



UNIVERSITAS INDONESIA

**VALUASI EKUITAS PT ADARO ENERGY, TBK
MENGUNAKAN MODEL *FREE CASH FLOW TO EQUITY***

TESIS

**HENI DWI RAHAYU
0906654140**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
DESEMBER 2011**



UNIVERSITAS INDONESIA

**VALUASI EKUITAS PT ADARO ENERGY, TBK
MENGUNAKAN MODEL *FREE CASH FLOW TO EQUITY***

TESIS

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

**HENI DWI RAHAYU
0906654140**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN UMUM
JAKARTA
DESEMBER 2011**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Heni Dwi Rahayu

NPM : 0906654140

Tanda Tangan :



Tanggal : 11 Januari 2012



HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :

Nama : **Heni Dwi Rahayu**

NPM : 0906654140

Program Studi : **Magister Manajemen**

Judul Tesis : **Valuasi Ekuitas PT Adaro Energy, Tbk Menggunakan
*Free Cash Flow to Equity Model***

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian dari persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Thomas H. Secokusumo, MBA



Penguji : Prof. Dr. Lindawati Gani



Penguji : Dr. Gede H. Wasistha



Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 11 Januari 2012

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT., karena atas berkat rahmat dan hidayahnya penulis dapat menyelesaikan Karya Akhir (Thesis) ini sebagai salah satu pra-syarat dalam menyelesaikan studi penulis untuk meraih gelar Magister Manajemen dari Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

Ucapan terima kasih khususnya penulis sampaikan kepada:

- (1) Bapak Prof. Rhenald Kasali, Ph.D., selaku ketua Program Studi Magister Manajemen, Universitas Indonesia.
- (2) Bapak Thomas H. Secokusumo, MBA, selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk penulis dalam penyelesaian karya akhir ini.
- (3) Suami, orang tua dan keluarga tercinta yang tiada henti memberikan do'a dan dukungan moral dan materil bagi penulis dalam menyelesaikan program studi. Dengan sabar menuntun dan memberikan nasihat untuk terus mendorong penulis menyelesaikan tesis.
- (4) Seluruh dosen dan staf MMUI yang selalu memberikan kemudahan bagi penulis selama menempuh pendidikan di Universitas Indonesia.
- (5) Rekan-rekan penulis sesama angkatan 2010 MM-UI, khususnya kelas F-092 yang tidak dapat penulis sebutkan satu-persatu.

Penulis berharap karya akhir ini dapat memberikan sumbangan pemikiran bagi penelitian-penelitian yang akan dilanjutkan pada masa yang akan datang.

Jakarta, Desember 2011



Heni Dwi Rahayu

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

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

Nama : Heni Dwi Rahayu
NPM : 0906654140
Program Studi : Magister Umum
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 EKUITAS PT ADARO ENERGY, Tbk MENGGUNAKAN
MODEL *FREE CASH FLOW TO EQUITY***

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

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta
Pada Tanggal : Desember 2011

Yang menyatakan



(Heni Dwi Rahayu)

ABSTRAK

Nama : Heni Dwi Rahayu
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Valuasi Ekuitas PT Adaro Energy, Tbk Menggunakan
Free Cash Flow to Equity Model

Sebelum mengambil keputusan investasi diperlukan analisis yang tepat agar dapat memberikan keuntungan yang optimal dan mengurangi risiko yang ada. Salah satu analisis yang bisa dilakukan adalah analisis fundamental untuk mencari nilai wajar dari suatu saham yang dapat digunakan sebagai dasar dalam membuat keputusan investasi baik membeli, menahan atau menjual saham. Berdasarkan hasil perhitungan valuasi saham menggunakan metode *Free Cash to Equity*, harga saham ADRO *undervalued* dengan nilai wajar menurut skenario optimis Rp 2.146 dan skenario pesimis Rp 1.930 sementara harga saham ADRO per tanggal 30 September 2011 adalah Rp 1.720. Perhitungan nilai wajar dengan *PE ratio* sebesar Rp 2,911 dibandingkan dengan harga pasar per 31 Desember 2011 sebesar Rp 1,770 juga memberikan hasil harga saham ADRO *undervalued*.

Kata Kunci:

Investasi, saham, Adaro, valuasi, nilai wajar, FCFE, *PE ratio*

ABSTRACT

Name : Heni Dwi Rahayu
Study Program : Magister Manajemen
Title : Equity Valuation of PT Adaro Energy, Tbk Using *Free Cash Flow to Equity Model*

Before taking an investment decision it is required to make accurate analysis in order to maximize gains and minimize losses. Fundamental analysis can be used to find the fair value of stock as a basis for investment decision whether to buy, hold or sell. Based on calculation on valuation of share using Free Cash to Equity method, the market price of Adaro share is undervalued. The fair value of Adaro share are Rp 2.146 (optimistic scenario) and Rp 1.930 (pessimistic scenario) while the market price as on September 30, 2011 is Rp 1.720. Calculation of intrinsic value using PE ratio resulting amount of Rp 2,911 compared with the market price of December 31, 2011 amounts Rp 1,770 also shows the ADRO is still undervalued.

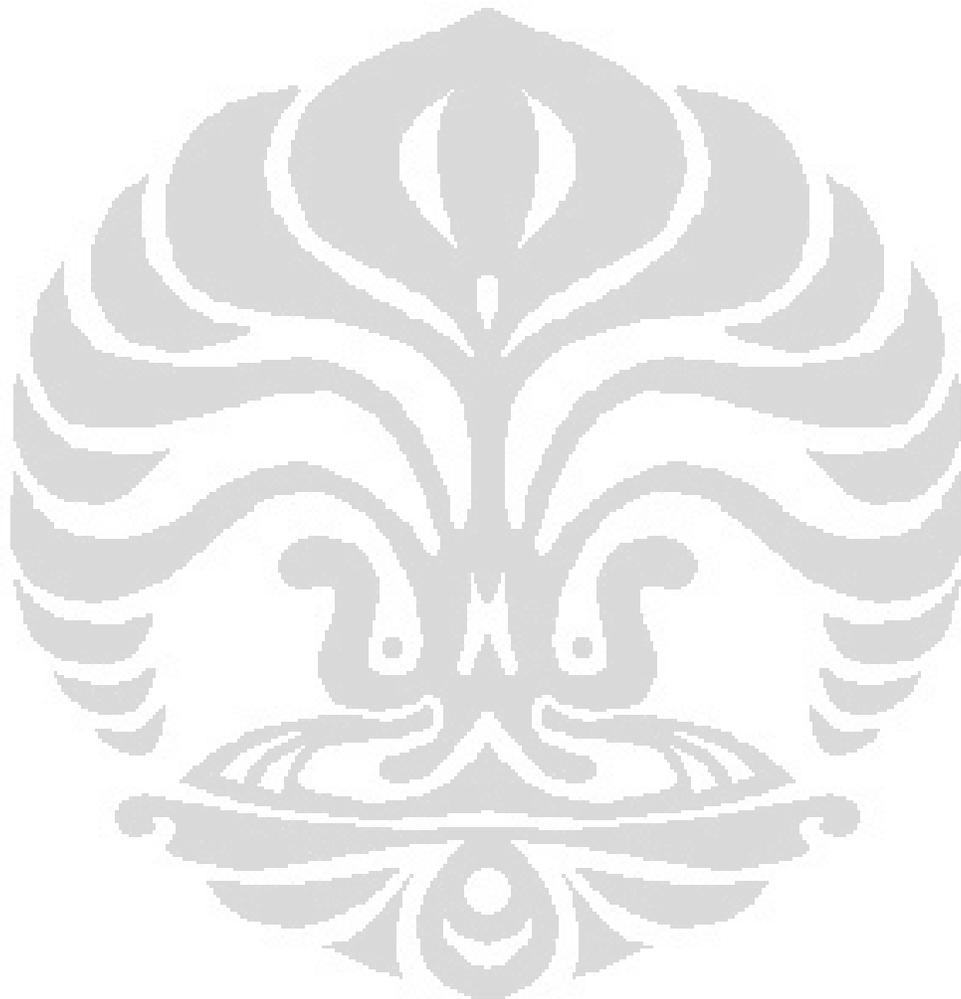
Keywords:

Investment, stock, Adaro, valuation, fair value, FCFE, PE ratio

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	v
ABSTRAK	vi
ABSTRACT	vii
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	x
DAFTAR GAMBAR	xi
DAFTAR RUMUS	xii
DAFTAR LAMPIRAN	xiii
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Permasalahan	5
1.3 Tujuan Penelitian	5
1.4 Metode Penelitian	5
1.5 Sistematika Penulisan	5
BAB 2 LANDASAN TEORI	7
2.1 Analisis PESTEL	7
2.2 Analisis Bisnis	8
2.2.1 Analisis Strategi	8
2.2.2 <i>Competitive Strategy Analysis</i>	11
2.2.3 <i>Corporate Strategy Analysis</i>	12
2.2.4 <i>Financial Analysis</i>	12
2.2.4.1 <i>Ratio Analysis</i>	12
2.2.4.2 <i>Analisis Cash Flow</i>	19
2.2.5 Analisis Prospektif	21
2.2.5.1 <i>Forecasting</i>	21
2.2.5.2 <i>Valuation</i>	23
2.2.5.3 <i>PE Ratio</i>	28
BAB 3 GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN & INDUSTRI	30
3.1 Industri Batubara	30
3.2 Gambaran Umum Perusahaan	33
BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN	38
4.1 Analisa PESTEL	38
4.2 Analisis Bisnis	48
4.2.1 Analisis Strategi	48
4.2.2 <i>Competitive Strategy Analysis</i>	51
4.2.3 <i>Corporate Strategy Analysis</i>	52
4.2.4 <i>Financial Analysis</i>	52
4.2.4.1 <i>Ratio Analysis</i>	52
4.2.4.2 <i>Analisis Cash Flow</i>	59
4.2.5 Analisis Prospektif	60

4.2.5.1 <i>Forecasting</i>	60
4.2.5.2 Valuasi	63
4.2.5.3 <i>PE Ratio</i>	66
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN	67
5.1 Kesimpulan	67
5.2 Keterbatasan Penelitian	68
5.2 Saran	68
DAFTAR REFERENSI	70
LAMPIRAN	72

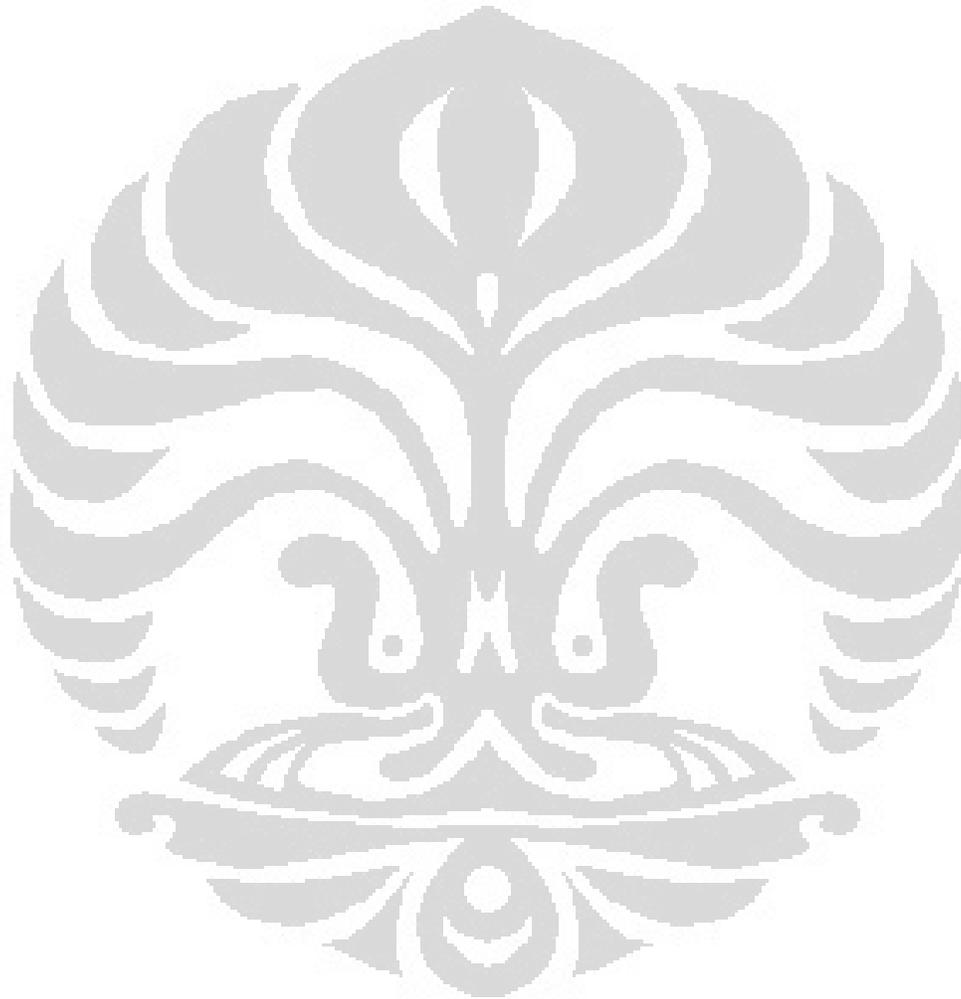


DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. Sumberdaya dan Cadangan Batubara Indonesia	2
Tabel 4.1. Rasio Profitabilitas	52
Tabel 4.2. Rasio Margin	53
Tabel 4.3. Rasio <i>Working Capital Management</i>	54
Tabel 4.4. Rasio <i>Long-Term Assets Management</i>	56
Tabel 4.5. Rasio <i>Current Liabilities</i>	57
Tabel 4.6. Rasio <i>Debt and Long-term Solvency</i>	57
Tabel 4.7. Rasio <i>Sustainable Growth Rate</i>	59
Tabel 4.8. Proyeksi Harga Batubara Thermal Coal	61
Tabel 4.9. Produksi Batubara Adaro 1992 – 2010 & Proyeksi 2011 – 2015 (optimis)	62
Tabel 4.10. Proyeksi Produksi 2011 – 2015 (pesimis)	63
Tabel 4.11. Perhitungan <i>Cost of Equity</i>	63
Tabel 4.12. Perhitungan FCFE - Optimis	64
Tabel 4.13. Perhitungan Nilai Wajar - Optimis	64
Tabel 4.14. Perhitungan FCFE - Pesimis	65
Tabel 4.15. Perhitungan Nilai Wajar - Pesimis	65
Tabel 4.16. Perhitungan <i>PE ratio</i>	66
Tabel 4.17. Perhitungan <i>Expected Price</i>	66

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1. Proyeksi Produksi, Ekspor dan Domestik	3
Gambar 1.2. Bauran Energi Tahun 2025	4
Gambar 3.1. Anak Perusahaan Adaro	37
Gambar 4.1. Top Pemain Industri Batubara 2007	49



DAFTAR RUMUS

Rumus 2.1. ROE	13
Rumus 2.2. ROE	13
Rumus 2.3. ROA	13
Rumus 2.4. <i>Gross Profit Margin</i>	14
Rumus 2.5. NOPAT Margin	14
Rumus 2.6. EBITDA Margin	14
Rumus 2.7. <i>Operating Working Capital</i>	15
Rumus 2.8. <i>Operating Working Capital to Sales Ratio</i>	15
Rumus 2.9. <i>Operating Working Capital Turnover</i>	15
Rumus 2.10. <i>Account Receivable Turnover</i>	15
Rumus 2.11. <i>Inventory Turnover</i>	15
Rumus 2.12. <i>Account payable turnover</i>	15
Rumus 2.13. <i>Days' Receivable</i>	15
Rumus 2.14. <i>Days' Inventory</i>	15
Rumus 2.15. <i>Days' Payable</i>	15
Rumus 2.16. <i>Net Long-term Asset Turnover</i>	16
Rumus 2.17. <i>PP & E Turnover</i>	16
Rumus 2.18. <i>Current Ratio</i>	17
Rumus 2.19. <i>Quick Ratio</i>	17
Rumus 2.20. <i>Cash Ratio</i>	17
Rumus 2.21. <i>Operating Cash Flow Ratio</i>	17
Rumus 2.22. <i>Liabilities to Equity Ratio</i>	18
Rumus 2.23. <i>Debt to Equity Ratio</i>	18
Rumus 2.24. <i>Net Debt to Net Capital Ratio</i>	18
Rumus 2.25. <i>Interest Coverage (earning basis)</i>	18
Rumus 2.26. <i>Interest Coverage (cash flow basis)</i>	18
Rumus 2.27. <i>Sustainable Growth Rate</i>	18
Rumus 2.28. <i>Dividend Payout Ratio</i>	18

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1.	Laporan Keuangan (Neraca) Adaro Energy 2007 – Q3 2011	72
Lampiran 2.	Laporan Keuangan (Laba Rugi) Adaro Energy 2007 – Q3 2011	75
Lampiran 3.	Laporan Keuangan (Arus Kas) Adaro Energy 2007 – Q3 2011	76
Lampiran 4.	Proyeksi Laporan Keuangan (Neraca) Adaro Energy 2011 – 2015	78
Lampiran 5.	Proyeksi Laporan Keuangan (Laba rugi) Adaro Energy 2011 – 2015	80
Lampiran 6.	Proyeksi Laporan Keuangan (Arus kas) Adaro Energy 2011 – 2015	81
Lampiran 7.	<i>Country Risk Premium</i> Damodaran	82
Lampiran 8.	Anak Perusahaan Adaro per 30 September 2011	85



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Investasi saham banyak dipilih karena memungkinkan dicapai *return* yang tinggi. Namun *return* yang tinggi tentu dibarengi dengan risiko yang tinggi pula. Perdagangan saham di pasar modal sangat fluktuatif setiap saat dan tidak ada jaminan kapan terjadinya kenaikan dan penurunan harga. Adanya krisis hutang Eropa yang menyebabkan jatuhnya harga saham-saham di bursa Wall Street turut berimbas pada kinerja saham-saham pada bursa efek Indonesia. Berbagai sentimen pasar baik negatif maupun positif terkait dengan kemajuan penyelesaian krisis hutang tersebut datang silih berganti membuat kinerja saham-saham semakin berfluktuasi terlepas dari faktor fundamentalnya sendiri. Dalam situasi krisis maupun dalam kondisi pasar yang kondusif, penting bagi investor untuk mengetahui *intrinsic value* atau nilai wajar suatu saham agar bisa membuat keputusan secara tepat dalam memilih saham, dan membuat keputusan kapan harus *buy*, *hold* atau *sell*. Nilai intrinsik suatu saham diperoleh melalui valuasi terhadap ekuitas yang selanjutnya akan dibandingkan dengan harga pasarnya pada periode yang sama untuk menarik kesimpulan apakah harga saham *undervalued* (di bawah nilai intrinsiknya) atau *overvalued* (di atas nilai intrinsik).

Saham PT. Adaro Energy Tbk (ADRO) merupakan salah satu saham yang diminati dan aktif di sektor energi. Saham yang mulai diperdagangkan di bursa pada tanggal 16 Juli tahun 2008 dengan harga saham Rp 1,500 tersebut per periode Agustus 2011 – Januari 2012 masih termasuk dalam indeks LQ45. Saham ADRO yang memiliki kapitalisasi pasar sebesar Rp 58 triliun sepanjang perjalanannya sampai dengan November 2011 mencatatkan harga terendah Rp 470 (harga penutupan tanggal 13 Desember 2008) dan tertinggi Rp 2,875 (harga penutupan per 4 Januari 2011). Karena naik turunnya harga tidak terlalu *volatile*, saham ADRO dinilai kurang cocok untuk tujuan spekulatif namun lebih sesuai untuk target investasi jangka panjang sehubungan dengan fundamentalnya yang baik. PT. Adaro Energy, Tbk pada tahun 2010 dinobatkan sebagai *Indonesia Top 5 Domestic Supplier*. Pada tahun yang sama perusahaan juga membukukan

perolehan *revenue* terbesar sebesar USD2,781 milyar serta perolehan *EBITDA margin* terbesar di industri batubara (33%).

Secara global, pertumbuhan proyek pembangkit listrik diproyeksikan sebagai sumber pertumbuhan utama batubara dalam jangka panjang. Penerimaan teknologi batubara bersih secara lebih luas dan perkembangannya yang diharapkan bisa menurunkan kadar emisi CO₂ juga turut meningkatkan permintaan batubara dalam jangka menengah maupun panjang. Cina akan menjadi negara yang membukukan setengah dari permintaan batubara global, sementara India akan menggantikan Amerika Serikat sebagai konsumen batubara terbesar kedua di dunia. Cina juga akan berkontribusi terhadap setengah dari pasokan batubara dunia sampai dengan tahun 2020, sisanya dikontribusikan oleh India dan Indonesia. Cadangan batubara dunia diperkirakan 1 trilyun ton atau kira-kira berumur 150 tahun lagi dari tingkat produksi saat ini.

Industri batubara di Indonesia sangat prospektif. Indonesia memiliki sumber daya batubara yang melimpah dan menurut data dari Pusat Sumber Daya Geologi tahun 2008, total sumber daya batubara adalah 104.756.83 juta ton sedangkan total cadangan diperkirakan sebesar 20.985 juta ton yang tersebar di 19 propinsi.

