya hidup yang memiliki dampak pada kegiatan bisnis perusahaan-perusahaan dalam industri tertentu. Dalam dunia penerbangan, perkembangan *Full Service Carrier* (FSC) dan *Low Cost Carrier* (LCC) masing-masing didukung oleh perbedaan pangsa pasar yang dipengaruhi oleh gaya hidup yang dimiliki setiap pelanggan. Lain halnya dengan pengaruh bencana dan ancaman terorisme akan membuat konsumen takut dan menilai negatif suatu daerah sehingga berpengaruh pada jumlah penumpang semua penerbangan di suatu wilayah tertentu (Eikre-Telle & Grankvist, 2009).

Kekuatan teknologi adalah faktor terakhir yang dapat dilihat sebagai kesempatan baik ataupun ancaman terhadap kegiatan perusahaan dan industrinya. Perubahan teknologi dapat memunculkan produk baru di satu sisi dan menyebabkan usangnya produk lama dalam waktu singkat di sisi lain. Dalam dua dekade terakhir ini, perubahan teknologi semakin cepat sehingga implikasinya yang penting adalah kemungkinan berkurangnya penghalang bagi pesaing untuk masuk dalam industri sejenis. Hasilnya adalah turunnya harga-harga produk serta margin keuntungan perusahaan atau industri rata-rata karena meningkatnya intensitas persaingan. (Eikre-Telle & Grankvist, 2009). Namun, tidak semua sektor terpengaruh dalam tingkatan yang sama dari perubahan teknologi tersebut misalnya industri komunikasi, elektronik, penerbangan dan obat-obatan yang lebih berfluktuasi dibanding dengan industri tekstil, kehutanan dan metal (David, 2001).

Salah satu teknologi yang sangat berpengaruh luas adalah keberadaan layanan internet yang mengubah cara pelaku bisnis dalam meningkatkan kecepatan distribusi karena komunikasi data yang cepat, penciptaan produk dan layanan baru yang berbasis internet, mengubah siklus produk dan jasa, serta menghapus batas yang menghambat secara geografis. Selain itu, internet juga mengubah skala ekonomi produk, mengubah hambatan untuk masuk, dan mendefinisikan ulang hubungan antara industri dengan berbagai vendor, kreditor, konsumen dan pesaing (David, 2001).

Pendekatan yang digunakan secara luas dalam mempelajari dan mengembangkan strategi-strategi persaingan dalam berbagai industri adalah

analisis persaingan *Porter's Five Forces*. Pembahasan mengenai kerangka persaingan dalam industri ini akan menggunakan teori dari buku "*Strategic Management : Concept and Cases*" (David, 2001). Menurut Porter, sifat persaingan dalam industri tertentu dapat dilihat sebagai komposisi lima kekuatan sebagaimana diagram di bawah ini:



Gambar 2.3. : Model persaingan *Porter's Five Forces*

Sumber : David, *Strategic Management : Concepts and Cases*, 2001

Persaingan internal antar perusahaan (*Rivalry among competitive firms*)

Rivalitas dari perusahaan-perusahaan yang bersaing selalu menjadi yang paling kuat pengaruhnya dari lima kekuatan persaingan (*five forces*). Strategi-strategi yang diikuti oleh suatu perusahaan hanya akan sukses pada tingkat yang mampu memunculkan keunggulan persaingan di atas strategi yang diikuti oleh perusahaan lainnya. Perubahan pada strategi oleh suatu perusahaan mungkin akan menyebabkan balasan atas pergerakan yang berlawanan, misalnya penurunan harga, peningkatan kualitas, penambahan fitur, penyediaan layanan yang lebih baik, perpanjangan jaminan dan naiknya intensitas periklanan.

Intensitas rivalitas di antara perusahaan-perusahaan yang bersaing cenderung akan meningkat seiring penambahan jumlah perusahaan kompetitor,

kompetitor yang semakin mendekati dalam ukuran dan kemampuan, turunnya kebutuhan akan produk-produk industrinya, serta pemotongan harga yang sudah bersifat umum. Rivalitas juga meningkat ketika konsumen dapat berganti merek dengan mudah, produknya mudah rusak, halangan untuk meninggalkan pasar cukup tinggi, biaya tetap tinggi, perusahaan pesaing berdiversifikasi dalam strateginya, serta kegiatan merger dan akuisisi menjadi biasa dalam industri tersebut. Semakin intensifnya persaingan tersebut, maka keuntungan industri akan menurun hingga pada beberapa kasus menuju pada titik dimana industri tersebut bersifat tidak menarik lagi.

Dalam era internet ini, persaingan menjadi semakin dahsyat sebagai akibat penguasaan teknologi antar perusahaan yang berbeda-beda. Hal ini disebabkan karena konsumen saat ini dapat dengan menemukan harga-harga yang lebih murah dan membandingkannya secara efisien melalui internet. Informasi yang mengalir gratis di internet mendorong penurunan harga dan inflasi di sebagian besar wilayah di dunia ini.

Potensi masuknya pesaing baru (*Potential entry of new competitors*)

Kapanpun perusahaan-perusahaan baru dapat masuk dengan mudah pada industri tertentu, maka intensitas persaingan di antara perusahaan-perusahaan di dalamnya akan meningkat. Rintangan masuk mencakup kebutuhan untuk mencapai skala ekonomi dengan cepat, mencapai teknologi dan pengetahuan khusus, kurangnya pengalaman, loyalitas konsumen, referensi merek yang kuat, dan kebutuhan modal yang besar. Rintangan lain adalah kurangnya jalur distribusi yang memadai, kebijakan peraturan pemerintah, tarif yang berlaku, kurangnya akses ke bahan baku, kepemilikan paten, lokasi yang kurang bagus, serangan dari perusahaan yang sudah terlebih dahulu berada di dalam, serta potensi kejenuhan pasar terhadap produk yang ditawarkan.

Meskipun berderet banyak rintangan untuk masuk, perusahaan-perusahaan baru terkadang memasuki satu industri dengan produk berkualitas lebih tinggi, harga lebih rendah dan sumber-sumber pemasaran yang besar atau kuat. Keinginan untuk masuk ini dimotivasi oleh adanya satu dari perusahaan-perusahaan yang telah ada menikmati keuntungan ekonomis di atas normal

(Eikre-Telle & Grankvist, 2009). Tugas dari manajer adalah mengidentifikasi perusahaan baru yang berpotensi memasuki pasar, mengawasi strategi-strategi baru perusahaan pesaing, melakukan serangan balik yang diperlukan, serta meningkatkan kekuatan dan kesempatan-kesempatan yang dimiliki.

Kekuatan tawar supplier (*Bargaining power of suppliers*)

Kekuatan tawar supplier berpengaruh pada intensitas persaingan dalam industri khususnya ketika tersedia sejumlah besar *supplier*, bahan baku pengganti terbatas, atau biaya penggantian bahan baku cukup besar. Hal yang sering adalah bertemunya minat terbaik antara supplier dengan produsen untuk saling membantu dengan harga yang wajar, kualitas yang membaik, pengembangan layanan-layanan baru, pengiriman yang tepat waktu, dan penurunan biaya inventori, sehingga mempertinggi tingkat keuntungan dalam jangka panjang semua pihak.

Perusahaan bisa melakukan pendekatan suatu strategi terintegrasi terbalik untuk mendapatkan kontrol atau kepemilikan terhadap para supplier. Strategi ini khususnya efektif ketika *supplier* tidak dapat dipercaya, terlalu mahal, atau tidak dapat memenuhi kebutuhan perusahaan secara konsisten. Perusahaan umumnya dapat bernegosiasi lebih baik dengan *supplier* ketika strategi integrasi terbalik merupakan hal yang umum dilakukan di antara sebuah industri.

Beberapa alasan yang menyebabkan *supplier* dianggap sebagai masalah antara lain (Eikre-Telle & Grankvist, 2009) :

- Suplier industri didominasi oleh sedikit perusahaan.
- Suplier menjual produk yang unik atau perbedaannya tinggi.
- Suplier tidak terancam dengan bahan pengganti.
- Suplier mengancam integrasi vertikal ke depan.
- Perusahaan bukan konsumen penting bagi suplier.

Kekuatan tawar konsumen (*Bargaining power of consumers*)

Ketika konsumen terkonsentrasi atau berjumlah besar dengan volume pembelian yang tinggi, kekuatan tawar mereka menggambarkan kekuatan besar yang mempengaruhi persaingan dalam sebuah industri. Perusahaan-perusahaan

pesaing mungkin menawarkan jaminan yang lebih panjang atau layanan khusus untuk mendapatkan loyalitas konsumen ketika kekuatan tawar konsumen sangat utama. Kekuatan tawar ini juga menjadi lebih tinggi ketika produk dan jasa yang dibeli standar atau tidak berbeda. Ketika hal-hal tersebut yang terjadi, para konsumen dapat mengosiasikan harga jual, cakupan jaminan dan paket tambahan menjadi berlebih. Hal ini disebabkan karena konsumen selalu menginginkan untuk memaksimalkan nilai uang mereka.

Jika konsumen memiliki kekuatan tawar yang besar, akan mengancam perusahaan yang ada dalam industri sehingga menurunkan harga yang berarti juga menurunkan keuntungan perusahaan. Beberapa asumsi berikut digunakan untuk menunjukkan konsumen sebagai ancaman (Eikre-Telle & Grankvist, 2009) :

- Jumlah konsumen sedikit.
- Produknya standar.
- Biaya produksi adalah persentase yang signifikan dari total biaya konsumen.
- Konsumen tidak mendapatkan keuntungan ekonomi secara signifikan.
- Kemungkinan untuk integrasi vertikal terbalik.

Potensi produk pengganti (*Potential developments of substitute products*)

Dalam banyak industri, perusahaan-perusahaan berada dalam persaingan yang dekat dengan produsen produk-produk pengganti dalam industri yang lain. Misalnya produsen kontainer plastik bersaing dengan kaca, papan kertas, kaleng aluminium dan lain-lain. Keberadaan produk pengganti membuat adanya batas atas harga yang mungkin dapat dikenakan pada produk yang dijual sebelum konsumen beralih ke produk pengganti.

Walaupun pengaruh kekuatan produk atau layanan pengganti ini sangat kecil pengaruhnya terhadap industri penerbangan, namun tingginya harga untuk menggunakan jasa penerbangan di suatu daerah menyebabkan konsumen beralih ke moda transportasi lain seperti kereta api dan kapal laut. Hal ini dengan catatan bahwa pertimbangan utama tidak termasuk waktu tempuh yang akan dijalaninya.

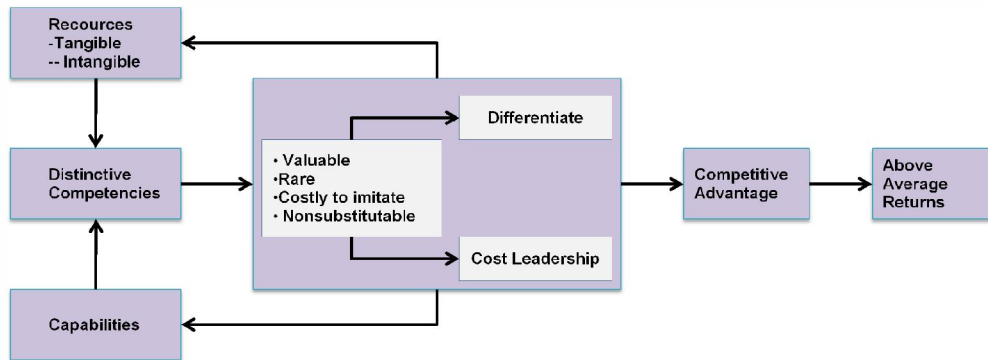
2.2.3. Strategi Perusahaan

Kemampuan perusahaan memperoleh keuntungan bukan semata-mata didasarkan pada fungsi dari keuntungan industrinya. Para ahli melihat, perusahaan yang masih bisa meraih keuntungan besar di tengah persaingan industrinya disebabkan karena kemampuan membangun strategi untuk menciptakan dan memelihara keunggulan kompetitif. Ada tiga kategori strategi secara umum yaitu *cost leadership*, *product differentiation*, dan *focus*. Strategi *cost leadership* bertujuan menurunkan biaya produksi dan meminimalkan margin dimana keuntungan diharapkan datang dari volume penjualan yang besar karena ketertarikan konsumen terhadap harga murah. *Product differentiation* dicapai dengan memproduksi produk yang unik dan dapat dinilai oleh pembeli sebagai barang berharga *premium* hingga menghasilkan keuntungan yang besar. Terakhir, ide dibalik strategi *focus* adalah membangun strategi khusus yang mensuplai satu segmen pasar dengan produk yang tepat sesuai dengan yang diinginkan, bisa dengan harga yang murah atau produk yang terdiferensiasi, contohnya strategi yang dikembangkan oleh *Apple*.

Dalam melakukan penilaian terhadap strategi perusahaan, perlu diingat bahwa tidak ada strategi yang dapat bertahan dalam jangka panjang. Misalnya strategi harga murah dapat dengan mudah ditiru dan berganti teknologi untuk menghasilkan metode produk yang lebih murah lagi. Strategi yang lain juga serupa baik untuk diferensiasi produk maupun fokus pada segmen pasar tertentu. Oleh karena itu, manajemen harus mampu menggambarkan tingkat kompetisi industri dan pemahaman akan kemampuan perusahaan sendiri terkait keunggulan kompetitifnya (Lundholm & Sloan, 2007).

Untuk mengembangkan keunggulan kompetitif, perusahaan membutuhkan *resources* (sumber daya) yang tidak dimiliki oleh perusahaan lain. Aset spesifik tersebut semestinya tidak dapat ditiru ataupun didapatkan dengan mudah di pasaran. Sumber daya tersebut dapat berupa hak paten, merek, tenaga ahli, budaya perusahaan, teknologi, kondisi keuangan dan faktor-faktor organisasinya. Dengan sumber daya ini, perusahaan membangun kapabilitas dalam bersaing dengan perusahaan lain di industri hingga menghasilkan produk dan layanan yang memberikan keuntungan. Semua faktor sumber daya tersebut dengan kapabilitas

yang dimiliki harus ditempatkan dalam aturan-aturan perusahaan, rutinitas, budaya dan prosedur-prosedur hingga dapat berkelanjutan. Hubungan di antara semuanya dapat digambarkan sebagai berikut (Eikre-Telle & Grankvist, 2009) :



Gambar 2.4. : Proses internal dalam membangun SCA

Sumber : Eikre-Telle & Grankvist, *SAS SB Valuation*, 2010

2.2.3.1. Analisis Posisi

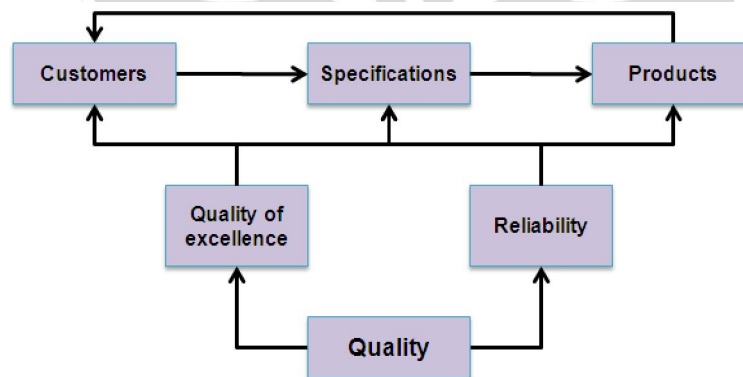
Pembahasan pada bagian ini menggunakan materi dari thesis “*SAS AB Valuation*” yang disusun oleh Marthe R.Eikre-Telle & Kurt-Goran Grankvist tahun 2009. Materi tersebut disimpulkan dari teori yang terdapat pada buku “*Strategic Management Theory*” (Hill & Jones, 2008).

Efisiensi

Efisiensi (keluaran dibagi dengan masukan) mengukur kuantitas masukan yang disyaratkan untuk memproduksi keluaran yang telah ditentukan. *Output* dapat berupa barang atau layanan yang bisnis hasilkan sedangkan masukan mencakup faktor-faktor produksi seperti tenaga kerja, modal, manajemen serta teknologi dan pengetahuan. Semakin tinggi efisiensi, maka semakin sedikit masukan yang diperlukan untuk memproduksi keluaran yang telah ditentukan tersebut. Produktifitas modal dan pekerja adalah komponen penting yang khusus untuk efisiensi sebagian besar perusahaan. Pada umumnya, produktifitas yang tinggi menggiring pada efisiensi yang lebih besar dan biaya yang lebih rendah.

Kualitas

Pengertian akan kualitas didasarkan pada pemahaman terhadap manfaat produk (*utility*). Kualitas super bergantung pada pendapat tegas konsumen akan atribut khusus pada produk yang ditentukan. Atribut-atribut ini dapat dibagi atas kualitas sebagai hal yang unggul dan kualitas sebagai hal yang tahan lama dan dapat diandalkan. Contoh produk yang unggul memiliki atribut seperti desain, model, rasa estetik, fitur dan fungsinya, serta tingkat pelayanannya. Tahan lama dan unggul (*reliability*) berarti penuh kepercayaan pada produk-produk untuk melaksanakan tugasnya dan jarang (jika pernah) rusak. Gambar di bawah ini menggambarkan interaksi antara atribut-atribut yang berbeda pada kualitas dan bagaimana membentuk kualitas produk/layanan secara total :



Gambar 2.5. : Rangkaian kualitas

Sumber : Eikre-Telle & Grankvist, *SAS SB Valuation*, 2010

Ketika keunggulan atau daya tahan dibangun dalam suatu produk, manfaat konsumen akan meningkat, dan mereka akan membayar lebih untuk mengkonsumsi atau memiliki produk tersebut. Kualitas produk mempunyai pengaruh ganda pada keunggulan kompetitif. Pertama memproduksi produk berkualitas tinggi meningkatkan manfaat bagi konsumen, yang mana memberi perusahaan pilihan untuk pengenaan harga yang lebih tinggi. Kedua produk yang tahan lama menciptakan efisiensi yang lebih besar dan biaya per unit yang lebih rendah.

Inovasi

Inovasi merujuk pada tindakan untuk menciptakan proses atau produk baru. Inovasi produk mencakup pengembangan produk-produk baru, atau produk yang memiliki atribut lebih bagus dibanding produk yang telah ada sebelumnya. Jenis inovasi ini menciptakan nilai melalui manfaat yang bertambah bagi konsumen dan sekali lagi menaikkan pilihan penentuan harga perusahaan. Hasil dari proses inovasi adalah kemungkinan untuk meningkatkan margin dengan menurunkan biaya-biaya produk atau mengubah struktur biaya. Inovasi penting karena memberikan perusahaan sesuatu yang unik dan sulit untuk ditiru. Proses ini mungkin salah satu blok bangunan yang penting dari keunggulan kompetitif. Keunikan membuka kemungkinan untuk berdifferentiasi dengan yang lain.

Respon terhadap konsumen

Dengan mengidentifikasi dan memuaskan kebutuhan konsumen, perusahaan dapat menghasilkan manfaat atribut yang lebih baik pada pelayanan dan produk mereka. Kustomisasi barang dan layanan pada kebutuhan yang unik dari konsumen adalah bagian penting dari kepekaan respon dan hal ini telah mendapatkan fokus yang lebih tinggi selama beberapa tahun belakangan. Salah satu aspek kepekaan respon, yang telah menerima perhatian lebih, adalah respon konsumen terhadap waktu. Dalam hal ini, waktu yang diambil dari konsumen untuk mengenali keperluannya atas produk atau layanan yang diberikan. Melalui kepekaan respon yang besar perusahaan-perusahaan membangun loyalitas atas merek dan menciptakan kesempatan untuk mengenakan harga *premium*.

2.2.3.2. Analisis keunggulan daya saing

Analisis keunggulan daya saing adalah perangkat analisis untuk memetakan kemungkinan bagi sumber daya perusahaan untuk menciptakan dan mempertahankan keunggulan kompetitifnya. Keunggulan kompetitif didefinisikan dengan imbal hasil jangka panjang di atas rata-rata pada pasar produk yang relevan. Sumber daya dapat dipandang sebagai sumber fundamental untuk keunggulan kompetitif atau kekurangannya. Sumber daya adalah kumpulan dari berbagai masukan yang mempengaruhi kemampuan relatif perusahaan dalam

menerapkan suatu strategi pasar produk (Jakobsen & Lien, 2001 in Eikre-Telle & Grankvist, 2009).

Jika sebuah sumber daya menciptakan imbal hasil tinggi yang abnormal, seharusnya sumber daya tersebut bersifat langka, penting, tidak mungkin ditiru, tidak mungkin tergantikan oleh barang substitusi dan tepat. Jika sumber daya tersebut jarang, kompetitor tidak mempunyai sumber daya yang sejenis dalam kualitas dan kuantitas yang sama. Sumber daya yang penting mempunyai pengaruh yang besar bagi biaya-biaya perusahaan atau keinginan konsumen untuk membayar atau keduanya. Untuk membuatnya sulit ditiru, kompetitor seharusnya tidak memiliki kemampuan untuk menduplikasi atau menggantikan sumber daya. Mobilisasi adalah proses untuk mengubah sumber daya menjadi bernilai ekonomis. Jika penciptaan nilai memiliki arti bagi perusahaan maka mereka seharusnya mengambilnya. Gambar berikut menjelaskan tingkat kepentingan sumber daya yang harus diperlakukan oleh perusahaan berdasarkan kelima karakteristik tersebut (Jakobsen & Lien, 2001 in Eikre-Telle & Grankvist, 2009) :

Tabel 2.2. Matriks kombinasi lima kriteria SCA

| <i>Valuable</i> | <i>Seldom</i> | <i>Costly to Imitate</i> | <i>Non-substitutable</i> | <i>Possible to mobilize</i> | <i>Competitive Consequences</i> | <i>Performance Implications</i> |
|-----------------|---------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|
| No | No | No | No | No | Competitive Disadvantage | Below Average Returns |
| Yes | No | No | Yes/No | No | Competitive Parity | Average Returns |
| Yes | Yes | No | Yes/No | No | Temporary Competitive Advantage | Above Average Returns |
| Yes | Yes | Yes | Yes | No | Potential Competitive Advantage | Above Average Returns |
| Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Sustainable Competitive Advantage | Ultimate Returns |

Sumber : Hamzal, *Bahan kuliahstrategic management*, 2010

2.2.3.3. Posisi Strategik dalam Industri Penerbangan

Sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya, profitabilitas posisi strategik sebuah perusahaan bergantung pada kondisi ekonomi yang mendasari. Ketika kondisi tersebut berubah, maka suatu posisi strategi yang pada suatu waktu

membawa pada keunggulan kompetitif, mungkin tidak akan lagi terjadi. Pada lingkungan yang telah dilakukan deregulasi peraturan, perusahaan penerbangan eksisting tidak dapat lagi bergantung pada perlindungan status monopoli untuk menjamin keuntungan. Oleh karena itu, bahkan di negara seperti Amerika Serikat, perusahaan penerbangan yang besar mengadopsi suatu strategi yang dibangun sekitaran sistem *hub-and-spoke* yang besar. Strategi yang ditempuh oleh American, United dan Delta Airlines adalah contoh yang bagus untuk dibahas (Hill & Jones, 2008).

Mengatur organisasi suatu jadwal dalam sistem tersebut jelas memiliki keuntungan bagi perusahaan penerbangan yang besar. Model *hub-and-spoke* ini memungkinkan perusahaan untuk memenuhi pesawat yang terbang dari airport penunjang menuju sebuah *hub* dan mengisi kembali dengan terbang dari *hub* menuju kota-kota tujuan. Pesawat yang penuh berarti biaya operasional yang rendah untuk setiap mil penumpang yang diangkut, dan hal ini melindungi penerbangan *incumbent* dari kompetisi langsung dengan perusahaan yang baru mau masuk dimana struktur rutenya adalah *point-to-point*. Keunggulan ini akan kuat khususnya pada pertarungan rute inter-kontinental yang menguntungkan karena perusahaan yang menerapkan sistem *point-to-point* tidak memiliki pesawat besar yang disyaratkan untuk penerbangan inter-kontinental *non-stop*, serta tidak memiliki hub untuk memfasilitasi penerbangan *one-stop*.

Tentu saja, operasional *hub-and-spoke* mengandung pertukaran yang signifikan. Pesawat-pesawat yang menerbangi sistem ini membutuhkan armada yang bervariasi sehingga dapat menerbangkan pesawat penuh pada angkutan pendek dan jauh antara kota-kota yang besar dan kecil. Armada yang bervariasi berarti biaya pemeliharaan yang tinggi dan kurangnya fleksibilitas dalam memanfaatkan terminal-terminal di bandara. Penerbangan melalui berbagai hub juga dapat menyebabkan kehilangan bagasi, penundaan yang dapat berlanjut ke seluruh sistem, serta kehilangan koneksi antar penerbangan. Kelemahan-kelemahan ini dapat diatasi selama mereka mampu mempertahankan pesawat penuh dalam setiap penerbangan. Dalam lingkungan seperti ini, skala ekonomi dapat tercapai di bawah sistem *hub-and-spoke* lebih banyak dibanding mengimbangi dampak biaya pekerja dan pemeliharaan yang tinggi sehingga

mampu menciptakan penghalang bagi perusahaan baru untuk masuk. Selanjutnya perusahaan besar yang telah ada tersebut dapat mengenakan harga *premium* untuk pelayanan masuk dan keluar kota-kota *hub* dibanding level layanan yang lebih medium. Penghalang masuk ini ditambah oleh loyalitas konsumen yang membeli melalui program *frequent-flyer* yang aktif dan menarik.

Sementara itu, *Southwest Airlines* adalah perusahaan penerbangan pertama yang mempunyai kesuksesan besar menggunakan model *point-to-point*. Berada pada posisi legal yang termasuk sebagai perusahaan penerbangan yang tidak diatur, *Southwest* menikmati biaya tenaga kerja yang rendah dibanding perusahaan penerbangan yang besar. Dengan sebuah armada yang terdiri atas jajaran Boeing 737s, *Southwest* juga menikmati biaya-biaya pemeliharaan yang rendah. Pencapaian performa on-time yang konsisten dengan menghindari bandara *hub* yang ramai sekali. Perusahaan juga sangat hati-hati dalam memilih pasar yang dimasuki, membatasi mereka sendiri pada pasangan kota yang juga dilayani oleh perusahaan penerbangan yang besar (maka juga menghindari kompetisi *head-to-head* yang merusak dengan mereka). Sementara itu, di saat yang sama memiliki kebutuhan yang cukup untuk memungkinkan *Southwest* mengisi pesawat-pesawatnya.

Dengan berjalannya waktu, keuntungan yang ditawarkan oleh model *hub-and-spoke* atas model *point-to-point* telah terkikis, sementara kekurangannya (biaya pemeliharaan tinggi, pelayanan buruk yang menghasilkan penundaan, dan sensitifitas terhadap cuaca) berlanjut menjadi lebih signifikan. Pertumbuhan penduduk membuat lebih banyak pasangan kota yang cukup untuk melayani model *point-to-point*. Kondisi ini menyebabkan semakin sulitnya pesawat-pesawat besar untuk memenuhi seluruh kursinya dengan sisa jalur yang tersedia. Sementara itu, perusahaan pembuat pesawat yang lebih kecil, *Bombardier* dan *Embraer* telah mengenalkan pesawat-pesawat kecil yang mampu terbang trans-kontinental *non-stop*. Menambah kesulitan penerbangan besar hingga menghilangkan posisi keunggulan kompetitifnya.

Dari kelemahan biaya-biaya yang menjadi sifatnya, perusahaan penerbangan besar telah belajar bahwa bisnis yang biasa saja tidak dapat diterima lagi dan mereka telah mengambil langkah-langkah serupa untuk merespon

perubahan yang telah dirusak oleh kekuatan ekonomi posisi kompetisi tradisionalnya. *American, United* dan *Delta Airlines* meningkatkan layanan internasional yang lebih efektif dalam mengeksploitasi manfaat dari operasional *hub-and-spoke* yang dulu digunakan untuk layanan domestik berskala besar. Selain itu, mereka juga bekerja sama dengan jaringan mereka untuk mengeliminasi kerugian biaya dan operasional. Tetapi bahkan dengan perubahan strategi ini, masa depan penerbangan *hub-and-spoke* dalam perjalanan udara domestik semakin suram (Hill & Jones, 2008).

2.2.4. Analisis Laporan Keuangan

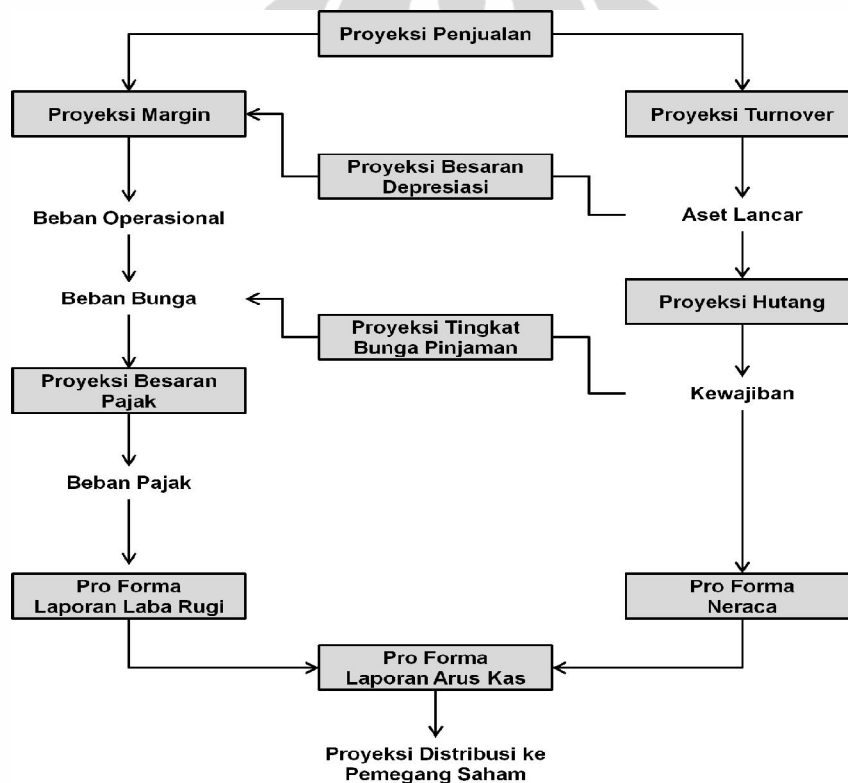
Sebagai bagian dari memahami bisnis suatu perusahaan, maka diperlukan beberapa analisis terkait dengan laporan keuangan perusahaan. Laporan keuangan yang digunakan dalam hal ini adalah neraca, laporan laba rugi dan laporan arus kas perusahaan. Analisis terhadap laporan keuangan yang tersedia sebelum melakukan proyeksi (Lundholm & Sloan, 2007) terdiri atas :

- Analisis akuntansi menangkap informasi dari laporan keuangan secara langsung berdasarkan pada GAAP (*Generally accepted accounting principles*). Laporan ini menyediakan bahasa yang seragam dalam mengevaluasi performa perusahaan di masa lampau sehingga dapat digunakan sebagai dasar dalam melakukan proyeksi di masa yang akan datang.
- Analisis rasio keuangan yang menyediakan suatu kerangka yang tersusun dengan sistematika tersendiri meliputi rasio pertumbuhan (*growth*), profitabilitas, margin keuntungan (*profit margins*), rasio-rasio *turnover*, dan *leverage* (kewajiban hutang). Analisis ini juga akan membandingkan rasio-rasio keuangan suatu perusahaan dengan beberapa tahun sebelumnya (*time-series analysis*) maupun dengan perusahaan lain (*cross section analysis*).
- Analisis arus kas menjelaskan penggunaan informasi dari laporan arus kas untuk mengevaluasi konsekuensi terhadap kas dari aktifitas operasional, pembiayaan dan investasi. Evaluasi terutama melihat penambahan kas positif dari operasional, penggunaan arus kas untuk diinvestasikan kembali

ke operasional serta implikasi arus kas pada proyeksi laporan keuangan jika dibandingkan dengan kondisi masa lampau.

2.3. Proyeksi Bisnis

Memproyeksikan laporan keuangan di masa depan menunjukkan tujuan akhir dari semua analisis yang telah dibahas sejauh ini. Dari perspektif teoritis, valuasi ekuitas menuntut proyeksi distribusi kas masa depan ke pemilik modal. Dari perspektif praktis, sebagian besar analisis fokus pada proyeksi pendapatan bersih.



Gambar 2.6. : Kerangka proyeksi secara sistematis

Sumber : Lundholm & Sloan, *Equity Valuation & Analysis*, 2007

Distribusi kas yang perusahaan bayarkan ke pemegang saham adalah hasil dari seperangkat aktifitas operasional, investasi dan pembiayaan yang kompleks dan saling berhubungan. Satu-satunya cara untuk melakukannya adalah dengan memproyeksikan di awal setiap aktifitas yang mendasari semuanya kemudian mengumpulkan implikasi keuangan tersebut ke dalam suatu proyeksi distribusi akhirnya ke pemegang saham. Hal ini dilakukan dengan memproyeksikan neraca

dan laporan laba rugi beserta interaksinya ke dalam bahan pertimbangan. Contohnya memproyeksikan biaya bunga pada laporan laba rugi bergantung pada jumlah hutang yang diproyeksikan dalam neraca. Jumlah hutang ini juga akan bergantung pada proyeksi aset operasional bersih perusahaan dan struktur permodalannya. Proyeksi aset-aset operasional jelas bergantung pada proyeksi pertumbuhan penjualan (Lundholm & Sloan, 2007).