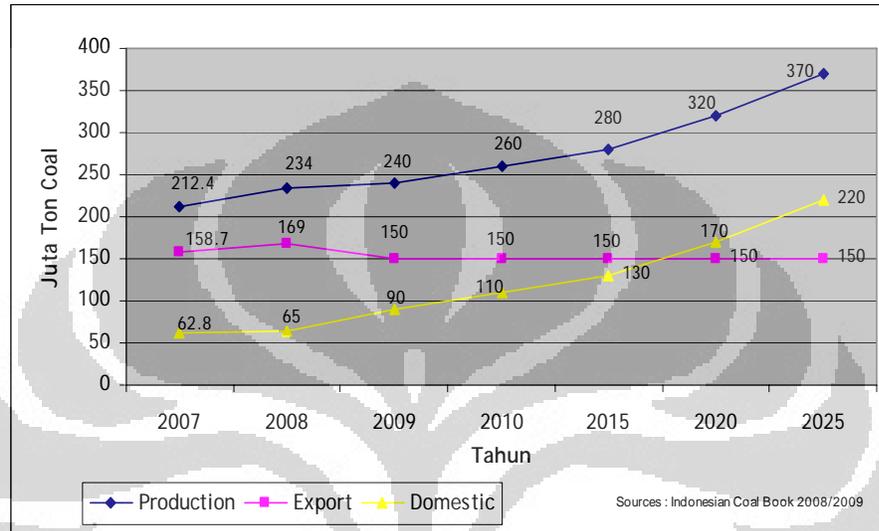
Tabel 1.1 Sumberdaya dan Cadangan Batubara Indonesia

	Island	Resources (Million Ton)					Reserves (Million Ton)		
		Hypothetic	Inferred	Indicated	Measured	Total	Probable	Proven	Total
1	Jawa	5.47	6.65	0	2.09	14.21	0	0	0
2	Sumatera	20,153.72	13,949.29	10,634.37	7,699.18	52,436.56	10,644.45	904.8	11,549.25
3	Kalimantan	14,371.81	17,977.78	5,070.61	14,497.21	51,917.41	4,811.86	4,624.57	9,436.43
4	Sulawesi	0	146.92	33.09	53.09	233.1	0.06	0.06	0.12
5	Maluku	0	2.13	0	0	2.13	0	0	0
6	Papua	89.4	64.02	0	0	153.42	0	0	0
	Total	34,620.40	32,146.79	15,738.07	22,251.57	104,756.83	15,456.37	5,529.43	20,985.80

Sumber: Pusat Sumberdaya Geologi, 2008

Adanya rencana pembangunan PLTU baru di dalam dan luar pulau Jawa dengan kapasitas 10.000MW, meningkatnya produksi semen setiap tahun juga berkembangnya industri-industri lain seperti kertas dan tekstil merupakan indikasi

permintaan dalam negeri akan meningkat, belum lagi permintaan dari negara pengimpor. Selain itu tingginya harga BBM akan menjadi faktor yang mempengaruhi peningkatan permintaan batubara karena kecenderungan konversi bahan bakar oleh industri kepada batubara.

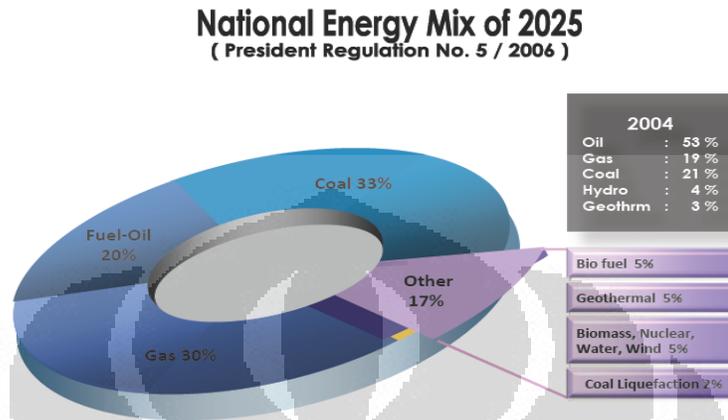


Gambar 1.1 Proyeksi Produksi, Ekspor dan Domestik

Sumber: *Indonesian Coal Book 2008/2009*

Pemerintah melalui Peraturan Pemerintah No. 5 tahun 2006 mengeluarkan kebijakan energi nasional dengan tujuan mengamankan pasokan energi nasional secara efisien, serta terwujudnya bauran energi yang optimal pada tahun 2025 yang karenanya ketergantungan terhadap satu jenis sumber energi seperti bahan bakar minyak harus dikurangi dengan pemanfaatan sumber energi alternatif lainnya, diantaranya batubara. Dalam kebijakan bauran energi nasional tahun 2025, pemakaian batubara diharapkan mencapai 33% sementara BBM diproyeksikan memenuhi 20% kebutuhan sumber energi, gas 30% dan sumber energi lain 17%. Pemakaian batubara pada tahun 2004 baru mencapai 21% dari total sumber energi nasional sedangkan minyak mencapai 53%. Batubara menempati urutan pertama di dalam penggunaan energi dengan alasan sumber daya yang melimpah, dapat digunakan langsung dalam bentuk padat, atau dikonversi menjadi gas dan cair, harganya kompetitif dibanding sumber daya lain,

dan telah dikembangkannya teknologi pemanfaatan batubara yang ramah lingkungan (teknologi batubara bersih).



Gambar 1.2 Bauran Energi Tahun 2025

Sumber: Presentasi ASPINDO, 2010

Menurut *press release* yang dikeluarkan oleh Trimegah Equity Strategi industri batubara merupakan salah satu sektor ekonomi yang memiliki prospek positif. Harga batubara diperkirakan akan terus berada di atas USD100/ton hingga tahun 2014 akibat tidak seimbangnya *supply* terhadap permintaan. *Moody's Investors Service* memberikan peringkat *stable outlook* untuk industri batu bara nasional di tengah meningkatnya risiko ekonomi global. Peringkat tersebut didasarkan kuatnya produksi batubara termal, serta rendahnya biaya produksi emiten batubara.

Ada berbagai macam metode yang bisa digunakan untuk mengetahui nilai wajar suatu saham. Masing-masing metode tersebut bisa menghasilkan interpretasi tersendiri bagi pemakainya. Dalam tesis ini akan digunakan metode *Discounted Cash Flow* (DCF) dengan pendekatan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE). Hasil perhitungan nilai wajar saham akan diperbandingkan dengan harga pasarnya pada periode yang sama (30 September 2011). Selanjutnya juga akan dilakukan perhitungan nilai wajar menggunakan PE ratio yang akan dibandingkan dengan harga pasar per 31 Desember 2011. Untuk mendukung penilaian akan digunakan juga analisis kualitatif terhadap lingkungan eksternal dan bisnis perusahaan.

1.2 Rumusan Permasalahan

Dari uraian di atas, maka yang menjadi rumusan permasalahan adalah:

1. Berapakah nilai intrinsik dari saham ADRO per 30 September 2011?
2. Apakah posisi harga saham sekarang *overvalued* (lebih tinggi dari nilai intrinsiknya) ataukah *undervalued* (lebih rendah daripada nilai intrinsiknya)?
3. Apakah saham tersebut memiliki prospek yang baik dan layak untuk direkomendasikan?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penulisan tesis ini adalah:

1. Melakukan perhitungan untuk mengestimasi nilai wajar saham ADRO dengan metode *free cash flow to equity*.
2. Membandingkan hasil estimasi nilai wajar dengan harga pasar untuk menentukan apakah harga saham *overvalued* atau *undervalued*.
3. Melakukan analisis kualitatif dan kuantitatif untuk mendapatkan informasi yang memadai mengenai kinerja masa lalu dan prospek perusahaan.

1.4 Metode Penelitian

Dalam melakukan penulisan karya akhir ini digunakan data yang aktual yang diproyeksikan, dihitung, dianalisis dan hasilnya akan digunakan untuk menjawab dan menyelesaikan pertanyaan mengenai kewajaran harga saham.

Penelitian akan dilakukan dengan menggunakan dua metode, yaitu metode *Library research* dan *Field research*. Pengumpulan data dilakukan melalui studi literatur dan laporan-laporan yang tersedia. Sedangkan data yang digunakan adalah data primer dan sekunder. Data primer diperoleh dengan pengumpulan dokumen-dokumen yang meliputi profil perusahaan, gambaran perusahaan, data keuangan yang berkaitan dengan penelitian. Data sekunder diperoleh melalui literatur, majalah, surat kabar dan internet.

1.5 Sistematika Penulisan

Karya akhir ini akan dibagi dalam lima bagian dengan sistematika penulisan sebagai berikut:

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini membahas tentang latar belakang masalah, rumusan permasalahan, tujuan penelitian, metodologi penelitian serta penjelasan tentang sistematika penulisan

Bab 2 Landasan Teori

Dalam bab ini akan dibahas semua teori yang digunakan sebagai dasar untuk menganalisis dan menyimpulkan penyelesaian masalah seperti yang telah dikemukakan dalam perumusan masalah pada bab 1.

Bab 3 Gambaran Umum Industri dan Perusahaan

Bab ini berisi tentang latar belakang perusahaan dan lingkungan bisnis ekonomi di Indonesia khususnya di industri batubara.

Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Bab ini berisi penjelasan mengenai hasil dari pengumpulan data, pengolahan data serta proses melakukan analisis dengan menggunakan data yang ada, yang hasilnya digunakan dalam proses pengambilan keputusan.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Bab ini merupakan bagian penutup dari karya akhir ini berisi kesimpulan tentang hasil penelitian dari data yang telah dianalisis sebelumnya.

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Analisis Politik, Ekonomi, Sosial, Teknologi, Environment, Legal (PESTEL)

Analisis PESTEL berguna untuk menganalisis faktor-faktor eksternal apa saja yang nantinya akan berpengaruh terhadap pembangunan usaha baru.

- a. Keadaan politik – bagaimana dan apa saja campur tangan pemerintah dalam perekonomian suatu negara, khususnya faktor-faktor politik apa yang nantinya dapat berpengaruh terhadap kebijakan suatu perusahaan, contohnya dalam hal pajak, hukum perburuhan, perdagangan, stabilitas politik dan juga hukum lingkungan itu sendiri.
- b. Keadaan ekonomi – yang harus diperhatikan adalah bagaimana sebenarnya kondisi negara tersebut ketika kita ingin membangun perusahaan, apakah pertumbuhan ekonominya bagus, bagaimana juga dengan suku bunganya, nilai tukar uang, tingkat inflasi, dan lain sebagainya. Hal ini penting karena akan berpengaruh terhadap keputusan perusahaan nantinya dan kemudian juga berpengaruh terhadap modal dan tumbuh kembangnya perusahaan.
- c. Keadaan sosial – faktor-faktor ini meliputi budaya, adat, agama serta keadaan faktor-faktor sosial lainnya seperti distribusi usia produktif, jumlah pengangguran dan pekerja, kesadaran akan kesehatan, disiplin, dan lain-lain. Hal ini akan berpengaruh nantinya terhadap permintaan produk dan cara beroperasi sebuah perusahaan.
- d. Perkembangan teknologi – hal yang juga harus diperhatikan adalah perkembangan teknologi di suatu negara tersebut, karena akan berpengaruh terhadap R&D. Teknologi ini sangat penting karena akan dapat menentukan tingkat produksi, keputusan pemakaian tenaga kerja, pengaruh biaya, kualitas dan inovasi baru.
- e. Keadaan lingkungan – cuaca dan iklim akan sangat berpengaruh terhadap produk atau jasa serta teknologi yang akan kita gunakan nantinya.
- f. Hukum – hukum di setiap negara itu berbeda, oleh karena itu penting sekali memahami secara benar regulasi mengenai konsumen, ketenagakerjaan,

kesehatan, keselamatan di setiap negara karena akan berpengaruh terhadap operasional perusahaan, biaya dan permintaan produk (David, 1995).

2.2 Analisis Bisnis

Laporan keuangan menyediakan data yang paling tersedia secara luas di publik mengenai kegiatan ekonomi perusahaan. Investor dan pihak-pihak yang berkepentingan mengandalkannya untuk menilai rencana dan kinerja perusahaan di masa sekarang maupun kinerja prospektif di masa depan.

Kerangka bagi bisnis analisis dengan menggunakan laporan keuangan terdiri dari analisis strategi bisnis, analisis keuangan dan analisis prospektif (Palepu, 2009).

2.2.1 Analisis Strategi

Profit dalam sebuah industri merupakan fungsi dari harga maksimum yang rela dibayarkan oleh konsumen untuk produk atau jasa yang dihasilkan oleh industri. Salah satu penentu kunci harga adalah kompetisi diantara pemasok dari produk sama atau serupa. Terdapat tiga potensi sumber kompetisi di suatu industri, yaitu (Palepu, 2009):

- Rivalitas di Antara Perusahaan Yang Ada
Beberapa faktor yang menentukan intensitas kompetisi diantara pemain yang ada di industri adalah:

- a. Tingkat pertumbuhan industri

Jika industri tumbuh cepat perusahaan yang sudah ada tidak perlu saling merebut pangsa pasar untuk tumbuh sebaliknya pada industri yang stagnan salah satu cara untuk tumbuh adalah dengan saling merebut pangsa pasar.

- b. Konsentrasi dan jumlah pesaing.

Jumlah perusahaan di industri dan ukuran relatifnya akan menentukan tingkat konsentrasi di industri dan tingkat konsentrasi akan mempengaruhi sampai sejauh mana perusahaan dalam industri bisa mengkoordinasikan harga dan gerakan kompetitif lainnya.

c. Tingkat diferensiasi dan biaya *switching*.

Tingkat sampai sejauh mana perusahaan di industri bisa menghindari kompetisi tergantung sejauh mana mereka bisa mendiferensiasikan produk dan jasanya.

d. Skala ekonomi dan ratio biaya *fixed* terhadap biaya *variable*.

Jika terdapat kurva learning yang tajam atau jenis lain dari skala ekonomi di suatu industri, ukuran menjadi hal yang penting bagi perusahaan-perusahaan di industri. Jika ratio biaya tetap terhadap biaya *variable* tinggi, perusahaan memiliki insentif menurunkan harga untuk memanfaatkan kapasitas terpasang.

e. Kelebihan kapasitas dan halangan keluar.

Jika kapasitas di industri lebih besar dari permintaan, ada insentif yang kuat bagi perusahaan untuk menurunkan harga untuk mengisi kapasitas

- Ancaman dari Pendetang Baru

Potensi diperolehnya abnormal profit akan menarik para pemain baru untuk masuk dan akan menciptakan halangan bagi *pricing* pemain lama. Kemudahan bagi pemain baru untuk masuk merupakan kunci profitabilitas. Beberapa faktor yang menentukan tingkat halangan untuk memasuki suatu industri adalah:

a. Skala Ekonomi

Dengan adanya skala ekonomi yang luas, pendatang baru akan menghadapi pilihan apakah akan berinvestasi pada kapasitas yang besar atau masuk dengan kapasitas yang lebih rendah daripada kapasitas maksimum. Dari kedua pilihan tersebut, pendatang baru akan mengalami ketidakberuntungan biaya dalam menghadapi persaingan dengan pemain lama.

b. *First Mover Advantage*

Pemain yang datang lebih awal bisa menghalangi pemain baru dimasa depan jika terdapat keuntungan bagi pengambil langkah pertama. Jika terdapat pembelajaran ekonomi, perusahaan yang awal masuknya juga akan memperoleh keuntungan mutlak secara biaya terhadap para pendatang baru. *First mover advantage* akan menjadi besar jika terdapat *switching cost* pada pemakaian produk yang dihasilkan.

c. Akses Terhadap Saluran Distribusi dan Hubungan

Kapasitas yang terbatas pada saluran distribusi dan biaya yang tinggi untuk membangun saluran baru bisa menjadi halangan bagi pendatang baru. Hubungan yang ada antara perusahaan dan konsumen dalam sebuah industri juga mempersulit perusahaan baru untuk memasuki industri.

d. Halangan Legal

Terdapat banyak industri dengan halangan legal semacam paten, dan hak cipta dalam industri yang padat riset menghalangi pemain baru untuk masuk.

- Ancaman dari Produk Pengganti

Produk pengganti tidak selalu harus memiliki bentuk yang sama tapi yang memiliki fungsi yang sama. Ancaman produk pengganti tidak selalu datang dari konsumen yang beralih ke produk lain melainkan dari teknologi yang memungkinkan mereka tidak menggunakan atau menggunakan lebih sedikit produk yang lama.

Ancaman substitusi tergantung pada performa dan harga relatif dari produk atau jasa yang berkompetisi, dan kemauan dari konsumen untuk melakukan substitusi. Persepsi konsumen tentang apakah dua produk adalah substitusi tergantung sampai sejauh mana mereka menjalankan fungsi yang sama dengan harga yang serupa.

Profit yang sebenarnya dipengaruhi oleh daya tawar industri dengan *supplier* dan konsumennya, sedangkan tingkat kompetisi di industri menentukan apakah dimungkinkan untuk memperoleh *abnormal profit*.

- Daya Tawar Pembeli

Faktor yang menentukan daya pembeli adalah sensitivitas harga dan daya tawar relatif. Sensitivitas harga menentukan sampai sejauh mana pembeli peduli untuk menawar harga, daya tawar relatif menentukan sampai sejauh mana mereka bisa memaksakan harga turun.

a. Sensitivitas harga

Pembeli lebih sensitif terhadap harga jika produk tidak terdiferensiasi dan terdapat sedikit *switching cost*. Sensitivitas harga pembeli juga tergantung pentingnya suatu produk terhadap *coststructure*-nya. Ketika suatu produk

merepresentasikan bagian besar dari biaya pembeli, pembeli akan mungkin mengerahkan sumberdayanya untuk mendapatkan alternatif yang harganya lebih murah dan sebaliknya. Pentingnya suatu produk terhadap kualitas produk pembeli itu sendiri juga menentukan apakah harga akan menjadi faktor penentu keputusan beli atau tidak.

b. Daya tawar relatif

Walaupun pembeli sensitif terhadap harga, mereka mungkin tidak dapat mencapai harga rendah kecuali memiliki daya tawar. Daya tawar relatif pada suatu transaksi pada akhirnya tergantung pada biaya yang akan ditanggung oleh masing-masing pihak jika tidak melakukan bisnis dengan pihak lainnya. Daya tawar pembeli ditentukan oleh jumlah pembeli relatif terhadap jumlah pemasok, *volume* pembelian oleh satu pembeli, jumlah alternatif produk yang tersedia bagi pembeli, *switching cost* bagi pembeli dan ancaman *backward integration* oleh *buyer*.

- Daya Tawar Penjual

Suplier kuat jika hanya terdiri dari beberapa perusahaan dan produk substitusi yang tersedia bagi konsumen juga apabila produk yang dihasilkan *supplier* penting bagi bisnis pembeli dan jika mereka bersikap sebagai ancaman yang powerful terhadap *forward integration*.

2.2.2 Competitive Strategy Analysis

Profitabilitas perusahaan dipengaruhi tidak hanya oleh struktur industrinya tapi juga oleh pilihan strategi yang dibuatnya dalam memposisikan diri di industri. Dua strategi generik yang memungkinkan perusahaan untuk membangun *sustainable competitive advantage* adalah *cost leadership* dan diferensiasi (Palepu, 2009).

Untuk mencapai *competitive advantage*, perusahaan harus memiliki kemampuan yang diperlukan untuk menerapkan dan menjaga kelangsungan strategi yang dipilih. Komitmen diperlukan untuk memperoleh *core competencies* yang dan menstrukturkan *value chain*-nya pada cara yang tepat. Keunikan *core competencies* dan *value chain* dari suatu perusahaan dan sampai sejauh mana

susah ditiru oleh kompetitornya menentukan keberlangsungan dari *competitive advantage* perusahaan (Palepu, 2009).

2.2.3 Corporate Strategy Analysis

Dalam menganalisis organisasi yang multibisnis, tidak hanya industri dan strategi dari unit bisnis individual yang dianalisis tapi juga konsekuensi ekonomi dari *me-manage* semua bisnis yang berbeda-beda di bawah satu payung. Strategi yang diformulasikan dengan baik akan mampu mengurangi biaya atau menambah *revenue* dari menjalankan beberapa bisnis di satu perusahaan daripada beberapa bisnis yang beroperasi secara terpisah dan saling bertansaksi di pasar (Palepu, 2009).

2.2.4 Financial Analysis

Tujuan dari *financial analysis* adalah untuk menilai kinerja perusahaan dalam konteks tujuan dan strateginya. Alat dari *financial analysis* adalah *ratio analysis* dan *cash flow analysis* (Palepu, 2009).

2.2.4.1 Ratio Analysis

Nilai dari sebuah perusahaan ditentukan oleh profitabilitas dan pertumbuhan, yang dipengaruhi oleh strategi pasar produk dan pasar uangnya. Profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan bisa dicapai dengan empat cara yaitu manajemen operasi, manajemen investasi, strategi pendanaan dan kebijakan dividen. Tujuan dari analisis rasio adalah mengevaluasi keefektifan kebijakan perusahaan di area ini. Analisis rasio memungkinkan dibandingkannya rasio-rasio perusahaan selama beberapa tahun, perbandingan rasio antara perusahaan satu dengan perusahaan yang lain dalam industri yang sama.

Pengukuran Overall Profitability

Rasio untuk mengukur tingkat profitabilitas adalah *Return on Equity (ROE)* yang mengukur seberapa baik manajer mempekerjakan dana yang diinvestasikan oleh para pemegang saham untuk mendapatkan laba. Dalam jangka panjang, nilai dari ekuitas perusahaan ditentukan oleh hubungan antara *ROE*

dengan *cost of equity*. Perusahaan-perusahaan yang diharapkan menghasilkan ROE di atas *cost of equity* seharusnya mempunyai nilai pasar di atas nilai buku, dan sebaliknya (Palepu, 2009:5-4).

$$ROE = \frac{\text{Net income}}{\text{Shareholder's equity}} \quad (2.1)$$

Dihasilkannya tingkat laba yang supernormal akan meniadakan halangan yang signifikan bagi masuknya pemain baru dan menarik kompetisi. Karenanya ROE cenderung didorong oleh kekuatan kompetitif ke arah level normalnya, yaitu *cost of equity capital*. Penyimpangan dari level ini bisa disebabkan oleh kondisi industri dan strategi kompetitif yang menyebabkan perusahaan menghasilkan laba supernormal paling tidak dalam jangka pendek, dan faktor akuntansi.

ROE bisa diuraikan menjadi ROA dan ukuran *financial leverage* yaitu (Palepu, 2009: 5-5):

$$ROE = ROA \times \text{Financial leverage} \quad (2.2)$$

$$ROE = \frac{\text{Net income}}{\text{Asset}} \times \frac{\text{Asset}}{\text{Shareholder's equity}}$$

$$ROA = \frac{\text{Net income}}{\text{Sales}} \times \frac{\text{Sales}}{\text{Assets}} \quad (2.3)$$

Rasio *net income* terhadap *sales* disebut *net profit margin* atau *return on sales* (ROS), sedangkan rasio *sales* terhadap aset disebut *asset turnover*. Rasio *profit margin* mengindikasikan seberapa banyak perusahaan mampu menghasilkan laba dari setiap dollar penjualan yang dibuat. *Asset turnover* mengindikasikan seberapa banyak dollar penjualan yang dihasilkan dari setiap dollar asetnya.

Penilaian Manajemen Operasi

a. Gross Profit Margin

Gross profit margin merupakan indikasi sampai sejauh mana *revenue* melebihi *direct cost* yang diasosiasikan dengan *sales* dan dihitung dengan formula (Palepu, 2009: 5-9):

$$\text{Gross profit margin} = \frac{\text{Sales} - \text{cost of sales}}{\text{Sales}} \quad (2.4)$$

Gross margin dipengaruhi oleh dua faktor yaitu premium harga dari produk atau jasa perusahaan dan efisiensi *procurement* dan proses produksi. Harga premium dipengaruhi oleh tingkat kompetisi dan keunikan produk. Biaya penjualan perusahaan bisa rendah jika membeli input dengan harga yang lebih rendah dari kompetitor dan menjalankan proses produksinya secara lebih efisien.

b. *Selling, General and Administrative exp.*

Biaya penjualan, administrasi dan umum dipengaruhi oleh aktivitas operasi yang harus dilakukan untuk mengimplementasikan strategi kompetitifnya juga oleh efisiensi dalam mengelola aktivitas *overhead*. Pengontrolan biaya operasi penting terutama untuk perusahaan yang berkompetisi dengan dasar *low cost* (Palepu, 2009:5-11).

$$\text{NOPAT margin} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Sales}} \quad (2.5)$$

$$\text{EBITDA margin} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}} \quad (2.6)$$

NOPAT margin memberikan indikasi yang komprehensif mengenai kinerja operasi suatu perusahaan karena dia mencerminkan semua kebijakan operasi dan mengeliminasi dampak-dampak kebijakan hutang. *EBITDA margin* menyediakan informasi yang sama namun depresiasi dan amortisasi dikecualikan.

c. *Tax Expense*

Pajak merupakan elemen yang penting dari total biaya perusahaan. Ukuran yang bisa digunakan untuk mengevaluasi biaya pajak perusahaan adalah rasio biaya pajak terhadap penjualan dan rasio biaya pajak terhadap *earnings before taxes*. Ketika mengevaluasi perencanaan pajak, hal-hal yang harus dipertanyakan adalah apakah kebijakan pajak perusahaan akan langgeng atau tarif pajak yang sekarang dipengaruhi oleh kredit pajak sesekali dan apakah strategi perencanaan pajak perusahaan menghasilkan biaya usaha lainnya.

Evaluasi Manajemen Investasi

Karena perusahaan menanamkan sumberdaya yang cukup besar, penggunaannya secara produktif penting untuk profitabilitas. Dua area utama manajemen aset adalah manajemen *working capital* dan manajemen aset jangka panjang. Ukuran alternatif lainnya adalah *operating working capital* dengan rumus (Palepu, 2009: 5-12):

$$\text{Operating working capital} = (\text{Current assets} - \text{cash and marketable securities}) - (\text{Current liabilities} - \text{Short term and current portion of long-term debt}) \quad (2.7)$$

a. Working Capital Management

Komponen *working capital management* yang difokuskan adalah *account receivable*, *inventory* dan *account payable*. Sejumlah investasi pada *working capital* penting untuk menjalankan operasi normal perusahaan. Rasio-rasio yang digunakan untuk mengevaluasi *working capital* adalah (Palepu, 2009: 5-13):

$$\text{Operating Working Capital to sales ratio} = \frac{\text{Operating working capital}}{\text{Sales}} \quad (2.8)$$

$$\text{Operating working capital turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Operating working capital}} \quad (2.9)$$

$$\text{Account receivable turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Account receivable}} \quad (2.10)$$

$$\text{Inventory turnover} = \frac{\text{Cost of goods sold}}{\text{Inventory}} \quad (2.11)$$

$$\text{Account payable turnover} = \frac{\text{Cost of goods sold}}{\text{Account payable}} \quad (2.12)$$

$$\text{Day's receivable} = \frac{\text{Account receivable}}{\text{Average sales per day}} \quad (2.13)$$

$$\text{Days' inventory} = \frac{\text{Inventory}}{\text{Average cost of goods sold per day}} \quad (2.14)$$

$$\text{Day's payable} = \frac{\text{Account payable}}{\text{Average cost of goods sold per day}} \quad (2.15)$$

Operating working capital turnover mengindikasikan berapa banyak dollar penjualan yang mampu dihasilkan perusahaan untuk setiap dollar yang

diinvestasikan pada *operating working capital*. *Accounts receivable turnover*, *inventory turnover* dan *account payable turnover* bisa digunakan untuk menilai seberapa produktif tiga komponen utama *working capital* digunakan. *Days' receivables*, *days' inventory* dan *days' payable* merupakan cara yang lain untuk mengevaluasi *working capital management* perusahaan.

b. Long-Term Assets Management

Definisi dari *long-term assets* adalah (Palepu, 2009: 5-13):

$Net\ long\ term\ assets = (Total\ long-term\ assets - Non-interest\ bearing\ long-term\ liabilities)$

Long-term assets biasanya terdiri dari *net property, plant and equipment* (PP&E), *intangible assets* seperti *goodwill* dan *other assets*. *Non-interest-bearing long-term liabilities* termasuk item semacam *deferred taxes*. Efisiensi dalam penggunaan *net long-term assets* diukur dengan rasio *net long-term assets* sebagai sebagian prosentase *sales* dan *net long-term asset turnover* (Palepu, 2009: 5-13).

$$Net\ long - term\ asset\ turnover = \frac{Sales}{Net\ long-term\ assets} \quad (2.16)$$

Efisiensi penggunaan PP&E diukur dengan rasio *PP&E to sales*, atau *PP&E turnover* dengan formula (Palepu, 2009: 5-14):

$$PP\&E\ turnover = \frac{Sales}{Net\ property,plant\ and\ equipment} \quad (2.17)$$

Evaluasi Financial Management

Perusahaan bisa meningkatkan ekuitasnya melalui pinjaman dan menciptakan kewajiban seperti *accounts payable*, *accrued liabilities* dan *deferred taxes*. *Financial leverage* meningkatkan ROE perusahaan selama biaya kewajiban tersebut lebih kecil daripada hasil yang diperoleh dari menginvestasikan dana tersebut. Karenanya penting untuk membedakan antara *interest bearing liabilities* seperti *notes payables*, *other form of short term debt* and *long-term debt* yang mengandung bunga. Sementara *financial leverage* bisa menguntungkan pemegang

saham, namun juga bisa meningkatkan risiko. Rasio-rasio untuk mengevaluasi tingkat risiko yang timbul dari *financial leverage* adalah (Palepu, 2009: 5-15):

a. Current Liabilities dan Short-term Liquidity

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current assets}}{\text{Current liabilities}} \quad (2.18)$$

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{Short-term investment} + \text{Account receivable}}{\text{Current liabilities}} \quad (2.19)$$

$$\text{Cash ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{Marketable securities}}{\text{Current liabilities}} \quad (2.20)$$

$$\text{Operating cash flow ratio} = \frac{\text{Cash flow from operations}}{\text{Current liabilities}} \quad (2.21)$$

Current, *quick* dan *cash ratio* digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar kembali kewajiban jangka pendeknya dan *operating cash flow ratio* mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan sumber daya yang diperlukan untuk membayar kembali kewajiban jangka pendeknya. *Current ratio* merupakan *key index* likuiditas jangka pendek, namun perusahaan bisa menghadapi masalah likuiditas walaupun *current ratio*-nya lebih dari satu jika salah satu *current asset*-nya tidak mudah dilikuidasi. Karenanya *quick ratio* dan *cash ratio* menangkap kemampuan perusahaan untuk menutup kewajiban jangka pendeknya melalui aset yang likuid.

b. Debt and Long Term Solvency

Financial leverage dari suatu perusahaan juga dipengaruhi oleh *debt financing policy*. Keuntungan potensial dari pembiayaan dengan hutang adalah hutang biasanya lebih murah daripada ekuitas dan bunga dari hutang bisa menjadi *tax shield* sedangkan dividen tidak bisa. Selain itu dengan pembiayaan hutang perusahaan menjadi disiplin mengurangi pengeluaran yang tidak perlu supaya bisa membayar hutang dan lebih mudah untuk mengkomunikasikan strategi dan prospek perusahaan pada pihak pemberi pinjaman daripada kepada pasar modal. Namun terlalu banyak hutang juga akan membebani perusahaan karena bisa terancam mengalami gangguan keuangan akibat harus membayar bunga dan

cicilan yang tinggi, selain itu kreditur akan memberlakukan *covenant* yang membatasi gerak langkah perusahaan. Struktur modal yang optimum tergantung pada risiko bisnis. Perusahaan berisiko bisnis rendah dengan *cash flow* sangat bisa diprediksi, persaingan tidak ketat dan tidak terdapat ancaman dari perubahan teknologi, bisa sangat bergantung pada hutang. Sebaliknya jika *cash flow* tidak bisa diprediksi dan pengeluaran modal sangat berfluktuasi, sebaiknya bergantung pada modal sendiri. Selain itu sikap manajer terhadap risiko juga turut menentukan kebijakan perusahaan soal hutang.

Beberapa rasio yang bisa digunakan untuk menganalisis struktur modal adalah (Palepu, 2009: 5-17):

$$\text{Liabilities to equity ratio} = \frac{\text{Total liabilities}}{\text{Shareholder's equity}} \quad (2.22)$$

$$\text{Debt to equity ratio} = \frac{\text{Short-term debt} + \text{Long-term debt}}{\text{Shareholder's equity}} \quad (2.23)$$

$$\text{Net debt to net capital ratio} = \frac{\text{Interest bearing liabilities} - \text{cash and marketable securities} \times n}{\text{Interest bearing liabilities} - \text{cash and marketable securities} + \text{shareholders' equity}} \quad (2.24)$$

$$\text{Interest coverage (earning basis)} = \frac{\text{Net income} + \text{Interest expense} + \text{Tax expense}}{\text{Interest expense}} \quad (2.25)$$

$$\begin{aligned} &\text{Interest coverage (cash flow basis)} \\ &= \frac{\text{Cash flow from operation} + \text{Interest expense} + \text{Taxes paid}}{\text{Interest expense}} \quad (2.26) \end{aligned}$$

Earning base coverage ratio mengindikasikan setiap dollar *earning* yang tersedia bagi setiap dollar pembayaran bunga. *Cash flow base coverage ratio* mengindikasikan setiap dollar kas yang dihasilkan dengan pengoperasian tiap dollar pembayaran bunga.

Penilaian Sustainable Growth Rate (Palepu, 2009: 5-19)

$$\text{Sustainable growth rate} = \text{ROE} \times (1 - \text{Dividend payout ratio}) \quad (2.27)$$

$$\text{Dividend payout ratio} = \frac{\text{Cash dividend paid}}{\text{Net income}} \quad (2.28)$$

Dividend payout ratio merupakan ukuran dari kebijakan dividen perusahaan. Dividen merupakan cara untuk mengembalikan kelebihan kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi ke pemegang saham. Dividen bisa memberikan sinyal tentang arah perusahaan ke depan ketika terjadi informasi asimetri antara perusahaan dengan pemegang saham.

Sustainable growth rate adalah rate perusahaan bisa tumbuh sementara menjaga profitabilitas dan tidak merubah kebijakan finansial.

2.2.4.2 Analisis *Cash Flow*

Analisis bisa digunakan untuk menjawab pertanyaan seputar dinamika cash flow seperti:

- Seberapa kuat arus kas yang dihasilkan secara internal dan apakah arus kas dari operasi negatif atau positif. Jika negatif apakah alasannya karena perusahaan sedang tumbuh atau karena tidak menguntungkan atau karena kurang bisa mengatur modal kerjanya secara tepat.
- Apakah perusahaan mempunyai kemampuan untuk memenuhi kebutuhan keuangan jangka pendek semacam pembayaran bunga dari *operating cash flow*.
- Seberapa banyak kas yang diinvestasikan oleh perusahaan untuk pertumbuhan, dan apakah investasi tersebut konsisten dengan strategi bisnis perusahaan. Apakah perusahaan menggunakan dana internal untuk membiayai pertumbuhan atau bergantung pada pendanaan dari luar.
- Apakah perusahaan membayar dividen dari dana internal atau harus bergantung pada pembiayaan dari luar.
- Apakah tipe pembiayaan dari luar yang diandalkan perusahaan, ekuitas, hutang jangka pendek atau hutang jangka panjang dan apakah pembiayaan konsisten dengan risiko bisnis perusahaan secara keseluruhan.
- Apakah perusahaan memiliki kelebihan *cash flow* setelah melakukan investasi modal dan apakah rencana yang dimiliki perusahaan dalam memanfaatkan dana *idle*-nya.

Beberapa faktor mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan arus kas yang positif dari operasi. Perusahaan yang sehat mestinya menghasilkan lebih banyak kas dari penjualannya dibandingkan yang dibelanjakan untuk operasional. Sementara itu perusahaan yang sedang tumbuh terutama yang berinvestasi pada kegiatan riset dan pengembangan juga *advertising* dan *marketing* atau membangun organisasi untuk mempertahankan pertumbuhan dimasa depan mungkin akan memiliki kas operasi yang negatif. Manajemen modal kerja perusahaan juga mempengaruhi positif negatifnya arus kas dari kegiatan operasi. Perusahaan yang sedang tumbuh biasanya menginvestasikan sejumlah kas untuk modal kerja seperti piutang, persediaan dan hutang. Investasi bersih modal kerja merupakan fungsi dari kebijakan kredit perusahaan, kebijakan pembayaran hutang dan pertumbuhan penjualan yang diharapkan. Jadi dalam menginterpretasikan arus kas perusahaan perlu dipertimbangkan tahap pertumbuhannya, karakteristik industri dan kebijakan kreditnya.

Analisis arus kas selanjutnya berfokus pada arus kas dari investasi jangka panjang berupa belanja modal, investasi di dalam korporasi sendiri dan merger dan akuisisi. Arus kas operasi yang positif memungkinkan perusahaan untuk mengejar kesempatan pertumbuhan jangka panjang, sebaliknya jika tidak ada kelebihan dana dari aktivitas operasi, perusahaan harus bergantung pada sumber pendanaan dari luar. Kelebihan dana dari aktivitas investasi jangka panjang dapat digunakan perusahaan untuk membayar bunga dan cicilan hutang. Namun jika tidak terdapat kelebihan dana, maka perusahaan harus memperolehnya dari luar dengan menambah hutang baru, mendapatkan ekuitas tambahan atau mengurangi investasi modal kerja atau investasi jangka panjang yang juga sama-sama meningkatkan tingkat risiko bagi perusahaan.

Kelebihan dana dari pembayaran kepada kreditur merupakan dana yang tersedia untuk pembayaran dividen serta *stock repurchase*. Jika tidak terdapat kelebihan dana, maka perusahaan sebaiknya tidak membayar dividen, karena tidak bijaksana melakukan pembayaran dividen kecuali perusahaan memang mempunyai dana kas *idle*.

2.2.5 Analisis Prospektif

2.2.5.1 Forecasting

Pendekatan yang terbaik untuk memproyeksi kinerja masa depan dilakukan secara komprehensif meliputi pembuatan pendapatan, arus kas dan proyeksi neraca. Pembuatan proyeksi secara komprehensif memberikan perlindungan terhadap inkonsistensi internal dan asumsi yang tidak realistik. Proses *forecasting* harus dilengkapi dengan pengertian bagaimana macam-macam statistik finansial berperilaku secara rata-rata, yaitu (Palepu, 2009):

- **Perilaku Pertumbuhan Penjualan (*Behavior of Sales growth*)**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa sekelompok perusahaan dengan pertumbuhan tertinggi pada awalnya dengan pertumbuhan penjualan lebih dari 60% mengalami penurunan sampai dengan kira-kira 13% dalam waktu dua tahun dan tidak pernah di atas 16% dalam kurun waktu tujuh tahun selanjutnya. Sementara perusahaan dengan pertumbuhan penjualan terendah pada awalnya, minus 17% mengalami kenaikan kira-kira 6% pada tahun ke lima dan rata-rata pertumbuhan 8% pada tahun ke enam sampai dengan tahun ke sepuluh. Hal tersebut dapat dijelaskan bahwa ketika industri dan perusahaan *mature*, tingkat pertumbuhannya melambat akibat kejenuhan tingkat permintaan dan persiangan di industri itu sendiri, sehingga walaupun pada awalnya suatu perusahaan tumbuh dengan cepat, secara umum tidak realistis untuk melakukan ekstrapolasi pertumbuhan tinggi secara tidak terhingga. Namun tentu saja seberapa cepat tingkat pertumbuhan berbalik menjadi rata-rata tergantung pada karakteristik industri dan posisi kompetitif di dalam sebuah industri itu sendiri.

- **Perilaku Pendapatan (*The Behavior of Earnings*)**

Pendapatan secara rata-rata ditunjukkan mengikuti proses yang bisa diperkirakan dengan *random walk* atau *random walk with drift*, sehingga pendapatan tahun sebelumnya merupakan titik awal yang baik untuk memperkirakan pendapatan di tahun mendatang. Implikasi dari sebuah penelitian adalah pada awal untuk mengkontemplasikan kemungkinan pendapatan masa depan, maka angka yang berguna untuk memulainya adalah pendapatan tahun lalu, sedangkan tingkat rata-rata pendapatan dari

beberapa tahun sebelumnya tidak bermanfaat. Tren jangka panjang dari pendapatan cenderung berlangsung secara rata-rata sehingga juga layak untuk dipertimbangkan.

- **Perilaku ROE (*The Behavior of Return on Equity*)**

Tidak seperti pendapatan periode sebelumnya yang bisa dijadikan *benchmark* bagi pendapatan periode selanjutnya, ROE periode sebelumnya tidak bisa menjadi *benchmark* bagi ROE periode selanjutnya karena walaupun rata-rata perusahaan cenderung mempertahankan tingkat pendapatannya sekarang tapi pada perusahaan dengan tingkat ROE yang sangat tinggi atau sangat rendah cenderung mengalami penurunan atau kenaikan pendapatan. Selain itu perusahaan dengan ROE yang lebih tinggi cenderung memperluas basis investasinya lebih cepat daripada yang lain, yang menyebabkan *denominator* ROE makin membesar. Jika hasil investasinya tidak bisa mengimbangi investasi yang dikeluarkan maka ROE akan jatuh. Perusahaan dengan ROE yang lebih tinggi cenderung mendapati bahwa semakin lama pertumbuhan pendapatan tidak secepat pertumbuhan dasar investasi. Studi terhadap perilaku ROE dari perusahaan-perusahaan di US dalam kurun waktu 1984 – 2001 mendapati perusahaan dengan ROE paling tinggi pada awalnya (29%) mengalami penurunan 19,8% dalam waktu tiga tahun dan di tahun ke sepuluh kelompok perusahaan ini memiliki ROE 16%. Sedangkan kelompok yang memiliki ROE terendah yaitu -49% mengalami kenaikan dramatis dan pada tahun ke 10 ROE nya 7,5%.

Tendensi dari jatuhnya ROE yang tinggi merefleksikan tingginya profitabilitas menarik pesaing sementara naiknya ROE yang rendah merefleksikan mobilitas modal dari yang tidak produktif ke arah yang produktif.

- **Perilaku Komponen ROE (*The Behavior of Component ROE*)**

Time series behavior dari komponen ROE perusahaan-perusahaan US untuk tahun 1984 – 2001 dapat diambil kesimpulan bahwa *operating asset turnover* cenderung agak stabil sebagian karena merupakan fungsi dari teknologi dalam industri. Pengecualiannya ada pada sekumpulan

perusahaan dengan *asset turnover* yang sangat tinggi yang cenderung menurun sebelum menjadi stabil. *Net financial leverage* cenderung stabil karena kebijakan manajemen pada struktur modal tidak sering berubah. NOPAT *margin* dan *spread* merupakan komponen ROE yang paling *variable*. Jika kekuatan kompetisi mendorong ROE yang abnormal ke level normal perubahannya paling mungkin muncul dalam bentuk perubahan *profit margin* dan *spread*. Perubahan *spread* sendiri didorong oleh perubahan pada NOPAT *margin* karena *cost of borrowing* tampaknya tetap stabil jika *leverage* tetap stabil. Jadi cukup beralasan untuk mengasumsikan *asset turnover*, *financial leverage* dan *net interest rate* tetap konstan selama kurun waktu tertentu kecuali ada perubahan dalam teknologi dan kebijakan finansial di masa depan. Namun hal serupa tidak bisa diasumsikan pada *rates of return* dan *margin*.

2.2.5.2 Valuation

Discounted Cash Flow Valuation

Pendekatan *discounted cash flow valuation* merupakan pondasi dari semua perhitungan valuasi perusahaan. Pendekatan ini mencoba mengestimasi nilai intrinsik dari suatu aset berdasarkan fundamentalnya. *Discounted cash flow* ini digunakan untuk menilai ekuitas dalam bisnis, menilai perusahaan secara keseluruhan dan untuk menilai bagian kecil dari perusahaan (Damodaran, 2002).