2.3.1. Kerangka Waktu dan *Terminal value*

Secara teoritis, valuasi instrumen ekuitas mensyaratkan untuk memperkirakan dan mendiskonto semua distribusi kas di masa depan hingga batasan yang tidak terhingga. Namun hal ini tentunya menyulitkan mengingat batasan alat bantu yang digunakan dan kemungkinan kesalahan dalam melakukan proyeksi yang terlalu panjang. Oleh karena itu, dalam melakukan valuasi perlu ditentukan kerangka waktu pada batas tertentu dan selanjutnya item-item dalam laporan keuangan dianggap bertumbuh secara konstan. Dengan cara ini, distribusi arus kas proyeksi tetap bersifat tidak terbatas tanpa melakukan perhitungan laporan keuangan dari setiap tahun. Periode setelah batasan waktu proyeksi dikenal dengan sebutan periode terminasi (*terminal period*) dan arus kas pada titik ini disebut *terminal value*.

Kerangka waktu proyeksi seharusnya mulai dengan tahun fiskal dimana waktu valuasi berada dan dibatasi pada titik dimana proyeksi yang bagus tidak dapat lagi dilakukan. Untuk lebih presisi, periode terminasi dimulai ketika proyeksi menemui kondisi-kondisi sebagai berikut :

- Penjualan harus ditetapkan pada suatu tingkat pertumbuhan yang konstan.
- Margin yang terjadi berada pada persentase yang konstan.
- Rasio *turnover* berada pada kondisi konstan.
- Rasio pertumbuhan keuangan harus konstan

Selanjutnya yang perlu ditentukan adalah berapa lama waktu yang dianggap dapat dilakukan proyeksi laporan keuangan sebelum sisanya dianggap berada dalam kondisi konstan. Hal ini tergantung pada kondisi alami bisnis yang dijalankan dan seberapa banyak informasi yang tersedia sebagai bahan membuat

proyeksi. Pendekatan yang ekstrim menempatkan perusahaan berada pada suatu industri yang telah *mature* dalam siklus bisnis dengan produk yang dikenal baik, kebutuhan yang stabil, teknologi produksi yang stabil dan harga bahan baku yang juga stabil. Lebih lanjut, perusahaan tidak lagi mempunyai rencana ekspansi sehingga disimpulkan bahwa tidak ada lagi alasan perusahaan akan mempunyai tingkat pertumbuhan bervariasi. Pada contoh ini, periode proyeksi yang dibatasi sudah tidak ada dan periode terminasi dianggap mulai sejak tahun pertama. Proses ini disebut *straight-lining process*.

Asumsi lain adalah dengan belajar dari analisis mengenai data masa lampau untuk membuat proyeksi yang lebih baik di masa depan. Panjangnya kerangka waktu bergantung pada seberapa jauh di masa depan dapat diprediksi secara rasional variasi tingkat pertumbuhan penjualan, margin, *turnover* dan pengaruh sebelum ditentukan memiliki nilai yang stabil secara jangka panjang. Perusahaan yang baru dalam industri yang baru atau perusahaan yang baru memperoleh pangsa pasar dari kompetitor di suatu industri seperti halnya memerlukan kerangka waktu proyeksi yang lebih panjang. Pertimbangan lain adalah apabila terjadi pertumbuhan penjualan yang tidak normal karena pengaruh riset dan pengembangan (*R&D*), teknologi dan hal-hal yang terkait dengan keunggulan kompetitif perusahaan. Oleh karena itu, kerangka waktu tersebut sering disebut sebagai periode keunggulan kompetitif (Lundholm & Sloan, 2007).

Setelah kerangka waktu ditentukan, maka asumsi periode terminal bisa ditentukan dan nilai terminasinya dapat dihitung dengan menggunakan tingkat pertumbuhan penjualan yang stabil tersebut. Umumnya, perusahaan diasumsikan akan bertumbuh seiring dengan tingkat pertumbuhan perekonomian yang diharapkan dalam jangka panjang. Secara historis, tingkat pertumbuhan PDB tahunan di Indonesia berada pada kisaran enam persen (10%) yang terdiri atas pertumbuhan riil 6% dan inflasi sebesar 4%. Jadi dalam beberapa kasus, proyeksi tingkat pertumbuhan penjualan pada titik terminasinya antara 8 – 12 % dengan asumsi tidak akan melewati prosentase biaya modal (*cost of capital equity*).

2.3.2. Biaya Modal (*The Cost of Capital*)

Hasil proyeksi laporan keuangan yang dibuat merupakan rangkaian tidak terbatas dari pergerakan (*flow*) nilai-nilai pada masa yang akan datang. Semua pergerakan nilai ini seharusnya dikombinasikan nilainya menjadi satu perkiraan nilai pada saat ini sehingga diperlukan tingkat nilai diskonto tertentu yang umum dikenal dengan sebutan biaya modal (*cost of capital*). Nilai dari biaya modal ini merupakan rata-rata tertimbang dari biaya atas hutang (*cost of debt*), biaya atas ekuitas (*cost of equity capital*) dan saham preferen jika ada.

Biaya atas ekuitas merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan atas modal investor yang dapat diperoleh sebagai alternatif terbaik dari kegiatan investasi yang setara dengan risiko. Nilai ini terbagi atas dua bagian yang merupakan tujuan masing-masing yaitu nilai uang terhadap waktu yang merupakan representasi dari tingkat bunga bebas risiko (*risk free rate*) dan risiko investasi tambahan sebagai ekspektasi investor dalam melakukan investasi. Oleh karena investor tidak suka akan ketidakpastian, maka mereka akan memegang sekuritas untuk investasi jika mempunyai kompensasi atas kegiatan tersebut dimana investasi berisiko tinggi seharusnya memberikan pengembalian yang juga tinggi (*higher risk – higher return*).

Risiko tambahan ini dihitung sebagai tingkat pengembalian yang diharapkan di atas tingkat bebas risiko yang ditawarkan oleh sekuritas. Tingkat pengembalian ini dapat dihitung pada tingkatan yang berbeda sesuai dengan penerimaan risikonya (*risk classes / risk factor*) kemudian meratakan pengembalian yang terealisasi di masa lalu untuk perusahaan di setiap kelas risiko tersebut (*risk premium*). Untuk menjelaskan mengenai risiko-risiko tersebut, terdapat dua pendekatan yang dapat digunakan yaitu CAPM (*Capital asset pricing model*) dan model berbasis regresi perusahaan penerbangan di Asia Timur (Ross, 2009).

CAPM merupakan tingkat pengembalian saham yang diharapkan pada perusahaan dengan persamaan sebagai berikut :

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad \dots\dots\dots (2.3)$$

Dimana :

r_e = tingkat pengembalian yang diharapkan, setara dengan biaya akuitas perusahaan

r_f = tingkat pengembalian bebas risiko

r_m = tingkat pengembalian portofolio pasar

β = beta perusahaan, yang mengukur sensitifitas pengembalian perusahaan terhadap pengembalian pasar.

Salah satu asumsi yang mendasari CAPM adalah bahwa setiap investor memegang instrumen yang terdiri atas obligasi *risk-free* dengan pengembalian (*return*) r_f , dan seluruh portofolio pasar yang tidak pasti tetapi memiliki pengembalian r_m sebagai ekspektasi. Sumber risiko yang tidak dapat dikontrol adalah variasi pengembalian pasar dan pengukuran yang membedakan antara satu sekuritas dengan yang lainnya adalah β (*beta*) yang merupakan sensitifitas pergerakan instrumen sekuritas dengan pasar atau bursa. Perusahaan dengan nilai *beta* yang tinggi akan lebih berisiko dibanding perusahaan dengan nilai *beta* yang rendah (Lundholm & Sloan, 2007).

Selama beberapa dekade terakhir, industri penerbangan di negara-negara Asia Timur telah terbuka pada risiko sistematis dalam frekuensi yang tinggi. Di antara risiko tersebut adalah harga minyak yang berfluktuasi tinggi, penyebaran penyakit seperti SARS atau *Avian Influenza*, krisis ekonomi dan resesi ekonomi. Harga saham perusahaan penerbangan menghadapi bahaya dan terpengaruh oleh risiko-risiko tersebut sehingga cenderung mengarah pada sumber biaya modal yang tidak stabil. Oleh karena industri penerbangan merupakan bisnis global yang menghubungkan berbagai tempat di seluruh dunia, maka pengukuran koefisien *beta* berdasarkan pada pasar saham suatu negara tidak benar-benar akurat untuk menangkap risiko sistematis dari perusahaan-perusahaan penerbangan. Hasil penelitian Hooy & Lee, (2010) membentuk model hasil regresi yang dapat menjelaskan risiko-risiko sistematis yang dihadapi oleh perusahaan-perusahaan penerbangan di Asia timur sebagai berikut :

$$\beta_{it}^J = \delta_0 + \delta_1 FS_{it} + \delta_2 LQ_{it} + \delta_3 PF_{it} + \delta_4 OL_{it} + \delta_5 FL_{it} + \delta_6 OE_{it} + \delta_7 GR_{it} + \delta_8 AS_{it} + \delta_9 D9799_{it} + \delta_{10} D0002_{it} + \delta_{11} D0809_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

..... (2.4)

Dimana :

J = Estimasi *beta* dari model CAPM, IFF3F dan 14F berdasarkan hasil penelitian Hooy & Lee, (2010) terhadap tujuh perusahaan penerbangan yang telah masuk bursa di Asia Timur. Daftar koefisien dan variabelnya dapat dilihat pada lampiran 1.

δ = Daftar koefisien regresi

Biaya hutang biasanya lebih kecil dari biaya modal. Para kreditor bukanlah merupakan pemilik perusahaan dan oleh karenanya tidak mempunyai hak *voting* atau *dividen*. Tetapi pada sisi lain para kreditor memperoleh pendapatan tetap setiap tahun dan memiliki hak utama (lebih awal) terhadap arus kas perusahaan. Jika perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban terhadap kreditor setiap tahun maka perusahaan akan dianggap bangkrut. Dengan kondisi tersebut, biaya hutang dapat terdiri atas tiga elemen antara lain : tingkat bunga bebas risiko nominal, resiko premium yang proporsional terhadap probabilitas kegagalan, dan manfaat pajak dari hutang yang harus dikeluarkan dari semua biaya. Menganalisa biaya hutang perusahaan lebih mudah karena umumnya telah ditentukan oleh bank atau kreditor dan dilaporkan dalam laporan keuangan (Eikre-Telle & Grankvist, 2009).

Untuk menghitung seluruh biaya modal, pendekatan yang rasional dan umumnya diambil dengan mengambil rata-rata tertimbang dari biaya modal (*Weighted-average cost of capital*) dengan model sebagai berikut :

$$WACC = \frac{E}{V} \times r_e + \frac{D}{V} \times r_d \times (1 - T_c) \quad \text{..... (2.5)}$$

Dimana :

r_e = biaya modal ekuitas (*cost of equity capital*)

r_d = biaya hutang (*cost of debt*)

D = kewajiban (hutang) perusahaan

E = modal perusahaan

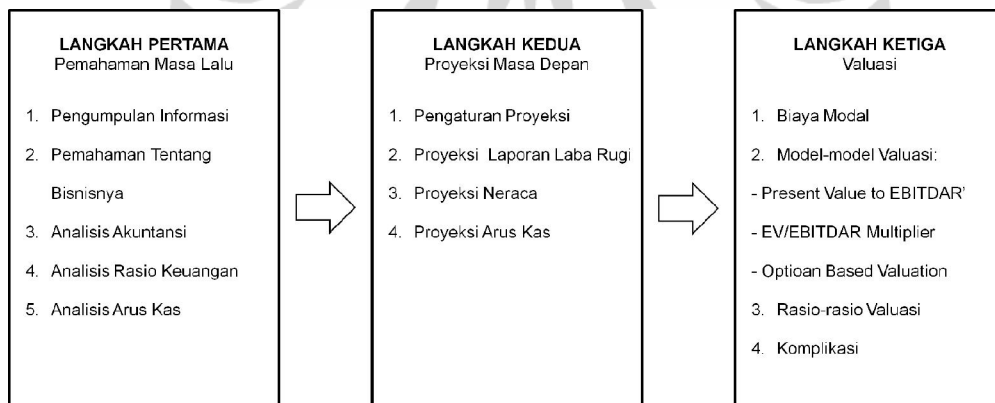
V = $D + E$

T_c = Pajak perusahaan

BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Proses Valuasi Perusahaan

Proses analisis ekuitas atau yang umum dikenal dengan valuasi perusahaan dapat dibagi menjadi tiga langkah nyata yaitu : pemahaman masa lalu (*understanding the past*), proyeksi masa depan (*forecasting the future*), dan valuasi (*valuation*). Langkah pertama secara sederhana melihat pada hasil-hasil pencapaian perusahaan yang tersaji dalam laporan keuangan setiap tahun di masa lampu. Langkah kedua berdasarkan pada hasil analisis laporan keuangan untuk memproyeksikan laporan keuangan di masa yang akan datang berdasarkan perkiraan distribusi kas ke pemegang ekuitas. Sedangkan langkah terakhir adalah melakukan konversi perkiraan distribusi-distribusi arus kas masa depan menjadi satu perkiraan nilai intrinsik perusahaan. Berikut adalah kerangka kerja analisis ekuitas (Lundholm & Sloan, 2007) :



Gambar 3.1. : Kerangka kerja analisis ekuitas (valuasi perusahaan)

Sumber : Lundholm & Sloan, *Equity Valuation & Analysis*, 2007

3.1.1. Pemahaman Masa Lalu (*Understanding the Past*)

Langkah pertama dari proses valuasi ekuitas adalah memeriksa semua informasi yang relevan dengan bisnis perusahaan. Informasi dapat diperoleh melalui perusahaan penyelenggara bursa untuk perusahaan publik dan dokumen perusahaan yang diinformasikan melalui laporan keuangan tahunan atau

propektus tahunan. Bagaimanapun, terdapat banyak sumber informasi lainnya yang seharusnya diteliti mulai dari press release perusahaan hingga data-data sektor industri dan makroekonomi.

Segera setelah informasi yang terkait dapat dikumpulkan, proses analisis informasi dapat dimulai. Tugas pertama adalah memahami jenis bisnisnya secara kualitatif yang bertujuan untuk membangun pemahaman dari aktifitas bisnis yang perusahaan jalankan. Ada beberapa pertanyaan yang muncul seperti jenis usaha yang dilakukan (manufaktur atau jasa), bagaimana proses kerja dan siapa konsumennya. Di tingkat industri, kompetitor utama dan karakteristik industrinya hingga bisa sesuai dengan kondisi ekonomi secara umum juga perlu diketahui. Pada akhirnya, untuk membuat perusahaan tersebut lebih sukses dari kompetitornya, maka identifikasi terhadap elemen-elemen dari strategi bisnis perusahaan yang diharapkan menjadi penting untuk diformulasikan.

Dengan bekal pengetahuan atas bisnis perusahaan tersebut, penelitian terhadap laporan keuangan historikal dapat dimulai. Ada tiga hal yang perlu diteliti yaitu (Lundholm & Sloan, 2007) :

- Analisis akuntansi, yang bertujuan untuk membangun pemahaman menyeluruh bagaimana konsekuensi ekonomis dari aktivitas bisnis perusahaan direfleksikan dalam laporan keuangan secara periodik. Analisis ini akan membantu pemahaman kunci keunggulan dan kelemahan laporan keuangan perusahaan, identifikasi ke arah mana manajemen mungkin membawa perusahaan, dan kesimpulan mengenai aktifitas bisnis perusahaan di masa lalu terkait dengan kondisi ekonomi yang terjadi.
- Analisis rasio keuangan, yang menunjukkan bagaimana komponen-komponen laporan keuangan suatu perusahaan saling berhubungan untuk menghasilkan performa keuangan secara keseluruhan. Jika dikombinasikan dengan analisis akuntansi, analisis rasio keuangan ini akan menyajikan dasar-dasar untuk mengevaluasi konsekuensi ekonomis dari aktifitas bisnis perusahaan di masa lalu dan kesuksesan strategi bisnisnya.
- Analisis arus kas, terkait dengan pemahaman artikulasi arus kas terhadap antara aktivitas operasi perusahaan, investasi dan pembiayaannya. Strategi bisnis perusahaan yang kuat akan mengantisipasi kebutuhan kas yang

diasosiasikan dengan aktifitas operasi dan investasi, serta menyediakan pembiayaan bisnis yang efisien dan sesuai dengan waktunya.

3.1.2. Proyeksi Masa Depan (*Forecasting the Future*)

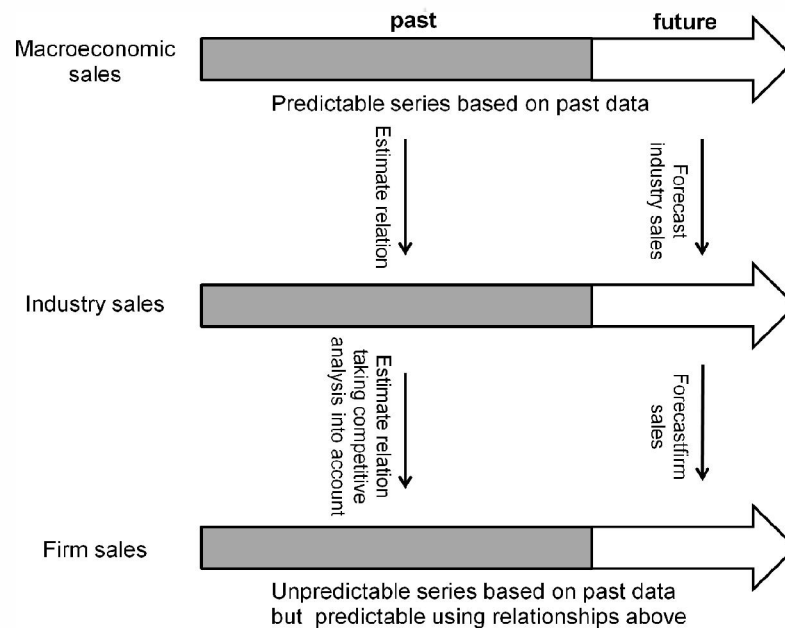
Berdasarkan pada pendapatan historikal, analisis strategi, tren industri dan faktor-faktor makroekonomi maka arus kas di masa yang akan datang dapat diperkirakan. Proyeksi sama halnya dengan penyusunan anggaran bukan merupakan ilmu pasti, tetapi lebih dikualifikasikan sebagai tebakan. Semakin banyak informasi dan pengetahuan yang dikumpulkan dari perusahaan atau industrinya, maka proyeksi akan semakin akurat. Namun terdapat kejadian-kejadian ekstrim yang tidak mungkin bisa diprediksi seperti dampak peristiwa 9/11 dalam industri penerbangan dan epidemi penyakit flu burung (*SARS*) yang menurunkan lalu lintas antar benua ke Asia.

Pertanyaan penting adalah panjang horizon waktu yang digunakan dalam proses penyusunan anggaran dan biaya. Semakin panjang waktu yang diambil maka semakin sulit memperkirakan arus kas dengan benar. Padahal secara teoritis, setidaknya dibutuhkan banyak tahun bagi perusahaan untuk mencapai kondisi pertumbuhan yang stabil dan berkelanjutan. Kondisi stabil dimaksud menunjukkan titik dimana perusahaan dipercaya mencapai pertumbuhan yang konstan. Jika industri atau perusahaan itu masih baru, maka perlu lebih dari sepuluh tahun untuk mencapai potensinya. Sedangkan perusahaan yang sudah lama dengan industri yang sudah berjalan dengan baik maka hanya dibutuhkan beberapa tahun untuk proyeksinya. Proses restrukturisasi dan perubahan mendasar pada industri (sebagai contoh pada teknologi) akan berbicara lain terkait dengan horizon waktu yang lebih lama (Eikre-Telle & Grankvist, 2009).

3.1.3. Detail-detail Proyeksi

Proyeksi dimulai dengan melakukan perkiraan terhadap pertumbuhan penjualan industri yang dipengaruhi oleh faktor-faktor makroekonomi pada industri dimana perusahaan tersebut berada. Perlu ditentukan variabel-variabel yang mempengaruhi penjualan industri sehingga perusahaan nantinya dianggap

mengikuti tren industri tersebut. Kunci pemacu terjadinya penjualan yang bisa bertumbuh akan memberikan proyeksi pertumbuhan penjualan dalam jangka panjang yang bisa dijelaskan alasannya. Variabel makroekonomi yang bergerak searah dengan penjualan industri akan membentuk grafik yang bagus. Gambar berikut menjelaskan perkiraan penjualan industri dan perusahaan yang dipengaruhi atau diturunkan dari data-data makroekonomi (Lundhlo & Sloan, 2007) :



Gambar 3.2. : Perkiraan penjualan industri dan perusahaan dari data makro

Sumber : Lundholm & Sloan, *Equity Valuation & Analysis*, 2007

Setelah pertumbuhan penjualan telah diproyeksikan, selanjutnya perlu melakukan prediksi hubungannya dengan pertumbuhan penjualan perusahaan tertentu. Hal yang harus dipertimbangkan adalah intensitas persaingan dari sumber-sumber alternatif untuk produk atau layanan yang sama. Selain itu juga perlu ditemukan indikator dari perusahaan itu sendiri untuk meningkatkan pertumbuhan yaitu rencana investasi dimana yang akan datang khususnya untuk rencana daerah penjualan atau layanan baru, promosi untuk pemasaran saat ini, atau produk dan layanan baru. Dengan kata lain, pertumbuhan penjualan dapat berasal dari pasar baru atau peningkatan pasar yang telah ada dengan produk atau layanan baru.

Sebagian besar biaya bergerak seiring dengan penjualan misalnya biaya pokok penjualan, biaya umum dan administrasi, sehingga dapat diproyeksikan sebagai persentase terhadap penjualan. Namun, proyeksinya tidak harus selalu merupakan persentase yang konstan dari penjualan tersebut karena dua alasan yaitu : skala ekonomi yang telah tercapai dan adanya penerapan manajemen biaya. Sebagai tambahan, kenaikan harga penjualan memiliki efek yang sama dengan menurunkan biaya-biaya ketika melakukan proyeksi dengan presentase penjualan. Pada beberapa kasus, biaya yang muncul dalam laporan laba rugi merupakan dampak dari hubungan yang kuat dengan neraca misalnya antara hutang dalam neraca dengan biaya bunga dalam laporan laba rugi. Berikut adalah detail-detail item dalam laporan keuangan yang perlu diperhatikan dalam melakukan proyeksi :

- Biaya pokok penjualan (*Cost of good sold*) yaitu biaya langsung untuk memproduksi atau mengadakan layanan.
- Biaya riset dan pengembangan. Walaupun tidak ada hubungan langsung antara biaya riset dan pengembangan dengan penjualan, namun banyak perusahaan menentukan biaya-biaya tersebut berdasarkan persentase penjualan.
- Biaya administrasi, penjualan dan umum mempunyai beberapa komponen yang bergerak bersamaan dengan penjualan seperti komisi yang dibayarkan ke tenaga *sales* (penjualan) dan komponen lain yang berhubungan dengan lemah terhadap penjualan.
- Depresiasi dan amortisasi mencakup properti, pabrik dan peralatan serta *intangible* diproyeksikan berdasarkan hubungan antara neraca dan laporan laba rugi.
- Biaya bunga diproyeksikan dengan membuat rasio antara bunga dan semua hutang dikombinasikan. Suku bunga sebelumnya merupakan indikator yang bagus untuk memproyeksikan suku bunga ke depannya kecuali adanya perubahan besar baik pada resiko perusahaan maupun suku bunga pada level makro. Jika terjadi penjumlahan bersih pada beban bunga akibat pendapatan bunga, maka pendapatan bunga ini seharusnya dipindahkan ke pendapatan non-operasional.

- Pendapatan non-operasional terdiri atas deviden dari anak perusahaan yang diterima, pendapatan atas bunga dari investasi, penjualan aset yang masih mempunyai nilai sisa, dan pendapatan lain-lain di luar bisnis inti. Melakukan proyeksi atas pendapatan ini tidak dapat serta merta menggunakan persentase terhadap penjualan karena sifatnya yang tidak berkelanjutan atau menyesuaikan dengan tindakan perusahaan yang tidak dilakukan setiap tahun.
- Persentase pajak efektif merupakan rasio antara beban pajak dengan pendapatan sebelum pajak penghasilan (*EBIT*).
- *Minority interest* atau klaim pemegang saham anak perusahaan yang laporannya telah dikonsolidasikan. Mengingat besaran klaim bervariasi dengan pendapatan anak perusahaan dan bukan pada pendapatan induk perusahaan, maka item ini dapat ditentukan pada angka yang konstan. Namun jika pendapatan anak perusahaan ini bergerak sesuai dengan induknya, maka persentase perubahan *minority interest* dapat dipergunakan.

Langkah selanjutnya adalah melakukan penyusunan proyeksi pada neraca dengan asumsi meliputi aset-aset operasional bersih terdiri atas modal kerja, aset-aset operasional, dan kewajiban-kewajiban lain-lain. Aset operasional bersih diproyeksikan dengan persentase terhadap penjualan karena digunakan untuk menghasilkan penjualan (Lundholm & Sloan, 2007). Item-item laporan keuangan yang harus diperhatikan dalam memproyeksikan modal kerja antara lain : kas untuk operasional, piutang perusahaan, persediaan, aset lancar lainnya, hutang yang harus dibayar, pajak terhutang dan kewajiban lancar lainnya. Sedangkan aset-aset operasional dan kewajiban lain-lain meliputi : properti (termasuk peralatan), investasi pada tempat lain, aset tak nyata (*intangible asset*), pajak dibayar di muka, termasuk piutang jangka panjang serta aset dan kewajiban tidak lancar lainnya.

Terkait dengan kegiatan pembiayaan yang menggunakan hutang jangka pendek (jatuh tempo dalam waktu kurang dari setahun), hutang jangka panjang, kewajiban minoritas dan saham preferen, proyeksi atas semua item tersebut menggunakan persentase terhadap total aset setiap tahunnya. Kewajiban minoritas

dan saham preferen juga dapat dimasukkan dalam kategori hutang jangka panjang dengan proyeksi menggunakan nilai nominal yang konstan kecuali perusahaan memiliki rencana untuk terus menerbitkan saham preferen di masa yang akan datang.

3.1.4. Pemilihan Metode Valuasi

Metode yang akan dipilih bergantung pada atribut perusahaan seperti umur perusahaan, industri dan asumsi bisnis yang berkelanjutan. Perusahaan yang masih muda dengan pendapatan yang kecil atau suatu perusahaan dalam industri berteknologi tinggi mungkin sesuai untuk valuasi berbasis komparasi atau opsi karena arus kasnya akan berpotensi sulit untuk diperkirakan. Jika diasumsikan bahwa perusahaan akan menghentikan semua operasinya dan menjual seluruh asetnya maka pilihan metode yang bagus adalah nilai aset bersih (*net asset value*). Tetapi jika diasumsikan bisnisnya berlanjut, perusahaan telah lama dan industrinya telah berjalan baik maka seharusnya perkiraan arus kas di masa depan yang berbasis pada data historikal dan proyeksi pilihan yang terbaik. Dalam hal ini kasus industri penerbangan sehingga pendekatan valuasi pada PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk akan menggunakan analisis arus kas fundamental (Eikre-Telle & Grankvist, 2009).

3.2. Metode Valuasi

Secara garis besar, terdapat dua jenis model valuasi terkait dengan prinsip keberlangsungan hidup yang terus menerus (*going-concern*) yaitu model valuasi absolut dan relatif. Model valuasi absolut adalah model yang mengkhuskan pada nilai intrinsik suatu aset untuk dapat dibandingkan dengan harga pasar dari aset tersebut. Salah satu model yang penting dari model absolut ini adalah *present value model* yang mana nilai dari suatu aset terhadap investor seharusnya berhubungan dengan imbal balik yang diharapkan diterima investor dengan memegang aset tersebut. Model lain adalah valuasi relatif yang membandingkan nilai suatu aset dengan aset lain dengan penerapan umum menggunakan nilai perkalian dari pasar.

Selanjutnya, dalam menentukan metode valuasi yang akan digunakan, terdapat beberapa kriteria umum dalam pemilihan model yang luas digunakan sebagai berikut (Stowe, 2007) :

- Konsisten dengan karakteristik perusahaan yang sedang divalusi.
- Sesuai dengan ketersediaan dan kualitas data yang tersedia.
- Konsisten dengan tujuan valuasi.

Tabel 3.1. Jenis Metode Valuasi untuk setiap industri yang lazim digunakan

| Sector | Sub-Sector | Micro Factors | Valuation Tools |
|---------------------------|-------------------|--|--|
| Automobiles & Components | Manufacturers | Auto Sales (acceleration/de celeration) Pricing Market share | P/Sales |
| | Components | Auto Sales Global Presence | P/CE relative P/Sales |
| Banks | | Net interest margins Cost/income ratios | ROE/Ke P/BV |
| Base Materials | Paper | Capacity announcements Pulp price → cash cost of production Operations rates EPS momentum Output-price-expectation | P/BV (<0,8 = outperformance) |
| | Chemicals | Capacity cycle Innovation Restructuring | EV/EBITDA EV/Sales P/CE Above real market, real sector |
| | Metals and Mining | Commodity inventories Scale economies Earning momentum Production growth | FCF EV/EBITDA |
| Transportation | Airlines | Global presence Operating leasing Operational risk Market share | DCF EV/EBITDAR Option Based Val |
| Building and Construction | | Construction activity | P/FCF, EV/UFCF, P/E, EV/EBITDA |

Sumber : Diolah dari bahan presentasi *Adler Haymans Manurung*, 2011

Dengan pertimbangan mengenai kriteria umum serta metode yang lazim digunakan dalam melakukan valuasi, maka penentuan metode untuk industri penerbangan (transportasi) antara lain *discounted chas flow* dengan menghitung nilai perusahaan berdasarkan *present value* dari arus kas *EBITDAR*. Metode lain yang melengkapi perhitungan tersebut adalah *option based valuation (real option)* pada *hidden value* dan valuasi berbasis komparasi (*EV/EBITDAR Multiply*).

3.2.1. *Discounted Cash Flow (EBITDAR)*

Industri penerbangan merupakan salah satu industri yang penuh dengan regulasi, kebanyakan beroperasi lintas negara dan sangat terpengaruh oleh fluktuasi mata uang asing terutama US Dollar. Hal ini disebabkan karena penentuan harga bahan bakar, harga pembelian dan sewa pesawat (*leasing*), biaya pemeliharaan serta pinjaman untuk perusahaan penerbangan banyak yang dihitung menggunakan mata uang tersebut. Kecuali di beberapa negara berkembang yang mengkonversi nilai jual bahan bakar pesawat dan pinjaman dalam negeri dengan menggunakan mata uang tersendiri. Selain itu, industri penerbangan merupakan industri dengan volatilitas yang tinggi dan memiliki tingkat ketidakpastian yang lebih besar.

Metode yang umum digunakan dalam industri penerbangan, kaitannya dengan performa kondisi ekonomi yang sangat mempengaruhi, adalah biaya operasi langsung (*direct operating cost*) yang merefleksikan pendekatan keuntungan dan kerugian, termasuk item-item non-kas seperti depresiasi pesawat. Arus kas operasi ini biasanya diperkirakan dengan menggunakan *EBITDAR* (*Earning before interest, tax, depreciation, amortization and rentals*). *Net present value* atau *discounted cash flow* dari *EBITDAR* ini dihitung dengan menggunakan biaya modal yang disesuaikan dengan pendekatan pada pasar industri penerbangan di Asia Timur (Gibson & Morell, 2004).

Penggunaan komponen rental dalam *EBITDAR* disebabkan karena adanya manfaat dari *operating leasing* yang umumnya digunakan oleh industri penerbangan daripada melakukan pembelian secara langsung. Sistem ini memberikan fleksibilitas pengaturan konfigurasi pesawat dalam armada penerbangan dan keberadaan pengurangan resiko nilai sisa pesawat yang tidak bisa diperoleh jika pengadaan pesawat dengan pembelian langsung. Dalam akun-akun laporan keuangan perusahaan penerbangan, pembayaran sewa beli operasi dipandang sebagai biaya-biaya operasional sedangkan bunga hutang dicantumkan di bawah baris keuntungan operasional (Gibson & Morrell, 2004).

3.2.2. *Hidden Value (Real Option Valuation)*

Dalam beberapa tahun terakhir, perusahaan-perusahaan penerbangan telah menunjukkan dengan jelas bahwa tantangan untuk dunia penerbangan saat ini adalah goncangan pada lingkungan ekonomi yang tidak dapat diprediksi. Tantangan inilah yang akan membedakan antara kesuksesan dan kegagalan dalam manajemen bisnis penerbangan di berbagai negara. Dua dari beberapa tren terkemuka dalam perencanaan investasi perusahaan penerbangan adalah waktu pembuatan yang semakin cepat dan fleksibel sehingga dimungkinkan terjadinya perubahan sebelum pesawat dikirim untuk menyesuaikan dengan kebutuhan konsumen; dan meningkatnya perusahaan yang menyediakan jasa sewa beli operasi (*operating lease*) untuk semua jenis, ukuran dan lokasi pesawat terbang.