Salah satu metode diskonto yang sering digunakan adalah diskonto terhadap prediksi arus kas dengan metode *free cash flow to equity* (FCFE). *Free cash flow to equity* dihitung dengan mengurangi laba bersih dengan kebutuhan investasi dan menjumlahkan semua transaksi non kas seperti depresiasi. Kemudian dikurangi dengan modal kerja non kas dan ditambahkan dengan net kas masuk dari penerbitan utang (Damodaran, 2002).

Free cash flow to equity mengasumsikan bahwa semua *free cash flow* akan dibagikan ke pemilik modal seluruhnya sebagai dividen, sehingga tidak ada reinvestasi. Oleh karena itu, pertumbuhan FCFE akan sama dengan pertumbuhan laba bersih dan bukan pertumbuhan dari *marketable securities*.

Pertumbuhan suatu perusahaan biasa diperoleh dari dengan menghubungkan antara *retention ratio* yaitu porsi laba yang diinvestasikan kembali ke perusahaan dengan *return on equity* (ROE). Namun karena dalam perhitungan FCFE ini diasumsikan bahwa semua *free cash flow* akan dibagikan ke pemilik modal seluruhnya sebagai dividen maka akan lebih tepat menggunakan istilah *reinvestment rate* dibandingkan dengan *retention rate* (Damodaran, 2002).

Ketika melakukan valuasi dengan menggunakan FCFE ini juga harus mempertimbangkan kondisi perusahaan. Ketika perusahaan mengalami pertumbuhan yang konstan maka investor dapat menggunakan persamaan *constant growth* model FCFE. Pada saat perusahaan diasumsikan tumbuh lebih cepat pada awal periode dan pertumbuhannya akan stabil setelah periode tertentu, maka FCFE dapat diperoleh dengan menggunakan *two stage model* FCFE. Sedangkan ketika diasumsikan bahwa perusahaan akan tumbuh dalam tiga tahap, yaitu tingkat pertumbuhan yang tinggi pada awal periode, menurun dan kemudian stabil digunakan *three stage model* FCFE (Damodaran, 2002).

Tingkat Diskonto

Dalam menentukan valuasi terhadap nilai perusahaan, seorang investor harus mengasumsikan nilai diskonto yang paling akurat. Apabila dilakukan diskonto terhadap ekuitas, maka tingkat diskonto yang akan digunakan adalah *cost of equity*, sedangkan untuk melakukan evaluasi terhadap arus kas masa depan untuk perusahaan, maka tingkat diskonto yang digunakan adalah *cost of capital*.

Cost of Equity

Untuk dapat melakukan valuasi terhadap ekuitas, investor perlu memahami bagaimana menentukan nilai *cost of equity* yang paling akurat. *Cost of equity* merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan dalam melakukan investasi dalam perusahaan (Damodaran, 2002). Tingkat pengembalian secara umum diperoleh berdasarkan formula CAPM. Komponen dalam CAPM dapat dijelaskan sebagai berikut:

- *Risk Free*

Investasi dapat dikategorikan sbagai *risk free* apabila tingkat pengembalian dari investasi tersebut sudah dapat diketahui dengan pasti, yaitu tingkat pengembalian aktual sama dengan yang diharapkan. Hal ini dapat terjadi apabila memenuhi dua syarat yaitu tidak adanya risiko gagal bayar dan tidak adanya risiko reinvestasi (Damodaran, 2002).

Sekuritas yang sering dianggap *risk free* adalah sekuritas yang diterbitkan oleh negara, karena walaupun dalam keadaan krisis sekalipun negara dapat mencetak uang untuk melunasi kewajibannya. Walaupun demikian, pada kenyataannya tidak ada sekuritas yang murni bebas risiko gagal bayar karena selalu terdapat kemungkinan bahwa pemerintah menolak untuk membayar kewajibannya misalkan ketika terjadi perpindahan rezim pemerintahan dan pemerintah yang baru menolak untuk membayar hutang rezim yang lama (Damodaran, 2002)

Suatu investasi pada sekuritas negara juga belum tentu dapat diartikan sebagai investasi pada *risk free asset* karena investor tidak mengetahui dengan pasti berapa tingkat pengembalian 3 bulan ke depan. Untuk melakukan analisis jangka panjang, maka asumsi *risk free* yang dipakai adalah tingkat pengembalian dari sekuritas jangka panjang pemerintah, sedangkan untuk analisis jangka pendek maka investor menggunakan sekuritas jangka pendek untuk melakukan analisis.

- *Risk Premium*

Pemilihan *risk free rate* juga berpengaruh terhadap *estimated risk premium* dari suatu investasi. *Risk premium* adalah merupakan tingkat pengembalian suatu saham di atas tingkat pengembalian sekuritas pemerintah yang diasumsikan sebagai *risk free investment* (Damodaran, 2002).

Dalam prakteknya, estimasi *risk premium* dilakukan dengan melakukan analisis historis dari tingkat pengembalian saham dalam kurun waktu tertentu. Berdasarkan penelitian yang dilakukan di Amerika Serikat, bahwa semakin panjang periode penelitian, maka *standard error* dari *risk premium* suatu negara menjadi semakin kecil.

Perhitungan dari *risk premium* juga dapat bervariasi tergantung cara perhitungan rata-rata yang digunakan. Selama ini dikenal dua pendekatan untuk menghitung *average expected return* yaitu dengan menggunakan *geometric* dan *arithmetic average*. Berdasarkan penelitian, perhitungan dengan menggunakan *arithmetic average* akan diperoleh hasil yang lebih besar dibandingkan perhitungan dengan menggunakan *geometric average*.

Perhitungan *equity risk premium* dapat juga diperoleh dengan menjumlahkan *base premium for mature equity market* dan *country risk premium*. *Base premium for mature equity market* dapat digunakan nilai premium untuk pasar US yang dianggap lebih mature dibandingkan pasar saham lain. Sedangkan untuk menentukan *country risk premium* dipengaruhi oleh beberapa faktor yaitu tingkat ekonomi suatu negara, situasi politik dan struktur pasar.

Country risk premium pada suatu negara yang sedang berkembang akan lebih tinggi dibandingkan pada negara-negara maju. Pada negara dengan instabilitas politik yang tinggi maka akan cenderung memiliki potensi instabilitas ekonomi yang menyebabkan negara tersebut memiliki risiko yang lebih besar. Ketika perusahaan yang bermain di pasar modal merupakan perusahaan yang stabil, maka *country risk premium* suatu negara akan semakin kecil. Pendekatan lain untuk menghitung *risk premium* adalah dengan menghitung *relative standard deviation* (Damodaran, 2002).

Walaupun demikian, perhitungan ini memiliki kelemahan karena pada negara-negara berkembang yang cenderung kurang likuid justru memiliki standar deviasi yang kecil yang menyebabkan *risk premium* suatu negara seolah-olah lebih kecil. Alternatif berikutnya adalah dengan mengestimasi *country default spread*. Melalui persamaan ini apabila *country rating* suatu negara turun, atau jika volatilitas di pasar modal meningkat.

- *Beta*

Beta menunjukkan risiko dalam suatu investasi. Beberapa cara yang biasanya digunakan untuk melakukan estimasi atau nilai *beta* adalah dengan menggunakan data historis, estimasi berdasarkan fundamental perusahaan dan dengan menggunakan data akuntansi (Damodaran, 2002).

- *Historical Beta*

Estimasi beta dengan menggunakan data historis dihitung dengan melakukan regresi dari *return* saham terhadap *return* pasar. Melalui hasil regresi maka akan didapatkan persamaan $R_j = a + bR_m$. Dengan persamaan tersebut dapat diinterpretasikan bahwa ketika:

$a > R(1-\beta)$ maka performa saham lebih baik dalam periode regresi

$a = R(1-\beta)$ maka performa saham sama baik dalam periode regresi

$a < R(1-\beta)$ maka performa saham lebih buruk dalam periode regresi

Sebagian besar investor akan melakukan modifikasi dari hasil regresi yang diperoleh. Modifikasi *beta* yang sering digunakan untuk perhitungan adalah perhitungan *beta* oleh Bloomberg yaitu dengan memasukkan *beta* hasil regresi (*raw beta*) ke dalam persamaan sehingga diperoleh *adjusted beta*.

Pemilihan *beta* dipengaruhi oleh beberapa hal antara lain periode observasi. Dengan periode observasi yang lebih panjang, maka data yang diperoleh akan lebih besar namun karakteristik risiko yang ada juga dapat berubah karena perusahaan banyak melakukan *corporate action*.

Hal lain yang mempengaruhi terkait dengan *return interval*. Berdasarkan penelitian yang pernah dilakukan bahwa untuk perusahaan kecil atau perusahaan non-trading, maka *beta* yang diperoleh melalui data harian akan cenderung lebih kecil dibandingkan dengan apabila menggunakan data mingguan atau bulanan.

Selain itu penentuan indeks pasar yang digunakan juga dapat menimbulkan perbedaan *beta*. Secara umum analisis akan menggunakan indeks saham tersebut diperdagangkan, namun hal tersebut akan menimbulkan bias apabila saham asing yang diperdagangkan di bursa lokal. Hal tersebut karena investor terkadang ingin membandingkannya dengan indeks internasional. Pada negara berkembang, akan lebih baik menggunakan *beta* dengan interval yang lebih panjang daripada harian seperti mingguan dan bulanan. Selain itu akan lebih baik menggunakan interval yang cenderung lebih pendek

karena *emerging market* sering kali terjadi perubahan kondisi pasar. Hal yang perlu menjadi perhatian juga bahwa pada *emerging country* terdapat risiko bahwa *beta* tidak dapat menunjukkan *market risk* karena pergerakan pasar modal dipengaruhi oleh beberapa saham saja.

- *Fundamental Beta*

Perhitungan *fundamental beta* dipengaruhi oleh beberapa faktor (Damodaran, 2002), yaitu:

a. Tipe bisnis.

Semakin sensitif suatu bisnis terhadap kondisi pasar maka *beta* dari perusahaan tersebut akan semakin tinggi karena *beta* mengukur risiko perusahaan relatif terhadap pasar. Pada perusahaan yang memiliki siklus tertentu, maka nilai *beta*-nya akan lebih tinggi dibandingkan perusahaan lain dengan penjualan yang konstan.

b. *Operating leverage* dari perusahaan.

Operating leverage mengukur perbandingan antara biaya tetap terhadap total biaya produksi. Semakin besar *operating leverage*, maka semakin besar pula variabilitas terhadap profit perusahaan yang menyebabkan semakin besar *beta*. Walaupun demikian, sangat sulit memisahkan biaya tetap dari total biaya produksi dari laporan keuangan. Sebagai alternatif maka DOL dapat dihitung dengan membandingkan presentase perubahan *operating profit* terhadap presentase perubahan penjualan.

c. *Financial leverage*. *Financial leverage* mengukur hubungan antara risiko perusahaan dengan komposisi hutang terhadap modal. Semakin tinggi *financial leverage* maka semakin besar pula *beta* perusahaan.

2.2.5.3 PE Ratio

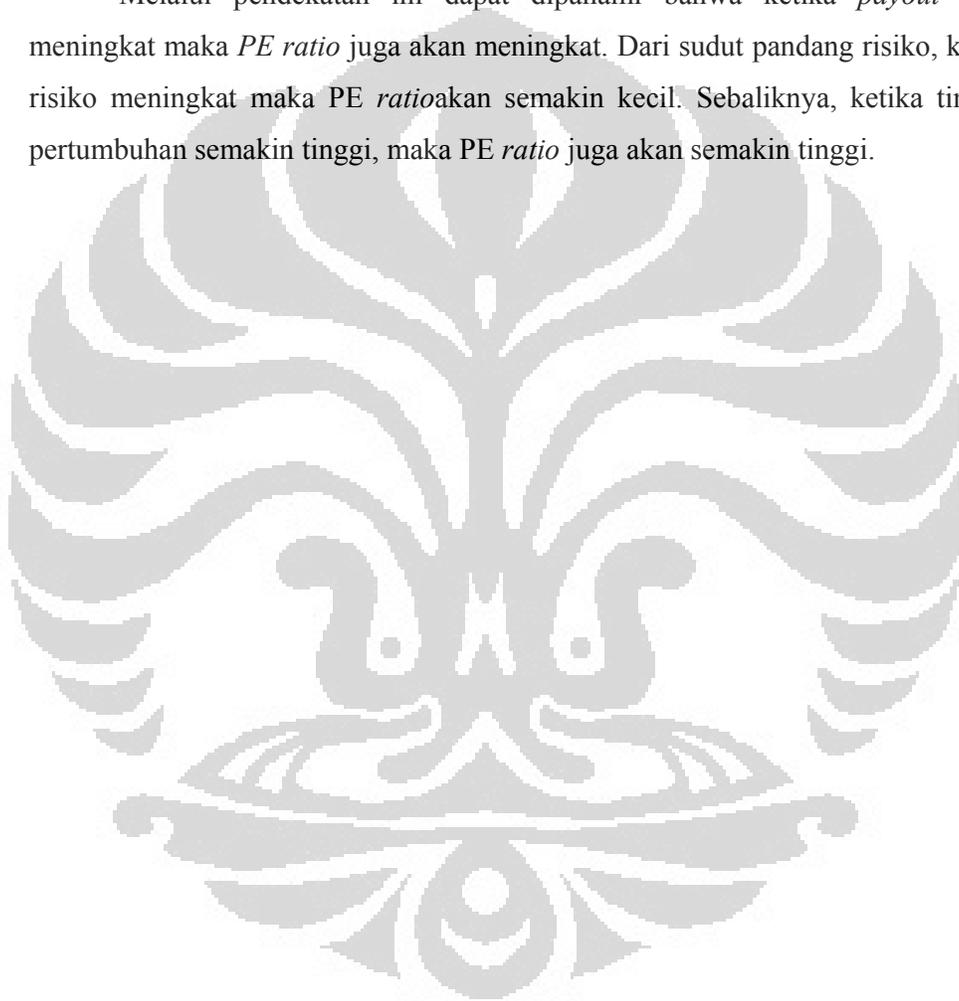
Price earning ratio merupakan salah satu instrumen analisis yang sering digunakan. Walaupun mudah dilakukan kadang terjadi masalah dalam hal:

- PE *ratio* tidak memiliki arti jika negatif, sehingga perlu melakukan perhitungan *average EPS*.

- Volatilitas dari *earnings* dapat menyebabkan PE berubah secara dramatis setiap periode.

Penggunaan *PE ratio* juga harus menyesuaikan dengan kondisi pertumbuhan perusahaan. Apakah perusahaan akan tumbuh secara stabil atau perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi di awal dan stabil pada periode tertentu (Damodaran, 2002).

Melalui pendekatan ini dapat dipahami bahwa ketika *payout ratio* meningkat maka *PE ratio* juga akan meningkat. Dari sudut pandang risiko, ketika risiko meningkat maka *PE ratio* akan semakin kecil. Sebaliknya, ketika tingkat pertumbuhan semakin tinggi, maka *PE ratio* juga akan semakin tinggi.



BAB 3

GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN & INDUSTRI

3.1 Industri Batubara

Batubara merupakan bahan bakar fosil yang lebih dari 50% - 70% berat volumenya merupakan bahan organik yang merupakan material karbon. Batubara terbentuk dari tumbuhan yang telah terkonsolidasi antara strata batuan lainnya dan diubah oleh kombinasi pengaruh tekanan dan panas selama jutaan tahun sehingga membentuk komposisi lapisan batubara melalui berbagai tingkat pembusukan. Penimbunan lanau dan sedimen lainnya bersama dengan pergeseran kerak bumi mengubur rawa dan gambut yang seringkali sampai ke kedalaman yang sangat dalam. Adanya penimbunan tersebut menyebabkan material tumbuhan tersebut terkena suhu dan tekanan yang tinggi yang menyebabkan terjadinya proses perubahan fisika dan kimia yang mengubah tumbuhan tersebut menjadi gambut dan kemudian batubara (Pengertian Batubara. www.senyawa.com).

Mutu dari setiap endapan batubara ditentukan oleh suhu dan tekanan serta lama pembentukan. Proses pembentukan batubara terdiri dari dua tahap yaitu tahap biokimia (penggambutan) dan geokimia (pembatubaraan). Proses awalnya gambut berubah menjadi batubara muda (*lignite*) dengan karakter agak lembut dengan warna hitam sampai kecoklat-coklatan. Akibat pengaruh suhu dan tekanan terus-menerus selama jutaan tahun, batubara muda mengalami perubahan secara bertahap, menambah maturitas organiknya menjadi sub-bitumen. Tahap pembatubaraan merupakan gabungan proses biologi, kimia dan fisika yang terjadi karena pengaruh pembebanan dari sedimen yang menutupinya, temperatur, tekanan, dan waktu terhadap komponen organik gambut. Pada tahap ini prosentase karbon meningkat sedangkan prosentase hidrogen dan oksigen akan berkurang. Proses ini akan menghasilkan batubara dalam berbagai tingkat kematangan material organiknya sebagai berikut:

a. *Lignite*

Disebut juga batubara coklat, merupakan tingkatan batubara terendah. Lignit digunakan sebagai bahan bakar untuk pembangkit listrik tenaga uap.

b. *Sub-bituminous coal*

Merupakan batubara dengan bahan berkisar antara lignit dan batubara *bituminous* dan dipergunakan sebagai bahan bakar pembangkit tenaga listrik.

c. *Bituminous coal*

Merupakan batubara padat yang digunakan terutama sebagai bahan bakar pembangkit listrik uap.

d. *Anthracite*

Merupakan batubara tingkat tertinggi yang dipergunakan untuk perumahan dan pemanas ruangan secara komersial.

Dalam beberapa tahun terakhir, batubara memainkan peran yang cukup penting bagi perekonomian Indonesia dengan memberikan sumbangan yang cukup besar terhadap penerimaan negara yang jumlahnya meningkat setiap tahun. Penerimaan negara dari sektor batubara pada tahun 2004 mencapai Rp 2,57 triliun, pada tahun 2007 Rp 8,7 triliun, Rp 10,2 triliun pada tahun 2008, Rp 20 triliun di tahun 2009 (Miranti, 2009).

Sementara peran batubara sebagai sumber energi pembangkit listrik juga semakin besar dengan 71.1% dari konsumsi batubara domestik diserap oleh pembangkit listrik, 17% untuk industri semen dan 10,1% untuk industri tekstil dan kertas. Pada tahun 2007 konsumsi batubara sekitar 45,3 juta ton. Dengan selesainya proyek percepatan 10.000MW tahap II, konsumsi domestik untuk pembangkit listrik akan mengalami peningkatan sebesar 65 – 70 juta ton per tahun (*Annual report Bumi Resources, 2009*).

Produksi batubara Indonesia mencapai 275.164.196 di tahun 2010 meningkat dari 256.181.000 di tahun 2009 dan 240.249.968 di tahun 2008. Sebagian besar produksi batubara Indonesia diekspor ke luar negeri. Pada tahun 2010 hanya 67.000.000 ton yang dikonsumsi di dalam negeri, sedangkan 208.000.000 ton diekspor ke negara-negara terutama Jepang, Taiwan dan China (Direktorat Jenderal Mineral dan Batubara, 2011).

Indonesia memiliki peran yang penting sebagai pemasok batubara dunia. Menurut *World Coal Institute* (www.worldcoal.org) pada tahun 2010 Indonesia

merupakan eksportir kedua terbesar untuk *brown coal* dan ketujuh terbesar untuk *hard coal*. Ekspor batubara Indonesia ditujukan ke Jepang, China, Taiwan, Korea Selatan, Hongkong, Malaysia, Thailand, Filipina, Belanda, Jerman dan Inggris serta negara-negara di Amerika dengan Jepang sebagai pengimpor terbesar (22.8%), Taiwan (13,7%), Korea Selatan dan India (28%).

Menurut data dari Badan Geologi Kementerian ESDM (www.esdm.go.id), total sumber daya batubara yang dimiliki Indonesia pada tahun 2010 adalah 104,943.59 juta ton sedangkan cadangan batubara pada tahun yang sama adalah 21,131.84 juta ton. Pada tahun 2003 tercatat 251 perusahaan yang melaksanakan penambangan batubara di Indonesia. Saat ini produsen batubara Indonesia terbesar adalah PT. Bumi Resources dengan pangsa pasar 30,3% di tahun 2007, diikuti PT. Adaro Indonesia (20,2%), Kideco Jaya Agung (10,6%), Berau Coal (6,6%), Indominco Mandiri (5,8%), dan PT. Bukit Asam (4,8%) (Miranti, 2009).

Harga batubara mengikuti harga pasar internasional. Pasar internasional umumnya terbagi menjadi Pasar Asia Pasifik dan Pasar Atlantik. Faktor-faktor yang mempengaruhi harga batubara berbeda di setiap negara, tetapi sangatlah jelas bahwa harga di suatu negara dapat mempengaruhi negara lainnya. Kedua pasar tersebut sangatlah kompetitif dengan banyak pemasok dan pedagang dari banyak negara, berkompetisi untuk menguasai pangsa pasar. Sementara itu, di saat yang bersamaan batubara bersaing dengan gas alam dan atau tenaga nuklir sebagai sumber energi untuk pembangkit listrik, pasar utama untuk batubara termal.

Hampir seluruh penjualan batubara termal dilakukan untuk jangka waktu satu tahun atau lebih, dengan hanya 5% sampai dengan 10% untuk pasar *spot*. Batubara dijual berdasarkan harga FOB atau harga sampai tujuan untuk memenuhi kebutuhan pelanggan. Perdagangan batubara internasional hampir selalu dilakukan dalam mata uang Dolar AS.