Kedua inovasi tersebut membantu perusahaan penerbangan lebih baik dalam berhadapan dengan kondisi yang tidak tentu tersebut. Teori keuangan menyediakan beberapa cara untuk menilai keuntungan-keuntungan tersebut, yang dapat digabungkan secara langsung ke dalam pembiayaan atas dasar strategi yang digunakan (Gibson & Morrell, 2004). Selain itu, perusahaan penerbangan yang telah berpengalaman juga memiliki berbagai strategi yang digunakan dalam menghadapi kondisi ekonomi yang tidak menentu termasuk persaingan dalam industri antar berbagai industri penerbangan. Nilai-nilai strategi tersebut merupakan aset potensial lain-lain yang saat ini tidak dimasukkan dalam laporan keuangan atau estimasi proyeksinya.

Lebih lanjut, *real option analysis* dapat digunakan untuk melakukan valuasi atas hal-hal sebagai berikut (Brealey, Myers & Marcus, 2007) :

- Opsi untuk berkembang (*Expand*) merupakan nilai tambah yang dapat diambil apabila suatu proyek atau investasi membutuhkan keputusan pada masa yang akan datang terkait dengan rencana pengembangan. Misalnya opsi untuk melakukan pembelian pesawat di masa yang akan datang. Pada kasus ini, perusahaan akan membayar sejumlah uang saat ini untuk memperoleh opsi pada aset *real* di masa yang akan datang dan hal ini tidak ditunjukkan sebagai aset dalam neraca perusahaan. Investor yang sadar akan keberadaan opsi ini akan menilai perusahaan lebih tinggi jika diperkirakan akan memberikan keuntungan di masa yang akan datang.

- Opsi untuk melepaskan (*abandon*) terkait dengan kemungkinan proyek tidak lagi memberikan keuntungan sehingga perusahaan dapat menghentikan kerugian dan melepaskan beberapa aset dengan opsi yang ada. Namun opsi akan menguntungkan apabila aset yang dimiliki memiliki nilai sisa pasar misalnya *real estate*, pesawat terbang, truk dan mesin-mesin kerja tertentu.
- Opsi penentuan waktu (*timing option*) merupakan pilihan untuk melakukan investasi di masa depan pada saat diharapkan akan menghasilkan keuntungan yang besar. Proyek ini contohnya dipengaruhi keuntungannya oleh pergerakan harga minyak yang memiliki volatilitas tinggi.
- Opsi untuk fasilitas produksi yang fleksibel, baik berupa variasi pada output produknya maupun pada bahan baku atau *raw material*.

Untuk melakukan penilaian atas hal tersebut, digunakan *real option analysis* yang dapat dihitung dengan menggunakan *Black-Scholes option pricing model* (Bodie & Kane, 2009) dengan persamaan sebagai berikut :

Call option :

$$C_0 = S_0 \times N(d_1) - X e^{-rT} \times N(d_2) \quad \dots\dots (3.1)$$

Di mana:

$$d_1 = \frac{\ln(S_0/X) + (r + \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}} \quad \dots\dots (3.2)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T} \quad \dots\dots (3.3)$$

Dan :

C_0 = nilai opsi saat ini (*Call*)

S_0 = investasi yang dikeluarkan saat ini

$N(d_{1,2})$ = probabilitas dari distribusi normal standar sesuai dengan nilai $d_{1,2}$

X = harga pada saat pelaksanaan opsi

σ = standar deviasi

T = waktu hingga pelaksanaan opsi

r = tingkat bunga bebas resiko tahunan

3.2.3. Market Based Valuation

Valuasi berbasis pasar (*Market based valuation*) biasa juga disebut dengan *price multiples* adalah rasio harga pasar saham terhadap beberapa indikator atau nilai per-saham. Sebagai indikator valuasi, *price multiples* mempunyai daya tarik kualitas dari penyederhanaan dalam penggunaan dan kemudahan dalam komunikasi. Ia juga meringkas suatu angka tunggal valuasi yang merupakan hubungan antara harga saham dan kuantitas yang sudah umum seperti pendapatan, penjualan atau nilai buku saham tersebut. Metode dengan pengukuran harga ini merupakan basis untuk metode perbandingan (*method of comparables*) dimana benchmark yang digunakan dapat diambil dari beberapa sumber dengan adanya prinsip *the law of one price* (Stowe, 2007).

Salah satu metode yang akan digunakan adalah *Enterprise Value to EBITDAR*. *Enterprise value* (EV) adalah nilai total perusahaan (nilai pasar dari hutang, ekuitas dan saham preferen) dikurangi dengan nilai kas dan investasi. *EV/EBITDAR* merupakan indikator valuasi untuk keseluruhan perusahaan terhadap saham. Berikut persamaan untuk *price multiples* :

$$Q (\text{Price Multiples}) = \frac{LS \times P + \text{Debts} - \text{Cash} - \text{Marketable Securities}}{\text{EBITDAR}} \dots \dots \dots (3.4)$$

Di mana :

LS = jumlah saham yang telah dikeluarkan

P = harga saham

3.3. Tinjauan Umum Perusahaan

Penggambaran mengenai sejarah dan kinerja PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk diambil dari buku Prospektus Awal (2010) perusahaan pada saat penawaran umum saham perdana, data dari berbagai sumber berita baik media cetak, elektronik dan internet serta *thesis* terdahulu yang memiliki pembahasan yang sama.

3.3.1. Profil Perusahaan

Sejarah berdirinya perusahaan sebagai entitas legal dimulai dengan didirikannya Garuda Indonesian Airways N.V. sesuai akta notaris pada tanggal 31

Maret 1950. Status sebagai perusahaan perseroan pertama didapatkan pada tanggal 4 Maret 1975 sesuai Akta Pendirian nomor 8 dengan nama PT. (Persero) Garuda Indonesia Airways yang berkedudukan di Jakarta dengan kegiatan utama yaitu jasa angkutan udara niaga. Akta pendirian ini kemudian disusul dengan beberapa perubahan termasuk kepemilikan saham hingga sesaat sebelum penawaran umum, saham perseroan dipegang oleh pemerintah melalui Meneg BUMN, PT. Bank Mandiri (Persero) hasil restrukturisasi hutang atas Obligasi Wajib konversi pada tahun 2009, serta PT. (Persero) Angkasa Pura I dan PT. (Persero) Angkasa Pura II hasil konversi dari Obligasi Wajib Konversi berdasarkan *subscription agreement* tanggal 10 Agustus 2001. Berdasarkan Akta No. 24/2010, struktur permodalan dan susunan pemegang saham perseroan adalah sebagai berikut :

Tabel 3.2. Struktur permodalan dan susunan pemegang saham sebelum IPO

| Pemegang Saham | Nilai Nominal Rp. 500,- per-saham | | % |
|--|-----------------------------------|------------------------------|---------------|
| | Jumlah Saham (lembar) | Jumlah Nilai Nominal (Rp) | |
| A. Modal Dasar | 30.000.000.000 | 15.000.000.000.000 | |
| Saham seri A Dwiwarna | 1 | 500 | |
| Saham biasa atas nama seri B | 29.999.999.999 | 14.999.999.999.500 | |
| B. Modal ditempatkan dan disetor penuh | | | |
| Saham seri A Dwiwarna | | | |
| Negara Republik Indonesia | 1 | 500 | 0,00 |
| Saham biasa atas nama seri B | | | |
| Negara Republik Indonesia | 15.653.127.999 | 7.826.563.999.500 | 85,81 |
| PT. Bank Mandiri (Persero) Tbk | 1.935.738.000 | 967.869.000.000 | 10,61 |
| PT. (Persero) Angkasa Pura II | 403.634.000 | 201.817.000.000 | 2,21 |
| PT. (Persero) Angkasa Pura I | 248.496.000 | 124.248.000.000 | 1,36 |
| C. Jumlah modal ditempatkan dan disetor penuh | 18.240.996.000 | 9.120.498.000.000 | 100,00 |
| D. Saham dalam portepel | 11.759.004.000 | 5.879.502.000.000 | |

Sumber : PT. Garuda Indonesia, *Prospektus Awal*, 2010

Perseroan saat ini memiliki satu kantor pusat dan enam *Area Management* yang mengelola 49 kantor cabang yaitu :

- Area *Western Indonesia*, yang mengelola 14 kantor cabang di Jakarta, Bandung, Banda Aceh, Medan, Batam, Padang, Pekanbaru, Palembang, Yogyakarta, Solo, Semarang, Pangkal Pinang, Tanjung Karang dan Jambi.
- Area *Eastern Indonesia*, yang mengelola 18 kantor cabang di Surabaya, Denpasar, Makassar, Manado, Balikpapan, Banjarmasin, Palangkaraya,

Pontianak, Mataram, Jayapura, Biak, Timika, Malang, Kupang, Ternate, Kendari, Palu dan Ambon.

- Area Asia yang mengelola 3 kantor cabang di Singapura, Kuala Lumpur, dan Bangkok.
- Area Jepang, Korea, dan China yang mengelola 8 kantor cabang di Tokyo, Osaka, Nagoya, Seoul, Canton, Hongkong, Shanghai dan Beijing.
- Area *South West Pacific* yang mengelola 3 kantor cabang di Sydney, Perth dan Melbourne.
- Area *Europe* dan *Middle East* yang mengelola 3 kantor cabang di Jeddah, Riyadh dan Amsterdam.

Sampai dengan saat ini, perseroan telah mengoperasikan 87 armada pesawat penumpang, yang terdiri dari 74 armada pesawat *narrow-body* dan 13 armada pesawat *wide-body* yang digunakan untuk penerbangan domestik dan juga internasional. Sebanyak 69 pesawat udara tersebut merupakan sewa operasional dengan kemungkinan dapat diperpanjang. Saat ini, perseroan juga telah menandatangani perjanjian pembelian pesawat udara dengan pihak *the Boeing Company* untuk pembelian 25 unit pesawat B737-800, pembelian 10 unit pesawat B777-300, dan dengan pihak *Airbus S.A.S* untuk pembelian 6 unit pesawat A330-200.

Berdasarkan perjanjian, perseroan mengalihkan haknya atas perjanjian kepada pihak lain sebelum penyerahan pesawat, dimana produsen pesawat akan mengembalikan cicilan harga pesawat yang telah dibayarkan. Pihak lain tersebut akan menjadi pemilik pesawat dan kemudian akan mengatur pembiayaan sehingga perseroan dapat menyewa dengan cara *leasing* untuk operasi penerbangannya.

Selain itu, berdasarkan PA 1938 dan PA 2158, perseroan memiliki hak opsi untuk membeli tambahan pesawat masing-masing 10 unit B777-200 LR (*Long range*) atau B777-300 LR dan 25 unit B737-800NG (*Next generation*). Sementara berdasarkan Amandemen No. 2 perseroan memiliki hak opsi untuk membeli tambahan 4 pesawat A330-200.

Kondisi per-tanggal 30 September 2010, perseroan dan anak perusahaan mempekerjakan 8.879 orang karyawan yang terdiri dari 6.663 berstatus tetap dan

1.216 merupakan karyawan kontrak. Dari keseluruhan karyawan tersebut, sebanyak 5.490 orang bekerja di perseroan dan 3.389 orang di anak perusahaan. Khusus untuk karyawan perseroan, sebanyak 2.485 merupakan kru penerbangan (626 di antaranya berprofesi sebagai pilot), 472 mengurus *ground-handling* dan teknisi pemeliharaan, dan sisanya 2.533 tersebar di beberapa fungsi tersentralisasi lainnya seperti pemasaran, reservasi, penjualan, kargo, pusat kesehatan dan lain-lain. Khusus untuk posisi pilot, *first officer* dan awak kabin; perseroan telah merekrut 101 tenaga kerja asing dimana 68 di antaranya telah memperoleh ijin mempekerjakan tenaga kerja asing (IMTA) dan 33 sisanya sedang menunggu perolehan ijin dari instansi yang berwenang.

Penerapan tata kelola perusahaan yang baik (*Good corporate governance/GCG*) telah dimulai sejak tahun 2003 dengan ditandatanganinya Piagam Komisaris dan Direksi yang berisi acuan bagi hubungan kerja untuk memperjelas prinsip akuntabilitas, tanggung jawab dan independensi dalam penerapan GCG tersebut. Pencapaian hasil assessment tahun 2009 dengan skor 80,79 dari skala 100 menunjukkan bahwa perseroan termasuk dalam kategori “baik” berdasarkan lima aspek yang diukur. Kelima aspek tersebut adalah hak dan tanggung jawab pemegang saham (RUPS), kebijakan GCG, penerapan GCG, pengungkapan informasi (*disclosure*) serta komitmen pelaksanaan.

Dalam hal tanggung jawab sosial (*Corporate social responsibility/CSR*), perseroan melaksanakan Program Kemitraan dan Bina Lingkungan (PKBL) dengan menyisihkan dana dari keuntungan perseroan yang disalurkan ke masyarakat baik sebagai pinjaman lunak ataupun hibah di berbagai kegiatan yang sejalan dengan program pemberdayaan masyarakat. Selain itu, perseroan juga menyalurkan bantuan kepada korban bencana alam melalui program Garuda Indonesia Peduli, menyisihkan hasil penjualan tiket untuk program penghijauan/reforestasi melalui program *One Tree One Passenger*, melaksanakan pelestarian lingkungan melalui program *Garuda Green Action* dan *Garuda Indonesia Go Green*, dan program lain yang terkait dengan sekto pendidikan, kesehatan serta pelestarian peninggalan sejarah.

3.3.2. Pencapaian Perusahaan

Selama tahun 2010, perseroan telah menerbangkan sekitar 12 juta penumpang dan kargo sebanyak 196 kiloton sehingga memperoleh pendapatan senilai 18 triliun rupiah. Pendapatan ini diperoleh seiring dengan besarnya rata-rata pertumbuhan penumpang per tahun atau *compound average growth rate* (CAGR) di Indonesia selama 2007 – 2009 yang mencapai 12,4%, dimana sumbangan CAGR dari penumpang domestik sebesar 4,6% dan penumpang internasional sebesar 7,8%. Pangsa pasar perseroan berkisar pada 23,1% untuk penumpang domestik dan 15,5% dari penumpang tujuan internasional. Dari pendapatan tersebut, perseroan memperoleh margin *EBITDAR* hingga 17% dengan CAGR selama tahun 2007-2009 mencapai 25% per-tahun.

Kontribusi pendapatan perusahaan selama tahun 2010 tersebut berasal sebagian besar dari jasa penerbangan rutin dengan 72%, diikuti oleh jasa penerbangan non-rutin sebesar 14%, kargo 5% dan lain-lain sebesar 9%. Jasa penerbangan rutin yang dijalankan oleh perusahaan terdiri atas penerbangan dengan layanan penuh (*Full service carrier/FSC*) dan penerbangan berbiaya rendah (*Low cost carrier/LCC*). Sedangkan jasa penerbangan non-rutin terdiri atas charter atau penyewaan pesawat dan layanan pemberangkatan jemaah haji. Perseroan berhasil mempertahankan kenaikan pendapatan meskipun terjadi krisis keuangan global pada tahun 2008 dan 2009. Iktisar kegiatan usaha perseroan dapat dilihat pada lampiran 2, sedangkan pendapatan layanan penerbangan berjadwal dapat dilihat pada lampiran 3.

Dengan usia rata-rata armada pesawat 8,8 tahun dari keseluruhan 87 pesawat yang dimiliki dalam armadanya, saat ini perseroan mampu melayani 31 daerah tujuan domestik pada 33 propinsi dan 18 daerah tujuan internasional. Perseroan melayani seluruh rute tersebut dengan mayoritas berupa *Full Service Carrier* (FSC) dengan sebagian kecil berupa LCC yang dioperasikan oleh Citilink. Seluruh pesawat yang dioperasikan saat ini mampu menyediakan 15 juta kursi dan akan terus bertambah seiring dengan kedatangan armada pesawat baru yang telah dipesan (pemesanan pasti dan hak opsi tambahan).

Sepanjang tahun 2009 – 2010, perseroan telah memperoleh berbagai penghargaan sebagian pengakuan atas brand Garuda Indonesia yang telah berdiri

sejak tahun 1950. Di antara penghargaan tersebut adalah penghargaan dari *Bloomberg* tahun 2010 yaitu *Indonesia's Most Admired Company* dan *The Best in Building and Managing Corporate Image*. Selain itu juga terdapat penghargaan dari *SkyTrax* pada tahun 2010 berupa *World's Most Improve Airline*, penghargaan dari *Frontier Consulting/Majalah SWA* pada tahun 2009 berupa *Indonesia Customer Satisfaction Award*, dan penghargaan dari *Majalah Angkasa* pada tahun 2009 berupa *Airline of the Year 2009*. Berdasarkan survei yang dilakukan oleh *Centre of Asia Pasific Aviation (CAPA)* pada tahun 2010, Garuda Indonesia menduduki peringkat pertama dalam hal kualitas layanan dengan kategori bintang lima versi *SkyTrax*.

3.3.3. Penawaran Saham Perdana (*Initial Public Offering*)

Pada tanggal 11 Februari 2011, perseroan telah mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia dengan kode emiten GIAA. Sebanyak 6.335.738.000 lembar saham dilepas dengan harga Rp. 750 per-lembar saham sehingga dana yang diperoleh dari penawaran umum tersebut sebesar Rp. 4.751.803.500.000. Sebanyak 1.935.738.000 merupakan saham yang dimiliki oleh Bank Mandiri sebagai konversi hutang perseroan. Pelaksanaan *IPO* ini dijamin emisi efeknya oleh konsorsium tiga BUMN sekuritas yaitu PT. Danareksa Sekuritas, PT. Bahana Securities dan PT. Mandiri Sekuritas.

Sebelum penetapan harga penawaran, telah dilakukan *roadshow* baik di dalam negeri maupun di luar negeri untuk mengetahui minat para investor terhadap saham yang akan dilepas ke pasar. Pada awalnya, perseroan berencana melepas 9.362.429.500 lembar saham atau 36,48% dengan target perolehan sebesar 7 triliun rupiah dan pembatasan pembelian maksimum 20 persen untuk investor asing. Adapun kisaran harga pada saat pembentukan harga tersebut adalah Rp. 750 – Rp. 1.000 per lembar saham versi pemerintah dan kisaran harga Rp. 560 – Rp. 850 per lembar saham versi konsorsium perusahaan penjamin efek. Perubahan jumlah penawaran dan penetapan harga penawaran saham perdana diambil setelah melalui pertimbangan jumlah peminat dalam masa penajakan (*Globe Asia*, Vol 5 No. 3 Maret 2011 hal 68-69).

Beberapa pertimbangan perseroan dalam penetapan harga dan jumlah saham yang ditawarkan adalah fundamental keuangan yang kuat dimana salah satunya dilakukan dengan mengurangi beban utang terhadap kreditor lokal dan asing. Perseroan sebelumnya telah merestrukturisasi utangnya dengan para kreditor seperti PT. Bank Mandiri Tbk dan terakhir dengan *European Export Credit Agency (ECA)*. Caranya adalah dengan membayar cicilan, pembelian kembali utang (*debt buy back*), dan proses konversi (*equity conversion*). Langkah ini membuat total utang sebesar USD 868 juta sejak tahun 2005 turun menjadi USD 464 juta per-November 2010. Dari total sisa utang tersebut, sebanyak USD 277 juta telah disepakati untuk direstrukturisasi hingga tahun 2016. Kesepakatan dengan *ECA* ini ditandatangani di London, Inggris pada tanggal 17 Desember 2010 (*Bloomberg Businessweek* No. 02 Januari 2011 hal. 22-23).

3.3.4. Ikhtisar Data Keuangan

Ikhtisar data keuangan penting Perseroan berdasarkan laporan keuangan Konsolidasi Perseroan dan Anak Perusahaan untuk tahun-tahun yang berakhir pada 31 Desember 2010, 2009, 2008, 2007 dengan pendapat wajar tanpa pengecualian dapat dilihat pada lampiran 4,5, dan 6. Laporan keuangan yang disajikan berupa neraca, laporan laba rugi, dan laporan arus kas.

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Analisis Makroekonomi

Salah satu faktor eksternal yang dapat mempengaruhi kinerja suatu perusahaan atau industri adalah kondisi makroekonomi baik global, regional maupun dalam negeri. Terlebih lagi pada industri yang bergerak menembus batas-batas negara sehingga pendapatan perusahaan sedikit banyak akan terpengaruh oleh permintaan dan penawaran pada negara-negara yang terkait. Indikator makroekonomi yang sering menjadi pertimbangan para analisis dan pelaku bisnis antara lain pertumbuhan ekonomi (dalam % PDB), inflasi (termasuk volatilitas harga minyak dunia), aktifitas perdagangan barang dan jasa global dan sebagainya. Analisa terhadap lingkungan makro ini untuk mendapatkan pandangan atas kondisi pasar secara umum sehingga nantinya dapat dijadikan acuan dalam memproyeksikan kinerja perusahaan ke depannya. Pembahasan mengenai kondisi makroekonomi ini akan dimulai dengan analisa terhadap ekonomi global dan regional. Setelah itu masuk ke lingkungan makroekonomi negara Indonesia sebagai basis utama bisnis perseroan sebelum membuat proyeksi pertumbuhan dalam beberapa tahun ke depan.

Kondisi ekonomi dunia telah pulih selama tahun 2010 yang ditandai dengan positifnya pertumbuhan ekonomi dunia dari -1,1 % pada tahun 2009 menjadi 5,0% pada tahun ini. Pertumbuhan ini didukung oleh kondisi ekonomi negara-negara yang mengalami krisis keuangan secara langsung selama tahun 2009 di Uni Eropa, Amerika dan Asia telah terkendali. Bahkan negara-negara industri maju yang dikenal dengan istilah *advanced economies* rata-rata bertumbuh (positif) dengan agregat 3,0% dari -3,4% pada tahun sebelumnya. Hanya Spanyol yang masih menyisakan perlemahan sebesar -0,1% pada tahun 2010 ini. Negara berkembang di Asia secara agregat melanjutkan pertumbuhan ekonomi yang tinggi dalam beberapa tahun terakhir. Krisis keuangan tahun 2009 hanya meredam pertumbuhan ekonomi pada kisaran 7,2% namun kembali menguat pada tahun 2010 dengan tingkat pertumbuhan sebesar 9,5%. Dua negara penyumbang angka terbesar tetap didominasi oleh China dengan pertumbuhan

10,3% dan India sendiri dengan pertumbuhan 10,4% naik dari 6,8% pada tahun 2009 yang lalu (IMF, 2011).

Pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat sesuai dengan indikator ekonomi yang dirilis oleh *International Monetary Fund* menunjukkan perkembangan yang membaik seiring dengan positifnya angka pertumbuhan tahun 2010 yang menjadi 3,0% dari -3,4% pada tahun 2009 yang lalu. Pertumbuhan ini ditopang oleh menurunnya angka pengangguran dari 9,4% menjadi 9,0% pada akhir tahun 2010 yang memberikan dorongan pada tingkat konsumsi rumah tangga. Indikator yang dapat dicermati adalah naiknya penjualan retail, belanja rumah tangga dan indeks kepercayaan konsumen yang semakin menguat. Penurunan angka pengangguran ini juga menunjukkan bahwa produksi meningkat untuk merespon tingginya permintaan sehingga angka pemutusan hubungan kerja mencapai titik terendah dalam dua tahun terakhir. Fakta yang bisa dilihat dengan nyata adalah geliat industri otomotif dan penerbangan Amerika Serikat yang berbeda dari saat krisis tahun 2009.

Aktivitas produksi negara-negara Eropa juga mengalami kenaikan menyusul permintaan dari negara-negara *emerging market* dimana Jerman menjadi penggerak utama. Pertumbuhan ekonomi negara-negara maju di Eropa secara agregat naik dari -4,1% pada tahun 2009 menjadi 1,7% dan negara-negara Eropa lainnya bahkan mencapai 4,2%. Pertumbuhan ini banyak ditopang oleh aktifitas produksi karena konsumsi rumah tangga yang masih lemah akibat tingkat pengangguran yang masih berada pada level 10%. Hal ini kemungkinan disebabkan karena pengetatan fiskal dalam mengatasi permasalahan di Yunani dan Spanyol pada semester pertama tahun 2010 ini.

Adapun di Asia, China dan India masih memimpin pertumbuhan ekonomi di kawasan ini diikuti oleh negara-negara *ASEAN* yang mencatatkan rata-rata pertumbuhan 6,9% (lima negara yaitu Indonesia, Malaysia, Pilipina, Thailand dan Vietnam). Indikator utama di China adalah meningkatnya aktifitas industri manufaktur yang ditopang oleh ekspansi kredit perbankan. Hal ini terutama mengantisipasi naiknya konsumsi dunia dan untuk memenuhi kebutuhan *ACFTA* yang sudah diberlakukan, yang ditopang oleh ekspansi kredit perbankan. Data IMF (2011) berikut menunjukkan pertumbuhan ekonomi dalam persentase GDP :

Tabel 4.1. Ringkasan pertumbuhan ekonomi dunia

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| World | 3,6 | 4,9 | 4,6 | 5,2 | 5,4 | 2,9 | -0,5 | 5,0 |
| Advanced Economies | 1,9 | 3,1 | 2,7 | 3,0 | 2,7 | 0,2 | -3,4 | 3,0 |
| Emerging and Developing | 6,2 | 7,5 | 7,3 | 8,2 | 8,8 | 6,1 | 2,7 | 7,3 |
| Developing Asia | 8,1 | 8,6 | 9,5 | 10,4 | 11,4 | 7,7 | 7,2 | 9,5 |
| Central & Eastern Europe | 4,8 | 7,3 | 5,9 | 6,4 | 5,5 | 3,2 | -3,6 | 4,2 |
| Middle East and north Africa | 7,3 | 6,0 | 5,4 | 5,8 | 6,2 | 5,1 | 1,8 | 3,8 |
| Sub-Saharan Africa | 4,9 | 7,1 | 6,2 | 6,4 | 7,2 | 5,6 | 2,8 | 5,0 |

Sumber : IMF, *World Economic Outlook*, April 2011

Prospek ekonomi dunia yang membaik ini mulai dibayangi oleh inflasi tinggi seiring dengan naiknya harga komoditas internasional terutama harga minyak dunia dan makanan akibat meningkatnya konsumsi dan produksi terutama di negara-negara berkembang (*emerging and developing countries*). Harga minyak dunia di akhir tahun 2010 mencapai USD 90 per-barrel, naik dari ekspektasi sebesar USD 80 per-barrel pada bulan April 2010. Kenaikan harga ini diperkirakan akan terus terjadi seiring dengan krisis politik yang saat ini terjadi di negara-negara Timur Tengah. Kenaikan harga komoditas dunia juga dipengaruhi oleh mulai meningkatnya persediaan produksi pada semester kedua tahun 2010 sebagai respon atas naiknya permintaan dunia.

Tingkat inflasi di negara-negara maju (*advance economies*) naik menjadi 1,9% pada akhir tahun 2010 dibanding 0,1% pada tahun 2009, walaupun tingkat inflasi ini masih lebih rendah dari tahun-tahun sebelum krisis keuangan tahun 2009. Adapun inflasi di negara-negara berkembang (*emerging and developing countries*) meningkat dari 5,2% pada tahun 2009 menjadi 6,2% setahun kemudian. Penyumbang terbesar di kategori ini berasal dari inflasi negara-negara Afrika dan CIS. Di negara-negara berkembang Asia sendiri, inflasi secara agregat pada tahun 2010 ini mencapai 6,0% dengan penyumbang terbesar dari India sebesar 13,2% dan Pakistan sebesar 11,7%. China sendiri mengalami inflasi sebesar 3,3% naik dari deflasi tahun sebelumnya yaitu -0,7%.

Pulihnya perekonomian dunia tahun 2010 ini juga ditunjukkan oleh naiknya perdagangan barang dan jasa dunia yang naik sebesar 12,4% dari tahun sebelumnya, setelah terjadinya penurunan aktivitas hingga -10,9% pada tahun 2009 akibat krisis keuangan dunia. Secara agregat, volume ekspor barang dan jasa dari negara maju naik sebesar 12,0% sedangkan volume ekspor negara

berkembang naik sebesar 14,5% pada tahun 2010. Pada tahun yang sama, volume impor negara-negara berkembang naik sebesar 13,5% dari tahun sebelumnya dibanding volume impor negara-negara maju yang mencapai 11,2%. Oleh karena itu, surplus perdagangan negara-negara berkembang lebih besar daripada negara maju (IMF 2011).

Tabel 4.2. Ringkasan tingkat inflasi dunia

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <i>Advanced Economies</i> | 1,8 | 2,0 | 2,3 | 2,4 | 2,2 | 3,4 | 0,1 | 1,6 |
| <i>Emerging and Developing</i> | 6,7 | 5,9 | 5,9 | 5,6 | 6,5 | 9,2 | 5,2 | 6,2 |
| <i>Developing Asia</i> | 2,7 | 4,1 | 3,8 | 4,1 | 5,4 | 7,4 | 3,1 | 6,0 |
| <i>Central & Eastern Europe</i> | 10,9 | 6,6 | 5,9 | 5,9 | 6,0 | 8,0 | 4,7 | 5,3 |
| <i>Middle East and north Africa</i> | 5,5 | 6,5 | 6,4 | 7,5 | 10,0 | 13,4 | 6,5 | 6,9 |
| <i>Sub-Saharan Africa</i> | 10,8 | 7,6 | 8,9 | 6,9 | 6,9 | 11,7 | 10,5 | 7,5 |
| <i>Latin American and Caribbea</i> | 10,4 | 6,6 | 6,3 | 5,3 | 5,4 | 7,9 | 6,0 | 6,0 |

Sumber : IMF, *World Economic Outlook*, April 2011

4.1.1. Analisis Makroekonomi Indonesia periode 2005 - 2010

Pemulihan ekonomi dunia selama tahun 2010 memberikan dampak yang positif pada kondisi perekonomian dalam negeri terutama dengan meningkatnya ekspor, pertumbuhan konsumsi rumah tangga dan besarnya ketertarikan terhadap investasi dalam negeri baik dalam sektor riil maupun portofolio. Volume ekspor tahun 2010 naik menjadi USD 158,2juta dari sebelumnya USD 116,510juta pada tahun 2009. Begitu pula dengan impor yang meningkat lebih dari 46% menjadi USD 132,22juta pada tahun 2010 sehingga terjadi surplus perdagangan yang terus dipertahankan dalam lima tahun terakhir (BPS, 2011).

Tahun 2010 ini juga ditandai dengan berjalannya beberapa proyek infrastruktur berskala besar seperti pemenuhan sektor energi listrik melalui program 10.000 MW tahap kedua, pembukaan jalan tol di beberapa daerah di pulau Jawa dan peningkatan prasarana penghubung lainnya baik darat, laut dan udara. Di sisi eksternal, neraca pembayaran masih mencatat surplus walaupun terjadi *capital outflow* yang besar karena kekhawatiran inflasi. Hal ini disebabkan karena *Foreign Direct Investment* (FDI) yang lebih tinggi dari tahun sebelumnya.

Tabel 4.3. Indikator makroekonomi Indonesia periode 2005-2010

| Indikator Makroekonomi | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Produk Domestik Bruto (%) | 5,70 | 5,50 | 6,30 | 6,10 | 4,50 | 6,10 |
| PDB - Nominal (Triliun Rp) | 2.774,28 | 3.339,22 | 3.950,89 | 4.948,69 | 5.603,87 | 6.422,92 |
| Inflasi | 17,10 | 6,60 | 6,59 | 11,06 | 2,78 | 6,96 |
| Nilai tukar (Rp/USD) | 9850 | 9197 | 9376 | 11092 | 9492 | 9043 |
| Pendapatan per-Kapita (Juta Rp) | 12,66 | 15,04 | 17,57 | 21,73 | 24,37 | 27,51 |

Sumber : BPS, *Prospektus Garuda 2010*, dan lain-lain diolah sendiri

4.1.1.1. Produk Domestik Bruto (PDB)

Pertumbuhan ekonomi pada tahun 2010 mencapai 6,1% naik dari 4,5% pada tahun 2009 dan melanjutkan tren pertumbuhan positif walaupun terjadi krisis keuangan tahun 2008-2009. Pencapaian tersebut bahkan melebihi ekspektasi Bank Indonesia yang mematok pertumbuhan ekonomi Indonesia pada kisaran 5,5% - 5,6% dan IMF pada angka 4,8%. Posisi cadangan devisa terus mendapatkan imbas dari solidnya surplus neraca pembayaran dimana hingga 5 Januari 2011 tercatat sebesar USD 99,6 miliar atau setara dengan 6,1 bulan impor serta per-3 Maret 2011 sebesar USD 101,8 miliar atau setara dengan 6,2 bulan impor.

Sumbangan terbesar dalam komponen PDB tahun 2010 adalah pengeluaran konsumsi rumah tangga dan investasi yang membentuk modal tetap domestik bruto. Tahun 2010 ini, konsumsi rumah tangga mencapai Rp. 3.642 triliun atau naik dari Rp. 3.290 triliun pada tahun 2009. Jika ditinjau dari sektor lapangan usaha, sumbangan terbesar berasal dari industri pengolahan (migas dan non-migas) yang pada tahun 2010 ini mencapai Rp. 1.594,330 triliun dibanding tahun 2009 yang mencapai Rp. 1.477,674 triliun pada tahun 2009.

Sektor pengangkutan pada tahun 2010 ini menyumbang Rp. 211,771 triliun atau naik 16,42% dari tahun 2009. Secara keseluruhan, sumbangan sektor ini mencapai 3,3% terhadap PDB Indonesia tahun 2010. Menurut Tinjauan Kebijakan Moneter Bank Indonesia, tingginya pertumbuhan sektor pengangkutan didukung oleh penambahan armada pesawat dari berbagai maskapai penerbangan dalam negeri dan luar negeri yang beroperasi di Indonesia.

Kesembilan sektor lapangan usaha pengelompokan dalam perhitungan PDB Indonesia mengalami kenaikan sejak tahun 2006 hingga tahun 2010 walaupun terjadi krisis keuangan global pada tahun 2008-2009. Hal ini menunjukkan fundamental ekonomi Indonesia yang masih kuat dan mendukung tumbuhnya sektor-sektor industri.

Tabel 4.4. PDB tahunan menurut lapangan usaha

| LAPANGAN USAHA | PDB TAHUNAN (Triliun Rupiah) | | | | |
|--|------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| 1. Pertanian, Peternakan, Kehutanan, dan Perikanan | 433,233 | 541,931 | 716,656 | 857,241 | 985,143 |
| 2. Pertambangan dan Penggalian | 366,520 | 440,609 | 541,334 | 591,912 | 716,391 |
| 3. Industri Pengolahan | 919,539 | 1.068,653 | 1.376,441 | 1.477,674 | 1.594,330 |
| 4. Listrik, Gas dan Air Minum | 30,354 | 34,723 | 40,888 | 47,165 | 50,042 |
| 5. Bangunan | 251,132 | 304,996 | 419,711 | 555,201 | 660,967 |
| 6. Perdagangan, Hotel dan Restoran | 501,542 | 592,304 | 691,487 | 744,122 | 881,108 |
| 7. Pengangkutan dan Komunikasi | 231,523 | 264,263 | 312,190 | 352,423 | 417,466 |
| 8. Keuangan, Real Estate dan Jasa Perusahaan | 269,121 | 305,213 | 368,129 | 404,013 | 462,788 |
| 9. Jasa-jasa lainnya | 336,258 | 398,196 | 481,848 | 574,116 | 654,680 |

Sumber : BPS, *Indikator Ekonomi*, Desember 2010.

4.1.1.2. Tingkat Suku Bunga

Sepanjang tahun 2010, Bank Indonesia mengambil kebijakan untuk mempertahankan suku bunga (*BI Rate*) pada tingkatan 6,5% yang melanjutkan tingkatan yang sama sejak bulan Agustus tahun 2009. Kebijakan ini berhasil direspon dengan baik oleh perbankan dan investor sehingga menyebabkan kenaikan kredit perbankan dalam rupiah dan valuta asing yang terus mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Posisi kredit perbankan pada akhir tahun 2010 mencapai Rp. 1.514,782 triliun dan USD 261,164 juta. Hal ini mendorong industri untuk mengambil kredit guna mengembangkan usahanya. Di sisi lain, tingkat suku bunga tersebut masih relatif lebih tinggi dibanding negara-negara lain di Asia sehingga memicu aliran modal masuk dari investor swasta luar negeri yang membanjiri pasar modal dalam negeri (Biro Kebijakan Moneter, 2011).

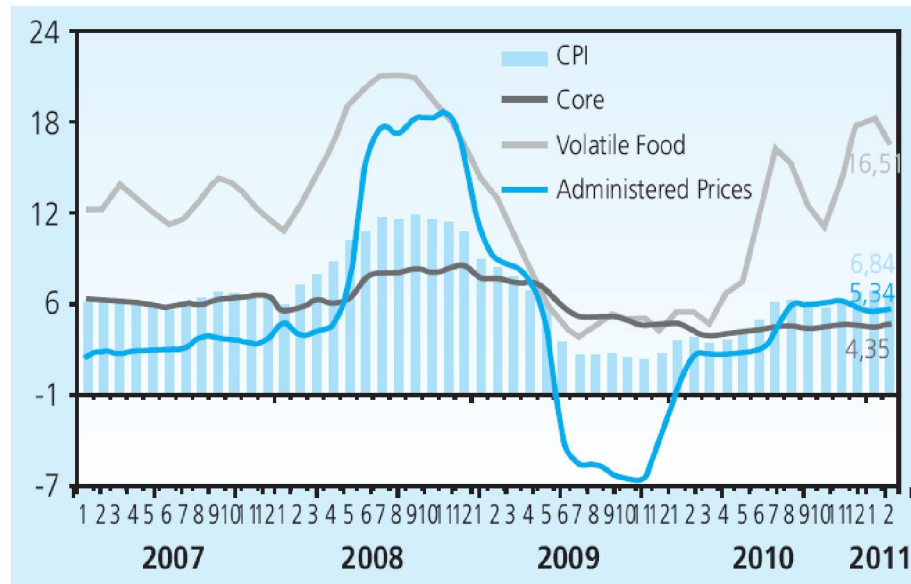
Suku bunga Bank Indonesia sempat mencapai tingkatan 9,25% pada akhir tahun 2008 sebagai reaksi atas krisis keuangan yang berpengaruh besar pada pasar modal Indonesia dimana turun hingga 88% dalam tiga bulan terakhir tahun 2008. Kebijakan ini diperkirakan untuk memberikan instrumen investasi guna menahan aliran modal keluar akibat penarikan besar-besaran dari pasar modal. Hal ini juga dilakukan untuk membatasi konsumsi agar inflasi tidak membesar yang mana dapat menggiring Indonesia kembali ke krisis keuangan sebagaimana yang terjadi pada tahun 1998 yang lalu.

Namun perbankan rupanya belum bisa menurunkan suku bunga kredit perbankan baik untuk KMK, Investasi dan Konsumsi mengingat lambatnya pertumbuhan DPK yang menyebabkan perbankan harus menaikkan suku bunga Deposito hingga mendekati suku bunga BI tersebut. Tercatat sepanjang tahun 2010, suku bunga deposito satu bulan rata-rata antara 6,75% hingga 7,09% atau rata-rata 7,017% per-tahun. Sedangkan suku bunga kredit untuk ketiga jenis tersebut berkisar antara 12,28% pada akhir tahun 2010 hingga 16,36% pada bulan Februari 2010 khusus untuk kredit konsumsi atau rata-rata 13,252% dalam setahun. Walaupun pertumbuhan kredit tetap tinggi, namun tingginya suku bunga kredit seperti ini akan berdampak pada biaya hutang perusahaan khususnya perusahaan penerbangan yang sebagian besar sewa pesawatnya menggunakan pembiayaan dari pihak ketiga.

4.1.1.3. Tingkat Inflasi

Inflasi rata-rata tahun 2010 berada pada rata-rata 6,96% (yoy) atau naik dari tahun 2009 yang hanya 2,78% (yoy). Naiknya inflasi tahun 2010 salah satunya dipengaruhi oleh kenaikan harga bahan pangan termasuk dampak kenaikan harga pangan internasional sehingga berdampak pada pangan domestik yang mempunyai kandungan impor. Kelompok bahan makanan mendominasi inflasi dimana IHK bulan Desember 2010 mencapai 147,39 atau naik 15,64% terhadap periode yang sama tahun sebelumnya. Komponen daging dan bumbu-bumbuan naik cukup signifikan terutama disebabkan karena kenaikan harga cabai menjelang penutupan akhir tahun 2010 (BPS, 2011).

Sektor transportasi termasuk salah satu sektor yang memberikan kenaikan IHK yang relatif rendah. Hingga Desember 2010 IHK sektor transportasi hanya berada pada 109,83 atau naik tipis 2,69% dalam setahun terakhir. Kenaikan ini terjadi setelah sebelumnya selama tahun 2009 turun -3,67% sehingga IHK Desember 2010 masih lebih rendah dari IHK Desember 2008. Kondisi ini disebabkan karena turunnya biaya bahan bakar akibat melemahnya harga minyak dunia sepanjang tahun 2008 yang lalu.



Gambar 4.1. : Perkembangan inflasi Indonesia

Sumber : Bank Indonesia, *Tinjauan Kebijakan Moneter*, Maret 2011

4.1.1.4. Nilai Tukar Valuta Asing

Penguatan nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing khususnya Dollar Amerika Serikat terus berlangsung hingga akhir tahun 2010 walaupun sempat terjadi koreksi selama bulan November dan Desember 2010 akibat tekanan inflasi dan aksi ambil untung investor asing dengan melepas beberapa instrumen investasinya untuk dibawa ke negara lain. Penguatan ini merupakan respon investor asing terhadap kondisi fundamental ekonomi Indonesia yang kuat sehingga meningkatkan arus modal masuk, tingkat suku bunga BI (*BI rate*) yang dipertahankan pada tingkat 6,5% dan kebijakan Bank Indonesia untuk tidak melakukan intervensi terhadap penguatan Rupiah tersebut sebagai komitmen dalam pengendalian inflasi.

Minat investor asing terhadap instrumen investasi berdenominasi rupiah disebabkan oleh beberapa faktor sebagai berikut (Bank Indonesia, 2011) :

- Kebijakan moneter ketat pada negara-negara *emerging market* seperti Indonesia sehingga meningkatkan aliran dana investor ke dalam negeri.
- Selisih suku bunga (*yield spread*) yang meningkat terhadap tingkat suku bunga di negara maju (asal investor) dan *rating* penilaian yang mendekati *investment grade*.

- Membaiknya resiko *Credit Default Swap* (CDS) dan *spread* negatif antara NDF rate (*offshore*) dengan *forward rate* (*onshore*).
- Surplus neraca pembayaran sepanjang tahun 2010.

Pada akhir Desember 2010 nilai tukar rupiah terhadap Dollar AS rata-rata menjadi Rp. 9.043 per dolar AS atau menguat 5% dari periode yang sama tahun 2009. Apresiasi rupiah sejauh ini belum mempengaruhi daya saing Indonesia karena pada saat yang sama negara-negara di kawasan ini juga mengalami penguatan. Dalam lima tahun terakhir, rata-rata nilai tukar rupiah tertinggi dicapai pada bulan Desember 2008 yaitu Rp. 11.092 per Dollar AS.

4.1.1.5. Harga Minyak Dunia

Meningkatnya permintaan dunia akan sumber energi dari minyak bumi terkait memanasnya kembali aktifitas produksi serta krisis politik yang mengarah pada kerusuhan di beberapa negara-negara penghasil minyak di Timur Tengah, menjadi penyebab utama naiknya kembali harga minyak dunia dari harga rata-rata tahun 2009 yang turun akibat lesunya perekonomian dunia. Selama Januari dan Februari 2011, rata-rata harga minyak dunia (WTI) sudah menyentuh angka USD 89,5 per-*barrel*. Respon berbagai industri menanggapi kenaikan harga minyak ini cukup beragam namun belum menaikkan harga mengingat kebijakan pemerintah di sektor transportasi belum diperbarui. Industri pesawat terbang juga terkena dampaknya karena pemerintah telah melarang pengenaan *fuel surcharge* (IMF, 2011).

Tabel 4.5. Rata-rata harga minyak dunia

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Average Oil Price | | | | | | | | |
| Percent change in average of U.K. Brent, Dubai and West Texas Intermediate | 15,8 | 30,7 | 41,3 | 20,5 | 10,7 | 36,4 | -36,3 | 27,9 |
| In US Dollar per-Barrel | 28,89 | 37,76 | 53,35 | 64,27 | 71,13 | 97,04 | 61,78 | 79,03 |

Sumber : IMF, *World Economic Outlook*, April 2011

4.1.2. Proyeksi Makroekonomi Indonesia Tahun 2011 - 2012

Dalam melakukan proyeksi makroekonomi, pertimbangan kerangka waktu atau batasan lamanya proyeksi diperkirakan masih mendekati nilai akurat sangat penting untuk ditentukan. Kerangka waktu proyeksi seharusnya dimulai dengan

tahun fiskal dimana waktu valuasi berada dan dibatasi pada titik dimana proyeksi yang bagus tidak dapat lagi dilakukan. Selain itu, lingkup proyeksi yang akan dilakukan juga dapat mengacu pada proyeksi dari lembaga-lembaga terkait yang melakukan proyeksi untuk wilayah yang lebih luas baik di tingkat regional maupun global.

Faktor lain yang tidak kalah pentingnya adalah siklus hidup baik bisnis untuk industri tertentu maupun kondisi makroekonomi secara keseluruhan yang akan menunjukkan kejadian-kejadian yang terjadi di masa lampau sehingga dapat diperkirakan akan terjadi di masa-masa berikutnya. Krisis keuangan dunia merupakan salah satu kejadian yang sering terjadi dan memiliki pola waktu yang hampir berulang tetapi dengan penyebab yang berbeda-beda. Pertumbuhan ekonomi yang tinggi pada negara-negara *emerging and developing market* di Asia juga menunjukkan bahwa adanya kondisi ekspansi ekonomi pada negara-negara tersebut sementara negara-negara maju (*advanced economies*) saat ini mencapai tingkat mature dan dalam beberapa kasus mengalami kontraksi.

Indonesia merupakan salah satu negara *emerging and developing market* di Asia yang sedang menikmati pertumbuhan ekonomi yang terus membaik sejak pulih dari krisis keuangan tahun 1998. Walaupun sempat mengalami pertumbuhan yang turun akibat krisis tahun 2008-2009, namun fundamental ekonomi yang dimiliki memungkinkan Indonesia dapat pulih dengan cepat sebagaimana negara-negara di Asia lainnya. Tingginya konsumsi rumah tangga domestik sebagaimana yang tercermin pada komponen PDB setiap tahunnya memberikan daya serap terhadap hasil industri nasional sehingga perekonomian tidak sepenuhnya tergantung pada pasar ekspor. Hal ini disebabkan karena jumlah penduduk yang banyak dan merupakan pasar yang besar serta pendapatan per-kapita masyarakatnya terus naik dari tahun ke tahun. Bahkan dalam beberapa survey media lokal dan internasional, jumlah penduduk kelas menengah ke atas di negara ini berlipat dua dalam dua tahun terakhir ini.

Mengingat peran global Indonesia dalam pertumbuhan ekonomi dunia termasuk keanggotaannya dalam G-20, APEC, ASEAN dan ACFTA maka sudah sewajarnya melakukan proyeksi makroekonomi dengan melihat juga proyeksi

makroekonomi dunia. Lembaga moneter internasional (IMF) melakukan proyeksi pertumbuhan PDB dan inflasi sebagai berikut :

Tabel 4.6. Proyeksi PDB dan Inflasi Dunia

| | Real GDP | | | Consumer Price | | |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|----------------|------------|------------|
| | 2011 | 2012 | 2016 | 2011 | 2012 | 2016 |
| <i>World</i> | 4,4 | 4,5 | 4,7 | | | |
| <i>Advanced Economies</i> | 2,4 | 2,6 | 2,4 | 2,2 | 1,7 | 1,9 |
| <i>United States</i> | 2,8 | 2,9 | 2,7 | 2,2 | 1,6 | 2,0 |
| <i>Euro Area</i> | 1,6 | 1,8 | 1,7 | 2,3 | 1,7 | 1,9 |
| <i>Japan</i> | 1,4 | 2,1 | 1,2 | 0,2 | 0,2 | 1,0 |
| <i>Emerging and Developing</i> | 6,5 | 6,5 | 6,8 | 6,9 | 5,3 | 3,8 |
| <i>Developing Asia</i> | 8,4 | 8,4 | 8,6 | 6,0 | 4,2 | 2,8 |
| <i>China</i> | 9,6 | 9,5 | 9,5 | 5,0 | 2,5 | 2,0 |
| <i>India</i> | 8,2 | 7,8 | 8,1 | 7,5 | 6,9 | 4,0 |
| <i>Indonesia</i> | 6,2 | 6,5 | 7,0 | 7,1 | 5,9 | 3,0 |
| <i>Philippines</i> | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 4,9 | 4,3 | 4,0 |
| <i>Malaysia</i> | 5,5 | 5,2 | 5,0 | 2,8 | 2,5 | 2,3 |
| <i>Thailand</i> | 4,0 | 4,5 | 5,0 | 4,0 | 3,4 | 2,9 |
| <i>Vietnam</i> | 6,3 | 6,8 | 7,5 | 13,5 | 6,7 | 5,0 |
| <i>Central & Eastern Europe</i> | 3,7 | 4,0 | 3,9 | 5,1 | 4,2 | 3,5 |
| <i>Middle East and north Africa</i> | 4,1 | 4,2 | 5,1 | 10,0 | 7,3 | 4,8 |
| <i>Sub-Saharan Africa</i> | 5,5 | 5,9 | 5,4 | 7,8 | 7,3 | 5,7 |
| <i>Latin American and Caribbean</i> | 4,7 | 4,2 | 5,1 | 6,7 | 6,0 | 5,1 |

Sumber : IMF, *World Economic Outlook*, April 2011

IMF memperkirakan bahwa dalam dua tahun ke depan, pertumbuhan ekonomi dunia masih dalam tren yang menguat dalam jangka menengah hingga tahun 2016. Negara-negara berkembang di Asia diproyeksikan masih akan meneruskan penguatan yang tinggi merespon tingkat pertumbuhan di negara maju yang masih terbatas sebagai dampak pemulihan ekonomi akibat krisis keuangan tahun 2008-2009. Indonesia diperkirakan akan memiliki pertumbuhan ekonomi 6,2% pada tahun 2011 atau naik tipis dari realisasi tahun 2010 yang mencapai 6,1%. Sedangkan tahun 2012 akan mencapai 6,5% dan diasumsikan akan terus naik hingga angka 7,0% pada tahun 2016.

Volume perdagangan dunia pada tahun 2011 dan 2012 diproyeksikan oleh IMF juga naik dalam prosentase yang lebih kecil daripada pencapaian tahun 2010. Hal ini disebabkan karena pertumbuhan volume perdagangan dunia pada tahun 2010 merupakan koreksi dari penurunan pada tahun 2009. Volume ekspor barang dan jasa negara-negara maju diperkirakan akan naik sebesar 6,8% pada tahun 2011 dan 5,9% setahun berikutnya; sementara volume ekspor negara-negara berkembang juga naik sebesar 8,8% pada tahun 2011 dan 8,7% pada tahun 2012. Demikian pula dengan naiknya impor barang dan jasa negara maju yang mencapai 5,8% dan 5,5% dalam dua tahun ke depan, juga diimbangi dengan naiknya

volume impor negara-negara berkembang pada tahun 2011 sebesar 10,2% dan tahun 2012 sebesar 9,4%. Tingginya nilai impor ini disebabkan karena besarnya permintaan negara-negara berkembang akan mesin-mesin produksi dan bahan baku produksi yang hanya bisa diproduksi dengan efisien oleh negara-negara maju dan berteknologi tinggi.

Membaiknya pertumbuhan ekonomi dunia yang meningkatkan aktifitas produksi dan konsumsi rumah tangga mendorong meningkatnya konsumsi minyak dunia. Sementara itu, suplai minyak dari negara-negara penghasil minyak utama menurun terutama karena anggota OPEC di Timur Tengah menghadapi krisis politik yang terjadi selama tahun 2011 dan menurunnya produksi minyak dunia akibat kecelakaan sebagaimana yang terjadi pada British Petroleum. Oleh karena itu, harga minyak dunia diproyeksikan akan naik menjadi USD 107,16 per barrel pada tahun 2011 dan USD 108,0 per barrel pada tahun 2012. Kondisi ini tentunya akan menyebabkan inflasi tinggi masih akan terjadi di tahun 2011 sebelum dunia usaha mampu menyesuaikan dengan harga minyak tersebut di tahun 2012 sehingga inflasinya diperkirakan akan menurun.

Produsen pesawat terbang terkemuka dunia, Airbus dan Boeing juga mengeluarkan proyeksi pertumbuhan ekonomi negara-negara maju dan berkembang. Airbus memproyeksikan PDB negara-negara berkembang akan naik rata-rata sebesar 6,0% pada tahun 2011 dan 6,1% pada tahun 2012, sedangkan negara-negara maju akan mencapai pertumbuhan 2,0% pada tahun 2011 dan 2,2% pada tahun 2012. Boeing memproyeksikan PDB dunia akan naik rata-rata 3,2% dalam beberapa tahun ke depan dengan pertumbuhan di Asia Pasific rata-rata 4,6%, Amerika Utara rata-rata 2,7% dan Eropa rata-rata 1,9%.

Survey proyeksi indikator makro ekonomi (SPIME) merupakan survei triwulanan yang dilaksanakan sejak Triwulan IV-2001 terhadap responden yang terdiri dari para ekonom, peneliti/pengamat ekonomi, analis pasar uang/modal serta akademisi. Responden dipilih berdasarkan metode *purposive sampling*, berjumlah 100 orang dan tersebar di beberapa kota besar di Indonesia. SPIME memproyeksikan pertumbuhan ekonomi tahun 2011 sebesar 6,4% yang didorong oleh membaiknya perekonomian dunia, peningkatan investasi domestik dan asing yang selanjutnya memberikan efek positif terhadap performa neraca perdagangan,

serta adanya kenaikan daya beli masyarakat. Bank Indonesia sendiri memproyeksikan pertumbuhan tahun 2011 berada pada kisaran 6,0% - 6,5% dan asumsi makro APBN 2011 sebesar 6,4% juga. Seiring dengan meningkatnya pertumbuhan ekonomi tersebut, maka tekanan terhadap harga juga diperkirakan akan meningkat dengan kisaran inflasi tahunan di tahun 2011 antara 6,2% hingga 6,8% (*yoY*). Adapun nilai tukar rupiah diperkirakan berada pada level Rp. 9.000 – 9.250 per Dollar AS.

Selanjutnya proyeksi tahun 2012, Indonesia akan mencapai pertumbuhan ekonomi sebesar 6,5% (kisaran 6,1% - 7,0%) atau sedikit lebih tinggi dibandingkan tahun 2011. Kuatnya fundamental ekonomi, perbaikan kinerja neraca pembayaran dan masuknya aliran dana asing baik PMA maupun investasi portofolio berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi tahun 2012. Begitu pula dengan target pencapaian rating *investment grade* yang dicanangkan oleh pemerintah dapat diperoleh pada tahun 2012 semakin memperbesar faktor pendukung tercapainya proyeksi tersebut. Inflasi tahun 2012 diperkirakan masih berada pada level 6,5% yang disebabkan oleh kenaikan komoditas internasional dan faktor lokal berupa gangguan produksi dan distribusi. Sedangkan nilai tukar rupiah diperkirakan akan berada pada level Rp. 8.751 – 9.000 per- USD.

Adapun suku bunga Bank Indonesia diperkirakan akan dipertahankan pada level 6,75% sepanjang tahun 2011 sesuai dengan hasil RDG BI 4 Maret 2011. Hal ini bagaimana Bank Indonesia mempertahankan suku bunga BI pada angka 6,5% selama tahun 2009 dan tahun 2010. Perubahan diperkirakan tidak akan diambil sampai dengan tahun 2012 mengingat rata-rata pertumbuhan ekonomi diproyeksikan lebih baik dan tingkat inflasi bisa dipertahankan pada kisaran maksimum 6% (*yoY*) selama tahun 2011 dan 5,5% (*yoY*) selama tahun 2012. Kebijakan pengetatan moneter ini sebagai respon untuk menurunkan inflasi.

Tabel 4.7. Proyeksi makroekonomi Indonesia tahun 2011 dan 2012

| Indikator Makro Ekonomi | Proyeksi IMF | | SPIME / IATA | | BI / APBN | | Proyeksi Tesis | |
|----------------------------|--------------|--------|--------------|--------|-----------|--------|----------------|--------|
| | 2011 | 2012 | 2011 | 2012 | 2011 | 2012 | 2011 | 2012 |
| PDB (%) | 6,20 | 6,50 | 6,40 | 6,50 | 6,30 | 6,50 | 6,50 | 6,50 |
| PDB - Nominal (Triliun Rp) | | | | | | | | |
| Inflasi | 7,10 | 5,90 | 6,50 | 6,50 | 6,00 | 5,50 | 6,00 | 6,00 |
| Suku Bunga BI (%) | - | - | - | - | 6,75 | 6,75 | 6,75 | 6,00 |
| Nilai Tukar (Rp/US Dollar) | - | - | 9161 | 9152 | 9250 | 9000 | 9075 | 8875 |
| Harga Minyak (USD/Barrel) | 107,16 | 108,00 | 96,00 | 116,07 | 95,00 | 110,00 | 110,00 | 110,00 |

Sumber : IMF, IATA, BI, Diolah sendiri, 2011

4.2. Analisis Industri Penerbangan

Perkembangan industri penerbangan di Indonesia saat ini ditandai dengan semakin besarnya armada penerbangan dalam negeri dengan perkembangan rute domestik dan internasional yang semakin beragam. Garuda Indonesia sebagai *flagship airline* Indonesia mendatangkan pesawat baru berbadan lebar Boeing 737-800NG untuk memperkuat penetrasi di penerbangan domestik serta Airbus A330-200 untuk bersaing ke luar negeri. Lion air, salah satu maskapai penerbangan swasta telah menunjukkan performanya terlebih dahulu dengan mendatangkan pesawat terbaru generasi B737-900ER dan ATR-72 untuk memperbaharui armada pesawat yang telah berusia puluhan tahun. Serta tidak ketinggalan Batavia Air, yang mengandalkan pesawat buatan Airbus di jajarannya dengan mendatangkan A320-200 dan A330-200 untuk rute internasionalnya. Terakhir Sriwijaya Air yang juga mengganti andalannya B737-200 dengan pesawat yang lebih baru.

Begitu pula dengan serbuan maskapai dari luar negeri yang memanfaatkan celah yang belum sepenuhnya seperti rute dari beberapa kota besar Indonesia ke luar negeri. Terhitung sejak masuknya Airasia ke percaturan penerbangan Indonesia, segera diikuti oleh beberapa maskapai penerbangan luar negeri lainnya seperti grup Jetstar, grup SQ (Silk Air), MAS dan sebagainya. Maskapai ini melihat kecenderungan orang Indonesia yang sering bepergian ke luar negeri dengan tujuan utama berwisata dan melakukan kegiatan bisnis lintas negara. Peningkatan pendapatan per-kapita penduduk Indonesia yang naik dari tahun ke tahun diartikan sebagai peningkatan kemampuan untuk melakukan perjalanan jauh menggunakan moda transportasi udara dibanding kebiasaan 10-20 tahun lampau yang banyak mengandalkan moda transportasi darat (Kereta Api) dan laut (Kapal penumpang yang dimotori oleh Pelni).

Oleh karena itu, pembahasan mengenai analisa industri penerbangan di Indonesia akan dimulai dengan dinamika industri penerbangan Asia Pasifik sebagai lingkungan terdekat yang banyak bersentuhan dengan Indonesia. Tujuannya adalah memberikan gambaran sebelum melakukan proyeksi perkembangan industri penerbangan dalam beberapa tahun ke depan dengan

melihat kecenderungan penggunaan moda transportasi udara domestik dan internasional.

4.2.1. Industri Penerbangan Asia Pasifik

Sebagian besar negara-negara di Asia Pasifik dapat melalui dengan baik krisis keuangan dunia yang terjadi pada tahun 2009 dan tumbuh dengan cepat selepas krisis tersebut dimana China dan India memimpin pertumbuhan di antara semua negara berkembang. Krisis telah menyebabkan penurunan penumpang pesawat udara di berbagai negara (2% di seluruh dunia) namun resiliensi penerbangan yang telah teruji selama lebih dari 45 tahun mendorong meningkatnya kembali jumlah penumpang mencapai angka yang normal. Jumlah penumpang di seluruh dunia sudah mencapai 2,439 miliar setara RPK dengan kenaikan *revenue* perusahaan penerbangan hingga 14,4% dari tahun 2009. Berikut data statistik mengenai industri penerbangan seluruh dunia :

Tabel 4.8. Statistik industri penerbangan dunia

| System-wide global commercial airlines | Years | | | | | |
|--|-------|------|------|------|--------|-------|
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| REVENUES, \$ billion | 413 | 465 | 510 | 564 | 482 | 552 |
| % changes | 9,1 | 12,5 | 9,6 | 10,5 | -14,4 | 14,4 |
| - Passenger | 323 | 365 | 399 | 444 | 374 | 425 |
| - Cargo | 48 | 53 | 59 | 63 | 48 | 63 |
| TRAFFIC VOLUME | | | | | | |
| - Passenger growth, tkp, % | 7,0 | 5,0 | 6,4 | 1,5 | -2,1 | 7,3 |
| Passenger numbers, millions | 2022 | 2129 | 2284 | 2293 | 2277 | 2439 |
| - Cargo growth, tkp, % | 0,4 | 4,8 | 4,8 | -1,0 | -9,8 | 18,3 |
| Freight tonnes, millions | 37,6 | 39,8 | 41,8 | 40,5 | 36,9 | 43,6 |
| - Passenger yield, % | 2,70 | 7,80 | 2,70 | 9,50 | -14,00 | 6,10 |
| - Cargo yield, % | 2,40 | 5,90 | 5,50 | 7,40 | -14,20 | 10,20 |

Sumber : IATA, *IATA Economics*, 2011

Pulihnya jumlah penumpang dan *revenue* industri penerbangan dunia juga berdampak pada membaiknya laporan keuangan perusahaan-perusahaan penerbangan pada umumnya. Data IATA (2010) melaporkan bahwa selama tahun 2008 dan 2009, marjin *EBIT* dan *net profit* cenderung minus namun tahun 2010 kembali positif bahkan melampaui pencapaian tahun 2007. Kawasan Asia Pasific memberikan kontribusi terbesar dengan *net profits* kurang lebih USD 7,6 miliar disusul oleh kawasan Amerika Utara sebesar USD 4,7 miliar. Saat ini kawasan

Asia Pasific menguasai 29,6% dari total jumlah penumpang di seluruh dunia, dimana kawasan Eropa mencapai 35,6% dan Amerika Utara mencapai 15,1%.

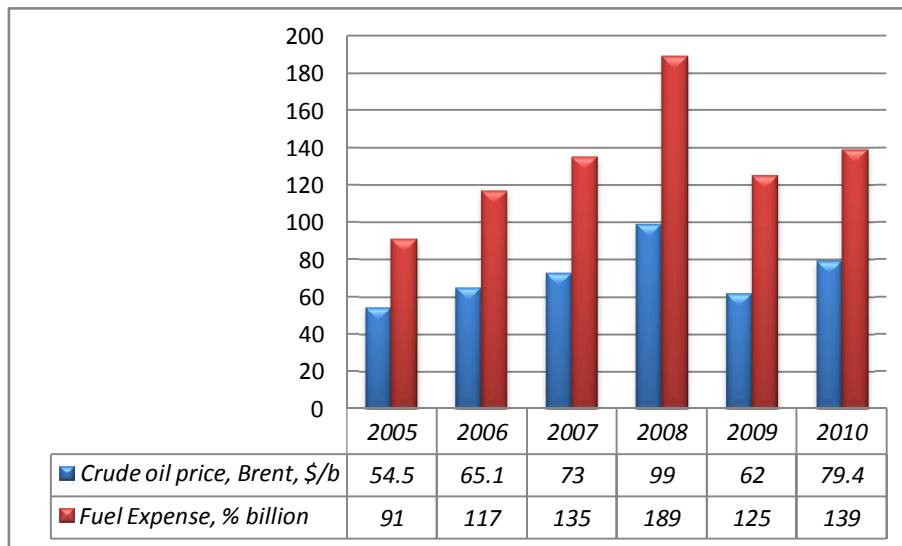
Tabel 4.9. Pencapaian keuangan perusahaan penerbangan dunia

| System-wide global commercial airlines | EBIT margins, % revenues | | | Net profits, \$ billion | | |
|---|--------------------------|-------|------|-------------------------|------|------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Global | -1,6% | -0,7% | 5,0% | -16,0 | -9,9 | 16,0 |
| - Including exceptional items | | | | -36,1 | -9,8 | 16,0 |
| - Regions | | | | | | |
| North America | -1,8% | 1,2% | 5,1% | -9,6 | -2,7 | 4,7 |
| Including exceptional items | | | | -24,4 | -2,7 | 4,7 |
| Europe | 0,1% | -2,2% | 1,7% | 0,0 | -4,3 | 1,4 |
| Including exceptional items | | | | -1,0 | -4,3 | 1,4 |
| Asia-Pasific | -4,7% | -1,8% | 8,9% | -4,7 | -2,7 | 7,6 |
| Including exceptional items | | | | -8,7 | -2,6 | 7,6 |
| Middle East | 1,0% | -1,5% | 4,6% | -0,3 | -0,6 | 1,1 |
| Latin America | 2,3% | 2,8% | 4,7% | -1,4 | 0,5 | 1,0 |
| Including exceptional items | | | | -1,7 | 0,5 | 1,0 |
| Africa | -0,9% | -0,9% | 1,1% | -0,1 | -0,1 | 0,1 |

Sumber : IATA, *IATA Economics*, 2011

Salah satu faktor yang mendukung pertumbuhan jumlah penumpang di Asia Pasific adalah kenaikan pertumbuhan populasi dan urbanisasi dimana prosentase penduduk urban terhadap total populasi semakin besar. Sampai dengan tahun 2010, rata-rata prosentase penduduk urban untuk negara-negara Asia Tenggara 47,5%, China 46,1%, India 29,7% dan Australia bahkan mencapai 88,9%.