Pada pasar Atlantik, indeks banyak digunakan untuk menentukan harga jual. Beberapa indeks tersedia dan cocok untuk digunakan. Dalam banyak kasus, penjual melindungi-nilaikan pembelian batubara mereka dengan harga jual energi untuk melindungi tekanan dari perubahan dari kedua pasar tersebut. Pada pasar Asia Pasifik penentuan harga berdasarkan indeks juga lazim dilakukan namun

negosiasi harga dilakukan atas dasar tahunan dan seringkali dikaitkan dengan harga Jepang/ Australia. Harga acuan ini adalah harga yang ditetapkan berdasarkan negosiasi harga tahunan yang dilakukan perusahaan pembangkit listrik Jepang dan pemasok batubara Australia utama. Harga pasti dan detail lainnya seringkali tidak dipublikasikan namun perkiraan harga atau rentang harga tersedia di pasar dan cenderung dijadikan sebagai harga acuan untuk kontrak batubara termal Jepang/Australia.

Harga ini kemudian dijadikan sebagai acuan awal untuk menentukan harga tahunan, terutama di Taiwan, Malaysia dan Korea serta Jepang. Harga aktual tergantung dari banyak faktor seperti kualitas batubara, jangka waktu pembayaran, metode pengiriman dan jumlah ton. Tender pasokan batubara juga diterapkan di kedua wilayah tersebut, walaupun lebih sering terjadi di Asia Pasifik terutama di Korea dan Taiwan. Hasil tender ini biasanya dipublikasikan dan kemudian menjadi salah satu acuan dalam negosiasi dan penetapan harga.

Di Indonesia sendiri, sejak Menteri Energi dan Sumber Daya mineral mengeluarkan Peraturan Menteri No. 17 tahun 2010 Tentang Tata Cara Penetapan Harga Patokan Penjualan Mineral dan Batubara pada bulan September 2010, harga batubara harus mengikuti harga acuan pemerintah yang akan diatur dalam peraturan yang dikeluarkan oleh Direktur Jenderal Mineral, Batubara dan Panas Bumi.

3.2 Gambaran Umum Perusahaan

Adaro Energy merupakan perseroan terbatas yang didirikan di Indonesia pada tahun 2004 dengan nama PT Padang Karunia. Dalam rangka persiapannya untuk menjadi perusahaan publik, pada tanggal 18 April 2008, perusahaan mengubah namanya menjadi PT Adaro Energy Tbk dalam rangka persiapannya menjadi perusahaan publik. Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada 16 Juli 2008 dan meraih dana masyarakat sebesar Rp 12,2 triliun (AS\$1,3 miliar) melalui IPO-nya (*Annual Report Adaro Energy, 2009*).

Perusahaan merupakan penghasil batubara dengan volume produksi 42,2 juta ton pada tahun 2010 dan 40,6 Juta ton pada tahun 2009 dan memiliki sumber daya sebesar 4,4 miliar ton (sesuai JORC). Jenis produk batubara yang dihasilkan

adalah *envirocoal*, dengan karakteristik *sub bituminous*, kandungan energi sedang, kandungan sulfur, abu dan NoX emisi yang sangat rendah. Perusahaan memiliki lokasi pertambangan di kecamatan Tabalong dan Balangan Kalimantan Selatan yang merupakan tambang batubara tunggal terbesar di belahan Selatan katulistiwa yang terintegrasi secara vertikal. Pada tahun 2010, perusahaan memiliki anak-anak perusahaan sebagai berikut (*Annual Report Adaro Energy, 2010*):

1. PT. Adaro Indonesia, anak perusahaan yang bergerak di penambangan batubara, mulai operasi penambangan pada tahun 1992 dari area sumber batubara di Desa Tanjung, provinsi Kalimantan Selatan atas dasar Perjanjian Kerjasama Pengusahaan Pertambangan Batubara (PKP2B, *Coal Cooperation Agreement – CCA*) generasi pertama dengan Pemerintah Indonesia, yang berlaku sampai tahun 2022 dan hak yang diberikan dapat diperpanjang berdasarkan kesepakatan bersama.

Adaro Indonesia mempekerjakan empat kontraktor penambangan untuk mengerjakan penggalian (*excavation*) dari pertambangan dan menuju pengangkutan batubara sepanjang 84 km sepanjang jalan aspal milik perusahaan menuju fasilitas Sungai Kelanis. Di Kelanis, Adaro Indonesia meremukkan dan memuat batubara ke tongkang untuk transportasi sepanjang sungai untuk pemuatan kemudian ke kapal di pelabuhan Taboneo atau melalui fasilitas pelabuhan yang dioperasikan oleh IBT untuk tujuan pengiriman ekspor. Pengiriman domestik diangkut dengan tongkang menuju berbagai lokasi di dalam negeri.

2. PT. Saptaindra Sejati (SIS), memulai operasi komersial di bulan April 2002, menyediakan berbagai macam jasa penambangan batubara termasuk eksplorasi, penggalian, transportasi dan dukungan logistik, *overburden removal* dan jasa kontraktor penambangan. Saat ini SIS menangani kontrak penambangan batubara bagi enam perusahaan penambangan batubara di Kalimantan, yaitu PT Adaro Indonesia, PT Borneo Indo Bara dan PT Sumber Kurnia Buana di provinsi Kalimantan Selatan dan PT Berau Coal, PT Interex Sacra Raya dan PT Indomining di provinsi Kalimantan Timur. Atas kontrak tersebut, Perusahaan menyediakan tenaga kerja, peralatan, dan bahan untuk pemindahan lapisan tanah penutup (*overburden removal*), penambangan

batubara, dan pengangkutan batubara maupun lapisan tanah penutup (*overburden*).

3. Coaltrade Services International Pte Ltd, adalah perusahaan perdagangan batubara internasional yang didirikan di Singapura pada tahun 2000 untuk mendukung pertumbuhan perdagangan batubara di pasar energi internasional dengan aktivitas utama:

- perdagangan batubara
- bertindak sebagai agen/perwakilan untuk para produsen dan pelanggan
- menyediakan jasa teknis dan jasa konsultasi atas pembakaran batubara
- menyediakan pengiriman dan jasa logistik untuk penyediaan/pemasokan batubara

Coaltrade juga dibentuk untuk menangani proses *blending* (pencampuran) dari batubara Adaro Indonesia dengan batubara yang lain untuk meningkatkan nilai tambah. *Envirocoal* memiliki kandungan sulfur dan abu yang terendah di dunia serta memiliki kandungan nitrogen yang rendah. Oleh karena itu, batubara ini mempunyai nilai tertentu untuk *blending* dengan batubara yang berkualitas lebih rendah dan dengan nilai yang lebih rendah. Sebelum Coaltrade didirikan, peningkatan nilai melalui *blending* sebelumnya hanya dinikmati oleh pelanggan mengingat Adaro Indonesia tidak dapat menangani batubara pihak ketiga menurut ketentuan PKP2B. Coaltrade memperdagangkan batubara yang dibeli dari pihak ketiga, menyediakan *blending* batubara dan *Envirocoal* yang langsung dibeli dari Adaro Indonesia.

4. PT. Indonesia Bulk Terminal (IBT), IBT adalah operator dari pengguna Pulau Laut Terminal batubara dari ujung selatan Pulau Laut yang dapat menghasilkan *throughput* sebesar 12 juta ton per tahun dan menampung kapal sampai dengan 80.000 DWT.

Terminal ini dapat menampung delapan *stockpile* dengan total kapasitas 800.000 ton batubara dan sistem *stockpile reclaiming* yang dapat menghasilkan *blending* batubara secara tepat dari *stockpile* lainnya untuk memenuhi spesifikasi pelanggan secara akurat. Terminal ini juga merupakan lokasi yang ideal untuk perakitan kargo produksi batubara dari produsen kecil dan para *trader*.

Dalam tahun-tahun terakhir, terminal ini berfokus pada penanganan untuk batubara Adaro Indonesia. Tetapi, karena Adaro merupakan produsen dengan produk tunggal dan karena *outputnya* yang tinggi, Adaro Indonesia tidak menikmati manfaat atau memerlukan kemampuan pencampuran (*blending*) dan perakitan kargo. Adaro memiliki kemampuan untuk memuat seluruh batubaranya melalui pelabuhan di Taboneo.

5. PT. Makmur Sejahtera Wisesa (MSW), adalah anak perusahaan dengan kepemilikan sebesar 99,92%. Proyek MSW bertujuan untuk membangun dan mengoperasikan pembangkit listrik tenaga batubara dengan kapasitas 2x30 megawatt (MW) untuk menjalankan rencana *conveyor* darat, yang akan melalui jalan angkutan yang telah ada dari pertambangan ke fasilitas Sungai Kelanis. Proyek ini diharapkan akan dapat mulai beroperasi secara komersial pada awal tahun 2011. Pada tanggal 1 Maret 2006, MSW menandatangani kesepakatan untuk layanan manajemen dengan PT Akroya International. Pada tanggal 14 Februari 2007, Kesepakatan Pasokan Listrik antara MSW dan Adaro ditandatangani, yang akan berlaku sampai 1 Oktober 2022.
6. PT. Sarana Daya Mandiri (SDM), berkedudukan di Banjarmasin, Kalimantan Selatan adalah kontraktor dari PT Ambang Barito Persada, *Joint Venture* antara Pemerintah Kalimantan Selatan (60%) dan operator pelabuhan Pemerintah PT Pelindo III (40%) yang memiliki ijin untuk membangun dan mengoperasikan alur yang melalui muara Sungai Barito. Adaro Energy dengan kapasitas saat ini sebesar 45 juta ton per tahun akan menjadi perusahaan batubara terbesar yang menggunakan alur tersebut.

Masing-masing anak perusahaan yang beroperasi diposisikan sebagai pusat laba yang mandiri. Ke depannya, Adaro Energy mungkin akan menjadikan anak-anak perusahaan yang berkinerja baik menjadi perusahaan publik untuk mendukung pertumbuhan dan pengembangan selanjutnya. Selain dari cadangan batubara, Adaro Energy juga memiliki aset berkualitas tinggi untuk mendukung operasinya seperti jalan angkutan 84 kilometer yang menghubungkan lokasi pertambangan dengan fasilitas peremukan di Kelanis dan terminal batubara di Pulau Laut.



Gambar 3.1. Anak Perusahaan Adaro

Sumber: Annual Report Adaro Energy Q3 2011

Adaro Indonesia mulai memasarkan batubara *sub-bituminus* pada tahun 1990. Saat ini batubara tersebut dikenal dunia dengan merk dagang “Envirocoal” karena keunikannya yaitu kualitas ramah lingkungan. Upaya pemasaran pertama kali dipusatkan di Eropa dan Amerika Serikat yang telah menerapkan peraturan yang membatasi emisi pembangkit listrik tenaga batubara. Tak lama kemudian, Adaro Indonesia beralih kepada pasar di Asia dengan memanfaatkan lokasi geografis yang menurunkan biaya transportasi bagi pelanggan.

Adaro Indonesia memasok sebagian besar batubara secara langsung kepada pelanggan pemakai dan sisanya dijual melalui perusahaan perdagangan. Perusahaan memiliki 41 pelanggan, yang sebagian besarnya adalah fasilitas pembangkit listrik (80%), perusahaan semen (6%) dan industri lainnya (14%) yang tersebar di 17 negara dengan prosentase Asia 62%, Eropa 8%, Amerika 5% dan Indonesia 25%. Adaro Indonesia juga menjadi pemasok batubara terbesar untuk pasar domestik, dengan pasokan sekitar 20% dari total kebutuhan. Di setiap negara tujuan ekspor, Adaro Energy diwakili oleh agen.

BAB 4

ANALISIS

4.1 Analisis PESTEL

a. Politic (Politik)

Transformasi dari suatu negara otoriter menjadi negara demokratis yang berhasil merupakan salah satu penyumbang kestabilan politik yang sangat diperlukan sebagai landasan perekonomian yang dinamis di Indonesia. Walaupun tidak ada jaminan bahwa situasi politik di Indonesia akan terus stabil namun setidaknya sampai saat ini untuk ketiga kalinya berturut-turut, Indonesia telah berhasil menyelesaikan pemilihan umum di tingkat legislatif dan eksekutif dengan damai. Selain kestabilan politik juga diperlukan kebijakan pemerintah yang konsisten dan pro-dunia usaha untuk menciptakan suatu lingkungan usaha yang kondusif. Industri batubara merupakan salah satu industri yang bersifat strategis selain terkait peran batubara yang semakin penting sebagai alternatif bahan bakar pengganti minyak yang diproyeksikan memenuhi 25% kebutuhan energi nasional di tahun 2025 oleh pemerintah, juga merupakan penyumbang devisa yang cukup besar. Ekspor non migas bahan bakar mineral pada kuartal pertama tahun 2011 menyumbang 15,4% dari total ekspor non-migas pada periode yang sama. Karena sumberdaya batubara yang bersifat tidak dapat diperbaharui suatu saat akan habis pemerintah perlu meregulasi sehingga pemanfaatannya sebisa mungkin untuk sebesar-besar kemakmuran rakyat Indonesia.

Beberapa kebijakan pemerintah di sektor batubara adalah mengenai pemberian izin usaha eksplorasi dan pertambangan sebagaimana diatur pada UU No 4 tahun 2009. Undang-undang tersebut juga mengatur hak pemerintah atas royalti sebesar 13,5% dari produksi batubara dan penetapan tarif pajak perusahaan batubara sebesar 35% pada 10 tahun pertama dan 45% pada tahun selanjutnya, kewajiban reklamasi. Regulasi dari pemerintah di sektor batubara merupakan salah satu penentu terhadap pertumbuhan perusahaan. Jika pemerintah tiba-tiba berwacana akan menaikkan prosentase royalti atau tarifpajak, tentu perusahaan-perusahaan yang di industri ini akan merasa terganggu, karena kas yang bisa dialokasikan untuk ekspansi atau membayar dividen harus dialihkan untuk

pembayaran pajak dan royalti. Dengan dirasakannya kebutuhan batubara akan semakin meningkat ditahun-tahun mendatang sementara sumber dayanya tidak dapat diperbarui, pemerintah juga mulai mewacanakan pembatasan ekspor batubara pada tingkat kalori tertentu mulai tahun 2014. Adanya pembatasan ekspor tentunya juga meresahkan para pemain di industri batubara, karena selama ini produksi batubara mereka sebagian besar ditujukan untuk ekspor. Demikian juga proyeksi pertumbuhan dari rata-rata pemain didasarkan pada proyeksi permintaan batubara dunia yang semakin besar dimasa-masa mendatang. Dengan dibatasinya ekspor, terbersit pertanyaan apakah pasar dalam negeri akan mampu menyerap sisa kelebihan produksi yang semula dialokasikan untuk ekspor atau para pemain ini harus menurunkan tingkat produksinya yang berarti berproduksi di bawah kapasitas terpasang.

Pemerintah mengatur kepemilikan asing terhadap usaha pertambangan batubara melalui PP no. 23 tahun 2010. Melalui PP tersebut diatur setelah lima tahun beroperasi perusahaan asing pemilik izin usaha pertambangan (IUP) harus mendivestasi sahamnya kepada peserta lokal minimal sebesar 20% berupa penawaran kepada pemerintah-pemerintah daerah atau pihak swasta. Hal ini tentu menguntungkan karena memberikan kesempatan yang lebih luas kepada pemain lokal untuk menambah kepemilikan atau menambah jumlah cadangannya, apalagi jika suatu saat peraturan tersebut dirubah dengan penetapan angka divestasi minimum yang lebih besar lagi.

b. *Economic (Ekonomi)*

Pertumbuhan ekonomi domestik selama tahun 2010 mencapai 6,1% lebih tinggi dari pertumbuhan tahun 2009 yang hanya mencapai 4,6%. Pertumbuhan tersebut didukung oleh investasi dan ekspor yang semakin meningkat. Neraca pembayaran Indonesia (NPI) pada tahun 2010 mengalami surplus cukup besar mencapai 30,3 miliar dolar AS. Kinerja tersebut didukung transaksi berjalan yang masih mencatat surplus serta tingginya surplus transaksi modal dan finansial. Surplus transaksi berjalan terutama didukung oleh kinerja ekspor yang tumbuh tinggi meskipun impor dan pembayaran transfer pendapatan tumbuh lebih tinggi. Tingginya surplus transaksi modal dan finansial disertai dengan struktur aliran

modal yang semakin baik, yang tercermin dari peranan aliran masuk modal asing dalam bentuk investasi langsung (FDI) yang meningkat. Peningkatan aliran masuk modal asing didorong baik oleh faktor eksternal seperti melimpahnya likuiditas global maupun faktor domestik, seperti prospek ekonomi yang terus membaik. Perkembangan yang positif tersebut mengakibatkan posisi cadangan devisa di penghujung tahun 2010 mencapai 96,2 miliar dolar AS yang cukup memadai untuk mendukung kebutuhan impor dan kewajiban eksternal serta memberi keyakinan dalam menjaga stabilitas nilai tukar (Bank Indonesia, Laporan tahunan 2010 www.bi.go.id).

Perkembangan NPI yang membaik pada tahun 2010 mendukung penguatan nilai tukar rupiah yang disertai volatilitas cukup rendah. Pada tahun 2010 rata-rata nilai tukar rupiah mencapai Rp 9.081 per dolar AS atau terapresiasi sebesar 3,8% dibandingkan dengan akhir tahun 2009 yang disertai tingkat volatilitas yang menurun. Kinerja rupiah juga didukung oleh terjaganya persepsi positif terhadap perekonomian Indonesia yang ditunjukkan dengan membaiknya peringkat surat utang pemerintah dan indeks risiko yang membaik (Bank Indonesia, Laporan tahunan 2010 www.bi.go.id).

Sementara indeks harga konsumen (IHK) tahun 2010 tercatat 6,96% lebih tinggi dari target yang ditetapkan sebesar $5\% \pm 1\%$ yang disebabkan oleh intensitas gangguan dari sisi pasokan khususnya bahan makanan yang meningkat tajam akibat anomali cuaca baik ditingkat global maupun domestik pada paruh kedua tahun 2010 (Bank Indonesia, Laporan tahunan 2010 www.bi.go.id).

Kinerja sektor keuangan juga semakin membaik dengan stabilitas keuangan yang tetap terjaga. Meningkatnya indeks harga saham gabungan IHSG juga diikuti oleh membaiknya fundamental emiten dan struktur pasar yang semakin kondusif. Pasar obligasi juga mengalami penurunan imbal hasil surat utang negara (SUN) sejak awal tahun yang antara lain disebabkan oleh kesinambungan fiskal yang relatif terjaga. Kinerja pasar saham dan obligasi didukung oleh menurunnya risiko investasi dan relatif menariknya imbal hasil sehingga menarik masuknya arus modal asing.

Kinerja sektor keuangan yang membaik juga menghasilkan beberapa tantangan. Arus modal asing yang masuk terlalu deras akan mengakibatkan rupiah

terapresiasi pada tingkat yang lebih tinggi daripada kinerja fundamentalnya, selain itu juga akan mengurangi daya saing ekspor. Selain itu aliran modal masuk yang bersifat jangka pendek juga rentan terhadap sentimen negatif yang memacu pembalikan modal secara tiba-tiba dan besar-besaran. Besarnya dana asing yang masuk juga menghasilkan eksese likuiditas yang bisa meningkatkan inflasi jika tidak dikendalikan dengan baik. Di sektor riil, tantangan yang dihadapi adalah kendala-kendala dalam meningkatkan kapasitas perekonomian akibat akumulasi kapital dan produktivitas yang terbatas, rendahnya penelitian dan pengembangan (R&D), kualitas pendidikan dan kesehatan, penguasaan teknologi serta ketersediaan infrastruktur dan energi.

Di tahun 2011 pertumbuhan ekonomi diperkirakan lebih tinggi dari pertumbuhan tahun 2010 pada kisaran 6,0% - 6,5% sementara tingkat inflasi ditargetkan $5\% \pm 1\%$ pada tahun 2011 dan $4,5\% \pm 1\%$ pada tahun 2012. Ekspor diperkirakan akan tumbuh lebih tinggi daripada impor sehingga transaksi berjalan akan surplus dan rata-rata nilai tukar rupiah diperkirakan tetap stabil. Dalam jangka menengah pertumbuhan ekonomi dunia diperkirakan masih tetap tinggi dan volume perdagangan juga akan masih cukup tinggi dan akan diikuti oleh peningkatan tren harga komoditas meski pada tingkat harga yang moderat. Defisit fiskal diperkirakan turun secara bertahap. Kebijakan pemerintah dalam jangka menengah diarahkan untuk meningkatkan akumulasi kapital dan produktivitas untuk meningkatkan daya saing. Dengan kondisi ini diharapkan pertumbuhan ekonomi akan mencapai 7% dengan tingkat inflasi yang semakin rendah yaitu 3.5%. Namun prospek ekonomi jangka menengah ini dapat dicapai jika hambatan utama perekonomian Indonesia dapat diatasi yaitu kurangnya ketersediaan energi dan infrastruktur atau transportasi, rendahnya aktivitas penelitian dan pengembangan, rendahnya kualitas dan tingkat inklusivitas sistem pendidikan dan kesenjangan teknologi (Bank Indonesia, Laporan tahunan 2010 www.bi.go.id). Kondisi ekonomi mempengaruhi perusahaan salah satunya berupa risiko-risiko yang dihadapi berupa:

- Risiko nilai tukar

Pembiayaan dan sebagian besar pendapatan dan pengeluaran operasi dari anak perusahaan didenominasi dalam mata uang Dolar AS yang secara tidak

langsung merupakan lindung nilai alami (*natural hedging*) terhadap fluktuasi nilai tukar mata uang asing. Namun grup memiliki eksposur terhadap risiko mata uang asing yang timbul dari pembayaran dividen kepada pemegang saham dan biaya operasional lainnya dalam mata uang Rupiah. Risiko nilai tukar tersebut dikelola perusahaan dengan melakukan kontrak *forward*.