Namun, kenaikan harga minyak dunia bisa menjadi hambatan dalam mencapai pertumbuhan industri yang direncanakan. Konflik di Timur Tengah dan naiknya permintaan minyak dunia untuk industri dan transportasi menjadi sumber utama kenaikan tersebut. Berbagai langkah telah dilakukan termasuk dengan deregulasi penerbangan untuk menyelamatkan pertumbuhan jumlah penumpang. Beberapa regulator di Eropa seperti Paris dan London menghilangkan biaya-biaya tambahan (*fee*) atas suplai bahan bakar. Contoh lain adalah di Peru yang menurunkan pajak bahan bakar, masuknya perusahaan lain dalam persaingan bisnis suplai bahan bakar ke maskapai dalam negeri dan penghilangan fuel surcharge seperti yang berlaku di Indonesia. Sebagai catatan, komponen bahan bakar merupakan 27% dari biaya operasional.



Gambar 4.2. Pergerakan harga bahan bakar pesawat

Sumber : *Platts Bloomberg*, Diolah sendiri, 2011

4.2.2. Industri Penerbangan di Indonesia

Perusahaan penerbangan di wilayah ASEAN dianggap mampu bertahan dari penurunan pendapatan dibanding daerah lainnya. Penyebabnya adalah pertumbuhan maskapai yang menerapkan layanan *low cost carrier* (LCC) yang sedang berekspansi dengan baik untuk penerbangan domestik dan bahkan internasional. Penggunaan pesawat baru yang lebih efisien, dengan penyesuaian pada kebutuhan penumpang, mampu menurunkan biaya perjalanan udara dan menciptakan rute-rute baru yang sebelumnya tidak bernilai ekonomis. Pesawat *turbo-fan* dengan mesin pendorong menggunakan baling-baling didatangkan untuk rute-rute pendek dengan perjalanan singkat sedangkan pesawat berbadan lebar bermesin jet diterbangkan melalui rute panjang maupun ke luar negeri.

Perubahan regulasi dan pembangunan infrastruktur turut mendukung ekspansi perjalanan udara di kawasan ASEAN. Frekuensi terbesar penerbangan ke luar negeri di dominasi oleh rute ke Taiwan dan China mengingat tingginya aktifitas pelaku bisnis antar negara tersebut. Saat ini terdapat 270 kali penerbangan per-minggu yang melayani ke kedua negara tersebut. Selain itu, dengan adanya rencana unifikasi penerbangan melalui *Open Skies ASEAN 2015*, penerbangan antar kota-kota besar di kawasan ini juga meningkat cukup pesat. Sebagai contoh, penerbangan Jakarta-Kuala Lumpur meningkat 14% dari tahun

2008, Jakarta-Singapore meningkat 23%, Manila-Singapore bahkan mencapai 71% kenaikannya dan Kuala Lumpur-Singapore tertinggi dengan 94% pada tahun 2010 ini.

Tabel 4.10. Infrastruktur transportasi udara di beberapa negara

| Negara | Jumlah Airport yang Diaspal | | | | Landasan Diaspal km | Rel Kereta Jumlah km |
|------------------|-----------------------------|--------------|---------|--------|------------------------|-------------------------------|
| | Panjang | | | Jumlah | | |
| | 1.524-2.437m | 2.438-3.047m | >3.047m | | | |
| Malaysia | 6 | 10 | 7 | 38 | 80.280 | 1.849 |
| Thailand | 24 | 11 | 8 | 64 | 180.053 | 4.071 |
| Indonesia | 50 | 19 | 4 | 171 | 258.744 | 8.529 |
| Singapura | 4 | 1 | 2 | 8 | 3.356 | - |
| Bangladesh | 6 | 2 | 2 | 15 | 22.726 | 2.768 |
| Kamboja | 2 | 3 | - | 6 | 2.977 | 690 |
| Laos | 4 | 2 | - | 9 | 4.811 | n.a. |
| Philipina | 29 | 8 | 4 | 85 | 21.677 | 897 |
| Vietnam | 14 | 5 | 9 | 37 | 125.789 | 2.347 |
| India | 75 | 57 | 21 | 249 | 1.560.593 | 64.015 |
| China | 132 | 137 | 63 | 442 | 2.925.028 | 77.834 |
| Australia | 148 | 13 | 11 | 326 | 341.448 | 37.855 |
| Selandia Baru | 12 | 1 | 2 | 40 | 61.879 | 4.128 |

Sumber : CIA, *The World Factbook 2008*, October 2010

Dukungan terhadap pertumbuhan industri penerbangan di Asia Tenggara antara lain (Prospektus Garuda, 2010) :

- Jarak terdekat dengan populasi yang besar, dimana sekitar 50% dari total populasi di dunia berjarak 6-7 jam penerbangan dari Jakarta yang mengindikasikan potensi yang besar untuk pangsa pasar penerbangan regional.
- Lokasi pada rute pusat bisnis dengan posisi yang strategis antara Eropa dan wilayah sekitar Pasifik. Juga berada di antara Asia Utara dan Australia/New Zealand.
- Kedekatan jarak dengan China, Australia dan India yang merupakan negara-negara dengan ekonomi yang kuat dimana tendensi untuk

melakukan perjalanan dari negara tersebut sangat tinggi, baik untuk bisnis maupun pariwisata.

- Liberalisasi perjanjian peraturan penerbangan dan pemasaran baik di antara negara-negara ASEAN maupun dengan negara-negara lain di kawasan ini.
- Peningkatan infrastruktur pariwisata yang cukup menunjang dan terus menarik minat wisatawan.
- Urbanisasi sebagaimana dijelaskan sebelumnya.

Selain dukungan tersebut, terdapat juga beberapa hambatan yang dapat menekan laju pertumbuhan industri penerbangan di kawasan ASEAN terutama kenaikan harga minyak dunia yang berpengaruh pada biaya perjalanan maupun pendapatan calon penumpang yang bekerja di sektor lain. Konflik antara negara seperti Thailand dan Kamboja, kerusuhan (*civil riot*), bencana alam, serta terorisme turut menjadi hambatan yang cukup berpengaruh dimana sering muncul larangan terbang dari otoritas penerbangan di negara-negara asal penumpang. Dan terakhir adalah keterbatasan infrastruktur bandara terutama di daerah-daerah yang belum berkembang pesat sebagaimana kota-kota besar lainnya.

Penggunaan moda transportasi di Indonesia masih didominasi oleh angkutan darat terutama di pulau Jawa dan Sumatera yang merupakan wilayah konsentrasi penduduk terbesar di Indonesia. Namun pertumbuhan pengguna moda transportasi ini semakin mengecil mengingat tingginya penetrasi dari angkutan udara yang fleksibel dan semakin murah. Sementara pengguna moda transportasi laut yang menghubungkan kota-kota besar di Indonesia juga semakin berkurang karena lamanya waktu perjalanan. Pertumbuhan penumpang pesawat terbang naik dengan pertumbuhan rata-rata hingga 22% per-tahun sejak tahun 2000, jauh dibandingkan moda transportasi laut yang hanya 3,4% atau moda transportasi darat (kereta api) yang hanya 0,1%.

Selain itu, kenaikan PDB Indonesia dengan pertumbuhan yang tinggi dan peningkatan jumlah masyarakat kelas menengah memberikan kontribusi yang berarti pada peningkatan permintaan layanan penerbangan sebagai moda transportasi. Rata-rata pertumbuhan jumlah penumpang domestik sejak tahun 2001 mencapai CAGR 32,1% dan jumlah penumpang internasional mencapai CAGR

11,3%. Berikut adalah grafik pertumbuhan jumlah penumpang domestik dan internasional yang berangkat dari bandara-bandara di Indonesia.

Tabel 4.11. Jumlah penumpang menurut jenis angkutan

| Moda Transportasi | Jumlah Penumpang (dalam Jutaan) | | | | | | | | | | CAGR (2000- 2010) |
|-----------------------|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | |
| Udara (Domestik) | 10,4 | 12,2 | 17,5 | 23 | 25,3 | 29,2 | 31,2 | 31,9 | 35,7 | 43,8 | 32,1% |
| Udara (Internasional) | 4,5 | 4,7 | 4,3 | 5,3 | 5,5 | 5,7 | 6,4 | 7,1 | 8 | 9,6 | 11,3% |
| Laut | 14,4 | 16,6 | 14,4 | 12,9 | 14 | 12,2 | 6,1 | 6,2 | 5,9 | 7,1 | -5,1% |
| Kereta | 188 | 175,7 | 154,7 | 152,7 | 151,5 | 159,4 | 175,3 | 194,1 | 207,1 | 203,4 | 0,8% |
| Jumlah | 217,3 | 209,2 | 190,9 | 193,9 | 196,3 | 206,5 | 219 | 239,3 | 256,7 | 263,9 | 2,1% |

Sumber : Data dari BPS, Diolah sendiri, 2011

Industri penerbangan di Indonesia saat ini didominasi oleh maskapai yang memberikan layanan LCC kecuali PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk yang memberikan baik layanan LCC maupun FSC. Ada beberapa karakteristik negara Indonesia sehingga bisnis penerbangan layanan LCC ini dapat berkembang dengan pesat antara lain :

- Indonesia merupakan negara kepulauan dengan pusat pertumbuhan yang tersebar ke berbagai daerah sehingga membutuhkan moda transportasi antar pulau yang efektif. Efektivitas kegiatan bisnis yang membutuhkan perpindahan orang dan barang menyebabkan moda transportasi pesawat terbang menjadi pilihan utama saat ini.
- Daya beli masyarakat Indonesia yang sebagian besar masih rendah dan sikap yang lebih mementingkan kemampuan untuk berpindah tempat dalam waktu cepat menyebabkan maskapai yang menawarkan harga rendah dengan pelayanan minim bisa diterima dengan baik.
- Kebutuhan terhadap penerbangan *point-to-point* dan kondisi sebagian besar bandara yang belum mampu menerima pesawat berbadan lebar menyebabkan maskapai mendatangkan pesawat yang lebih kecil.

Tabel 4.12. Armada penerbangan domestik di Indonesia

| Maskapai dan Jumlah Armada | Rata-rata usia pesawat | 2011 | 2012 | 2013+ | Model | IOSA | |
|----------------------------|--|------|------|-------|-------|-----------|-----|
| Garuda Indonesia | 84 | 8,8 | 9 | 6 | 19 | FSC & LCC | Yes |
| Lion Air | 64 | 8,2 | 13 | 16 | 110 | LCC | No |
| Batavia Air | 37 | 20,2 | - | - | - | LCC | No |
| Sriwijaya Air | 28 | 24,3 | - | - | - | LCC | No |
| Indonesia Airasia | 19 | 9,0 | - | - | - | LCC | No |
| 40+ AOCs | Sebagian besar diharapkan akan <i>revoed</i> pada tahun 2012 ketika peraturan Indonesia yang baru mengharuskan lima pesawat yang dimiliki jadi efektif | | | | | No | |

Sumber : Garuda Indonesia, *Prospektus Awal 2010*, 2010

4.2.3. Analisis Persaingan Industri Penerbangan di Indonesia

Dengan menggunakan dasar-dasar dari *PESTEL-Analysis*, dimana faktor-faktor eksternal yang mempengaruhi operasional industri atau perusahaan-perusahaan dalam industri penerbangan yang dirumuskan sebagai *Key Industry Driver*. Faktor-faktor tersebut dibagi atas enam bagian dan bisa menjadi pertimbangan perusahaan dalam merumuskan strategi perusahaan dalam menghadapi persaingan industri penerbangan baik dalam negeri maupun luar negeri. Berikut gambaran skema faktor-faktor eksternal dalam industri penerbangan :



Gambar 4.3. Key Industry Driver

Sumber : IATA, Airbus, Boeing, Diolah sendiri, 2011

Selanjutnya membahas mengenai persaingan dalam industri akan dijelaskan melalui analisis persaingan *Porter's Five Forces*. Dari kelima unsur dalam kekuatan persaingan tersebut, potensi kendala dari pengembangan produk substitusi dianggap paling lemah pengaruhnya. Hal ini disebabkan karena tidak adanya moda transportasi yang menyamai efektivitas dari pesawat terbang, segmentasi calon penumpang di Indonesia yang sudah terbagi dan perkembangan teknologi pesawat terbang yang sudah jauh lebih maju.

Persaingan internal antar perusahaan (*Rivalry among competitive firms*)

Sebanyak 90,46% dari jumlah penumpang yang diangkut pada tahun 2010 dikuasai oleh lima perusahaan penerbangan sedangkan sisanya terbagi ke berbagai

perusahaan penerbangan lainnya, termasuk dari luar negeri. Kelima perusahaan penerbangan tersebut adalah Lion Air/Wings Air yang menerbangkan hingga 14,649 juta penumpang pada tahun 2009 dan menguasai pangsa pasar *LCC* terbesar di Indonesia, Garuda Indonesia yang memberikan layanan baik *FSC* maupun *LCC* (Citylink), Batavia Air, Sriwijaya Air dan Indonesia Airasia, anak perusahaan Airasia Berhad yang menguasai pasar *LCC* di Asia Tenggara.

Kondisi persaingan antar perusahaan penerbangan dalam industri penerbangan di Indonesia dapat dilihat dari beberapa aspek sebagai berikut :

- Saat ini hanya Garuda Indonesia yang memiliki layanan *FSC* untuk penerbangan berjadwal, namun juga memberikan layanan *LCC* melalui Citilink untuk bersaing dengan maskapai lainnya. Adapun keempat maskapai lainnya yang masuk ke lima besar di Indonesia semuanya memberikan layanan *LCC*.
- Hampir semua maskapai besar mendatangkan pesawat baru untuk memperkuat armadanya. Garuda Indonesia mendatangkan pesawat terbaru B737-800NG dan Airbus A330-200 sehingga umur rata-rata pesawatnya adalah 8,8 tahun. Lion Air mendatangkan jenis sama dengan seri mutakhir yaitu B737-900ER dengan rencana pengadaan hingga 171 pesawat sehingga umur rata-rata pesawatnya 8,2 tahun. Indonesia Airasia menggunakan Airbus A319 dan A320 untuk beroperasi di Indonesia dengan umur rata-rata pesawat 9,0 tahun. Adapun Batavia Air dan Sriwijaya yang juga telah meremajakan sebagian pesawatnya namun dengan tipe yang lebih lama sehingga umur rata-rata pesawatnya berada pada kisaran 20 tahun.
- Untuk penerbangan domestik, hampir semua penerbangan menggunakan strategi point-to-point yang sesuai dengan tipe pesawat yang digunakan, sedangkan Garuda Indonesia dan Lion Air menggunakan strategi *hub-and-point*. Sebagian pesawat kecil Garuda Indonesia mengangkut penumpang dari daerah Nusa Tenggara ke Denpasar, sebagian wilayah timur diangkut ke Makassar, dan Sumatera Bagian Selatan yang diangkut ke Jakarta. Hub-hub ini akan menerbangkan dengan pesawat yang berbeda ada atau sama penumpang ke daerah lain. Adapun rute selain itu diterbangkan langsung

dengan *point-to-point*. Lion Air mengadakan Wings Air yang saat ini diperkuat dengan armada ATR-72 dan MD-80 untuk mengumpulkan penumpang ke hub-hub tertentu, sedangkan Lion Air sendiri fokus pada penerbangan *point-to-point* daerah-daerah yang lebih ramai.

- Untuk penerbangan dengan rute internasional, selain kelima maskapai tersebut, juga terdapat tambahan persaingan dari maskapai dari luar negeri baik yang asal penerbangannya dari Indonesia maupun pesawat yang transit. Umumnya maskapai tersebut menawarkan harga yang lebih bersaing mengingat kebanyakan dalam satu rute untuk kembali ke negara asal (*country of origin*) dibanding pesawat dari dalam negeri yang berangkat dari Indonesia. Pesawat ini umumnya berasal dari negara-negara Asia lainnya seperti China (termasuk Hongkong), negara-negara ASEAN, Timur Tengah, Australia dan Eropa seperti KLM.
- Layanan bisnis kargo udara tidak menjadi andalan utama dalam pendapatan maskapai penerbangan berjadwal sebagaimana angkutan penumpang umum. Hal ini disebabkan karena banyaknya perusahaan *freight forwarder* yang menggunakan armada pesawat sendiri dan sebagian di antaranya merupakan jaringan pengiriman berskala multinasional seperti TNT, Fedex, UPS, DHL dan Yosan. Pendapatan Garuda Indonesia dari layanan kargo ini rata-rata hanya 5,5% per tahun.

Potensi masuknya pesaing baru (*Potential entry of new competitors*)

Dengan pertumbuhan jumlah penumpang domestik hingga CAGR 22% dalam sepuluh tahun terakhir dan penumpang internasional yang mencapai CAGR 5,6% per-tahun, tentunya hal ini menjadi daya tarik tersendiri bagi pelaku bisnis untuk masuk ke dalam bisnis penerbangan ini. Sejumlah maskapai baru muncul dalam satu dekade terakhir dan mampu bersaing hingga menjadi besar seperti saat ini. Lion Air dan Sriwijaya Air misalnya, perusahaan penerbangan yang awalnya berasal dari bisnis layanan tiket penerbangan. Sementara perusahaan lama bahkan ada yang tidak mampu menghadapi persaingan ini sehingga harus berhenti semisal Adam Air dan Mandala Air. Tumbuhnya bisnis maskapai ini tidak lepas dari keberadaan Undang-Undang Penerbangan tahun 1992 yang memberikan

kemudahan bagi pelaku bisnis untuk mendirikan perusahaan penerbangan yang berbasis di Indonesia.

Persyaratan mendirikan perusahaan maskapai penerbangan di Indonesia saat ini diatur melalui Undang-undang Nomor 1 Tahun 2009 yang mensyaratkan bahwa sebuah perusahaan penerbangan harus memiliki minimal 10 armada pesawat terbang dimana 5 di antaranya merupakan milik sendiri. Ketentuan ini terutama berlaku bagi perusahaan penerbangan dengan layanan penumpang berjadwal. Selain itu, ada beberapa kondisi yang dapat mempengaruhi masuk tidaknya perusahaan baru dalam industri penerbangan ini, antara lain :

- Persyaratan sertifikat kelaikan udara dimana pengadaan pesawatnya harus mendapat persetujuan Dirjen Perhubungan Udara dan memiliki sertifikat tipe dan validasi yang dikeluarkan oleh DKUPPU. Sanksi terhadap pelanggaran aturan ini berupa pembekuan sampai pencabutan sertifikat operator pesawat udara. Selain itu, berbagai regulasi mengenai izin usaha, rute penerbangan, tarif, keamanan dan keselamatan, awak penerbangan, serta peraturan lingkungan dilaksanakan dengan ketat dan dengan jangka waktu birokrasi yang lama.
- Kondisi bandar udara di Indonesia yang bervariasi dimana bandara di beberapa daerah tujuan utama seperti Soekarno-Hatta, Ngurah Rai dan Polonia telah melebihi kapasitasnya sehingga dalam hal pelayanan menjadi berkurang. Sementara bandara di beberapa kota kecil memiliki keterbatasan dalam melayani pesawat berbadan lebar sehingga membatasi jumlah penumpang yang mungkin diangkut (tidak efisien). Perbaikan infrastruktur tidak mampu mengimbangi kecepatan pertumbuhan penumpang pesawat udara sehingga menjadi pertimbangan tersendiri bagi calon pendatang baru mengingat rute-rute dengan infrastruktur yang bagus sudah penuh.
- Adanya Undang-Undang Persaingan Usaha di satu sisi memberikan larangan bagi maskapai yang ada untuk membentuk kartel, monopoli, penguasaan pasar, konspirasi dan sebagainya. Hal ini tentunya merupakan jalan bagi pendatang baru untuk bersaing dengan bebas. Namun di sisi lain, kemudahan untuk bekerja sama dalam hal rute ke pasar tertentu bisa

menjadi hambatan bagi penderitanya baru karena maskapai yang telah ada mampu memaksimalkan potensi pasar yang ada.

- Resiko yang terkait dengan bisnis penerbangan antara lain : fluktuasi harga minyak dunia (cenderung naik), biaya untuk pengadaan pesawat tinggi (sewa pembiayaan, operasional dan pembelian), dan keterbatasan pemasok pesawat akibat tingginya permintaan dunia tidak diimbangi produksinya. Selain itu, juga terdapat resiko terkait kondisi lingkungan yang sulit untuk diperkirakan kejadiannya seperti penyebaran wabah penyakit, serangan teroris, kecelakaan pesawat, bencana alam (Indonesia terletak di zona gunung berapi) serta krisis ekonomi yang berdampak pada penurunan jumlah penumpang dan naiknya biaya asuransi pesawat terbang.

Kekuatan tawar pemasok (*Bargaining power of suppliers*)

Keberlangsungan bisnis inti perusahaan penerbangan sangat tergantung pada ketersediaan pemasok komponen utama penunjang jalannya bisnis. Adapun pemasok utama tersebut antara lain :

- Produsen pesawat terbang yang saat ini dikuasai oleh Airbus Inc dan Boeing Ltd, terutama untuk jenis pesawat jet berbadan lebar (*wide-body*) dan sempit (*narrow-body*). Munculnya kebutuhan akan pesawat yang lebih kecil baik berteknologi jet maupun *turbo-fan* untuk rute-rute pendek dengan jumlah penumpang terbatas saat ini banyak dipenuhi oleh produsen Bae, Fokker dan ATR. Kemampuan suplai pesawat saat ini belum bisa diimbangi oleh kekuatan lain mengingat pengembangan pesawat penumpang dari Mitsubishi (Jepang) dan China belum sampai pada pesawat jet dengan penumpang lebih dari 100 orang.
- Produsen mesin pesawat dan *spare-part* terutama untuk mesin jet umumnya dipasok oleh CFM International, S.A (JV Snecma & GE), dan Rolls-Royce Plc. Kegagalan dalam pemenuhan ketersediaan suku cadang dapat menyebabkan pesawat di-*grounded* dalam jangka waktu yang cukup lama sementara resiko akan hal ini tidak diakui oleh pihak penyedia sewa pesawat.

- Penyedia jasa *leasing* baik pembiayaan maupun operasional terbatas sehingga biaya bunga yang ditanggung oleh perusahaan penerbangan cukup tinggi. Di sisi lain, tingginya harga pesawat udara menyebabkan perusahaan-perusahaan di industri penerbangan Indonesia belum memiliki kemampuan yang cukup untuk melakukan pembelian langsung, walaupun pilihan tersebut juga akan memberatkan keuangan perusahaan.
- Penyedia jasa asuransi penerbangan memasang tarif semakin tinggi akibat kejadian-kejadian alam dan gangguan eksternal lainnya yang sulit diperkirakan waktu terjadinya. Perusahaan dapat menekan biaya tersebut melalui pengadaan pesawat berteknologi terbaru namun di sisi lain harga pesawat tersebut lebih mahal.
- Pemasok bahan bakar pesawat terutama untuk rute domestik dikuasai oleh Pertamina dan melayani ke semua maskapai, sementara untuk penerbangan internasional masih tersedia beberapa pilihan dari luar. Hal yang memberatkan dari pengadaan bahan bakar adalah metode pembayaran dan ketersediaan cadangan bahan bakar. Kedua hal ini sangat ditentukan oleh perusahaan pemasok sehingga maskapai harus mengikuti aturan dari mereka.
- *Maintenance, Repair & Overhaul (MRO)* merupakan perusahaan penyedia layanan pemeliharaan, perbaikan dan peremajaan pesawat. Di Indonesia, Garuda Indonesia memiliki keunggulan karena mempunyai anak perusahaan yang bergerak dalam jasa ini yaitu PT. GMF Aero Asia. Namun akses terhadap *MRO* ini juga tidak terlalu sulit bagi maskapai lain untuk mendapatkan layanan yang sama karena terdapat di beberapa negara terdekat seperti Malaysia. Lion Air berencana investasi dalam bisnis *MRO* ini di Malaysia pada tahun 2012.

Kekuatan tawar konsumen (*Bargaining power of consumers*)

Konsumen saat ini memiliki beragam pilihan untuk sebagian besar rute penerbangan domestik dan internasional. Berkembangnya layanan *LCC* merevolusi cara penumpang menggunakan moda transportasi udara dibanding beberapa dekade sebelumnya ketika pesawat udara dianggap sebagai

moda transportasi eksklusif. Sebagian besar penumpang lebih mengutamakan harga yang murah dibandingkan dengan nama maskapai, jenis pesawat yang digunakan dan layanan yang diberikan.

Tumbuhnya jumlah penumpang pesawat terbang berjalan seiring dengan penambahan jumlah penduduk dari tahun ke tahun dan kenaikan PDB. Walaupun kapasitas yang dimiliki maskapai saat ini masih mampu menampung jumlah penumpang yang mencapai 53,4 juta pada tahun 2010, namun tidak semua maskapai mampu bertahan terutama sejak era penerbangan murah (*LCC*) berjalan. Contoh terdekat adalah berhentinya operasional perusahaan penerbangan besar nasional Adam Air dan Mandala Airlines dalam lima tahun terakhir, serta kerugian yang terus dialami oleh maskapai milik pemerintah Merpati Nusantara Airlines. Calon penumpang memilih untuk menggunakan maskapai lain karena beberapa sebab, antara lain : faktor keselamatan penerbangan yang tidak dijamin oleh penyedia jasa, sering terjadi keterlambatan penerbangan dari waktu yang telah ditentukan, penjualan dan pemasaran tiket yang tidak sesuai dengan karakteristik pengguna jasa yang sebagian besar didominasi oleh orang-orang yang belum memiliki akses yang luas ke internet, serta keterbatasan rute yang dimiliki oleh maskapai tersebut.

Pada sisi yang lain, calon penumpang terkadang tidak memiliki daya tawar yang tinggi ketika berhadapan dengan maskapai pada rute-rute yang memiliki keterbatasan pilihan. Permainan harga tiket juga sering dilakukan pada rute-rute tertentu yang peminatnya besar sehingga harus membayar lebih mahal dari yang seharusnya. Terkait pelayanan *ground-handling* dan *on-board*, sebagian besar penumpang tidak terlalu mempermasalahkan asalkan mereka memperoleh tiket sesuai dengan target anggarannya, dan bisa bepergian pada jadwal yang tepat. Hal ini bisa tercermin pada sebagian besar pengguna pesawat dengan layanan *LCC*.

Kondisi di atas berbeda dibanding dengan pengguna pesawat *FSC* yang menuntut pelayanan sesuai dengan harga tiket yang dimilikinya. Mulai dari keselamatan penerbangan, kemudahan *check-in* dan kenyamanan *ground-handling*, jadwal penerbangan yang tidak boleh terlambat lebih dari toleransi penumpang, dan kenyamanan selama penerbangan sampai di tempat tujuan. Oleh karena hanya Garuda Indonesia maskapai nasional yang memberikan layanan

FSC di Indonesia, maka kondisi tersebut harus menjadi perhatian utama. Salah satu cara untuk melihat tingkat loyalitas pengguna jasa Garuda Indonesia dapat dilihat dari prosentase anggota *GFF* (*Garuda Frequent Flyer*) dari seluruh penumpang Garuda yang mencapai 28,8% dengan keanggotaan sampai dengan tahun 2010 mencapai 435.000 orang.

4.2.4. Proyeksi Pertumbuhan Penumpang dan Kargo

Seiring dengan membaiknya pertumbuhan ekonomi terutama negara-negara di kawasan Asia Pasifik, maka pertumbuhan jumlah pengguna pesawat terbang pun diperkirakan akan mengalami peningkatan mengingat industri ini sedang dalam tren yang cukup bagus. Berbagai lembaga ekonomi dunia dan perusahaan-perusahaan multinasional yang berkepentingan terhadap industri ini telah mengeluarkan proyeksinya masing-masing di mana tingkat pertumbuhan di kawasan Asia Pasifik masih akan terus meningkat dalam 20 tahun mendatang. Contohnya The Boeing Company dalam laporan *Current Market Outlook* (2010) memproyeksikan pertumbuhan jumlah penumpang dalam RPK rata-rata pada tingkat CAGR 4,9% dengan pertumbuhan ekonomi dalam GDP yang naik 3,2%. Sedangkan Airbus melalui *Global Market Forecast* (2010) memproyeksikan jumlah penumpang akan tumbuh rata-rata pada tingkat CAGR 4,8% dengan melihat peningkatan jumlah penumpang dalam 7 tahun terakhir yang mencapai $\pm 45\%$. Zinnov (2007), perusahaan riset dan konsultan independen, memproyeksikan pertumbuhan penumpang dalam RPK global pada tingkat 5,8% sampai dengan tahun 2024.

Hampir semua proyeksi yang telah dibuat menempatkan kawasan Asia Pasifik memimpin pertumbuhan jumlah penumpang pesawat terbang setidaknya untuk masa 20 tahun ke depan. Boeing melalui *Current Market Outlook 2010 – 2029* memproyeksikan pertumbuhan penumpang di kawasan Asia Pasific mencapai CAGR 6,8% dengan tidak termasuk negara-negara Timur Tengah. Begitu juga dengan proyeksi lalu lintas kargo di kawasan ini tumbuh dengan prosentase CAGR yang sama. Airbus melalui *Global Market Forecast 2010 – 2029* memproyeksikan pertumbuhan penumpang akan mencapai CAGR 5,8% dengan pangsa pasar dunia sebesar 29,6% pada tahun 2010 dan meningkat hingga

33% pada tahun 2029. Sedangkan proyeksi pertumbuhan kargo sebesar CAGR 5,9% dimana sebesar 85% merupakan lalu lintas kargo antar negara (internasional). China masih memimpin pertumbuhan di kawasan ini dengan proyeksi hingga CAGR 7,6% dan angkutan kargo hingga 7,4% dimana angkutan internasional diperkirakan mendominasi pertumbuhan tersebut.

Proyeksi pertumbuhan jumlah penumpang di kawasan Asia Tenggara sedikit lebih tinggi dibanding kawasan Asia Pasific yaitu sebesar CAGR 6,9% hingga 20 tahun ke depan. Perjalanan di dalam kawasan sendiri tumbuh hingga rata-rata 8,3% karena perjalanan antar-negara di kawasan ini dibanding yang ke luar. Khusus untuk Indonesia yang merupakan bagian dari negara-negara ASEAN, memiliki populasi lebih dari 230 juta merupakan potensi tersendiri dalam mendominasi Asia di pasar penerbangan. Jumlah populasi ini didukung oleh pertumbuhan yang tinggi, penetrasi penerbangan yang masih rendah dan liberalisasi penerbangan yang semakin kondusif bagi iklim bisnis penerbangan.

IATA memberikan perhatian khusus terhadap Indonesia dengan melihat kemampuan Indonesia untuk tumbuh di saat negara lain terkena krisis keuangan tahun 2009. *IATA* juga melihat bagaimana Garuda mencetak keuntungan lebih dari 50% pada tahun 2009 dengan pertumbuhan penumpang yang positif. Untuk menunjang pertumbuhan tersebut, *IATA* memberikan tiga prioritas untuk penerbangan di Indonesia yaitu : *safety* (keselamatan), efisiensi biaya, infrastruktur yang efektif dan lingkungan yang mendukung pembangunan yang berkelanjutan. *IATA* memproyeksikan pertumbuhan jumlah penumpang domestik sebesar CAGR 8,7% dan penumpang internasional sebesar CAGR 9,3%, hingga tahun 2015 yang akan datang. Jumlah penduduk diperkirakan akan mencapai 247,5 juta jiwa pada tahun 2015 dengan penduduk yang berada di perkotaan melebihi 50%-nya (*IATA*, 2011).

4.3. Analisis dan Strategi Perseroan

4.3.1. Kondisi Persaingan Yang Dihadapi Perseroan

Garuda Indonesia merupakan satu-satunya maskapai penerbangan berlisensi di Indonesia yang menyediakan pelayanan lengkap (*full service carrier*) melalui brand Garuda Indonesia Airways (GIA). Selain layanan *FSC*, perseroan

juga menyediakan layanan *LCC* melalui *brand* Citilink yang dijalankan oleh *SBU* Citilink dan berpusat di Surabaya. Tujuan dari pemisahan antara layanan *FSC* dan *LCC* tersebut akan mendukung perseroan untuk melakukan segmentasi layanan yang diberikan kepada pelanggan “*premium*” korporat dan penumpang pribadi yang melakukan perjalanan di kelas bisnis dan ekonomi, dan juga kepada *budget travellers* (Prospektus Garuda, 2010). Layanan lain yang diberikan adalah penerbangan haji setiap tahun dan penyewaan pesawat (*charter*) di bawah *brand* Garuda Indonesia, serta layanan kargo yang dijalankan oleh *SBU* Kargo dengan tetap menggunakan *brand* Garuda.

Garuda Indonesia saat ini menghadapi berbagai persaingan baik dari layanan *FSC* maupun *LCC* di setiap pasar yang dilayani. Unsur utama persaingan berasal dari harga, jadwal, jaringan/rute, kualitas pelayanan, jenis dan umur pesawat. Pesaing dari luar negeri memiliki jaringan dan rute yang lebih luas, *brand* yang kuat, dukungan keuangan dan teknologi yang lebih baik. Pangsa pasar domestik dikuasai oleh Lion Air dengan penguasaan hingga 33,4% dan berturut-turut adalah Garuda Indonesia dan Batavia Air dengan pangsa pasar masing-masing sebesar 19,2% dan 13,9%. Sementara untuk rute internasional, perseroan berhadapan baik dengan maskapai dalam negeri yang melayani rute tersebut maupun dengan maskapai luar negeri yang melayani penerbangan dari Indonesia. Perseroan memiliki pangsa pasar terbesar hanya untuk rute ke Jepang, China (selain Hongkong) dan Australia.

Layanan penerbangan kargo di Indonesia sangat kompetitif baik untuk rute domestik dan internasional termasuk dengan Singapore Airlines, Malaysian Airlines, Korea Air dan China Airlines. Perseroan juga bersaing dengan operator layanan kargo seperti DHL dan UPS yang memiliki ground transport sendiri menawarkan layanan kargo *door-to-door*. Semua pesaing di rute tersebut rata-rata memiliki armada pesawat yang besar. Sementara untuk pasar domestik, perseroan menguasai pasar kargo udara dengan dukungan jaringan domestik yang luas dan konsistensi dalam memenuhi jadwal permintaan.

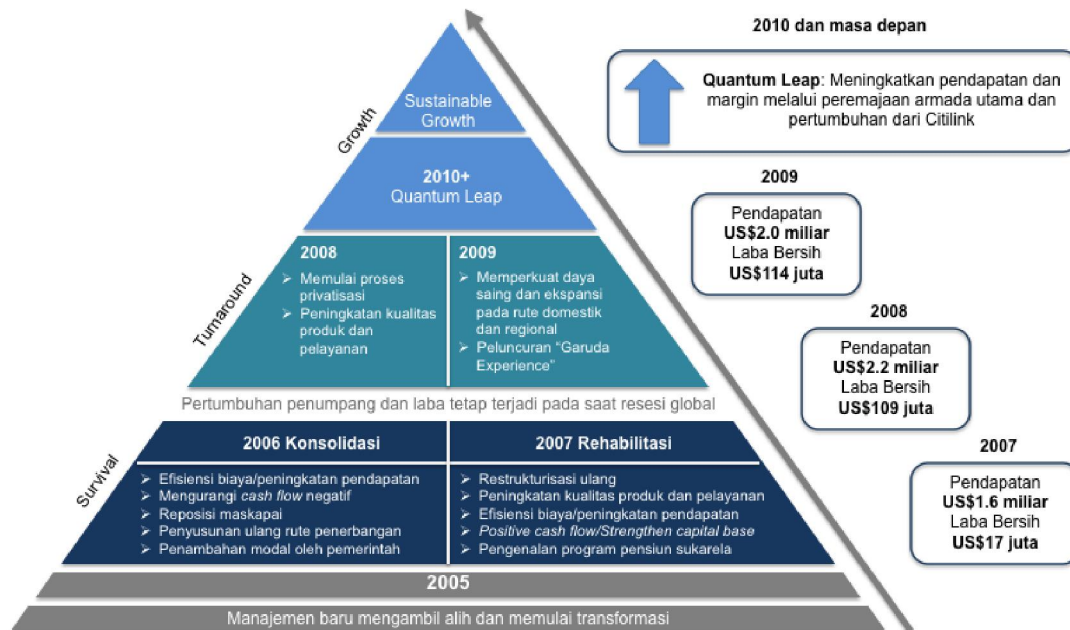
4.3.2. Keunggulan daya saing dan strategi perusahaan

Kemampuan perseroan terlepas dari krisis yang menimpa selama akhir tahun 1990-an dan keuntungan yang berhasil dicetak sejak kerugian terakhir tahun 2005 tidak terlepas dari keunggulan daya saing yang dibangun perusahaan sejak diambil alih oleh manajemen baru. Hal ini didukung pula dengan pertumbuhan ekonomi Indonesia yang bisa bangkit dari krisis tahun 1998 dan bertahan terhadap krisis tahun 2009 yang lampau. Ada tujuh unsur daya saing yang dimiliki oleh perusahaan (Prospektus Garuda, 2010) sebagai berikut :

- Garuda Indonesia merupakan maskapai pembawa nama resmi bendera Indonesia ke seluruh dunia (*flag carrier*).
- Tingginya hambatan bagi perusahaan penerbangan lain untuk masuk ke pasar FSC di Indonesia disebabkan karena tingginya loyalitas pengguna Garuda dan tingginya penetrasi penerbangan berlayanan LCC di Indonesia.
- Penggunaan armada yang modern dengan keseriusan perseroan untuk mendatangkan pesawat baru B737-800NG dan A330-200.
- Komitmen pembelian pesawat dan sewa beli operasi (*operating lease*) yang kuat melalui pemesanan dan tambahan opsi pemesanan yang sewaktu-waktu bisa direalisasikan.
- Pelayanan premium sebagai konsekuensi dari layanan FSC bagi penumpang Garuda Indonesia, terutama dengan adanya *in-flight entertainment, meal and beverage*, serta *ground handling* yang semakin mudah dan nyaman.
- Standar keselamatan yang tinggi terbukti dengan masuknya Garuda Indonesia sebagai maskapai yang diterima ke hampir sebagian besar negara di benua Eropa, Asia dan Australia.
- Tim manajemen yang ahli dan berpengalaman dengan rekam jejak yang baik.

Selain keunggulan kompetitif yang dimiliki tersebut, perusahaan juga melakukan restrukturisasi dan transformasi melalui beberapa tahapan strategi sejak manajemen baru mengambil alih pada tahun 2005. Tujuan utama dari strategi tersebut diperkenalkan dengan istilah *Quantum Leap 2010+* adalah

meningkatkan pendapatan dan margin melalui peremajaan armada utama dan pertumbuhan dari Citilink. Berikut adalah gambaran strategi yang diterapkan oleh Garuda Indonesia untuk mencapai pertumbuhan yang stabil dan berkelanjutan :



Gambar 4.4. Strategi GIA dalam rangka restrukturisasi dan transformasi

Sumber : Garuda Indonesia, *Public Expose*, 2011

Implementasi *Quantum Leap 2010+* diarahkan untuk mengembangkan dan mendominasi pasar industri penerbangan di Indonesia yang terus bertumbuh dengan pesat. Terdapat tujuh unsur utama yang menjadi kunci kesuksesan perusahaan melalui program ini, yaitu (Prospektus Garuda, 2010) :

- a. Optimalisasi layanan *Full Service Carrier* (FSC) dengan meningkatkan armada yang sesuai untuk mendukung pertumbuhan permintaan pasar domestik. Ada 3 langkah yang akan dan sedang dilakukan perusahaan, sebagai berikut :
 - Perseroan berencana mengoperasikan 18 armada pesawat sub-100 untuk melayani rute dengan *yield* tinggi dan jumlah pasar yang kecil. Hal ini dalam rangka memperluas rute jaringan *point-to-point* dan menghubungkan hub-hub perseroan dengan lokasi-lokasi tujuan wisata di Indonesia.

- Menambah jaringan rute untuk melayani semua ibukota propinsi di Indonesia dan memperoleh keuntungan dari otonomi daerah dengan melayani penumpang wisata dari bukan hanya untuk tujuan ke Bali.
 - Mengimplementasikan sistem *Customer Relationship Management* (CRM) untuk meningkatkan kontribusi penerbangan dari anggota *GFF*, sistem manajemen pendapatan, serta sistem *Passenger Service Solution* (PSS).
- b. Memperkuat dan menambah rute Internasional serta *brand* Garuda Indonesia di luar negeri. Langkah ini dilakukan dengan menyediakan penerbangan langsung untuk rute internasional yang dapat menghindari transit di negara lain, dan meningkatkan frekuensi penerbangan yang ada pada rute yang memberikan keuntungan. Untuk keperluan tersebut, perseroan akan mendatangkan 10 pesawat Boeing 777 (2013-2016) dan mempertimbangkan untuk mendatangkan A380 *Superjumbo* guna menggantikan armada B747 yang saat ini dioperasikan.
- c. Memperkuat brand perseroan dengan terus mengembangkan program *Garuda Indonesia Experience* untuk membedakan layanan FSC perseroan dibandingkan dengan perusahaan asing. Perseroan adalah salah satu dari dua maskapai penerbangan domestik yang memiliki sertifikat IOSA dan mendapat penghargaan bintang empat yang telah diterima dari Skytrax. Langkah ini dilakukan dengan pembaharuan interior kabin, sistem hiburan dalam pesawat dan situs internet perseroan yang dapat diakses oleh pelanggan dengan semakin baik.
- d. Mengembangkan LCC melalui SBU Citilink (selanjutnya akan digabung dengan PT. Citilink Indonesia) dengan memanfaatkan peluang pada pasar LCC. Pengembangan layanan ini dalam rangka memperoleh pertumbuhan penumpang yang sensitif terhadap harga dengan *yield* rendah dan jumlah pasar yang besar, sehingga dapat bertahan terhadap perubahan harga di antara penumpang FSC perseroan dan *budget travellers* pada rute yang sama.
- e. Ekspansi, simplifikasi dan peremajaan armada pesawat untuk meningkatkan kualitas pelayanan dan efisiensi beban operasional.

Perseroan memiliki komitmen mendatangkan pesawat B737-800NG, Boeing 777 dan Airbus A330-200 yang efisien bahan bakar, mengurangi rata-rata umur pesawat dan mengurangi beban pemeliharaan. Perseroan menargetkan akan menambah armada sehingga mencapai 150 pesawat sampai dengan tahun 2015.

- f. Meningkatkan disiplin biaya dan manajemen pendapatan perseroan dengan meningkatkan penggunaan pesawat, efisiensi bahan bakar dengan pesawat baru, dan menerapkan *fuel conservation program*. Perseroan mengharapkan anak perusahaan akan menyumbang 50 persen dari pendapatan pihak ketiga agar dapat beroperasi dengan mandiri dari perseroan.
- g. Pengembangan kuantitas dan kualitas sumber daya manusia melalui berbagai program misalnya rekrutmen dan pelatihan karyawan termasuk rencana untuk meningkatkan pusat pelatihan di Jakarta.

Perseroan menerapkan kombinasi jaringan penerbangan *Hub & Spoke* yang tendensinya menggunakan pesawat lebih besar dengan *Point-to-point* yang cenderung menggunakan pesawat lebih kecil. Kombinasi tersebut dikenal dengan *Hubs are big points*, dengan adanya dua hub utama yakni di Bandara Internasional Soekarno-Hatta Jakarta dan Bandara Internasional Ngurah Rai Bali. Hub utama di Jakarta karena merupakan pusat kegiatan politik dan administrasi pemerintahan. Jakarta juga merupakan pusat kegiatan ekonomi, tempat kantor pusat perusahaan-perusahaan nasional termasuk BUMN, dan tempat perusahaan multinasional mendirikan cabang. Sedangkan pemilihan Bali sebagai hub utama dikarenakan merupakan tujuan wisata utama di Indonesia dan dikenal ke berbagai mancanegara.

Kombinasi ini menuntut penggunaan pesawat yang bervariasi, yaitu pesawat besar (*twin-aisle*) yang menghubungkan hub utama ke luar negeri, pesawat sedang (*single-aisle*) yang menghubungkan antar hub dan dari beberapa daerah dengan *yield* besar ke hub atau *point-to-point*, serta pesawat kecil (sub-100) untuk rute dengan *yield* tinggi dan pangsa pasar lebih rendah.

Untuk meningkatkan layanan penerbangan, pendapatan dan citra perseroan di pasar internasional, telah dilakukan perjanjian *code-sharing*. Perjanjian ini

merupakan perjanjian pemasaran bersama di mana perusahaan penerbangan yang tidak beroperasi menjual kursi dan/atau ruang pada penerbangan yang dioperasikan oleh mitra *code-share* lainnya sebagai produk sendiri dengan menggunakan dua huruf kode penerbangan sebagai penanda. Bentuk kemitraan ini telah dilakukan dengan Singapore Airlines, Silk Air, China Airlines, China Shouthern Airlines, Korean Air, Malaysian Airlines, Phillipine Airlines, Vietnam Airlines, KLM Royal Dutch Airlines, Turkish Airlines dan Royal Brunei Airlines.

Selain keunggulan daya saing dan strategi yang sedang dilaksanakan oleh Garuda Indonesia dalam menghadapi pertumbuhan industri penerbangan di Indonesia dan kawasan Asia Pasifik, tercatat juga beberapa risiko yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan antara lain (Prospektus Garuda, 2010) :

- Keterbatasan infrastruktur dan fasilitas bandara-bandara di Indonesia dapat menghambat kemampuan perseroan untuk meningkatkan utilisasi pesawat, memperbaiki kinerja ketepatan waktu (*on time performance*) dan menyediakan jasa transportasi udara yang aman dan efisien.
- Sumber utama pasokan bahan bakar berasal dari Pertamina yang harganya lebih tinggi mengurangi kemampuan perusahaan dalam memberikan harga yang bersaing.
- Tingginya tingkat hutang dan pembayaran kewajiban tetap dapat mempengaruhi kemampuan perseroan dalam penerapan strategi perseroan.
- Penetapan tarif penerbangan pada segmen tertentu dipengaruhi oleh batasan yang ditetapkan oleh Pemerintah.
- Aktivitas pekerja (melalui Serikat Pekerja) dapat mempengaruhi perseroan, pelanggan dan perusahaan di Indonesia pada umumnya, dimana pada akhirnya mempengaruhi bisnis, kondisi keuangan, hasil usaha dan prospek perusahaan.
- Perseroan sangat bergantung pada sistem otomatisasi dalam menjalankan bisnisnya dan setiap kegagalan pada sistem ini dapat mempengaruhi bisnis perseroan.
- Ketergantungan perseroan pada Kementerian Agama terkait kegiatan penerbangan haji.

- Reputasi dan bisnis perseroan dapat terkena dampak negatif karena adanya larangan penerbangan ke Uni Eropa dan Amerika Serikat (FAA) bagi perusahaan penerbangan Indonesia.
- Tingginya beban bunga dapat berdampak negatif terhadap profitabilitas perseroan.
- Peningkatan tingkat inflasi dapat berdampak negatif terhadap strategi ekspansi armada pesawat.

4.3.3. Proyeksi pertumbuhan jumlah penumpang dan Kargo

Proyeksi pertumbuhan jumlah penumpang dan kargo perseroan mempertimbangkan faktor-faktor eksternal dan internal dari perseroan sendiri. Faktor-faktor eksternal meliputi kondisi makroekonomi, persaingan dalam industri di kawasan, persaingan antar maskapai penerbangan dalam negeri dan kondisi-kondisi khusus yang berpengaruh. Adapun faktor internal terkait dengan keunggulan daya saing dan strategi yang dimiliki perseroan dalam menghadapi persaingan dan untuk meningkatkan pendapatan di masa yang akan datang. Beberapa proyeksi terkait faktor tersebut telah dibuat sehingga dapat dijadikan acuan dalam menyusun proyeksi pertumbuhan jumlah penumpang dan kargo perseroan.

Pertumbuhan penumpang di Indonesia dalam 10 tahun terakhir yang mencapai CAGR 32,1% untuk domestik dan 11,3% untuk internasional serta proyeksi yang dibuat oleh IATA untuk tahun 2010 – 2014 dimana tumbuh sekitar CAGR 8,7% untuk domestik dan CAGR 9,3% untuk internasional, dapat dijadikan salah satu acuan. Begitu pula jika melihat potensi pertumbuhan ekonomi Indonesia berdasarkan proyeksi PDB yang tumbuh 6,5% dalam dua tahun ke depan dan pertumbuhan jumlah penduduk (termasuk urbanisasi) juga memberikan pengaruh bagi pencapaian proyeksi perseroan.

Terkait dengan kemampuan internal, perseroan saat ini memiliki kapasitas kursi sekitar 15 juta pada tahun 2010 dan akan terus bertambah seiring dengan kedatangan pesawat baru yang telah dipesan oleh perseroan. Usia rata-rata pesawat turun dengan prosentase pengembangan sebesar 20,7% sejak tahun 2007 sedangkan jumlah penumpang yang diangkut dalam 4 tahun terakhir tumbuh pada

tingkat CAGR 6,4% (1,2% internasional dan 7,9% domestik) dimana tercatat Garuda Indonesia menerbangkan lebih dari 12juta penumpang di tahun 2010. Berikut proyeksi pertumbuhan angkutan penumpang dan kargo perseroan dengan mempertimbangkan proyeksi yang dibuat oleh lembaga lainnya dan perseroan sendiri :

Tabel 4.13. Proyeksi penerbangan domestik dan internasional Garuda Indonesia

| Proyeksi Penumpang | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | CAGR (2010 - 2014) |
|---------------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|--------------------|
| IATA | | | | | | |
| Indonesia | 16,1% | 4,9% | 7,9% | 8,1% | 7,6% | 9,3% |
| Internasional | 12,1% | 8,3% | 8,9% | 7,8% | 6,7% | 8,7% |
| Domestik | 13,5% | 8,1% | 8,6% | 7,7% | 6,8% | 8,7% |
| The Boeing Company | | | | | | |
| Asia Tenggara | | | | | | |
| Internasional | 6,9% | 6,9% | 6,9% | 6,9% | 6,9% | 6,9% |
| Region | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,7% |
| Proyeksi Tesis | CAGR | | | | | |
| Indonesia | 2001-2010 | | | | | |
| Internasional | 11,3% | 7,6% | 7,9% | 7,4% | 6,8% | 8,2% |
| Domestik | 32,1% | 8,2% | 8,5% | 8,0% | 7,6% | 12,9% |
| Garuda Indonesia | | | | | | |
| Penumpang | 11,9% | 9,0% | 9,0% | 8,0% | 8,0% | 9,2% |
| Kargo | 35,4% | 20,0% | 20,0% | 18,0% | 18,0% | 22,3% |

Sumber : IATA dan The Boeing Company, Diolah sendiri, 2011

Jika proyeksi tahunan pada tabel tersebut dibandingkan dengan CAGR penumpang sampai dengan tahun 2010, maka angka proyeksi yang lebih rendah menunjukkan bahwa tekanan persaingan yang dipaparkan melalui Porter's five force berpengaruh dalam menentukan proyeksi angkutan penerbangan domestik dan internasional. Keempat kekuatan persaingan tidak didominasi sepenuhnya oleh perseroan sehingga diasumsikan bahwa pencapaian CAGR hingga tahun 2010 itu akan sulit dicapai mengingat pesatnya pertumbuhan jumlah penumpang dekade 2000-2010 dibanding perkiraan 2010-2020. Namun selama empat sampai lima tahun ke depan, pertumbuhan masih akan terjadi dengan perkiraan antara 8% sampai dengan 9% per-tahun.

4.4. Valuasi Nilai Saham dan Perusahaan

4.4.1. Proyeksi Pertumbuhan Arus Kas *EBITDAR*

Untuk melakukan proyeksi terhadap *EBITDAR*, terlebih dahulu dilakukan penyusunan kembali laporan keuangan berdasarkan proyeksi penjualan (jumlah penumpang dan kargo) pada pembahasan sebelumnya. Kerangka waktu proyeksi diambil dari tahun 2011 – 2014 dengan asumsi bahwa setelah tahun 2014 pertumbuhan perusahaan diharapkan akan stabil sehingga tahun tersebut dapat dijadikan titik terminasi untuk menghitung nilai perusahaan. Penentuan waktu proyeksi ini juga tidak terlepas dari keterbatasan melakukan proyeksi yang masih bisa dipertanggungjawabkan data pendukung dan tingkat akurasi. Hal ini tercermin dari IMF, Bank Indonesia dan Kementerian Keuangan yang memproyeksikan tingkat pertumbuhan ekonomi sampai dengan tahun 2012, serta lembaga penerbangan dunia IATA yang memproyeksikan tingkat pertumbuhan penumpang sampai dengan tahun 2014. Adapun proyeksi dari Boeing dan Airbus akan digunakan sebagai pelengkap dalam menyusun proyeksi sampai 2014 mengingat kedua perusahaan tersebut memberikan proyeksi sampai tahun 2029.

Memproyeksikan penjualan yang diperoleh maskapai penerbangan seperti Garuda Indonesia merupakan faktor tersulit karena untuk satu kelas penerbangan seperti ekonomi terdiri dari beberapa harga sesuai dengan kondisi endorsement di tiket misalnya kelas ekonomi V, Y, C, L, M, dan N. Oleh karena itu, proyeksi pertumbuhan jumlah penumpang yang ditentukan pada pembahasan sebelumnya sekaligus dianggap sebagai prosentase pertumbuhan penjualan. Asumsinya bahwa layanan *FSC* hanya dimiliki oleh Garuda Indonesia di Indonesia sehingga konfigurasi kelas ekonomi dianggap proporsional sebagaimana tahun sebelumnya. Dianggap tidak ada perubahan dramatis dalam konfigurasi konsumen yang telah terbentuk selama beberapa tahun terakhir sejak era *LCC* mulai tumbuh.

Biaya-biaya yang dikeluarkan sebagian besar merupakan biaya variabel dan ditentukan dalam persentase terhadap total penjualan, namun beberapa item disesuaikan dengan efisiensi yang didapatkan dari strategi yang dilakukan oleh perseroan. Biaya pemeliharaan seharusnya berkurang dengan penggunaan pesawat baru (umur rata-rata pesawat masih muda) dengan persentase terhadap penjualan sebesar 5%. Biaya administrasi juga seharusnya bisa lebih efisien dengan

penggunaan berbagai sistem otomatisasi. Biaya tenaga kerja (*payroll*) dipertahankan pada tingkat 14% terhadap penjualan. Biaya bahan bakar seharusnya berkurang dengan efisiensi yang diperoleh dari penggunaan pesawat baru berteknologi tinggi seperti B737-800NG dan A330-200 yang irit bahan bakar. Namun harga minyak dunia yang terus naik akibat permintaan yang tinggi menyebabkan prosentase ini dipertahankan dalam dua tahun terakhir dan disesuaikan untuk dua tahun berikutnya. Untuk keperluan proyeksi, biaya bahan bakar diambil 35% terhadap penjualan, lebih kecil 3,3% terhadap biaya bahan bakar tahun 2008 yang disebabkan oleh perbedaan konfigurasi armada perseroan.

Tabel 4.14. Proyeksi laporan laba rugi Garuda Indonesia

| AKUN-AKUN LAPORAN LABA-RUGI | TAHUN BERAKHIR 31 DESEMBER (DALAM JUTAAN RP) | | | | |
|--------------------------------|--|------------|------------|------------|------------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Persentase Pertumbuhan | | 9,00% | 9,00% | 8,00% | 8,00% |
| Pendapatan usaha | 19.534.331 | 21.292.421 | 23.208.739 | 25.065.438 | 27.070.673 |
| Beban usaha | | | | | |
| Operasional | 12.277.348 | 10.646.211 | 11.140.195 | 11.279.447 | 12.181.803 |
| Depresiasi | 1.647.952 | 2.208.255 | 2.406.998 | 2.599.558 | 2.807.523 |
| Ground Handling | 4.454.420 | 5.568.025 | 6.069.148 | 6.554.679 | 7.079.054 |
| MRO | 1.221.771 | 1.637.173 | 1.784.518 | 1.927.280 | 2.081.462 |
| Laba (Rugi) Usaha | (67.159) | 1.232.757 | 1.807.880 | 2.704.474 | 2.920.832 |
| Penghasilan (Beban) Lain-lain | | | | | |
| Penghasilan lain-lain | 865.031 | 500.000 | 500.000 | 300.000 | 300.000 |
| Beban lain-lain | (133.989) | - | - | - | - |
| Beban bunga | (165.247) | (363.643) | (439.913) | (470.064) | (476.070) |
| Laba (Rugi) Sebelum Pajak | 75.845 | 1.369.114 | 1.867.967 | 2.534.410 | 2.744.762 |
| Pajak Perusahaan | | 342.279 | 466.992 | 633.603 | 686.190 |
| Laba bersih | 515.522 | 1.026.836 | 1.400.975 | 1.900.808 | 2.058.571 |

Sumber : Garuda Indonesia, *Laporan Keuangan 2010 dan Prospektus Awal*, 2010

Pendanaan pesawat dengan menggunakan *operating lease* akan terus meningkat seiring dengan kedatangan pesawat yang telah dipesan termasuk opsi untuk mengkonversi menjadi pesanan jadi yang terus dilakukan perusahaan sesuai rencana sampai tahun 2016 mendatang. Sementara prosentase kepemilikan pesawat akan berkurang dengan penjualan pesawat lama yang dimiliki ataupun pengalihan ke anak perusahaan yaitu PT. Citilink Indonesia. Prosentase *operating lease* diperkirakan akan mencapai 75%, 80%, 83% dan 85% dari total pendanaan pesawat sampai tahun 2014. Sedangkan prosentase *finance lease* akan dipertahankan pada tingkat 5% per-tahun. Sisanya merupakan prosentase kepemilikan terhadap seluruh pendanaan pesawat.

Dalam kerangka waktu proyeksi sampai tahun 2014, tidak dilakukan proyeksi mengenai siklus bisnis yang banyak berubah mengingat hal tersebut sangat sulit untuk diprediksi perubahannya. Asumsi saat ini bahwa industri penerbangan masih akan terus tumbuh secara stabil sesuai dengan kondisi makroekonomi yang ada.

Tabel 4.15. Proyeksi laporan neraca Garuda Indonesia

| AKUN-AKUN NERACA | TAHUN BERAKHIR 31 DESEMBER (DALAM JUTAAN RP) | | | | |
|----------------------------------|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| ASET | 13.666.018 | 20.204.545 | 22.178.911 | 23.315.925 | 23.970.236 |
| KEWAJIBAN | | | | | |
| Kewajiban lancar | | | | | |
| Hutang bank | 316.720 | 350.000 | 350.000 | 400.000 | 400.000 |
| Hutang usaha | 1.154.095 | 1.257.964 | 1.371.180 | 1.480.875 | 1.599.345 |
| Hutang leasing | 1.191.108 | 1.488.885 | 1.861.106 | 2.326.382 | 2.326.382 |
| Kewajiban lain-lain | 2.579.353 | 2.321.418 | 2.089.276 | 2.089.276 | 2.089.276 |
| Kewajiban tidak lancar | | | | | |
| Hutang usaha (leasing) | 3.570.400 | 4.462.999,85 | 5.578.749,82 | 5.578.749,82 | 5.578.749,82 |
| Kewajiban tidak lancar lainnya | 1.384.887 | 1.246.398 | 1.121.758 | 1.009.582 | 1.009.582 |
| JUMLAH KEWAJIBAN | 10.196.562 | 11.127.664 | 12.372.070 | 12.884.865 | 13.003.335 |
| HAK MINORITAS | 12.194 | 17.070,44 | 23.896 | 33.451,80 | 46.828,13 |
| EKUITAS | | | | | |
| Modal saham | 9.120.498 | 13.872.302 | 13.872.302 | 13.872.302 | 13.872.302 |
| Tambahan modal disetor | 8.402 | 8.402 | 8.402 | 8.402 | 8.402 |
| Surplus, Selisih Kurs dan Defisi | (5.671.638) | (4.820.893) | (4.097.759) | (3.483.095) | (2.960.631) |
| JUMLAH EKUITAS | 3.457.262 | 9.059.811 | 9.782.945 | 10.397.609 | 10.920.073 |

Sumber : Garuda Indonesia, *Laporan Keuangan tahun 2010 dan Prospektus Awal*, 2010

4.4.2. Biaya Modal (*Weighted Average Cost of Capital*)

Perhitungan biaya modal dilakukan melalui pendekatan yang rasional dan diambil rata-rata tertimbang dari biaya modal (*WACC*) dengan komponen analisis antara lain : tingkat bunga bebas risiko (*risk-free rate*), tingkat pengembalian pasar yang diharapkan, beta perusahaan/industri, tingkat hutang dan nilai pasar dari hutang dan ekuitas perusahaan.

4.4.2.1. Biaya Ekuitas (*Cost of Equity*)

Tingkat pengembalian ekuitas dihitung menggunakan model CAPM dengan menggunakan persamaan (2.2) sebagai berikut :

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Risk-free rate atau tingkat bunga bebas risiko ditentukan menggunakan SBI tahun 2010 sebesar 6,75%, dengan proyeksi bahwa Bank Indonesia tidak akan melakukan penyesuaian dalam dua tahun ke depan mengingat apa yang

dilakukan oleh Bank Indonesia dalam dua tahun terakhir. Kenaikan di tahun ketiga dan keempat diperkirakan akan terjadi perubahan ± 25 basis poin saja dengan melihat kestabilan kondisi perekonomian.

Salah satu pendekatan untuk menghitung *market risk* adalah dengan menghitung rata-rata aritmatik dari *market risk* pada indeks bursa berdasarkan data historikal sejak dimulainya perdagangan saham di bursa tersebut. Namun besarnya inflasi yang terjadi terutama ketika terjadi krisis keuangan atau resesi menyebabkan *market risk* yang diharapkan oleh investor menjadi lebih besar dari hasil indeks bursa saja. Untuk keperluan perhitungan dalam analisis ini digunakan *market risk* sebesar 23,2%.

Tabel 4.16. Tabel perhitungan *Market Risk* IHSG

| Nilai IHSG | Tahun | Perubahan | Prosentase |
|------------------------------|-------|-----------|--------------|
| 100 | 1982 | | |
| 637 | 1996 | 38 | 38,4% |
| 401 | 1997 | -236 | -37,0% |
| 398 | 1998 | -3 | -0,7% |
| 676 | 1999 | 278 | 69,8% |
| 416 | 2000 | -260 | -38,5% |
| 392 | 2001 | -24 | -5,8% |
| 424 | 2002 | 32 | 8,2% |
| 679 | 2003 | 255 | 60,1% |
| 1.000 | 2004 | 321 | 47,3% |
| 1.162 | 2005 | 162 | 16,2% |
| 1.813 | 2006 | 651 | 56,0% |
| 2.745 | 2007 | 932 | 51,4% |
| 1.355 | 2008 | -1390 | -50,6% |
| 2.534 | 2009 | 1179 | 87,0% |
| 3.703 | 2010 | 1169 | 46,1% |
| Rata-rata Aritmatik = | | | 23,2% |

Sumber : BEI, Diolah dari *statistik bursa*, 2011

Perhitungan koefisien beta menggunakan model regresi hasil penelitian Hooy & Lee, 2010 sesuai dengan persamaan (2.3) sebagai berikut :

$$\beta_{it}^J = \delta_0 + \delta_1 FS_{it} + \delta_2 LQ_{it} + \delta_3 PF_{it} + \delta_4 OL_{it} + \delta_5 FL_{it} + \delta_6 OE_{it} + \delta_7 GR_{it} + \delta_8 AS_{it} + \delta_9 D9799_{it} + \delta_{10} D0002_{it} + \delta_{11} D0809_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

Adapun hasil perhitungan Hooy & Lee, 2010 berdasarkan pengaruh terjadinya krisis pada periode tertentu pada tujuh sampel maskapai penerbangan (ANA, KAA, CPA, CAL, SAIR, MAIR, dan TAI) adalah sebagai berikut :

Tabel 4.17. Tabel perhitungan *Systematic Risk* (Beta)

| <i>Period</i> | <i>CAPM Systematic risk</i> | <i>IFF3F systematic risk</i> | <i>I4F systematic risk</i> |
|-------------------------|-----------------------------|------------------------------|----------------------------|
| <i>Full sample</i> | 0,9782 | 0,4528 | 1,0015 |
| <i>Crisis 1997-1999</i> | 0,8179 | 0,8402 | 0,7632 |
| <i>Crisis 2000-2002</i> | 0,9435 | 1,3895 | 1,2335 |
| <i>Crisis 2008-2009</i> | 0,9914 | 1,1437 | 1,1065 |

Sumber : Hooy & Lee, *The Determinants of Systematic Risk*, 2010

Mengingat perhitungan koefisien beta Garuda Indonesia belum bisa dihitung dengan menggunakan data dari bursa dan untuk keperluan analisis/proyeksi, diambil $\beta = 1,0015$. Asumsinya bahwa perkembangan Garuda Indonesia mempunyai karakteristik dengan tujuh maskapai dalam sampel yang beroperasi di Asia Timur dan Asia Tenggara.

Dengan menggunakan model CAPM, diperoleh biaya ekuitas (*cost of equity*) sebagai berikut :

$$\begin{aligned} r_e &= 6,75\% + 1,0015 (23,2\% - 6,75\%) \\ &= 23,23\% \end{aligned}$$

4.4.2.2. Biaya Hutang (*Cost of Debt*)

Berdasarkan tabel 4.14 di bawah, rata-rata persentase beban bunga adalah sebesar 5,07%. Kewajiban pinjaman yang dimasukkan adalah semua pinjaman yang mengandung beban bunga atas pinjaman tersebut.