- Risiko harga

Perusahaan menghadapi risiko harga komoditas karena batubara adalah produk komoditas yang diperjualbelikan di pasar batubara dunia. Harga batubara Adaro ditentukan berdasarkan harga batubara dunia yang cenderung sangat mengikuti siklus dan terpengaruh oleh fluktuasi yang signifikan. Sebagai produk komoditas, harga batubara dunia sangat tergantung pada dinamika pasokan dan permintaan di pasar ekspor dunia.

Perusahaan juga menghadapi risiko harga komoditas berkaitan dengan pembelian bahan bakar minyak yang diperlukan untuk menjalankan operasi penambangan batubara. Risiko fluktuasi harga bahan bakar minyak tersebut dikelola perusahaan dengan melakukan kontrak lindung nilai bahan bakar minyak dan kontrak jangka panjang dengan pelanggan yang memperbolehkan penyesuaian harga ketika bahan bakar minyak naik.

- Risiko suku bunga

Dengan adanya hutang dalam jumlah besar, perusahaan dihadapkan pada risiko fluktuasi suku bunga. Untuk mengurangi risiko perubahan tingkat suku bunga yang menyebabkan adanya ketidakpastian arus kas terhadap pembayaran beban bunga di masa depan, perusahaan melakukan aktivitas lindung nilai *swap* suku bunga (*interest rate swap*).

c. Social (Sosial)

Keadaan sosial – faktor-faktor ini meliputi budaya, adat, agama serta keadaan faktor-faktor sosial lainnya seperti distribusi usia produktif, jumlah pengangguran dan pekerja, kesadaran akan kesehatan, disiplin, dan lain-lain. Hal ini akan berpengaruh nantinya terhadap permintaan produk dan cara beroperasi sebuah perusahaan.

Risiko sosial yang mungkin timbul adalah protes dari masyarakat sekitar akibat adanya gangguan pada pemukiman penduduk akibat penambangan batubara seperti penggunaan jalan untuk transportasi batubara, kerusakan ekologi pemukiman penduduk. Risiko sosial semacam itu berpotensi mengganggu bahkan menghentikan kegiatan operasi perusahaan. Perusahaan mengantisipasi hal ini melalui *Corporate Social Responsibility* program yang ditujukan untuk menciptakan kepercayaan dan hubungan yang saling menguntungkan dengan komunitas sekitarnya.

d. Technology (Teknologi)

Perkembangan permintaan batubara dipengaruhi oleh perkembangan teknologi pemanfaatan batu bara. Dimasa yang lalu penggunaan batubara kurang diminati akibat emisi CO₂ dengan kadar yang tinggi dan belum bisa ditolerir karena bisa mencemari lingkungan. Kemajuan teknologi memungkinkan diturunkannya emisi CO₂ (teknologi batubara bersih) sehingga lebih bisa diterima secara luas.

e. Environment (Lingkungan)

Keadaan lingkungan, cuaca dan iklim akan sangat berpengaruh terhadap produk atau jasa serta teknologi yang akan kita gunakan nantinya. Bila langkah penanganan limbah atau pemulihan lahan tidak dilakukan sesuai undang-undang serta peraturan yang berlaku dapat menyebabkan pencemaran lingkungan yang nantinya akan memberatkan perusahaan karena harus membayar ganti rugi atas kerusakan yang terjadi. Hal ini di atasi perusahaan dengan pemulihan lahan bekas tambang secara segera.

Pada tanggal 29 Mei 2008, Menteri Energi dan Sumber Daya Mineral mengumumkan peraturan baru mengenai reklamasi tambang dan penutupan tambang melalui Peraturan Menteri No.18 tahun 2008. Dalam peraturan tersebut ditetapkan bahwa suatu perusahaan disyaratkan untuk menyediakan jaminan untuk reklamasi tambang dan penutupan tambang yang dapat berupa deposito berjangka, jaminan bank atau asuransi yang jangka waktunya disesuaikan dengan jadwal reklamasi. Jaminan reklamasi juga dapat diberikan dalam bentuk cadangan

akuntansi apabila perusahaan berbentuk perseroan terbuka atau perusahaan dengan modal disetor tidak kurang dari AS\$25.000 sebagaimana disebutkan dalam laporan keuangan yang diaudit. Jika berupa deposito berjangka, jaminan reklamasi harus ditempatkan dalam mata uang Rupiah atau AS\$ di bank milik negara di Indonesia atas nama Menteri Energi dan Sumber Daya Mineral, Gubernur atau Walikota qq perusahaan yang bersangkutan dengan jangka waktu sesuai dengan jadwal penutupan tambang.

Pada tanggal 20 Desember 2010 Pemerintah Indonesia mengeluarkan peraturan implementasi atas undang-undang mineral no. 4 tahun 2009 yang mengatur aktivitas reklamasi dan pasca tambang untuk pemegang IUP – Eksplorasi dan IUP – Operasi Produksi. Peraturan ini memperbarui Peraturan Menteri No. 18 tahun 2008 yang dikeluarkan oleh Menteri Energi Sumber Daya Mineral pada tanggal 29 Mei 2008. Pemegang IUP – Eksplorasi harus memuat rencana eksplorasi didalam rencana kerja dan anggaran biaya eksplorasinya dan menyediakan jaminan reklamasi berupa deposito berjangka yang ditempatkan pada bank pemerintah.

Pemegang IUP – Operasi Produksi harus menyiapkan rencana reklamasi lima tahunan, rencana pasca tambang, menyediakan jaminan reklamasi yang dapat berupa rekening bersama atau deposito berjangka yang ditempatkan pada bank pemerintah, bank garansi atau cadangan akuntansi, dan menyediakan jaminan pasca tambang berupa deposito berjangka yang ditempatkan di bank pemerintah.

Penempatan jaminan reklamasi dan jaminan pasca tambang tidak menghilangkan kewajiban pemegang IUP dari ketentuan untuk melaksanakan aktivitas reklamasi dan pasca tambang.

Pada tahun 2009, Adaro telah menyampaikan rencana penutupan tambangnya kepada KESDM yang sampai sekarang masih pada tahap didiskusikan.

f. *Law & Regulation (Hukum dan Regulasi)*

Hukum – hukum disetiap negara itu berbeda, oleh karena itu penting sekali memahami secara benar regulasi mengenai konsumen, ketenagakerjaan,

kehatan, keselamatan di setiap negara karena akan berpengaruh terhadap operasional perusahaan, biaya dan permintaan produk.

Pemberlakuan ketetapan hukum dan peraturan tertentu khususnya yang berasal dari departemen terkait seperti kehutanan dan lingkungan berisiko menghambat usaha pertambangan batubara atau setidaknya menimbulkan kerugian. Pada tahun 2008 KESDM (Kementrian Energi dan Sumber Daya Mineral) memberitahu produsen batubara di Indonesia untuk melakukan negosiasi ulang kontrak penjualan batubara jangka panjang yang ada untuk disesuaikan dengan harga pasar yang berlaku. Produsen batubara Indonesia diinstruksikan untuk menghentikan pengiriman apabila mereka tidak berhasil memenuhi permintaan tersebut. Akibatnya Adaro menghentikan pengiriman kepada tiga pelanggannya. Dua dari tiga pelanggan menyetujui harga yang telah dinegosiasi ulang berdasarkan kontrak yang berlaku sesuai permintaan pemerintah, namun salah satu pelanggan menuntut Adaro sebesar AS\$399.000. Penyelesaian perselisihan di tingkat arbitrase menghasilkan klaim yang harus dibayar Adaro sebesar AS\$152.818. Beberapa peraturan yang akan mempengaruhi operasi perusahaan di masa depan adalah:

- Pada tanggal 16 Desember 2008, DPR meloloskan Undang-undang Pertambangan Mineral dan Batubara yang baru, yang telah disetujui presiden per tanggal 12 Januari 2009 menjadi UU no. 4 tahun 2009. Inti dari undang-undang tersebut adalah bahwa sistem PKP2B sudah tidak berlaku bagi investor. Undang-undang mengindikasikan bahwa PKP2B yang ada seperti yang dimiliki Adaro akan tetap diberlakukan sampai jangka waktu berakhirnya kontrak. Terdapat sejumlah permasalahan yang sedang dianalisis oleh para pemegang PKP2B termasuk Adaro, yang beberapa diantaranya adalah:
 - Undang-undang baru menjelaskan bahwa PKP2B akan tetap diberlakukan sampai jangka waktu berakhirnya kontrak, namun undang-undang juga menetapkan bahwa PKP2B yang ada harus disesuaikan dalam jangka waktu satu tahun terhadap ketentuan undang-undang yang baru (kecuali penerimaan negara yang tidak didefinisikan tetapi diasumsikan termasuk royalti dan pajak).

- Keharusan bagi pemegang PKP2B yang telah memulai aktivitasnya untuk dalam waktu satu tahun sejak diberlakukannya undang-undang yang baru menyerahkan rencana kegiatan pertambangan untuk keseluruhan area kontrak. Jika rencana ini tidak dilaksanakan, area kontrak dapat dikurangi menjadi hanya seluas area yang diperbolehkan untuk izin usaha pertambangan (IUP) berdasarkan undang-undang yang baru.
- Pada bulan Februari tahun 2010 pemerintah mengeluarkan dua Peraturan Pemerintah yaitu PP no. 22 tahun 2010 dan no. 23 tahun 2010 sehubungan dengan penerapan undang-undang no. 4 tahun 2009. PP no. 22 mengatur tentang pembentukan area pertambangan dengan menggunakan izin usaha pertambangan yang baru (IUP). PP no. 23 memperjelas prosedur untuk memperoleh IUP dan menyatakan bahwa PKP2B yang ada tetap diakui oleh Pemerintah namun perpanjangannya akan dilakukan melalui penerbitan IUP.
- Peraturan Menteri No. 28 Tahun 2009
Pada bulan September 2009 Menteri Energi dan Sumber Daya Mineral mengeluarkan Peraturan Menteri No. 28 tahun 2009 yang salah satu isinya mengharuskan persetujuan Direktur Jenderal untuk penggunaan perusahaan afiliasi sebagai jasa kontraktor pertambangan. Peraturan tersebut memberikan definisi tersendiri tentang apa yang dimaksud dengan perusahaan afiliasi dan memberikan pengecualian hanya apabila tidak terdapat perusahaan jasa pertambangan sejenis pada kabupaten/kota dan atau provinsi, atau apabila tidak terdapat perusahaan kontraktor pertambangan yang mampu di lokasi tersebut. Dalam peraturan tersebut, perusahaan pemilik konsesi pertambangan, berdasarkan kontrak yang telah ada diwajibkan untuk melaksanakan sendiri semua kewajiban aktivitas penggalan batubaranya dalam jangka waktu tiga tahun setelah peraturan ini dikeluarkan, kecuali pada kontrak baru, kewajiban tersebut berlaku efektif sejak tanggal kontrak. Oleh sebab itu Adaro diharuskan untuk mengembangkan sendiri kemampuan penggalan batubaranya sebagai pengganti ketergantungan pada kontraktor pihak ketiga.

Peraturan tersebut memberikan masa transisi selama tiga tahun untuk perubahan terhadap perjanjian yang berlaku saat ini. Grup sedang

mempertimbangkan dampak dari peraturan tersebut oleh karena SIS menyediakan jasa kontraktor pertambangan kepada Adaro.

Direktur Jenderal Mineral, Batubara dan Panas Bumi telah mengeluarkan Peraturan Direktur Jenderal No. 376.K/30/DJB/2010 tanggal 10 Mei 2010 mengenai tata cara dan persyaratan permohonan persetujuan keikutsertaan anak perusahaan dan afiliasi dalam usaha jasa pertambangan.

Sehubungan dengan dampak peraturan tersebut di atas, manajemen Adaro percaya bahwa aktivitas penggalan batubara oleh Adaro tidak akan mengubah secara substansial struktur operasi dari Adaro atau SIS. SIS diperbolehkan untuk memberikan jasa penyewaan peralatan untuk penggalan batubara, tergantung perolehan ijin atau pendaftaran dari KESDM.

- Peraturan Menteri No. 34 Tahun 2009
Pada bulan Desember 2009, Menteri Energi dan Sumber Daya mineral mengeluarkan Peraturan menteri No. 34 tahun 2009 yang mewajibkan perusahaan pertambangan untuk menjual sebagian hasil produksinya untuk pelanggan domestik (*Domestic Market Obligation* atau DMO). Setelah itu, pada tanggal 19 April 2010, KESDM mengeluarkan Keputusan Menteri No. 1604 K/30/MEM/2010 yang menetapkan prosentase batas minimal DMO sebesar 24,75%.
- Peraturan Menteri No. 17 Tahun 2010
Pada bulan September 2010, Menteri Energi dan Sumber Daya mineral mengeluarkan Peraturan Menteri No. 17 Tahun 2010 Tentang Tata Cara Penetapan Harga Patokan Penjualan Mineral dan Batubara, yang mengatur bahwa penjualan batubara harus dilakukan dengan mengacu pada harga patokan batubara sebagaimana ditetapkan pemerintah, yang akan diatur dalam peraturan yang dikeluarkan oleh Direktur Jenderal Mineral, Batubara dan Panas Bumi. Dalam peraturan menteri tersebut, untuk kontrak spot dan berjangka yang telah ditandatangani sebelum peraturan tersebut dikeluarkan wajib menyamakan ketentuannya dengan ketentuan dalam Peraturan Menteri dalam waktu enam bulan untuk kontrak spot dan dua belas bulan untuk kontrak berjangka. Pengecualian diberikan untuk kontrak-kontrak yang harga

jual batubaranya telah dinegosiasi ulang berdasarkan dan sesuai dengan instruksi dari Menteri atau Direktur Jenderal.

Pada tanggal 3 Maret 2011, Menteri Energi dan Sumber Daya Mineral mengeluarkan Keputusan Menteri No. 0617 K/32/MEM/2011 tentang harga batubara untuk PT Perusahaan Listrik Negara (PLN) dalam rangka Pengoperasian Pembangkit Listrik Tenaga Uap, yang antara lain mengatur:

- Harga pembelian batubara oleh PLN dalam rangka pengoperasian pembangkit listrik tenaga uap adalah sebesar harga patokan batubara pada saat tercapainya kesepakatan antara PLN dengan perusahaan PKP2B atau IUP Operasi Produksi batubara:
- Harga kesepakatan pembelian batubara wajib disesuaikan setiap 12 bulan sekali dengan harga pembelian batubara sesuai dengan harga patokan batubara yang berlaku pada saat penyesuaian; dan
- Harga patokan batubara akan diatur lebih lanjut oleh peraturan Direktur Jenderal Mineral, Batubara dan Panas Bumi.

Pada tanggal 24 Maret 2011, Direktur Jenderal Mineral, Batubara dan Panas Bumi mengeluarkan Peraturan Direktur Jenderal No. 515.K/32/DJB/2011 tentang formula untuk penetapan Harga Patokan Batubara yang antara lain mengatur:

- Penetapan harga patokan batubara setiap bulan berdasarkan formula yang mengacu pada rata-rata beberapa indeks harga batubara;
- Harga patokan batubara wajib dipergunakan sebagai acuan dalam penjualan batubara; dan
- Untuk penjualan batubara yang dilakukan secara jangka waktu tertentu, harga batubara mengacu pada rata-rata tiga harga patokan terakhir pada bulan dilakukannya kesepakatan harga.

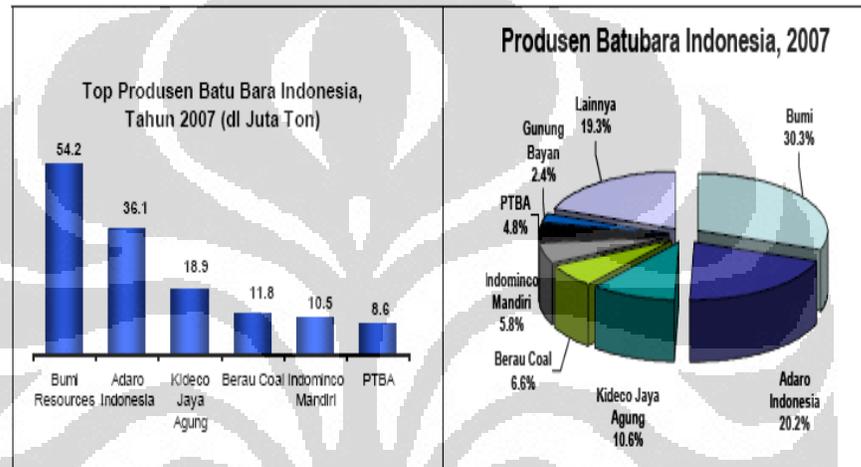
4.2 Analisis Bisnis

4.2.1 Analisis Strategi

a. Rivalitas Antar Perusahaan Yang Ada

Industri batubara di Indonesia didominasi oleh beberapa perusahaan besar yang merupakan kontrak karya generasi pertama dengan cadangan batubara yang

besar antara lain PT Tambang Batubara Bukit Asam (PTBA) dengan cadangan 1,5 milyar ton, PT Kaltim Prima Coal (KPC) dengan cadangan 525 juta ton, PT Arutmin dengan cadangan 538 juta ton, PT Kideco dengan cadangan 809 juta ton, PT Berau Coal dengan cadangan 745 juta ton, Bumi Resources Group dengan cadangan 2,9 milyar ton dan PT Adaro sendiri dengan cadangan 600 juta ton. Pangsa pasar dari pemain-pemain besar tersebut pada tahun 2007 dapat dilihat dari grafik berikut:



Gambar 4.1. Top Pemain Industri Batubara 2007

Sumber: Miranti, *Economic review* no. 214 Desember 2008 www.bni.co.id

Dalam industri batubara, produk yang dihasilkan oleh masing-masing perusahaan bervariasi dari nilai kalori, kandungan sulfur, abu dan nitrogennya. Selain itu semakin besarnya permintaan sementara ketersediaan pasokan terbatas membuat produk dari masing-masing perusahaan ini diserap habis oleh pasar. Lebih dari itu karakteristik di industri ini adalah kontrak jangka panjang dari pembeli. Namun perusahaan harus meningkatkan produksinya dan meningkatkan produksi produknya untuk mendapatkan harga yang baik. Persaingan di industri ini lebih terhadap akuisisi dan perolehan tambang atau cadangan baru untuk memperbesar cadangannya.

b. Ancaman dari Pendatang Baru

Di industri batubara, pemain lama memiliki keuntungan skala ekonomi yang diakibatkan pengalaman produksi dan penguasaan teknologi. Pada industri batubara *barrier to entry* relatif besar mengingat industri ini merupakan industri yang padat modal karena dikembangkan di daerah terpencil yang minim infrastruktur sehingga membutuhkan pengembangan infrastruktur. Selain itu risiko juga cukup tinggi baik pada masa eksplorasi maupun saat produksi dan pengembalian investasi cukup lama. Perusahaan batubara besar biasanya melakukan usaha pertambangan terintegrasi atau melakukan kombinasi dengan sub kontrak dengan keuntungan bisa menjamin kontinuitas produksi dan menekan biaya produksi namun investasi yang harus dikeluarkan untuk pengadaan alat berat juga sangat besar. Selain itu tambang dengan kualitas batubara yang rendah dan memiliki kadar abu tinggi memerlukan pabrik pencucian batubara. Untuk penggalian tanah dan batubara di lokasi tambang dibutuhkan *bucket wheel excavator* dan transportasi dibutuhkan tongkang dan *tug boat*.

c. Ancaman dari Produk Pengganti

Penggunaan batubara sebagai bahan bakar memiliki beberapa keunggulan dibandingkan sumber bahan bakar lainnya karena batubara tersedia di seluruh dunia dan harganya relatif lebih murah. Saat ini batubara berfungsi sebagai pengganti bahan bakar minyak yang lebih mahal. Namun sebagaimana minyak, suatu saat pasokan batubara juga akan habis. Yang memungkinkan sebagai pengganti batubara adalah energi angin, panas bumi, biodiesel, tenaga matahari namun masih terkendala pada masalah pasokan, biaya penyediaan yang mahal dan masalah kepraktisan dan kecocokan dalam pengaplikasian.

d. Daya Tawar Pembeli & Penjual

Pembeli biasanya memiliki ketergantungan kepada pasokan energi karena harus mempertahankan keberlangsungan pasokan untuk menjamin proses produksi tetap berjalan. Karena biasanya pembeli menginginkan kontrak jangka panjang. Selain itu kontrak jangka panjang juga melindungi pembeli dari kerugian akibat fluktuasi harga batubara (yang semakin tinggi). Selain itu pembeli memiliki

ketergantungan pada spesifikasi batubara tertentu yang sesuai dengan kebutuhannya seperti kandungan kalori, tingkat abu, sulfur dan nitrogen. Karena ketergantungan tersebut setelah daya tawar pembeli relatif lebih rendah namun pada produsen dengan kualitas dan spesifikasi yang sesuai dengan kebutuhan mereka. Sebaliknya terhadap produsen dengan spesifikasi batubara yang kurang sesuai dengan kebutuhan daya tawar pembeli akan cenderung lebih tinggi.