Tabel 4.18. Beban bunga historis Garuda Indonesia

| Deskripsi | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Rata-rata |
|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Beban Bunga | 438.265.846.182 | 377.968.483.540 | 262.568.572.945 | 165.247.491.059 | 311.012.598.432 |
| Kewajiban Pinjaman | 7.332.780.428.622 | 7.766.848.697.100 | 4.346.017.653.891 | 5.078.227.185.303 | 6.130.968.491.229 |
| Tingkat Bunga (%) | 5,98% | 4,87% | 6,04% | 3,25% | 5,07% |

Sumber : *Prospektus Garuda*, Diolah Sendiri, 2011

Untuk keperluan perhitungan rasio modal dan kewajiban, digunakan laporan keuangan tahun 2009 dimana jumlah kewajiban (D) sebesar Rp. 11,582 triliun terdiri atas *leasing* pesawat Rp. 3,217 triliun dan kewajiban *non-leasing* Rp. 8,365 triliun, serta jumlah modal (saham dan tambahan modal disetor) sebesar Rp. 9,129 triliun. Sehingga total nilai perusahaan (V) yang diperhitungkan adalah sebesar Rp. 20,711 triliun.

IV.4.2.3. *Weighted Average Cost of Capital*

Biaya modal yang akan digunakan untuk mendiskonto arus kas proyeksi sesuai dengan hitungan di bawah ini :

$$WACC = \frac{E}{V} \times r_e + \frac{D}{V} \times r_d \times (1 - T_c)$$

$$WACC = \frac{9,129}{20,711} \times 23,23\% + \frac{11,582}{20,711} \times 5,07\% \times 0,75 + \frac{3,217}{20,711} \times 4,74\% \times$$

0,75

$$WACC = 12,92\%$$

Untuk keperluan penyesuaian terhadap pajak, sesuai dengan Undang-Undang nomor 36 Tahun 2008, pajak perusahaan sejak 1 Januari 2010 dikenakan dengan tarif tunggal sebesar 25% terhadap pendapatan perusahaan kena pajak.

4.4.3. **Valuasi Perusahaan**

4.4.3.1. *Valuasi dengan Present Value to EBITDAR Cash Flow*

EBITDAR merupakan ukuran fundamental perusahaan yang menunjukkan kemampuan untuk memperoleh arus kas sebelum dikurangi dengan komponen non-operasional lainnya. Nilai ini dapat digunakan untuk melakukan analisa ataupun perbandingan. Besaran nilai *EBITDAR* diperoleh dari pendapatan bersih (*net income*) dengan ditambahkan kembali bunga pinjaman, pajak, depresiasi dan amortisasi serta rental/*operating leasing*. Ada beberapa faktor yang harus disesuaikan terhadap nilai *EBITDAR* yang diperoleh sehingga didapatkan arus kas proyeksi yang akan didiskonto yaitu modal kerja bersih (*net working capital*), kegiatan investasi, pajak dan biaya-biaya restrukturisasi.

Tabel 4.19. Perhitungan proyeksi *EBITDAR* (dalam jutaan rupiah)

| KOMPONEN EBITDAR | TAHUN PROYEKSI | | | | |
|--------------------------|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| LABA BERSIH | 515.522 | 1.026.836 | 1.400.975 | 1.900.808 | 2.058.571 |
| PAJAK | 110.556 | 342.279 | 466.992 | 633.603 | 686.190 |
| BEBAN BUNGA | 165.247 | 363.643 | 439.913 | 470.064 | 476.070 |
| DEPRESIASI | 1.647.952 | 2.208.255 | 2.406.998 | 2.599.558 | 2.807.523 |
| RENTAL/OPERATING LEASING | 2.235.467 | 2.436.659 | 2.655.958 | 2.868.435 | 3.097.910 |
| EBITDAR | 4.674.744 | 6.377.672 | 7.370.837 | 8.472.467 | 9.126.264 |

Sumber : Proyeksi, Diolah Sendiri, 2011

Modal kerja mengikat kas dalam perusahaan dan segala perubahannya akan berdampak pada arus kas. Persediaan kas dibutuhkan oleh semua perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek kepada para kreditor. Kegiatan investasi yang dinormalisasi diperoleh melalui perhitungan depresiasi dan *leasing*. Besaran pajak diambil berdasarkan peraturan pemerintah mengenai besaran pajak perusahaan sebagaimana disebutkan di bagian sebelumnya. Adapun biaya restrukturisasi yang masih diperhitungkan adalah pajak yang ditangguhkan sehubungan dengan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban pajak tahunan sebelumnya. Hasil perhitungan *NPV* dari arus kas yang telah disesuaikan adalah sebagai berikut :

Tabel 4.20. Perhitungan *NPV* arus kas proyeksi (dalam jutaan rupiah)

| PERHITUNGAN <i>NPV</i> | TAHUN PROYEKSI | | | | |
|----------------------------------|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| <i>EBITDAR</i> | 4.674.744 | 6.377.672 | 7.370.837 | 8.472.467 | 9.126.264 |
| <i>EBITDAR MARGIN</i> | 23,93% | 29,95% | 31,76% | 33,80% | 33,71% |
| <i>NET WORKING CAPITAL</i> | (453.053) | 791.510 | 945.283 | 992.650 | 851.674 |
| <i>% OF OPERATING PROFIT</i> | -2,32% | 3,72% | 4,07% | 3,96% | 3,15% |
| <i>CHANGE IN WORKING CAPITAL</i> | 0 | 1.244.563 | 153.773 | 47.367 | (140.975) |
| <i>DEPRECIATION</i> | 1.647.952 | 2.208.255 | 2.406.998 | 2.599.558 | 2.807.523 |
| <i>% OF OPERATING PROFIT</i> | 8,44% | 10,37% | 10,37% | 10,37% | 10,37% |
| <i>CORE GIA EXPENDITURES</i> | | 791.967 | 791.967 | 791.967 | 791.967 |
| <i>GROSS PROFIT</i> | 75.845 | 1.369.114 | 1.867.967 | 2.534.410 | 2.744.762 |
| <i>EBT MARGIN</i> | 0,39% | 6,43% | 8,05% | 10,11% | 10,14% |
| <i>DEFERRED TAX ASSETS</i> | (217.262) | - | - | - | - |
| <i>TAXABLE INCOME</i> | - | 1.151.852 | 1.867.967 | 2.534.410 | 2.744.762 |
| <i>25% TAX</i> | - | 287.963 | 466.992 | 633.603 | 686.190 |
| <i>AFTER TAX CASH FLOW</i> | 75.845 | 1.081.151 | 1.400.975 | 1.900.808 | 2.058.571 |
| <i>NPV</i> | 75.845 | 957.449 | 1.098.724 | 1.320.157 | |

Sumber : Proyeksi, *Diolah Sendiri*, 2011

Besaran *NPV* dari arus kas setelah pajak diperoleh dengan membaginya $(1+WACC)^N$ dimana N adalah tahun perolehan arus kas dalam hal ini dari tahun 2010 hingga tahun 2013. Nilai *NPV* yang diperoleh dari setiap tahun tersebut kemudian dijumlahkan sehingga diperoleh nilai diskonto arus kas tahunan proyeksi. Adapun arus kas tahun 2014 dianggap sebagai titik terminasi dan diasumsikan akan tumbuh secara konstan hingga batas waktu yang tidak terhingga. Oleh karena itu, besaran nilai terminasi pada tahun 2014 dihitung sebagai berikut :

$$V_n = \frac{CF_{n+1}}{WACC - g}$$

$$V_3 = \frac{2.058.571}{12,92\% - 6,5\%}$$

$$V_3 = 32.064.972$$

Nilai terminasi ini kemudian didiskontokan dengan menggunakan WACC untuk tiga tahun ke NPV :

$$V_0 = \frac{V_3}{(1+WACC)^3}$$

$$V_0 = \frac{32.064.972}{(1+0,1292)^3}$$

$$V_0 = 22.269.900$$

Total nilai diskonto yang diperoleh dari arus kas tahunan proyeksi dan nilai terminasi selanjutnya dijumlahkan sehingga diperoleh besaran nilai perusahaan (*enterprise value*) sebesar Rp. 25.722.075 (juta). Untuk mendapatkan nilai ekuitas perusahaan, nilai perusahaan tersebut kemudian dikurangi dengan utang bersih (*net debt*) perusahaan dan hasilnya dibagi dengan jumlah saham yang beredar. Adapun hasil perhitungannya adalah sebagai berikut :

Tabel 4.21. Perhitungan Valuasi Garuda Indonesia

| GIAA VALUATION (DALAM JUTAAN) | |
|--|------------|
| <i>EXPLISIT PERIOD VALUE</i> | 3.452.175 |
| <i>CONTINUING VALUE</i> | 22.269.900 |
| <i>ENTERPRISE VALUE</i> | 25.722.075 |
| <i>- ADJUSTED NET DEBT</i> | 6.232.322 |
| <i>CASH FROM ISSUE</i> | 4.751.804 |
| <i>EQ VALUE</i> | 24.241.556 |
| <i>NUMBER OF SHARES</i> | 26.039 |
| <i>PRICE PER-SHARE</i> | 931 |

Sumber : Proyeksi, Diolah Sendiri, 2011

Dari perhitungan tersebut, diperoleh nilai per-lembar saham Garuda Indonesia berdasarkan proyeksi tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 dan berdasarkan laporan keuangan tahun 2010 diperoleh Rp. 931 per-lembar saham. Jika melihat hitungan pada tabel 4.19 terlihat bahwa prosentase diskonto dari nilai terminasi mencapai 87% sehingga pada prinsipnya, lama waktu proyeksi tidak memberikan pengaruh yang cukup besar bagi keakuratan nilai valuasi harga saham.

Jika dibandingkan dengan kisaran harga penawaran yang diumumkan oleh perseroan selama masa pembentukan harga yaitu Rp. 750 – Rp. 1.100 per-lembar saham, maka hasil hitungan dengan menggunakan metode PV EBITDAR masuk

dalam kisaran harga tersebut. Perhitungan valuasi yang dilakukan oleh perseroan menggunakan metode *discounted cash flow* namun dengan arus kas yang berbeda.

4.4.3.2. Valuasi dengan Komparasi *EV* Terhadap *EBITDAR*

Analisis dengan faktor pengali (*Multiple analysis*) cukup populer di kalangan profesional karena hal ini dapat menghemat waktu analisis dan memberikan hasil yang dapat diterima. Valuasi dengan metode ini sering disebut dengan valuasi komparasi karena membandingkan rasio yang dimiliki oleh perusahaan dengan faktor pengali atau rasio industri yang telah ada sebelumnya. Metode yang akan digunakan dan dianggap lebih baik untuk perusahaan penerbangan adalah komparasi nilai perusahaan terhadap *EBITDAR* ($EV/EBITDAR$). Nilai pembanding dapat diambil dengan menggunakan beberapa cara seperti perhitungan tiga atau lebih perusahaan sejenis dalam negara yang sama, faktor pengali dari perusahaan sejenis yang telah ada di negara lain ataupun menggunakan hasil penelitian maupun perkiraan dengan dasar yang kuat.

Mengingat keterbatasan data yang diperoleh dari dalam negeri, maka nilai pengali yang akan digunakan diambil rata-rata dari beberapa perusahaan penerbangan sebagai berikut :

Tabel 4.22. Rata-rata nilai $EV/EBITDAR$ Multiply

| Companies | $EV/EBITDAR$ Multiply |
|---------------------------------------|-----------------------|
| AirTran (AAL) | 3,1 |
| Atlas Air Worldwide (AAWW) | 5,6 |
| Alaska Air (ALK) | 3,7 |
| Aircastle (AYR) | 9,3 |
| American Eagle (AEO) | -1,9 |
| Continental Airlines (CAL) | 3,5 |
| Delta Air Lines (DAL) | 4,2 |
| FedEx (FDX) | 10,3 |
| Babcock & Brown Air (FLY) | 7,8 |
| Forward Air (FWRD) | 10,5 |
| JetBlue (JBLU) | 7,4 |
| US Airways (LCC) | 11,3 |
| LMI Aerospace (LMIA) | 7,6 |
| Lockheed Martin (LMT) | 6,4 |
| Southwest Airlines (LUV) | 12,1 |
| Old Dominion Freight Line (ODFL) | 7,7 |
| Pinnacle Airlines (PNCL) | 3,4 |
| Pentair (PNR) | 13,4 |
| Republic Airways (RJET) | 5,5 |
| Ryanair (RYAAY) | 12,5 |
| Sealed Air (SEE) | 6,8 |
| Transatlantic (TRH) | 5,3 |
| United Parcel Service (UPS) | 13,3 |
| Rata-rata Industri Penerbangan | 7,3 |

Sumber : *Wikiwealth*, Diolah Sendiri, 2011

The Blackstone Group, konsultan yang melakukan valuasi terhadap empat perusahaan penerbangan publik di Amerika yaitu AMR Corp, Continental Airlines, Inc., UAL Copr., dan US Airways Group, Inc. Adapun kisaran angka rasio EV/EBITDAR antara 5,50x – 6,25x pada tahun estimasi 2007. Untuk keperluan valuasi dalam pembahasan ini akan diambil angka pengali sebesar 6,8x untuk Garuda Indonesia.

Untuk valuasi dengan metode komparasi EV/EBITDAR, harga saham per-lembar dapat dihitung dengan persamaan sebagai berikut :

$$Q = \frac{LS \times Price + Debts - Cash - MS}{EBITDAR}$$

$$6,8 = \frac{26.039.022.000 \times P + 10.196.561.912.210 - 1.177.383.233.771 - 0}{4.674.743.786.293}$$

$$P = \frac{31.788.257,75 - 9.019.178,678}{26.039,022}$$

$$P = 874$$

Harga saham Garuda Indonesia dengan menggunakan data laporan keuangan tahun 2010 adalah Rp. 874 per-lembar saham. Apabila menggunakan asumsi angka pengali 7,3x sesuai rata-rata industrinya, maka dengan menggunakan persamaan yang sama diperoleh harga saham Garuda Indonesia untuk data laporan keuangan tahun yang sama adalah Rp. 964 per-lembar saham.

Hasil valuasi dengan metode komparasi EV/EBITDAR juga masih dalam kisaran harga pereroan selama masa pembentukan harga buku. Kondisi ini juga sama dengan valuasi menggunakan discounted cash flow yang dibahas sebelumnya.

4.4.3.3. Valuasi terhadap *Hidden Value* dengan *Real Option Valuation*

Selain perhitungan valuasi dengan menggunakan proyeksi arus kas yang telah dilakukan sebelumnya, perlu juga ditambahkan dengan nilai dari hak atau opsi yang melekat di perusahaan tersebut. Contohnya adalah pemesanan dan opsi tambahan untuk armada pesawat oleh maskapai penerbangan yang akan didatangkan di masa depan. Maskapai tersebut mengeluarkan dana untuk uang muka pembelian walaupun pada akhirnya akan dikembalikan setelah proses *leasing* telah berjalan. Kemungkinan memperoleh arus kas di masa yang akan datang setelah pesawat tersebut datang merupakan nilai tersembunyi (*hidden*

value) dari perusahaan yang dapat dianalisa dengan pendekatan perhitungan *Call Option Black-Scholes Model*. Jenis industri lain yang dapat didekati dengan metode valuasi seperti ini adalah industri farmasi dan industri dengan modal intensif yang tinggi seperti telekomunikasi dengan pengadaan satelitnya.

Untuk analisa mengenai *hidden value* Garuda Indonesia, digunakan asumsi *Current Price* dan *Strike Price* sebesar 80% dari jumlah dana yang dihimpun dari *IPO*. Hal ini sesuai dengan rencana penggunaan dana hasil penawaran umum sebesar 80% untuk pengembangan armada baru. Penambahan armada baru yang direncanakan adalah pesawat B737-800NG sebanyak 10 unit, B777 sebanyak 10 unit, A330-200 sebanyak 6 unit, serta tipe *narrow-body* untuk Citilink sebanyak 5 unit dan tipe Sub-100 sebanyak 5 unit. Jangka waktu penambahan armada baru ini akan disesuaikan dengan jadwal penyerahan pesawat udara sampai dengan tahun 2016 berdasarkan perjanjian dengan produsen pesawat udara.

Perhitungan model *Black-Scholes* dengan menggunakan persamaan (3.1), (3.2), dan (3.3) akan diperoleh nilai *Call Option* sebagai berikut :

Tabel 4.23. Perhitungan Option Valuation

| OPTION VALUATION MODELS | |
|--|-------------------|
| Inputs | |
| <i>Standard deviation (Volatility)</i> | 0,80 |
| <i>Maturity (Time)</i> | 5,00 |
| <i>Risk-free (Interest rate)</i> | 0,0675 |
| <i>Stock price (Current price)</i> | 2.640.000.000.000 |
| <i>Exercise (Strike price)</i> | 2.640.000.000.000 |
| Outputs | |
| <i>PV (Ex. Price)</i> | 1.904.427.782.003 |
| <i>d1</i> | 1,0770 |
| <i>d2</i> | (0,7119) |
| <i>N(d1)</i> | 0,8593 |
| <i>N(d2)</i> | 0,2383 |
| <i>B/S Call value</i> | 1.814.663.803.122 |
| <i>B/S Put value</i> | 1.079.091.585.125 |

Sumber : Analisis, Diolah Sendiri, 2011

Selanjutnya apabila nilai *Call Option* tersebut dibagi dengan jumlah saham yang beredar maka diperoleh harga per-lembar saham sebagai berikut :

$$P = \frac{Rp. 1.814.663.803.122}{26.039.022.000 \text{ lembar}}$$

$$P = Rp. 70 \text{ per – lembar saham}$$

Jika angka ini dijumlahkan dengan harga saham berdasarkan metode *NPV* dari arus kas berdasarkan *EBITDAR*, maka harga saham Garuda Indonesia menjadi Rp. 1.001 per-lembar saham. Begitu pula jika dijumlahkan dengan hasil valuasi dengan metode komparasi, diperoleh harga saham Garuda Indonesia menjadi Rp. 944 per-lembar saham. Harga Rp. 1.000 per-lembar saham perseroan merupakan batas atas kisaran harga yang diumumkan oleh perseroan selama masa pembentukan harga untuk keperluan *IPO*.

Berdasarkan informasi yang diperoleh dari perseroan, valuasi saham yang digunakan menggunakan *PV to EBITDA* sehingga menghasilkan kisaran nilai saham Rp. 750 – Rp. 1.100 per lembar saham yang digunakan sebagai acuan dalam penawaran umum. Valuasi menggunakan dua tahun proyeksi penuh serta proyeksi laporan keuangan perseroan tahun 2010. Hal ini disebabkan karena pembentukan harga dilakukan pada saat *roadshow* dengan kondisi laporan keuangan yang telah diaudit sampai dengan September 2010.

Tabel 4.24. Perbandingan hasil valuasi saham Garuda Indonesia

| Keterangan | NPV Arus Kas dari EBITDAR | | Perbandingan EV/EBITDAR | Valuasi GIAA Penawaran | Harga Perdagangan Bursa | Penelitian Sebelumnya | |
|-------------------------------|---------------------------|--------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|-----------------------|-----------|
| | PVCF | Hidden Value | | | | FCFE | Abnormal |
| Tahun Acuan | 2010 | 2010 | 2010 | 2010 | 2011 | 2009 | 2009 |
| Tahun Proyeksi | 2011-2014 | | | 2011-2012 | | 2010-2014 | 2010-2015 |
| Risk Free Rate | 6,75% | 6,75% | | | | 6,50% | 6,50% |
| Risk Premium | 16,4500% | | | | | 6,07% | 6,07% |
| Beta | 1,0015 | | | | | 2,55 | 2,55 |
| Cost of Equity | 23,23% | | | | | 21,98% | 21,98% |
| Cost of Debt | 5,07% | | | | | | |
| WACC | 12,92% | | | 11,75% | | | |
| Growth | 6,50% | | | | | 6,00% | 6,00% |
| Multiplier | | | 6,8 | 6,61 | | | |
| Nilai Perusahaan (Rp, jutaan) | 24.241.556 | 1.814.664 | 31.777.284 | 23.164.759 | 14.061.072 | 11.492.665 | 5.085.369 |
| Jumlah Lembar | | | | | | 26.039.022.000 | |
| Harga per-lembar | 931 | 70 | 874 | 766 - 1.033 | 540 | 441 | 195 |

Sumber : Analisis dan *tesis sebelumnya*, Diolah Sendiri, 2011

Apabila melihat hasil valuasi dengan menggunakan data tahun 2010 dan proyeksi hingga tahun 2014, terlihat bahwa harga saham Garuda Indonesia saat seharusnya mengalami kenaikan yang positif. Namun sejak *IPO* 11 Februari 2011 yang lalu, harga saham Garuda Indonesia terus mengalami penurunan dari Rp. 750 per-lembar saham menjadi hanya Rp. 520 per-lembar saham saat ini. Penurunan yang terjadi dengan prosentase besar pada perusahaan BUMN dengan

potensi pendapatan yang besar memang menjadi perhatian utama para investor. Ada beberapa alasan yang bisa diberikan melalui pembahasan ini, antara lain :

- Obligasi konversi yang telah dikonversi menjadi saham milik PT. Bank Mandiri (Persero) Tbk pada harga Rp. 500 per-lembar saham menyebabkan kemungkinan investor memperoleh saham Garuda Indonesia di kisaran harga Rp. 500 tersebut melalui transaksi *OTC* langsung dengan Bank Mandiri. Hal ini disebabkan karena Bank Mandiri selaku kreditur hanya membutuhkan pengembalian sesuai dengan obligasi dan kupon yang telah dibeli, tanpa memperhitungkan capital gain yang mungkin diperoleh.
- Waktu penawaran perdana yang kemungkinan tidak sesuai karena hampir bersamaan dengan *Right Issue* yang dilakukan oleh Bank Mandiri. Mengingat nilai perusahaan, tingkat resiko dan keuntungan besar yang dimiliki oleh Bank Mandiri, maka investor cenderung beralih ke *right issue* tersebut.
- Proyeksi laporan keuangan Garuda Indonesia tahun 2010 yang dianggap oleh sebagian investor tidak menarik mengingat kerugian yang masih dibukukan oleh perseroan berupa *EBT* senilai –Rp. 37,7 miliar sampai dengan September 2010. Hal ini menyebabkan investor banyak yang mempertanyakan komitmen perseroan dalam menghasilkan laba bersih yang menarik bagi investor. Kedua hal ini (poin 2 & 3) memberikan sentimen negatif bagi pelaku pasar untuk memasukkan saham GIAA ke dalam portofolio investasi mereka.
- Adanya perilaku investor (*financial behaviour*) yang sulit ditebak dengan pasti terkait dengan rasionalitas individu dalam memutuskan ke mana akan melakukan investasi. Selain itu juga adanya *assymetric information* menyebabkan tidak semua investor memiliki pengetahuan yang sama mengenai prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang mengingat belum adanya perusahaan sejenis yang melakukan *IPO* sebelumnya.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Kesimpulan yang dapat diperoleh dari hasil pembahasan dan perhitungan valuasi harga saham Garuda Indonesia, adalah sebagai berikut :

- a. Dengan menggunakan proyeksi pertumbuhan pendapatan perusahaan dan proyeksi lain yang terkait dengan laporan keuangan, diperoleh harga saham Garuda Indonesia yang dianalisis dengan metode *NPV* terhadap Arus Kas dari *EBITDAR* sebesar Rp. 931 per-lembar saham. Selanjutnya jika menggunakan *Option Based Valuation* yang menghitung *hidden value* dari rencana pembelian pesawat diperoleh harga saham sebesar Rp. 70 per-lembar saham. Apabila keduanya digabungkan maka harga saham Garuda Indonesia menjadi Rp. 1.001 per-lembar saham.
- b. Dengan menggunakan metode komparasi valuasi menggunakan data laporan tahunan tahun 2010 yang telah dikeluarkan secara resmi oleh perusahaan pada April 2011, maka harga saham Garuda Indonesia menjadi Rp. 874 per-lembar. Harga yang didapatkan ini juga bisa ditambahkan dengan hasil valuasi terhadap *hidden value* dengan model *Black-Scholes* sehingga diperoleh harga saham Garuda Indonesia menjadi Rp. 944 per-lembar saham.
- c. Penyebab harga saham Garuda Indonesia di bursa yang turun dari harga penawaran perdana dan cenderung *underprice* jika melihat hasil valuasi di atas, akibat adanya sentimen negatif berupa *market timing* yang kurang tepat dan kinerja perseroan terkini, *assymetric information* yang diterima oleh investor (berbeda-beda), serta perilaku investor yang tidak konsisten dan rasional dalam memutuskan instrumen investasi yang dipilih (*financial behaviour*).
- d. Penelitian ini telah melengkapi penelitian sebelumnya yang melakukan perhitungan valuasi dengan metode *Free cash flow to equity (FCFE)* dan *Abnormal earnings* di mana data-data dan proyeksi yang dilakukan tidak sama.

5.2. Saran

Sesuai dengan pembahasan dana analisis yang telah ditemukan, ditemukan beberapa hal yang dapat menjadi pertimbangan baik bagi investor, akademisi maupun penelitian selanjutnya, sebagai berikut :

- a. Bagi investor, dengan kondisi harga pasar saat ini, maka disarankan melakukan pembelian saham Garuda Indonesia di bursa untuk kemudian ditahan dalam jangka waktu yang lama. Hal ini melihat fundamental perusahaan yang bagus dan selamat dari krisis keuangan tahun 2008-2009 yang banyak mengganggu operasional maskapai penerbangan dunia.
- b. Bagi akademisi dan *fund manager*, hasil penelitian ini dapat menunjukkan hal-hal yang perlu diperhatikan sebelum memutuskan berinvestasi di sektor transportasi udara ini. Penggunaan valuasi terhadap *hidden value* yang dapat menambah nilai perusahaan juga merupakan salah satu alternatif penelitian berikutnya karena penggunaan oleh industri lain di luar maskapai penerbangan.
- c. Perlu dilakukan analisis sensitifitas terutama akibat komponen biaya yang mempunyai fluktuasi yang besar seperti harga bahan bakar dan biaya gaji (*payroll expenses*). Mengingat kedua komponen ini memiliki porsi yang cukup besar dalam biaya operasional maskapai penerbangan. Analisis sensitifitas juga bisa dilakukan untuk mengukur pengaruh pendapatan dari penumpang dan kargo, dan pengaruh perubahan pada komponen *WACC* dan *Growth* dalam hal ini pertumbuhan ekonomi dan inflasi. Semua ukuran sensitifitas ini akan membantu penyesuaian dengan cepat pada hasil valuasi tanpa melalui perhitungan dari awal.
- d. Bagi perusahaan penjamin emisi maupun perusahaan yang akan melakukan *IPO*, pembahasan mengenai langkah-langkah yang diambil serta faktor-faktor yang mempengaruhi berhasil tidaknya suatu kegiatan *IPO* dapat dijadikan acuan.

DAFTAR REFERENSI

- Badan Pusat Statistik (2010). *Buletin statistik bulanan : Indikator ekonomi* (Des 2010). Jakarta : Biro Pusat Statistik.
- Badan Pusat Statistik (March, 2011). *Penjelasan teknis : Inflasi*.
<http://sirusa.bps.go.id/utama.php?link=teknis>
- Baye, M.R. (2009). *Managerial economics and business strategy*. Indiana University : McGraw-Hill International.
- Biro Kebijakan Moneter. (2011). *Tinjauan kebijakan moneter : ekonomi, moneter dan perbankan*. Jakarta : Bank Indonesia.
- Biro Riset Ekonomi. (2009). *Outlook ekonomi Indonesia : Krisis finansial global dan dampaknya terhadap perekonomian Indonesia*. Jakarta : Bank Indonesia.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. (2009). *Investments*. Boston : McGraw-Hill International.
- Boeing. (2010). *Current market outlook 2010 – 2029*. USA : Boeing Management Company.
- Brealey, R.A., Myers, S.C., & Marcus, A.J. (2007). *Fundamentals of corporate finance*. New York : McGraw-Hill International.
- Bursa Efek Indonesia. (May, 2011). *Indeks harga saham BEJ*.
<http://www.jsx.co.id/static.asp?ID=SXIDX>
- Chee-Wooi, H. & Chyn-Hwa, L. (2010). The determinants of systematic risk exposures of airline industry in east Asia. *World Applied Sciences Journal*, 10, 91-98.
- David, F.R. (2001). *Strategic management : Concepts & Cases*. New Jersey : Prentice Hall, Inc.
- Eikre-Telle, M.R. & Grankvist, K.G. (2009). *SAS AB valuation : was it a good decision of the Norwegian government to take part of the SAS AB's 2009 rights issue?*. Bergen : Norges Handelshoyskole.
- Fahmi, W. (2011, January 27). IPO Garuda Indonesia : berusaha terbang di cuaca buruk. *Bloomberg Businessweek*, 22 – 23.

- Garuda Indonesia (2010). *Prospektus awal : Penawaran umum perdana saham*. Jakarta : PT. Garuda Indonesia (Persero).
- Gibson, W. (2008). *Aircraft lessor prospects and lease valuation for airlines*. USA: IATA.
- Gibson, W. (2010). *Global airline equity ownership and aircraft investment valuation*. Toulouse : ATRS World Conference 2010.
- Gibson, W. & Morrell, P. (2005). *Airline finance and aircraft financial evaluation : evidence from the field*. Toulouse : ATRS World Conference 2005 Paper.
- Gibson, W. & Morrell, P. (2004). Theory and practice in aircraft financial evaluation. *Journal on Air Transport Management*, 10, 427-433.
- Gong, S.X. (2003). *How risky really are shipping and airline common stocks?*. Hong Kong : Polytechnic University.
- Hull, J.C. (2009). *Options, futures, and other derivatives*. Toronto : Pearson Education International.
- Indonesia Tax Rate. (May, 2011). *Corporate income tax rate in Indonesia*. <http://www.taxrates.cc/html/indonesia-tax-rates.html>
- International Air Transport Association. (2010). *Annual report 2010*. Berlin : Author.
- International Air Transport Association. (2011). *IATA economics : Industry financial forecast table*. Washington D.C. : Author.
- International Monetary Fund. (2011). *Global financial stability report : Durable financial stability getting there from here*. Washington D.C. : Author.
- International Monetary Fund. (2011). *World economic outlook : Tensions from the two-speed recovery unemployment, commodities and capital flows*. Washington D.C. : IMF Multimedia Services Division.
- Investopedia. (2011, May 15th). *Fundamental analysis dictionary*. http://www.investopedia.com/investing-topics/Fundamental_Analysisi/Ter
- Leahy, J. (2010). *Airbus global market forecast 2010 – 2029*. Toulouse : Airbus GMF.
- Lundholm, R. & Sloan, R. (2007). *Equity valuation & analysis*. Michigan : McGraw-Hill International.

- Madsen, A. (2000). *Share price valuation : an explanatoty analysis of delta airlines and southwest airlines*. Transnational Research Associates. <http://www.transnational-research.com/valuation.htm>
- Mankiw, N.G. (2006). *Pengantar ekonomi makro* (Chriswan Sungkono, Penerjemah). Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- Manurung, A.H. (2008). *Strategi memenangkan transaksi saham di bursa*. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Manurung, A.H. (2010). *Ekonomi finansial*. Jakarta : PT. Adler Manurung Press.
- Manurung, A.H. (February, 24th 2011). *Penentuan harga dan timing IPO*. Makalah dipresentasikan pada Seminar Strategi Go Public, Jakarta, Intipesan.
- Prashar, S. & Aggarwal, R.K. (2009). The intellectual property valuation – A case of Jet Airways, the innovative and critical times ahead, an Indian perspective. *Journal of World Academy of Science, Engineering and Technology*, 53, 1264 – 1270.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J., & Jordan, B.D. (2009). *Modern financial management*. New York : McGraw-Hill International.
- Satria, T. (2010). *Valuasi harga saham PT. Garuda Indonesia sehubungan dengan rencana IPO 2010 dengan metode free cash flow to equity dan abnormal earning*. Jakarta : Magister Manajemen FE-UI
- Stowe, J.D., Robinson, T.R., Pinto, J.E., & McLeavey, D.W. (2007). *Equity asset valuation*. New Jersey : John Wiley & Sons, Inc.
- Suozzo, P., Cooper, S., Sutherland, G., & Zhen, D. (2001). *Valuation multiples : A primer*. Warburg : UBS Author.
- Unditu, A. (2011, March). The IPO game. *Globe Asia*, 68 – 69.
- Yessie, A. (2008). *Akuntansi pajak tangguhan PSAK 46*. Jakarta : Universitas Mercu Buana.
- Zinnov LLC. (2007). *Global aviation markets – analysis : Challenges & opportunities for global carriers*. Sunnyvale : Zinnov Research and Consulting.



LAMPIRAN 1

Table 1: Name and Measure of the Explanatory Variables

| Variable | Abbreviation | Measurement |
|------------------------|--------------|--|
| Firm size | FS | Total assets |
| Liquidity | LQ | Quick Ratio |
| Profitability | PF | ROA |
| Operating leverage | OL | $\frac{\Delta EBIT}{EBIT} \times \frac{Sales}{\Delta Sales}$ |
| Financial leverage | FL | Debt ratio: total debts/total assets |
| Operating efficiency | OE | Asset turnover ratio: total revenue/total assets |
| Growth | GR | EBIT growth: annual percentage change in EBIT |
| Airlines safety | AS | Dummy variable for year with accident = 1 |
| Asian Financial Crisis | D9799 | Dummy variable for 1997-1999 |
| Dot-Com Bubble Burst | D0002 | Dummy variable for 2000-2002 |
| Global Subprime Crisis | D0809 | Dummy variable for 2008-2009 |

Table 2: Details of the Sample Listed Airline Companies

| No | Country | Company Name | Year of Establishment | Company Size in 2010 (Total assets in million USD) |
|----|-----------|------------------------------|-----------------------|--|
| 1. | Japan | All Nippon Airways (ANA) | 1952 | 18,926 |
| 2. | Korea | Korean Airlines (KAA) | 1962 | 14,606 |
| 3. | Hong Kong | Cathay Pacific Airways (CPA) | 1946 | 14,612 |
| 4. | Taiwan | China Airlines (CAL) | 1959 | 6,614 |
| 5. | Singapore | Singapore Airlines (SAIR) | 1947 | 16,003 |
| 6. | Malaysia | Malaysian Airlines (MAIR) | 1947 | 2,491 |
| 7. | Thailand | Thai Airways Intl (TAI) | 1960 | 8,163 |

Notes: The company size is converted as of exchange rate on 31st December 2009

Table 3: Estimated Systematic Risks across the Different Periods

| Period | CAPM systematic risk | IFF3F systematic risk | I4F systematic risk |
|------------------|----------------------|-----------------------|---------------------|
| Full sample | 0.9782 | 0.4528 | 1.0015 |
| Crisis 1997-1999 | 0.8179 | 0.8402 | 0.7632 |
| Crisis 2000-2002 | 0.9435 | 1.3895 | 1.2335 |
| Crisis 2008-2009 | 0.9914 | 1.1437 | 1.1065 |

Table 4: Panel Regressions Explaining Systematic Risks in East Asia Airline Companies

| Independent Variables | Dependent Variable | | | | | |
|-------------------------|----------------------|-------------|-----------------------|-------------|---------------------|-------------|
| | CAPM systematic risk | | IFF3F systematic risk | | I4F systematic risk | |
| Intercept | 0.5877 | (0.8244) | -19.3255 | (0.0000)*** | -16.8258 | (0.0002)*** |
| Firm Size | 0.0038 | (0.9781) | 1.0184 | (0.0000)*** | 0.8911 | (0.0001)*** |
| Liquidity | -0.1238 | (0.3924) | 0.1829 | (0.4476) | 0.1173 | (0.6126) |
| Profitability | 0.0033 | (0.6446) | 0.0082 | (0.4933) | 0.0075 | (0.5151) |
| Operating leverage | 0.0396 | (0.4996) | 0.1085 | (0.2672) | 0.1301 | (0.1682) |
| Financial leverage | 0.0017 | (0.5116) | 0.0062 | (0.1505) | 0.0071 | (0.0908)* |
| Operating efficiency | 0.6335 | (0.0038)*** | 1.2868 | (0.0005)*** | 1.1720 | (0.0009)*** |
| Growth | -0.0029 | (0.4746) | -0.0096 | (0.1605) | -0.0064 | (0.3302) |
| Airlines safety | -0.1131 | (0.2391) | -0.3347 | (0.0384)** | -0.3710 | (0.0177)** |
| D97 | -0.1220 | (0.2502) | 0.2705 | (0.1271) | 0.1524 | (0.3693) |
| D01 | -0.0445 | (0.6142) | 0.5777 | (0.0002)*** | 0.3753 | (0.0096)*** |
| D08 | -0.1188 | (0.2492) | -0.1781 | (0.2988) | -0.2004 | (0.2255) |
| R ² | 0.6115 | | 0.5587 | | 0.5353 | |
| Adjusted R ² | 0.5187 | | 0.4533 | | 0.4243 | |
| Regression F-statistic | 6.5917 | (0.0000)*** | 5.3008 | (0.0000)*** | 4.8231 | (0.0000)*** |
| Redundant Fixed Effect | 7.3102 | (0.0000)*** | 6.6358 | (0.0000)*** | 6.1865 | (0.0001)*** |

Note: ***, **, and * denote significance at 1, 5 and 10% significant levels, respectively.

LAMPIRAN 2

IKHTISAR KEGIATAN USAHA PERSEROAN PT. GARUDA INDONESIA (PERSERO) TBK

(dalam miliar Rupiah)

| Pendapatan Penerbangan | Untuk sembilan bulan yang berakhir 30 September | | | | Untuk tahun yang berakhir 31 Desember | | | | | | | | | |
|---|---|---------------|-----------------|---------------|---------------------------------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|
| | 2010 | % | 2009 | (%) | 2009 | (%) | 2008 | (%) | 2007 | (%) | 2006 | (%) | 2005 | (%) |
| Pendapatan Berjadwal: | | | | | | | | | | | | | | |
| Penumpang | 10.533,2 | 83,0% | 9.423,2 | 79,5% | 12.759,2 | 71,4% | 14.067,0 | 72,7% | 10.180,8 | 72,5% | 8.537,8 | 67,9% | 8.602,5 | 68,1% |
| Kargo | 845,3 | 6,7% | 593,9 | 5,0% | 839,3 | 4,7% | 947,6 | 4,9% | 801,4 | 5,7% | 704,5 | 5,7% | 710,6 | 5,6% |
| Lainnya ¹ | 70,4 | 0,6% | 76,3 | 0,6% | 100,9 | 0,6% | 105,6 | 0,6% | 67,2 | 0,5% | 66,4 | 0,5% | 65,6 | 0,5% |
| Total pendapatan berjadwal | 11.448,9 | 90,3% | 10.093,4 | 85,2% | 13.699,4 | 76,7% | 15.120,2 | 78,1% | 11.049,4 | 78,7% | 9.308,7 | 74,1% | 9.378,7 | 74,3% |
| Pendapatan tidak Berjadwal: | | | | | | | | | | | | | | |
| Haji | - | - | 396,0 | 3,3% | 2.339,7 | 13,1% | 2.291,8 | 11,8% | 1.510,4 | 10,8% | 1.416,8 | 11,3% | 1.566,4 | 12,4% |
| Carter | 102,3 | 0,8% | 79,6 | 0,7% | 151,6 | 0,9% | 174,8 | 0,9% | 95,6 | 0,7% | 154,2 | 1,2% | 147,7 | 1,2% |
| Total Pendapatan tidak berjadwal | 102,3 | 0,8% | 475,6 | 4,0% | 2.491,2 | 14,0% | 2.466,6 | 12,7% | 1.605,9 | 11,4% | 1.571,1 | 12,5% | 1.714,1 | 13,6% |
| Total Pelayanan Penerbangan | 11.551,2 | 91,1% | 10.569,1 | 89,2% | 16.190,7 | 90,7% | 17.586,9 | 90,9% | 12.655,4 | 90,1% | 10.879,8 | 86,6% | 11.092,9 | 87,8% |
| Lainnya | 1.133,8 | 8,9% | 1.280,2 | 10,8% | 1.669,7 | 9,3% | 1.762,7 | 9,1% | 1.387,0 | 9,9% | 1.690,2 | 13,4% | 1.535,9 | 12,2% |
| Jumlah Pendapatan Usaha | 12.685,1 | 100,0% | 11.849,3 | 100,0% | 17.860,4 | 100,0% | 19.349,7 | 100,0% | 14.042,4 | 100,0% | 12.570,1 | 100,0% | 12.628,9 | 100,0% |

Catatan:

¹ Termasuk bagasi berlebih, surat dan dokumen

**PENDAPATAN LAYANAN PENERBANGAN BERJADWAL
PT. GARUDA INDONESIA (PERSERO) TBK**

| | Untuk sembilan bulan yang berakhir 30 September | | Untuk tahun yang berakhir 31 Desember | | | | |
|---|---|----------|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| | 2010 | 2009 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
| Pelayanan Penumpang: | | | | | | | |
| Pendapatan penumpang (dalam juta USD) ⁽¹⁾ | 1.137,7 | 867,4 | 1.210,3 | 1.483,9 | 1.072,4 | 906,9 | 859,1 |
| Internasional ⁽²⁾ | 517,9 | 427,6 | 566,3 | 774,2 | 536,0 | 476,7 | 447,6 |
| Domestik ⁽²⁾ | 619,8 | 439,7 | 644,0 | 709,7 | 536,4 | 430,3 | 411,5 |
| Jumlah penumpang diangkut (dalam ribu) | 9.045,6 | 7.980,3 | 10.901,8 | 10.172,3 | 9.633,5 | 9.024,7 | 9.300,7 |
| Internasional | 1.943,0 | 1.724,1 | 2.324,2 | 2.424,5 | 2.268,6 | 2.342,0 | 2.262,8 |
| Domestik | 7.102,6 | 6.256,3 | 8.577,7 | 7.747,8 | 7.364,9 | 6.682,7 | 7.037,9 |
| RPK (dalam juta) ⁽³⁾ | 13.373,5 | 11.809,0 | 15.882,5 | 15.532,3 | 14.369,1 | 13.039,8 | 12.825,8 |
| Internasional | 7.369,7 | 6.452,9 | 8.523,3 | 8.756,2 | 7.924,1 | 7.347,6 | 6.935,6 |
| Domestik | 6.003,8 | 5.356,2 | 7.359,1 | 6.776,2 | 6.445,0 | 5.692,3 | 5.890,2 |
| ASK (dalam juta) ⁽⁴⁾ | 18.827,0 | 16.209,3 | 21.713,9 | 20.336,8 | 18.566,1 | 18.095,6 | 19.098,4 |
| Internasional | 10.544,2 | 9.252,0 | 12.205,2 | 11.798,3 | 10.618,9 | 10.774,5 | 10.821,9 |
| Domestik | 8.282,7 | 6.957,3 | 9.508,7 | 8.538,5 | 7.947,2 | 7.321,1 | 8.276,5 |
| PLF (%) ⁽⁵⁾ | 71,0 | 72,9 | 73,1 | 76,4 | 77,4 | 72,1 | 67,2 |
| Internasional | 69,9 | 69,7 | 69,8 | 74,2 | 74,6 | 68,2 | 64,1 |
| Domestik | 72,5 | 77,0 | 77,4 | 79,4 | 81,1 | 77,8 | 71,2 |
| Passenger Yield (U.S. cents per RPK) ⁽¹⁾⁽⁶⁾ | 8,4 | 7,3 | 7,5 | 9,5 | 7,4 | 6,9 | 6,6 |
| Internasional | 7,0 | 6,6 | 6,6 | 8,8 | 6,7 | 6,4 | 6,4 |
| Domestik | 10,2 | 8,1 | 8,7 | 10,3 | 8,3 | 7,5 | 6,9 |
| Pendapatan berjadwal per ASK (U.S. cents) ⁽¹⁾⁽⁷⁾ | 6,8 | 6,0 | 6,3 | 8,0 | 6,3 | 5,6 | 5,1 |
| Internasional | 5,5 | 5,1 | 5,2 | 7,1 | 5,5 | 4,9 | 4,8 |
| Domestik | 8,4 | 7,2 | 7,7 | 9,2 | 7,5 | 6,6 | 5,6 |
| Biaya per ASK (U.S. cents) ⁽¹⁾⁽⁸⁾ | 6,8 | 5,9 | 6,2 | 7,8 | 6,0 | 5,8 | 5,5 |
| Internasional | 6,0 | 5,3 | 5,6 | 6,8 | 5,8 | 5,5 | 5,1 |
| Domestik | 7,8 | 6,8 | 7,0 | 9,0 | 6,4 | 6,4 | 6,0 |
| Biaya per ASK tidak termasuk bahan bakar (U.S. cents) ⁽¹⁾⁽⁹⁾ | 4,4 | 4,1 | 4,3 | 4,4 | 3,8 | 3,6 | 3,6 |
| Internasional | 3,8 | 3,7 | 3,8 | 3,8 | 3,7 | 3,5 | 3,5 |
| Domestik | 5,2 | 4,7 | 4,8 | 5,1 | 3,9 | 3,8 | 3,8 |
| Kilometer terbang (dalam juta) | 99,0 | 87,1 | 117,1 | 111,7 | 102,4 | 99,1 | 106,6 |
| Block hour (dalam ribu) | 161,3 | 141,6 | 190,8 | 182,5 | 167,4 | 162,8 | 176,9 |
| Internasional | 59,7 | 52,5 | 69,5 | 67,7 | 59,8 | 60,4 | 62,2 |
| Domestik | 101,6 | 89,1 | 121,3 | 114,8 | 107,5 | 102,5 | 114,6 |
| Pemanfaatan pesawat harian (block hour per hari per armada) ⁽¹⁰⁾ | 9:27 | 8:43 | 9:00 | 9:51 | 9:37 | 8:53 | 8:32 |
| Jumlah tujuan penerbangan berjadwal yang dilayani sampai dengan akhir tahun | 49 | 46 | 46 | 41 | 39 | 41 | 44 |
| Frekuensi penerbangan berjadwal (penerbangan per minggu) | 979 | 877 | 891 | 852 | 790 | 758 | 870 |
| Jumlah penerbangan | 76.377 | 68.393 | 92.701 | 88.552 | 82.168 | 78.843 | 90.454 |

Catatan:

- (1) Perseroan telah menerjemahkan pendapatan penumpang dalam Rupiah, hasil penumpang, dijadwalkan pendapatan per ASK, pendapatan non-terjadwal per ASK, biaya per ASK dan biaya per ASK tidak termasuk bahan bakar dan yield layanan kargo, ke dolar Amerika Serikat berdasarkan kurs tengah yang diumumkan oleh Bank Indonesia pada hari pertama setiap bulannya pada periode tersebut.
- (2) Merepresentasikan pendapatan layanan berpenumpang berdasarkan tujuan penerbangan.
- (3) Dihitung sebagai jumlah penumpang dilakukan dikalikan dengan jarak terbang (dalam kilometer) untuk setiap penerbangan.
- (4) Dihitung sebagai jumlah kursi yang tersedia dikalikan dengan jarak terbang (dalam kilometer) untuk setiap penerbangan.
- (5) Dihitung sebagai RPK dibagi oleh ASK dan dinyatakan sebagai persentase.
- (6) Dihitung berdasarkan pendapatan layanan berpenumpang dari layanan berjadwal, sewa gudang kargo, layanan teknologi informasi dan layanan pelatihan dibagi dengan RPK.
- (7) Dihitung sebagai pendapatan dari jasa maskapai penerbangan dibagi oleh ASK.
- (8) Dihitung sebagai total biaya yang berkaitan dengan kegiatan penumpang penerbangan Perseroan (termasuk biaya langsung dan tidak langsung, biaya overhead dan armada) sebagaimana tercermin dalam catatan akuntansi Perseroan dibagi oleh ASK.
- (9) Dihitung sebagai total biaya yang berkaitan dengan kegiatan penumpang penerbangan Perseroan (termasuk biaya langsung dan tidak langsung, biaya overhead dan armada) sebagaimana tercermin dalam catatan akuntansi Perseroan minus biaya bahan bakar dibagi oleh ASK.
- (10) Hanya termasuk layanan FSC Garuda Indonesia.

LAMPIRAN 4

PT. GARUDA INDONESIA (PERSERO) DAN ANAK PERUSAHAANNYA
NERACA KONSOLIDASI
PER 31 DESEMBER 2010, 2009, 2008, DAN 2007

| AKUN | 31 Desember 2010 | 31 Desember 2009 | 31 Desember 2008 | 31 Desember 2007 |
|---|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| ASET | | | | |
| ASET LANCAR | | | | |
| Kas dan setara kas | 1.177.383.233.771 | 1.722.491.504.933 | 2.601.788.985.919 | 2.969.624.376.774 |
| Investasi jangka pendek | - | 11.000.000.000 | 14.600.000.000 | 11.621.654.000 |
| Piutang usaha | | | | |
| Pihak hubungan istimewa | 18.780.248.019 | 16.800.344.951 | 14.441.722.512 | 20.647.140.599 |
| Pihak ketiga | 1.234.741.749.307 | 1.049.809.886.779 | 817.391.352.689 | 1.065.647.480.735 |
| Piutang lain-lain | 56.219.980.315 | 15.797.503.450 | 66.138.049.119 | 11.742.104.594 |
| Aset derivatif | - | - | - | - |
| Persediaan | 607.193.889.315 | 618.117.614.050 | 516.171.992.253 | 396.978.746.331 |
| Uang muka dan biaya dibayar dimuka | 734.255.667.307 | 643.073.930.815 | 548.971.641.603 | 907.710.434.658 |
| Pajak dibayar dimuka | 68.447.560.484 | 135.438.158.835 | 46.940.954.814 | 41.220.886.290 |
| Jumlah Aset Lancar | 3.897.022.328.518 | 4.212.528.943.813 | 4.626.444.698.909 | 5.425.192.823.981 |
| ASET TIDAK LANCAR | | | | |
| Dana perawatan pesawat dan uang jaminan | 2.039.687.218.349 | 1.641.837.903.955 | 1.191.229.965.063 | 780.464.928.665 |
| Uang muka pembelian pesawat | 1.068.426.233.113 | 1.791.135.962.976 | 1.901.609.279.220 | 393.767.350.543 |
| Aset pajak tangguhan | 223.294.465.167 | 53.906.113.305 | 60.145.710.019 | 67.905.464.888 |
| Investasi saham | 222.740.640.663 | 213.853.933.744 | 205.566.587.099 | 198.815.634.070 |
| Aset tetap - setelah dikurangi penyusutan | 5.602.508.956.465 | 6.374.882.265.648 | 6.552.911.158.504 | 4.424.103.151.276 |
| Properti investasi | 172.626.740.470 | 170.997.091.579 | 176.905.210.500 | 11.943.947.453 |
| Beban tangguhan | 35.580.408.211 | 20.607.086.572 | 23.989.504.081 | 4.455.052.211 |
| Aset lain-lain | 404.130.930.223 | 322.673.935.636 | 565.029.290.097 | 646.265.952.326 |
| Jumlah Aset Tidak Lancar | 9.768.995.592.661 | 10.589.894.293.415 | 10.677.386.704.583 | 6.527.721.481.432 |
| JUMLAH ASET | 13.666.017.921.179 | 14.802.423.237.228 | 15.303.831.403.492 | 11.952.914.305.413 |
| KEWAJIBAN DAN EKUITAS | | | | |
| KEWAJIBAN LANCAR | | | | |
| Hutang bank | 316.719.689.917 | 218.634.569.901 | 10.000.374.190 | 3.000.000.000 |
| Hutang usaha | | | | |
| Pihak hubungan istimewa | 37.676.755.520 | 48.754.066.876 | 68.931.330.601 | 64.307.689.758 |
| Pihak hubungan ketiga | 1.116.418.222.014 | 1.218.182.894.813 | 2.000.596.742.329 | 1.761.471.435.492 |
| Hutang lain-lain | 278.255.780.663 | 261.995.310.407 | 232.916.627.843 | 163.179.302.072 |
| hutang pajak | 88.865.454.714 | 75.814.553.473 | 80.056.356.661 | 89.766.060.602 |
| Biaya masih harus dibayar | 1.177.920.284.617 | 1.379.303.983.962 | 1.378.339.878.594 | 1.493.755.480.294 |
| Pendapatan diterima dimuka | 1.016.093.074.685 | 564.416.807.990 | 717.132.149.709 | 929.965.621.319 |
| Uang muka diterima | 18.218.598.456 | 48.945.872.196 | 92.280.137.265 | 213.044.667.276 |
| Hutang jangka panjang (satu tahun) | | | | |
| Pinjaman jangka panjang | 1.191.107.612.353 | 1.285.737.277.610 | 1.436.331.958.647 | 1.489.636.624.280 |
| Hutang sewa pembiayaan | - | 850.525.703.696 | 786.388.714.731 | 487.404.336.496 |
| Kewajiban estimasi biaya pesawat | - | 395.366.505.884 | 282.180.009.798 | 157.034.705.940 |
| Jumlah Kewajiban Lancar | 5.241.275.472.939 | 6.347.677.546.808 | 7.085.154.280.368 | 6.852.565.923.529 |
| KEWAJIBAN TIDAK LANCAR | | | | |
| Hutang jangka panjang (lebih satu tahun) | | | | |
| Pinjaman jangka panjang | 3.570.399.883.033 | 1.015.868.855.215 | 35.214.486.204 | 33.882.862.585 |
| Hutang sewa pembiayaan | - | 2.366.768.202.502 | 3.747.805.135.412 | 3.900.234.875.796 |
| kewajiban estimasi biaya pesawat | - | 255.331.459.294 | 450.119.018.118 | 242.778.023.525 |
| Obligasi konversi | - | - | 1.018.809.000.000 | 1.018.809.000.000 |
| Kewajiban pajak tangguhan | 11.209.231.023 | 261.422.388.901 | 391.243.021.352 | 37.673.452.051 |
| Kewajiban imbalan pasca kerja | 1.354.176.971.347 | 1.257.551.015.829 | 1.129.236.227.586 | 1.070.551.865.842 |
| Kewajiban tidak lancar lainnya | 19.500.353.868 | 76.780.192.070 | 30.269.413.421 | 25.933.310.336 |
| Jumlah Kewajiban Tidak Lancar | 4.955.286.439.271 | 5.233.722.113.811 | 6.802.696.302.093 | 6.329.863.390.135 |
| HAK MINORITAS | 12.194.313.088 | 6.952.962.208 | 49.445.695.768 | 37.204.019.142 |
| EKUITAS | | | | |
| Modal saham | 9.120.498.000.000 | 9.120.498.000.000 | 8.152.629.000.000 | 7.152.629.000.000 |
| Tambahan modal disetor | 8.402.079.001 | 8.402.079.001 | 8.402.079.001 | 8.402.079.001 |
| Dana setoran modal | - | - | - | 1.000.000.000.000 |
| Surplus revaluasi | 1.146.751.374.799 | 1.515.532.778.739 | 1.672.668.664.694 | 3.996.580.005 |
| Cadangan lindung nilai | - | - | (10.782.743.044) | 664.280.050 |
| selisih kurs karena penjabaran lapkeu | 12.499.994.402 | 8.929.403.520 | 4.655.506.916 | 3.675.042.053 |
| Defisit | (6.830.889.752.321) | (7.439.291.646.859) | (8.461.037.382.304) | (9.436.086.008.502) |
| Jumlah Ekuitas | 3.457.261.695.881 | 3.214.070.614.401 | 1.366.535.125.263 | (1.266.719.027.393) |
| JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS | 13.666.017.921.179 | 14.802.423.237.228 | 15.303.831.403.492 | 11.952.914.305.413 |

LAMPIRAN 5

PT. GARUDA INDONESIA (PERSERO) DAN ANAK PERUSAHAANNYA
LAPORAN LABA RUGI KONSOLIDASI
UNTUK TAHUN-TAHUN YANG BERAKHIR 31 DESEMBER 2010, 2009, 2008, DAN 2007

| AKUN | 31 Desember 2010 | 31 Desember 2009 | 31 Desember 2008 | 31 Desember 2007 |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| PENDAPATAN USAHA | | | | |
| Penerbangan berjadwal | 15.920.392.099.274 | 13.699.415.347.424 | 15.120.271.598.888 | 11.049.437.359.296 |
| Penerbangan tidak berjadwal | 2.013.752.599.509 | 2.491.248.347.166 | 2.466.617.770.723 | 1.605.943.152.286 |
| Lainnya | 1.600.186.781.721 | 1.669.709.915.519 | 1.762.786.050.493 | 1.387.049.874.769 |
| Jumlah Pendapatan Usaha | 19.534.331.480.504 | 17.860.373.610.109 | 19.349.675.420.104 | 14.042.430.386.351 |
| BEBAN USAHA | | 45% | | |
| Operasional penerbangan | 9.978.232.688.415 | 8.096.690.036.626 | 9.947.992.668.187 | 6.504.637.484.884 |
| Tiket, penjualan dan promosi | 1.753.244.759.714 | 1.636.436.355.985 | 1.562.715.530.374 | 1.286.229.229.280 |
| Penyusutan dan amortisasi | 1.647.951.805.359 | 1.609.914.343.125 | 1.295.912.137.823 | 1.045.167.459.971 |
| Pelayanan penumpang | 1.587.014.476.658 | 1.378.038.980.854 | 1.105.282.817.175 | 1.002.194.459.485 |
| Bandara | 1.496.930.784.245 | 1.420.692.533.835 | 1.308.783.692.010 | 1.107.141.240.004 |
| Administrasi dan umum | 1.370.474.991.002 | 1.246.874.786.509 | 1.250.336.897.062 | 880.032.893.290 |
| Pemeliharaan dan perbaikan | 1.221.770.659.965 | 1.075.848.476.321 | 1.107.564.669.506 | 1.089.892.883.587 |
| Beban imbalan kerja | 310.065.847.259 | 260.620.060.208 | 196.990.877.391 | 199.242.395.027 |
| Operasional transportasi | 104.417.683.373 | 95.168.793.233 | 110.142.388.768 | 104.883.955.912 |
| Operasional jaringan | 76.989.875.964 | 70.266.678.020 | 66.136.099.331 | 58.687.803.090 |
| Operasional hotel | 54.397.260.254 | 51.533.649.797 | 44.610.389.846 | 32.148.695.297 |
| Jumlah Beban Usaha | 19.601.490.832.208 | 16.942.084.694.513 | 17.996.468.167.473 | 13.310.258.499.827 |
| LABA (RUGI) USAHA | (67.159.351.704) | 918.288.915.596 | 1.353.207.252.631 | 732.171.886.524 |
| PENGHASILAN (BEBAN) LAIN-LAIN | | | | |
| Keuntungan atas sale and leaseback | 162.822.529.046 | 65.065.157.045 | - | - |
| Keuntungan (kerugian) atas kurs | 133.200.734.169 | 462.549.658.770 | (413.337.444.585) | (233.789.198.501) |
| Biaya pesangon pegawai | 68.468.392.713 | (203.098.145.482) | - | - |
| Penghasilan bunga | 58.233.652.511 | 93.090.129.609 | 107.037.342.906 | 65.566.422.145 |
| Biaya penyisihan piutang dan lain2 | - | (156.883.803.768) | - | - |
| Beban pajak sehubungan dengan SKP & SPT Pembetulan | (110.555.634.184) | - | - | - |
| Beban bunga dan keuangan | (165.247.491.059) | (262.568.572.945) | (377.968.483.540) | (438.265.846.182) |
| Lain-lain bersih | (20.803.571.476) | (53.217.381.702) | 350.340.258.189 | 184.390.327.455 |
| Penghasilan (Beban) Lain-lain Bersih | 126.118.611.720 | (55.062.958.473) | (333.928.327.030) | (422.098.295.083) |
| BAGIAN LABA BERSIH PERUSAHAAN ASOSIASI | 16.886.008.365 | 12.873.226.475 | 9.399.705.039 | 3.033.129.393 |
| LABA (RUGI) SEBELUM PAJAK | 75.845.268.381 | 876.099.183.598 | 1.028.678.630.640 | 313.106.720.834 |
| MANFAAT (BEBAN) PAJAK | | | | |
| Pajak kini | - | (36.884.424.363) | (78.121.722.668) | (66.797.405.384) |
| Pajak tangguhan | 217.261.752.889 | 60.239.305.522 | 33.635.904.962 | (82.183.563.592) |
| Jumlah Manfaat (Beban) Pajak | - | 23.354.881.159 | (44.485.817.706) | (148.980.968.976) |
| LABA DARI AKTIVITAS NORMAL | | 899.454.064.757 | 984.192.812.934 | 164.125.751.858 |
| POS LUAR BIASA | 225.044.156.621 | 123.502.291.000 | - | - |
| LABA SEBELUM HAK MINORITAS | 518.151.177.891 | 1.022.956.355.757 | 984.192.812.934 | 164.125.751.858 |
| HAK MINORITAS | (2.629.322.200) | (4.340.420.312) | (9.144.186.736) | (11.390.975.767) |
| LABA BERSIH | 515.521.855.691 | 1.018.615.935.445 | 975.048.626.198 | 152.734.776.091 |

LAMPIRAN 6

Laporan Arus Kas Konsolidasian

(dalam miliar Rupiah)

| Uraian | Untuk sembilan bulan yang berakhir 30 September | | Untuk tahun yang berakhir 31 Desember | | |
|---|---|------------------|---------------------------------------|----------------|----------------|
| | 2010 | 2009* | 2009 | 2008 | 2007 |
| ARUS KAS DARI AKTIVITAS OPERASI | | | | | |
| Penerimaan kas dari pelanggan | 14.030,6 | 11.553,5 | 17.095,3 | 18.822,5 | 14.058,8 |
| Pengeluaran kas kepada pemasok | (10.563,3) | (8.739,8) | (12.554,1) | (14.370,3) | (10.900,5) |
| Pengeluaran kas kepada karyawan | (1.902,6) | (1.937,1) | (2.837,4) | (2.402,4) | (1.735,6) |
| Kas dihasilkan dari operasi | 1.564,8 | 876,6 | 1.703,8 | 2.049,8 | 1.415,7 |
| Pembayaran bunga dan beban keuangan | (89,9) | (153,3) | (141,5) | (210,8) | (105,8) |
| Pembayaran pajak penghasilan | (64,5) | (69,4) | (192,5) | (73,0) | (94,9) |
| Kas Bersih Diperoleh dari Aktivitas Operasi | 1.410,3 | 653,8 | 1.369,8 | 1.766,0 | 1.215,0 |
| ARUS KAS DARI AKTIVITAS INVESTASI | | | | | |
| Penerimaan bunga | 28,6 | 81,6 | 97,7 | 101,8 | 55,0 |
| Penerimaan dividen | 14,9 | 16,7 | 18,5 | 7,8 | 9,2 |
| Hasil penjualan aset tetap | 12,2 | 10,3 | 20,7 | 212,8 | 214,3 |
| Hasil penjualan properti investasi | - | - | 5,0 | - | - |
| Penerimaan lain-lain dari penjualan tanah dan bangunan | - | 45,1 | 45,1 | - | - |
| Penerimaan pengembalian uang muka pembelian pesawat | 1.014,9 | 124,1 | 447,7 | - | - |
| Penerimaan pengembalian dana pemeliharaan pesawat | 269,1 | 176,6 | 204,4 | 169,2 | 116,6 |
| Penerimaan uang jaminan | 30,2 | 8,5 | 188,0 | 35,9 | 5,2 |
| Pengeluaran untuk dana pemeliharaan pesawat | (1.030,1) | (112,3) | (630,5) | (335,4) | (213,6) |
| Uang muka pembelian pesawat | (327,0) | (626,7) | (809,5) | (1.231,5) | (188,1) |
| Uang muka perolehan aset tetap | (191,0) | (379,7) | (320,8) | (22,2) | (40,0) |
| Pengeluaran untuk perolehan aset pemeliharaan pesawat | (16,0) | (90,9) | (108,0) | (197,8) | (503,0) |
| Pengeluaran untuk perolehan aset tetap | (177,8) | (258,4) | (317,2) | (117,5) | (5,9) |
| Pembayaran uang jaminan | (145,6) | (134,2) | (377,2) | (138,2) | (55,6) |
| Pengeluaran untuk perolehan investasi | - | (56,9) | (57,6) | - | - |
| Pembayaran lainnya dari aktivitas investasi | (0,8) | - | - | - | - |
| Penerimaan lainnya dari aktivitas investasi | 11,0 | - | - | - | 0,1 |
| Penempatan deposito berjangka | - | - | - | (3,6) | - |
| Pencairan deposito berjangka | - | - | 3,6 | - | 35,3 |
| Kas Bersih Digunakan untuk Aktivitas Investasi | (507,4) | (1.192,6) | (1.590,0) | (1.518,7) | (570,6) |
| ARUS KAS DARI AKTIVITAS PENDANAAN | | | | | |
| Penerimaan pinjaman jangka panjang | 255,3 | 22,5 | 56,1 | 47,9 | 36,7 |
| Penerimaan hutang jangka pendek | 247,0 | 94,2 | 208,6 | - | - |
| Penerimaan dana setoran modal | - | - | - | - | 1.000,0 |
| Pembayaran pinjaman jangka panjang | (962,2) | (596,3) | (751,3) | (733,7) | (29,2) |
| Pembayaran pinjaman jangka pendek | (324,7) | - | (99,5) | - | - |
| Pembayaran dividen ke pemegang saham minoritas | - | - | (0,1) | - | - |
| Kenaiakan kas yang dibatasi penggunaannya | 0,9 | (0,6) | (0,1) | (1,3) | - |
| Pembayaran untuk aktivitas pendanaan lainnya | (15,3) | (7,0) | (15,3) | - | - |
| Kas Bersih Diperoleh Dari (Digunakan untuk) Aktivitas Pendanaan | (799,1) | (487,1) | (601,7) | (687,1) | 1.007,5 |
| KENAIKAN (PENURUNAN) BERSIH KAS DAN SETARA KAS | 103,8 | (1.025,8) | (822,0) | (439,9) | 1.651,8 |