4.2.2 *Competitive Strategy Analysis*

Profitabilitas perusahaan dipengaruhi tidak hanya oleh struktur industrinya tapi juga oleh pilihan strategi yang dibuatnya dalam memposisikan diri di industri. PT Adaro memposisikan dirinya sebagai *low cost producer* dengan terus menerus melakukan upaya untuk menurunkan biaya produksinya. Berikut adalah pilihan strategi yang digunakan perusahaan untuk memposisikan dirinya:

- a. Memproduksi *envirocoal* dengan kandungan abu terendah diantara eksportir lainnya yaitu 1% - 2.5%, kadar nitrogen 0,9% dan sulfur 0,1%. Kadar abu, nitrogen dan sulfur yang rendah menghasilkan penghematan biaya di tingkat pemakai karena mengurangi biaya untuk mengurangi kadar abu, nitrogen dan sulfur sekaligus memungkinkan pemakai memenuhi standar regulasi.
- b. Akuisisi cadangan-cadangan baru, bukan pertambangan baru untuk meningkatkan jumlah cadangan. Yang dipilih bukan pertambangan melainkan deposit yang belum diolah sehingga memungkinkan diterapkan keahlian dan pengalaman perusahaan dalam pengelolaan tambang, sehingga pemaksimalan nilai bisa dicapai.
- c. Mempergunakan sumber pendanaan dari luar untuk menangkap peluang pertumbuhan baik itu melakukan akuisisi maupun membangun infrastruktur.
- d. *Supply chain* batubara yang terintegrasi dari *pit* sampai *port*, dari terminal bahan bakar, pembangkit listrik, sampai pelabuhan yang dibangun untuk menjamin ketersediaan pasokan pada proses pertambangan dan menciptakan efisiensi biaya.
- e. Manajemen yang profesional
- f. *Good corporate governance*

4.2.3 Corporate Strategy Analysis

Pada awalnya perusahaan berfokus pada pertumbuhan organik dari dalam perusahaan. Namun seiring waktu dan ditetapkannya pencapaian target produksi 80 juta ton per tahun dalam waktu dekat, perusahaan memutuskan untuk menambahkan akuisisi sebagai strategi pertumbuhan. Pada tahun 2010 perusahaan mencapai persetujuan dengan BHP Biliton untuk membeli 25% kepemilikan pada IndoMET Coal Project di Kalimantan Tengah dengan total sumber daya 774 juta ton.

4.2.4 Financial Analysis

Tujuan dari *financial analysis* adalah untuk menilai kinerja perusahaan dalam konteks tujuan dan strateginya. Alat dari *financial analysis* adalah *ratio analysis* dan *cash flow analysis*. Dalam analisis digunakan laporan keuangan perusahaan tahun 2007 sampai dengan 2010 dan laporan keuangan kuartal tiga tahun 2011 yang diproyeksikan. Karena per 1 Januari 2011 perusahaan menerapkan laporan keuangan dalam mata uang USD, maka dilakukan konversi dari laporan dengan mata uang USD ke Rp yang untuk *monetary asset* menggunakan kurs BI per tanggal neraca (30 September 2011), sementara *non monetary asset* digunakan kurs rata-rata BI dari 1 Januari sampai dengan 30 September 2011, kecuali pada modal.

4.2.4.1 Ratio Analysis

Pengukuran Profitabilitas

ROE Adaro pada tahun 2011 (21%) menunjukkan peningkatan dibandingkan tahun 2010 (11.88%), namun masih lebih rendah dibandingkan tahun 2009 (25.03%). Peningkatan tersebut dikarenakan kenaikan penjualan dan laba bersih. Namun di tahun 2011 Adaro harus membayar klaim sebesar \$155.000 akibat perubahan kontrak penjualan yang menyebabkan turunnya tingkat laba.

Tabel 4.1 Rasio Profitabilitas

Rasio	2011 (e)	2010	2009	2008	2007
ROE	21.00%	11.88%	25.03%	6.33%	4.12%
ROA	9.46%	5.44%	10.31%	2.63%	0.60%

ROA per 2011 (9.46%) juga mengalami peningkatan dibandingkan tahun 2010 (5.44%) namun juga masih lebih rendah daripada ROA di tahun 2009 (10.31%).

Peningkatan ROA maupun ROE per kuartal ketigatahun 2011 dikontribusikan oleh peningkatan laba sebelum pajak yang diakumulasikan pada sembilan bulan tahun 2011 sebesar Rp 5,781,449 juta yang lebih besar daripada pencapaian laba sebelum pajak tahun 2010 yaitu Rp 5,049,918 juta. Peningkatan laba ditopang oleh kenaikan volume produksi dan harga jual rata-rata. Pendapatan usaha bersih meningkat 48% *yoy*, menjadi Rp 25 trilyun (USD 2.5 milyar). Kenaikan volume produksi yang mencapai rekor tertinggi pada kuartal ketiga 2011 ditopang dengan cuaca yang baik dan kedatangan alat berat baru yang berskala lebih besar dan kinerja yang baik dari para kontraktor. Kenaikan harga jual rata-rata ditopang oleh kenaikan harga batubara termal sebesar 25% *yoy*. Total biaya kas grup sebelum royalti meningkat 20.3% menjadi USD 41.3 per ton karena adanya kenaikan pada nisbah kupas yang direncanakan, jarak angkut lapisan penutup yang semakin jauh dan kenaikan biaya bahan bakar. Walaupun ada pembayaran klaim kepada pelanggan sebesar Rp 1,3 trilyun atau USD 155,5 milyar namun perusahaan masih membukukan peningkatan kinerja.

Penilaian Manajemen Operasi

Gross Profit Margin

Tabel 4.2 Rasio Margin

Rasio	2011 (e)	2010	2009	2008	2007
<i>Gross profit margin</i>	34.39%	31.32%	40.98%	27.32%	21.59%
<i>NOPAT margin</i>	15.99%	13.19%	19.61%	8.31%	15.65%
<i>EBITDA margin</i>	30.97%	32.36%	41.76%	24.84%	26.03%

Gross profit margin 2011 (34.39%) mengalami peningkatan dibanding tahun 2010 (31.32%) walaupun masih lebih rendah dibanding tahun 2009. *Gross profit margin* yang tertinggi dicapai pada tahun 2009 (40,98%) dengan tren peningkatan dari tahun 2007 (21,59%) sampai tahun 2008 (27,32%). *NOPAT margin* 2011 (15.99%) mengalami kenaikan dibanding tahun 2010 (13.19%) namun masih lebih rendah dibanding tahun 2009. *NOPAT margin* yang tertinggi

dicapai pada tahun 2009 (19.61%).EBITDA *margin* 2011 (30.97%) mengalami penurunan dibanding 2010 (32.36%) dan tahun 2009 (41.76%).

Pada tahun 2010 rasio-rasio tersebut mengalami penurunan akibat cuaca yang buruk yang ditandai dengan curah hujan yang sangat tinggi menyebabkan perusahaan tidak berhasil mencapai tingkat produksi yang diharapkan, walaupun masih lebih tinggi dari produksi tahun 2009 (40 juta ton). Pada 2011 rasio-rasio tersebut kecuali EBITDA *margin* kembali mengalami kenaikan akibat kenaikan volume produksi yang mencapai rekor tertinggi pada kuartal ketiga 2011 yang ditopang dengan cuaca yang baik, kedatangan alat berat baru yang berskala lebih besar dan kinerja yang baik dari para kontraktor. Kenaikan harga jual rata-rata ditopang oleh kenaikan harga batubara termal sebesar 25% *yoy* juga turut mendukung kenaikan rasio. EBITDA 2011 mengalami penurunan dibandingkan tahun 2010 akibat biaya lain-lain pembayaran klaim kepada salah satu pelanggan sebesar USD153 juta.

Penilaian Manajemen Investasi

Working Capital Management

Tabel 4.3 Rasio *Working Capital Management*

Rasio	2011 (e)	2010	2009	2008	2007
<i>Operat. Work. capital to sales ratio</i>	2.95%	0.85%	3.92%	1.85%	-0.54%
<i>Operating working capital turnover</i>	34	118	26	54	(184)
<i>Accounts receivable turnover</i>	10	10	9	8	7
<i>Inventory turnover</i>	62	59	63	43	38
<i>Account payable turnover</i>	7	7	8	5	6
<i>Days' receivables</i>	37	37	39	47	49
<i>Days' inventory</i>	6	6	6	8	10
<i>Days' payable</i>	56	50	46	66	60

Operating working capital to sales ratio 2011 (2.95%) mengalami kenaikan dibanding tahun 2010 (0.85%). *Operating working capital to sales ratio* yang tertinggi dicapai pada tahun 2009 (3.92%) dengan tren peningkatan dari tahun 2007 (-0.54%) sampai tahun 2008 (1.85%). Pada tahun 2010 rasio tersebut mengalami penurunan akibat turunnya penjualan dan naiknya komponen *non cash*

operating working capital yaitu hutang usaha dan beban yang masih harus dibayar, sementara piutang mengalami penurunan.

Sementara *operating working capital turnover* tahun 2011 (34x) turun dari 2010. Rasio tertinggi dicapai pada tahun 2010 (118x) dan yang terendah pada tahun 2007 (-184x).

Account receivable turnover tahun 2011 berada pada angka yang sama dengan pada tahun 2010 (10x) dengan tren peningkatan dari tahun 2007 (7x) sampai tahun 2009 (9x). Peningkatan *turnover* tersebut diakibatkan oleh tren kenaikan penjualan yang lajunya lebih tinggi dari laju kenaikan piutang. Pada tahun 2010 penjualan memang mengalami penurunan namun piutang usaha juga mengalami penurunan sehingga rasio tetap lebih tinggi dibandingkan tahun 2009.

Days' receivable tahun 2011 berada di posisi yang sama dengan tahun 2010 dengan tren penurunan dari tahun tahun 2007 (49 hari) sampai tahun 2009 (39 hari).

Inventory turnover tahun 2011 (62x) lebih tinggi dari tahun 2010 (59x) namun masih lebih rendah dari tahun 2009 (63x) dan lebih tinggi dari tahun 2008 (43x) serta 2007 (38x). Peningkatan *turnover* tersebut dipengaruhi oleh tren penjualan yang semakin meningkat dari tahun 2007 sampai 2009 walaupun mengalami penurunan di 2010, dengan laju kenaikan penjualan lebih tinggi daripada laju kenaikan persediaan.

Days' inventory tahun 2011 (6 hari) sama dengan tahun 2010 dan 2009 dan mengalami penurunan dibanding tahun 2007 (10 hari) dan 2008 (8 hari).

Account payable turnover tahun 2011 (7x) berada pada posisi yang sama dengan tahun 2010 dan turun dibandingkan tahun 2009 (8x). Penurunan *turnover* tersebut diakibatkan oleh beban pokok penjualan yang semakin meningkat seiring dengan peningkatan penjualan namun peningkatannya lebih rendah dari laju peningkatan hutang usaha.

Days' payable pada tahun 2011 (56 hari) naik dari tahun 2010 (50 hari) dan tahun 2009 yaitu 46 hari namun turun dari 66 hari di tahun 2008 dan 60 hari di tahun 2007.

Long-Term Assets Management

Net long term asset turnover yang tertinggi dicapai pada tahun 2007 (1.4x), lebih tinggi dari tahun 2009 (1.2x), 2010 (0.9x) dan tahun 2008 (0.8x). Rasio ini turun pada tahun 2008 akibat melonjaknya aset jangka panjang sedangkan tingkat penjualan tidak naik setinggi itu. Pada tahun 2009 rasio ini kembali naik karena meningkatnya lagi penjualan sementara pada tahun 2010 kembali turun akibatnya menurunnya penjualan di banding tahun 2009. *Net long term asset turnover* per 2011 adalah 1.1x.

Tabel 4.4 Rasio *Long-Term Assets Management*

Rasio	2011 (e)	2010	2009	2008	2007
<i>Net long term asset turnover</i>	1.1	0.9	1.2	0.8	1.4
<i>PP&E turnover</i>	3	3	4	3	3

P&E turnover yang tertinggi dicapai pada tahun 2009 yaitu 4x sementara pada tahun 2010, 2008 maupun 2007 rata-rata 3x. Pencapaian pada tahun 2010 tersebut akibat rekor penjualan tertinggi yang dicapai pada periode tersebut yang lebih tinggi pertumbuhannya dibandingkan tingkat pertumbuhan P&E. Sementara *P&E* per 2011 adalah 3x.

Evaluating Financial Management

Current Liabilities dan Short-term Liquidity

Current ratio tahun 2011 (2.11) berada pada posisi tertinggi dalam periode lima tahun. Sebelumnya *current ratio* yang tertinggi dicapai pada tahun 2009 (1.98), lebih tinggi dari tahun 2010 (1.76), 2008 (1.17) dan tahun 2007 (0.98). Pada tahun 2009 rasio ini mengalami angka tertinggi akibat melonjaknya aset lancar terutama kas dan setara kas sementara kewajiban lancar pertumbuhannya tidak terlalu drastis.

Quick ratio tahun 2011 (1.62) lebih tinggi dari tahun 2010 (1.37). *Quick ratio* yang tertinggi dicapai pada tahun 2009 (1.78), lebih tinggi dari tahun 2010 (1.37), 2008 (0.87) dan tahun 2007 (0.8). Pada tahun 2009 rasio ini mengalami

angka tertinggi akibat melonjaknya aset lancar terutama kas dan setara kas sementara kewajiban lancar pertumbuhannya tidak terlalu drastis.

Cash ratio tahun 2011 (1.07) mengalami kenaikan dibandingkan tahun 2010 (0.94). *Cash ratio* yang tertinggi dicapai pada tahun 2009 (1.42), lebih tinggi dari tahun 2010 (0.94), 2008 (0.52) dan tahun 2007 (0.5). Pada tahun 2009 rasio ini mengalami angka tertinggi akibat melonjaknya aset lancar terutama kas dan setara kas sementara kewajiban lancar pertumbuhannya tidak terlalu drastis.

Operating cash flow ratio tahun 2011 (1.08) berada pada posisi tertinggi dalam lima tahun terakhir. *Operating cash flow ratio* yang tertinggi sebelumnya dicapai pada tahun 2009 (0.89), lebih tinggi dari tahun 2010 (0.45), 2007 (0.58) dan tahun 2008 (0.1). Pada tahun 2009 rasio ini mengalami angka tertinggi akibat tingginya penerimaan dari pelanggan namun pengeluaran operasional seperti pembayaran ke pemasok maupun pembayaran pajak penghasilan masih lebih kecil daripada yang harus dikeluarkan di tahun 2010.

Secara keseluruhan, rasio-rasio di atas menunjukkan bahwa perusahaan punya kemampuan untuk mengatasi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya.

Tabel 4.5 Rasio Current Liabilities

Rasio	2011 (e)	2010	2009	2008	2007
<i>Current ratio</i>	2.11	1.76	1.98	1.17	0.98
<i>Quick ratio</i>	1.62	1.37	1.78	0.87	0.80
<i>Cash ratio</i>	1.07	0.94	1.42	0.52	0.50
<i>Operating cash flow ratio</i>	1.08	0.45	0.89	0.10	0.58

Debt and Long Term Solvency

Tabel 4.6 Rasio Debt and Long-Term Solvency

Rasio	2011 (e)	2010	2009	2008	2007
<i>Liabilities to equity ratio</i>	1.18	1.18	1.42	1.41	5.57
<i>Debt to equity ratio</i>	0.77	0.75	0.88	0.74	3.19
<i>Net debt to equity ratio</i>	0.48	0.48	0.26	0.54	2.11
<i>Debt to capital ratio</i>	0.44	0.44	0.47	0.44	0.77
<i>Net debt to net capital ratio</i>	0.32	0.32	0.20	0.35	0.68
<i>Interest coverage</i>	11.5	5.82	10.37	5.75	1.55

Liabilities to equity ratio tahun 2011 (1.18) berada pada posisi yang sama dengan tahun 2010. *Liabilities to equity ratio* pada periode 2007 – sampai 2010

mencapai nilai tertinggi pada tahun 2007 yaitu 5.57 lebih tinggi dari tahun 2009 (1.42), tahun 2008 (1.41) dan tahun 2010 (1.18). Nilai *Liabilities to equity ratio* cenderung menurun disebabkan perkembangan nilai ekuitas dari tahun 2007 yang baru mencapai Rp 2.1 triliun sementara nilai ekuitas per tahun 2010 sudah mencapai Rp 18.7 triliun dibandingkan perkembangan nilai kewajiban pada tahun 2007 Rp 12 triliun menjadi Rp 22 triliun pada tahun 2010.

Debt to equity ratio tahun 2011 (0.77) mengalami kenaikan dibanding tahun 2010 (0.75). *Debt to equity ratio* pada periode 2007 –2010 mencapai nilai tertinggi pada tahun 2007 yaitu 3.19 lebih tinggi dari tahun 2009 (0.88), tahun 2010 (0.75) dan tahun 2008 (0.74). Nilai *Debt to equity ratio* cenderung menurun disebabkan perkembangan nilai ekuitas yang pada tahun 2007 Rp 2.1 triliun menjadi Rp 18,7 triliun di tahun 2010 sementara hutang bank pada tahun 2007 Rp 7.1 triliun menjadi Rp 15.7 triliun pada tahun 2009.

Net debt to equity ratio tahun 2011 (0.48) berada pada posisi yang sama dengan tahun 2010. *Net debt to equity ratio* pada periode 2007 –2010 mencapai nilai tertinggi pada tahun 2007 yaitu 2.11 lebih tinggi dari tahun 2008 (0.54), tahun 2010 (0.48) dan tahun 2009 (0.26).

Debt to capital ratio tahun 2011 (0.44) berada pada posisi yang sama dengan tahun 2010. *Debt to capital ratio* pada periode 2007 – 2010 mencapai nilai tertinggi pada tahun 2007 yaitu 0.77 lebih tinggi dari tahun 2009 (0.47) dan 2010 dan 2008 yang sebesar 0.44. Tren yang menurun di tahun 2008 namun kemudian cenderung stabil sampai dengan tahun 2010 ini kemungkinan perusahaan ingin menjaga tingkat *leverage*-nya pada level tersebut.

Net debt to net capital ratio tahun 2011 (0.32) berada pada posisi yang sama dengan tahun 2010. *Net debt to net capital ratio* pada periode 2007 –2010 mencapai nilai tertinggi pada tahun 2007 yaitu 0.68 lebih tinggi dari tahun 2008 (0.35), tahun 2010 (0.32) dan tahun 2009 (0.2).

Interest coverage 2011 (11.5) mengalami peningkatan dari periode sebelumnya. *Interest coverage* pada periode 2007 – 2010 mencapai nilai tertinggi pada tahun 2009 yaitu 20.7 lebih tinggi dari tahun 2008 (11.05), tahun 2010 (10.45) dan tahun 2007 (3.8).

Secara umum rasio-rasio *debt and long-term solvency* mengalami peningkatan disebabkan oleh kenaikan hutang bank yang per 30 September 2011 mencapai Rp 17,5 trilyun. Posisi hutang yang cenderung meningkat merupakan konsekwensi dari strategi pertumbuhan perusahaan melalui akuisisi-akuisisi. Pada 19 Agustus 2011, Adaro menggunakan sejumlah fasilitas pinjaman *revolving* untuk mendanai akuisisi 75% saham PT Mustika Indah Permai dengan harga USD 222,5 juta. Namun *interest coverage* berada pada level yang baik sehingga level hutang yang ada saat ini dinilai masih aman.

Menilai *Sustainable Growth Rate*

Sustainability growth rate merupakan tingkat pertumbuhan yang bisa diharapkan perusahaan dengan mempertahankan tingkat profitabilitas pada level sekarang dan tidak merubah kebijakan keuangannya. *Sustainability growth rate* pada 2011 (13,45%) mengalami kenaikan dibandingkan tahun 2010 (6,66%) dan mengalami penurunan dibandingkan tahun 2009 (19,72%). *Sustainable growth rate* yang meningkat disebabkan oleh peningkatan ROE per 2011 sementara *dividend payout ratio* diproyeksikan 35.92%.

Tabel 4.7 Rasio *Sustainable Growth Rate*

Rasio	2011 (e)	2010	2009	2008	2007
<i>Sustainable growth rate</i>	13.45%	6.66%	19.72%	3.64%	-
<i>Dividend payout ratio</i>	35.92%	43.98%	21.24%	42.54%	-

4.2.4.2 Analisis *Cash Flow*

Selama tahun 2007 sampai dengan 2011 Adaro menghasilkan arus kas operasi yang positif dengan jumlah yang semakin meningkat kecuali di tahun 2010 yang sempat menurun. Arus kas dari kegiatan operasi yang positif tersebut didapatkan setelah perusahaan menyelesaikan kewajiban operasionalnya seperti pembayaran bunga, pembayaran royalti, kewajiban terhadap karyawan, pajak penghasilan dan kewajiban pada pemasok.

Arus kas investasi Adaro selalu negatif dalam jumlah yang cukup besar sebagai akibat kegiatan investasi baik untuk pembelian aktiva tetap, akuisisi atau

investasi pada anak perusahaan. Selama periode tahun 2010–Q3 2011 perusahaan menggunakan dananya untuk kegiatan akuisisi yang diharapkan dapat meningkatkan pendapatan dimasa datang sehingga sejalan dengan strategi yang dijalankan perusahaan. Namun karena dana yang diperlukan untuk investasi tidak mencukupi maka perusahaan mendapatkan sumber pembiayaan dari luar. Pada Q3 tahun 2011 arus kas dari pendanaan positif sebesar Rp 2,4 trilyun setelah perusahaan mendapatkan hutang baru sebesar Rp 6,4 trilyun dan melakukan pembayaran hutang sebesar Rp 2,6 triliun dan membayar dividen sebesar Rp 668 milyar, hutang pembiayaan Rp 272 milyar dan beban keuangan 320 milyar. Tanpa mengambil hutang baru, Adaro akan mampu memenuhi semua kewajiban pada kreditur dan membayar dividen karena dari aktivitas operasi diperoleh kas bersih sebesar Rp 4,8 trilyun sedangkan total kewajiban kepada kreditur dan pembayaran dividen adalah sebesar Rp 3,5 trilyun. Namun perusahaan tetap harus mengambil pendanaan dari luar untuk mengejar peluang pertumbuhan. Pada akhir tahun 2011 perusahaan diproyeksikan masih memiliki saldo kas dan setara kas sebesar Rp 8 trilyun.

4.2.5 Prospective Analysis

4.2.5.1 Forecasting

Untuk melakukan perhitungan nilai wajar ADRO, maka diperlukan proyeksi terhadap laporan keuangan untuk lima tahun ke depan, sebagai dasar untuk perhitungan arus kas. Proyeksi keuangan disusun berdasarkan asumsi-asumsi yang berdasarkan data primer maupun data sekunder baik dari data historis atau data terkini, dan bahwa situasi politik, ekonomi, sosial, perkembangan teknologi, lingkungan dan regulasi pemerintah di tingkat domestik maupun global masih tetap akan kondusif bagi keberlangsungan bisnis perusahaan. Data primer yang dimaksud adalah laporan tahunan periode 2007 – 2010 dan Q3 2011, data produksi dan penjualan dalam ton tahun 1992 – 2010. Data sekunder diperoleh dari koran, *website*, buku dan sebagainya. Dasar asumsi yang dipergunakan adalah:

- Pendapatan dari penjualan batubara untuk tahun 2012 – 2015 diperoleh dari proyeksi harga batubara (untuk harga *Envirocoal* dikalikan 85% karena

kalorinya tergolong rendah) pada periode tersebut dikalikan dengan proyeksi penjualan batubara. Pertumbuhan produksi batubara untuk periode 2012 hingga 2016 digunakan dua asumsi yaitu asumsi optimis dan pesimis.

- a. Pada asumsi optimis diasumsikan Adaro berhasil mencapai target produksinya sebesar 48 juta ton sehingga pertumbuhan produksi tahun 2011 (terhadap 2010) adalah sebesar 13,7%. Tingkat pertumbuhan ini digunakan untuk proyeksi tingkat pertumbuhan tahun 2012 – 2015.
- b. Pada asumsi pesimis diasumsikan Adaro hanya berhasil mencapai produksinya sebesar 47 juta ton sehingga pertumbuhan produksi tahun 2011 (terhadap 2010) adalah sebesar 11,4%. Tingkat pertumbuhan ini digunakan untuk proyeksi tingkat pertumbuhan tahun 2012 – 2015.

Tabel 4.8
Proyeksi Harga Batubara Thermal Coal
USD/ton

Tahun	2012	2013	2014	2015
Japan ref. USD/ton	87	85	90	90
Adusted	73.95	72.25	76.5	76.5

Sumber: Macquarie Research, 2010

- Prosentase pendapatan dari penjualan batubara per Q3 2011 sebesar 93% dari total pendapatan. Untuk proyeksi tahun 2012 – 2015 digunakan asumsi prosentase pendapatan dari penjualan batubara sebesar 90%.
- Harga pokok pendapatan untuk tahun 2012 – 2015 diproyeksikan dengan mengasumsikan penambahan 2% dari prosentase laba kotor tahun 2011. Asumsi tersebut diambil dengan pertimbangan laba kotor yang semakin meningkat (kecuali tahun 2010) dengan laju peningkatan yang semakin mengecil pada periode 2007 – 2011.
- Beban operasi dihitung berdasarkan rata-rata prosentase beban operasi terhadap pendapatan selama lima tahun yaitu 3,5%, dikalikan dengan proyeksi pendapatan.
- Beban dan pendapatan lain-lain hanya diproyeksikan pada biaya bunga (mengikuti skedul pembayaran hutang), pendapatan bunga (kas dikalikan

dengan rate deposito 0.5%) dan biaya lain-lain dengan kenaikan 2% per tahun.

- Nilai kurs rupiah yang digunakan adalah Rp 9,000.
- Tarif pajak yang digunakan adalah 45%, yaitu tarif pajak setelah 10 tahun beroperasi sesuai PKP2B.
- *Dividend payout ratio* (DPR) diasumsikan sama dengan rata-rata DPR selama 2008 – 2010 yaitu 35.92%
- Asumsi lainnya untuk proyeksi laporan keuangan diperoleh dari pengamatan tren data keuangan dari tahun ke tahun selama lima tahun terakhir.

Tabel 4.9
Produksi Batubara 1992 – 2010 dan Proyeksi 2011 – 2015 (optimis)
USD/ton

Tahun	Produksi	Kenaikan
1992	1.00	
1993	1.40	40.0%
1994	2.40	71.4%
1995	5.50	129.2%
1996	8.60	56.4%
1997	9.40	9.3%
1998	10.90	16.0%
1999	13.60	24.8%
2000	15.50	14.0%
2001	17.70	14.2%
2002	20.80	17.5%
2003	22.50	8.2%
2004	24.30	8.0%
2005	26.70	9.9%
2006	34.40	28.8%
2007	36.10	4.9%
2008	38.50	6.6%
2009	40.60	5.5%
2010	42.20	3.9%
2011 (e)	48.00	13.7%
2012 (e)	54.60	13.7%
2013 (e)	62.10	13.7%
2014 (e)	70.61	13.7%
2015 (e)	80.28	13.7%

Tabel 4.10
Proyeksi 2011 – 2015 (pesimis)
USD/ton

Tahun	Produksi	Kenaikan
2011 (e)	47.00	11.4%
2012 (e)	52.35	11.4%
2013 (e)	58.30	11.4%
2014 (e)	64.93	11.4%
2015 (e)	72.32	11.4%

4.2.5.2 Valuation

Selanjutnya dihitung *Free Cash Flow to Equity* untuk empat tahun kedepan (2011 – 2014) yang kemudian nilainya di-*present value*-kan dengan tingkat diskonto yang diestimasikan untuk mendapatkan nilai ekuitas perusahaan. Hasilnya akan diperbandingkan dengan nilai pasar saat ini. Dalam hal ini nilai FCFE Adaro akan dibandingkan dengan harga pasar saham Adaro per tanggal 30 September 2011 untuk mengetahui apakah *overvalued* atau *undervalued*.

- Estimasi Tingkat Diskonto

Untuk memperoleh *estimated discount rate* dari ekuitas, digunakan rumus CAPM dengan asumsi sebagai berikut:

- *Risk free* (R_f), menggunakan tingkat suku bunga SBI (Sertifikat Bank Indonesia) per 30 September 2011.
- *Risk Premium* (R_m), diambil dari *total country risk premium* dari Damodaran
- *Beta* (β), nilai beta diambil dari J.P. Morgan.

Selanjutnya diperoleh k_e melalui perhitungan sebagaimana tabel di bawah:

Tabel 4.11
Perhitungan Cost of Equity (k_e)

<i>Beta</i> (β)	0.94
<i>Risk free</i> (R_f)	6.50%
<i>Total Risk premium</i>	9.13%
$k_e = R_f + \beta(\text{Risk Premium})$	15%

Tabel 4.12
Perhitungan FCFE - Optimis (dalam jutaan kecuali FCFE dan PV FCFE dalam nilai penuh)

Deskripsi	Tahun			
	2011	2012	2013	2014
Laba bersih	4,624,198	6,662,769	7,973,754	10,319,387
(+) Depresiasi dan amortisasi	1,813,494	2,014,827	2,216,160	2,417,493
(-) Pengeluaran modal	4,003,039	5,694,677	5,694,677	5,694,677
	235,863	(852,625)	(607,231)	(685,260)
(-) Penamb.modal kerja	1,289,075	(1,088,487)	245,394	(78,029)
(-) Penamb.hutang	2,724,510	(1,154,931)	(1,032,291)	(1,280,650)
FCFE	3,870,088	2,916,476	3,217,553	5,839,582
Saham beredar	31,986	31,986	31,986	31,986
FCFE per saham	121	91	101	183
PV FCFE per saham	121	79	76	120
Total PV FCFE				396 (a)

Tabel 4.13
Perhitungan Nilai Wajar – Optimis (dalam jutaan kecuali EPS dan harga saham dalam nilai penuh)

<u>Ekuitas 2015</u>		
Tingkat pertumbuhan stabil	10.0%	(b)
Estimasi laba 2015	12,502,578	(c)
Saham beredar 2015	31,986	(d)
Estimasi EPS 2015	391	(e)=(c)/(d)
Tingkat reinvestasi	64.1%	(f)=(1-35.92%)*
Reinvestasi ekuitas	250	(g)=(e)x(f)
FCFE 2015	140	(h)=(e)-(g)
Harga 2015 (Terminal value EPS)	2,763	(i)=(h)/(ke-(b))
PV of Terminal Value EPS	1,750	(j)=PV(i)
Harga saham	2,146	(k)=(j)+(a)

(*) *dividendpayout ratio* 35.92%

Hasil perhitungan dan proyeksi FCFE untuk Adaro empat tahun kedepan adalah seperti pada tabel 4.12 dan 4.14. Perhitungan dan proyeksi FCFE tersebut menggunakan *two stage model* dengan asumsi bahwa pada saat ini Adaro masih akan menikmati pertumbuhan yang tinggi selama periode 2011 – 2015 karena ditunjang keadaan perekonomian dan pasar batubara dunia dan Indonesia, dan pada periode selanjutnya sampai dengan *terminal year* akan mengalami pertumbuhan stabil sebesar 10% dengan dasar asumsi *dividend payout ratio* tetap

sebesar 35.92% sehingga *reinvestment rate* juga tetap sebesar 64.08%. Setelah didapatkan nilai PV FCFE selanjutnya dapat dihitung nilai wajar seperti pada tabel 4.13 dan 4.15.

Tabel 4.14
Perhitungan FCFE - Pesimis (dalam jutaan kecuali FCFE dan PV FCFE dalam nilai penuh)

Deskripsi	Tahun			
	2011	2012	2013	2014
Laba bersih	4,624,198	6,369,232	7,461,487	9,463,086
(+) Depresiasi dan amortisasi	1,813,494	2,014,827	2,216,160	2,417,493
(-) Pengeluaran modal	4,003,039	5,694,677	5,694,677	5,694,677
	235,863	(840,052)	(574,271)	(618,820)
(-) Penamb.modul kerja	1,289,075	(1,075,915)	265,781	(44,549)
(-) Penamb.hutang	2,724,510	(1,154,931)	(1,032,291)	(1,280,650)
FCFE	3,870,088	2,610,366	2,684,899	4,949,801
Saham beredar	31,986	31,986	31,986	31,986
FCFE per saham	121	82	84	155
PV FCFE per saham	121	71	63	102
Total PV FCFE				357

Tabel 4.15
Perhitungan Nilai Wajar – Pesimis(dalam jutaan kecuali EPS dan harga saham dalam nilai penuh)

Ekuitas 2015		
Tingkat pertumbuhan stabil	10.0%	(b)
Estimasi laba 2015	11,235,870	(c)
Saham beredar 2015	31,986	(d)
Estimasi EPS 2015	351	(e)=(c)/(d)
Tingkat reinvestasi	64.1%	(f)=(1-DPR)
Reinvestasi ekuitas	225	(g)=(e)x(f)
FCFE 2015	126	(h)=(e)-(g)
Harga 2015 (Terminal value EPS)	2,483	(i)=(h)/(ke-(b))
PV of Terminal Value EPS	1,573	(j)=PV(i)
Harga saham	1,930	(k)=(j)+(a)

Dari tabel 4.13 didapatkan bahwa nilai wajar saham Adaro dengan proyeksi produksi optimis adalah sebesar Rp 2,146 sedangkan dengan proyeksi produksi pesimis seperti pada tabel 4.15 didapatkan nilai wajar sebesar Rp 1,930. Kedua nilai tersebut ternyata lebih tinggi dari nilai pasar saham Adaro per 30

September 2011 yang sebesar Rp 1,720, dengan demikian maka bisa dikatakan bahwa nilai saham Adaro *undervalued*.

4.2.5.3 PE Ratio

Salah satu indikator yang sering dipergunakan dalam analisa fundamental adalah *price earning ratio* (PER). PER berarti perbandingan antara harga di pasar dengan laba bersih per saham (*earning per share* - EPS). Rata-rata PER dari periode 2008 – Q3 2011 pada table 4.16 adalah 20.8. Dengan mengalikan angka PER tersebut dengan EPS per 31 Desember 2011 akan didapatkan *expected price* sebesar Rp 2,911 (table 14.7). Harga saham ADRO dari valuasi PER memang lebih tinggi dari harga berdasarkan valuasi FCFE yang sebesar Rp 2,146 (optimis) dan Rp 1,930 (pesimis) namun keduanya menunjukkan harga wajar yang berada di atas harga pasar ADRO yaitu Rp 1,770.

Tabel 4.16
Perhitungan PE Ratio

Rasio	Q3 2011	2010	2009	2008	<i>Average</i>
Harga	1,720	2,550	1,730	485	
EPS	102	69	137	35	
PER	16.84	36.96	12.67	13.86	20.08

Tabel 4.17
Perhitungan *Expected Price*

EPS 31-12-2011	145
<i>Expected price</i>	2,911.6

Bab 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Dari analisis dan pembahasan di atas, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Nilai intrinsik saham ADRO per 30 September 2011 dihitung dengan metode *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dengan proyeksi produksi optimis adalah Rp 2,146 sedangkan dengan proyeksi produksi pesimis adalah Rp 1,930.
2. Jika dibandingkan dengan harga saham ADRO per 30 September 2011 sebesar Rp 1,720 maka saham ADRO *undervalued* (lebih rendah daripada nilai intrinsiknya). Dilihat dari nilai intrinsik yang dihitung dengan PER ADRO sebesar Rp 2,911 jika dibandingkan dengan harga pasar per 31 Desember 2011 sebesar Rp 1,770 juga menunjukkan bahwa harga saham ADRO masih *undervalued*.
3. Dengan mempertimbangkan bahwa situasi politik, ekonomi, sosial, teknologi, lingkungan dan hukum masih akan kondusif di tahun-tahun mendatang, perusahaan memiliki prospek yang menjanjikan karena beberapa faktor sebagai berikut:
 - Perusahaan berada pada industri yang prospektif dengan permintaan batubara yang semakin meningkat dari domestik maupun global.
 - Perusahaan memiliki *competitive strategy* yaitu menempatkan dirinya sebagai *low cost producer* dengan terus menerus melakukan upaya untuk menurunkan biaya produksinya dengan membangun dan melengkapi *supply chain* batubara yang terintegrasi dari *pit* sampai *port*, dari terminal bahan bakar, pembangkit listrik, sampai pelabuhan. Perusahaan juga mendiferensiasi dirinya dengan menjual *envirocoal* yang memiliki kadar abu, nitrogen dan sulfur yang rendah dengan permintaan yang semakin meningkat karena lebih memenuhi standar emisi di berbagai negara.
 - Perusahaan memiliki strategi pertumbuhan yang bersumber dari kekuatan internal dengan cara meningkatkan kemampuan, kapasitas

dan efisiensi produksi juga melakukan akuisisi cadangan-cadangan baru untuk meningkatkan jumlah cadangan.

- o Memiliki manajemen yang profesional dan *good corporate governance*
- o Dilihat dari kinerja masa lalu melalui analisis rasio terhadap laporan keuangan perusahaan dalam lima tahun terakhir, angka rasio profitabilitas menunjukkan peningkatan dari tahun ke tahun kecuali pada tahun 2010. Perusahaan dalam posisi mampu memenuhi kewajiban jangka pendek maupun jangka panjangnya, secara berkala mampu membagikan dividen dengan *payout ratio* yang cukup besar dan masih mempunyai sisa dana untuk mendanai kebutuhan investasi dan ekspansi (dengan tambahan dana dari sumber luar).

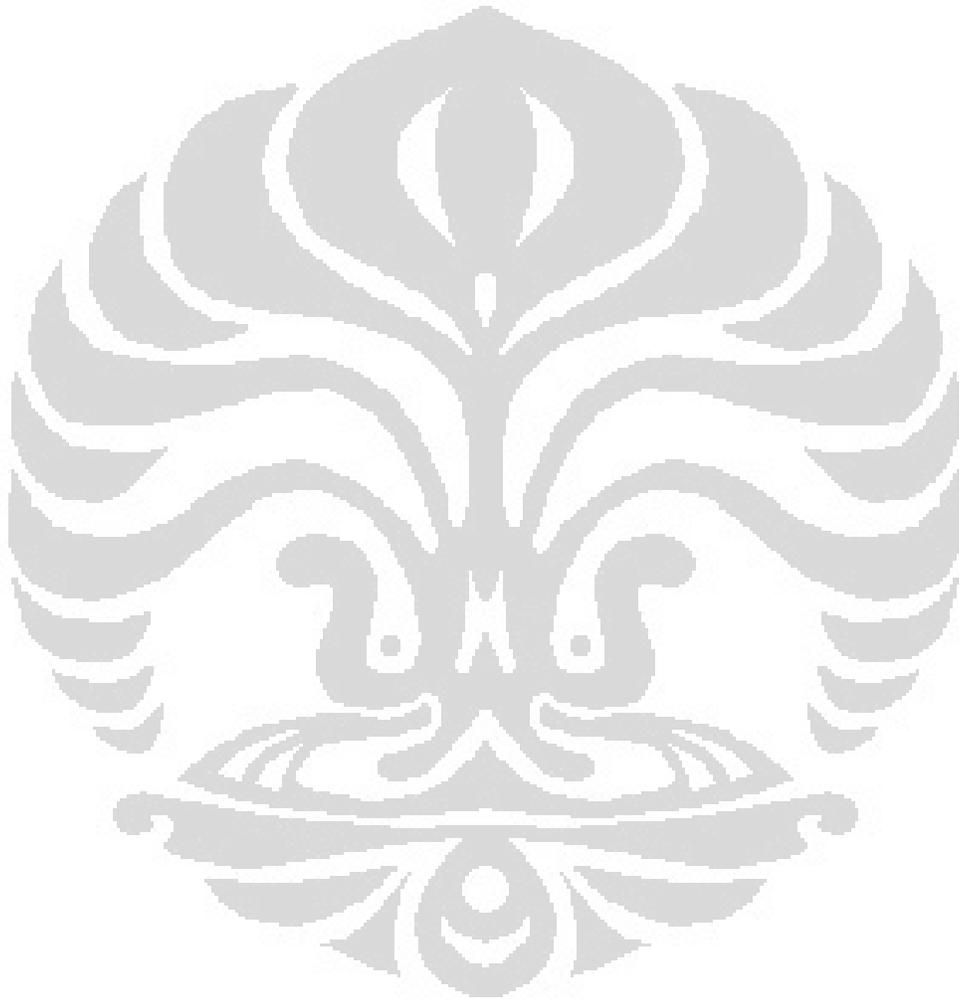
5.2 Keterbatasan Penelitian

Sebagai dasar pengambilan keputusan bagi para akademisi maupun para praktisi, penelitian ini masih mengandung beberapaketerbatasan. Untuk itu bagi para akademisi yang akan menggunakan hasil penelitian ini sebagai dasar kajian ilmiah maupun bagi para praktisi yang akan menggunakan hasil penelitian ini sebagai dasar pengambilan keputusan investasi penting untuk memahami bahwa hasil yang didapatkan dalam penelitian ini sangat tergantung kepada asumsi *growth rate* yang digunakan. Berubahnya asumsi tingkat *growth rate* akan sangat mempengaruhi hasil perhitungan nilai wajar saham. Asumsi tingkat *growth rate* sebesar 10% (pertumbuhan stabil) didasarkan pada asumsi reinvestasi akan terus terjadi pada tingkat yang sama sampai dengan *terminal year*.

5.3 Saran

Dalam penelitian ini telah dilakukan valuasi terhadap saham ADRO dengan menggunakan metode FCFE bersama dengan analisis fundamental. Untuk menunjang keputusan investasi ada baiknya jika investor juga melengkapinya dengan analisis teknikal ataupun menggunakan metode valuasi yang lain sebagai perbandingan.

Berdasarkan penelitian ini disarankan untuk berinvestasi saham ADRO untuk jangka panjang, namun perlu diingat bahwa hasil analisis dibuat asumsi-asumsi berdasarkan kondisi saat ini, sehingga apabila terdapat perubahan yang cukup signifikan maka hasil perhitungan ini harus ditinjau kembali.



DAFTAR REFERENSI

- ADRO.JK. www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=ADRO.JK
- Bank Indonesia.(2010). *Statistik Keuangan Indonesia*.
- Bank Indonesia.(2010). *Laporan Tahunan Bank Indonesia 2010*.
www.bi.go.id > [Home](#) > [Publikasi](#) > [Laporan Tahunan](#)
- BPS.2011. *Laporan Bulanan Data Sosial Ekonomi*, Edisi 19 Desember 2011.
http://dds.bps.go.id/download_file/IP_Desember_2011.pdf
- Coal Statistics.<http://www.worldcoal.org/resources/coal-statistics/>
- Damodaran, A. (2010, January 10). Country Default Spreads and Risk Premiums.
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation*. (2nded.). New York: John Wiley and Son Inc.
- David, Fred. R. *Strategic Management*. 5th edition. New Jersey: Prentice Hall, Inc,1995.
- Ermina Miranti. *Prospek Industri Pertambangan Batubara 2009*.www.bni.co.id
- Herdamang: *Valuasi saham perusahaan-perusahaan industri semen Indonesia dengan menggunakan metode free cash flow to equity dan P/E multiplier model*: MM-FEUI; 2010
- International Energy Agency.(2011). *World Energy Outlook 2011 Factsheet*.
<http://www.iea.org/weo/>
- Ivalandari: *Penentuan nilai wajar saham melalui model discounted cash flow dan relative valuation (studi kasus: saham PT. Bumi Resources, Tbk. Periode 2005 – 2009)*: MM-FEUI:2010
- J.P. Morgan. *Asia Pacific Equity Research: Adaro Energy*. 19 Oktober 2011
- Palepu, Khrishna G., Healy, Bernard. (2000). *Business analysis & valuation using financial statement*. South-Western College Publishing.
- Pengertian Batubara. <http://www.senyawa.com/2010/04/pengertian-batubara.html>
- PT Adaro Energy, Tbk. (Q3 2011). Laporan Tahunan. Jakarta
http://www.adaro.com/files/FS_AE_30_Sep_2011_FINAL1.pdf

PT Adaro Energy, Tbk. (2010). Laporan Tahunan. Jakarta
http://www.adaro.com/annual_report/content

PT Adaro Energy, Tbk. (2009). Laporan Tahunan. Jakarta
http://www.adaro.com/annual_report1/1

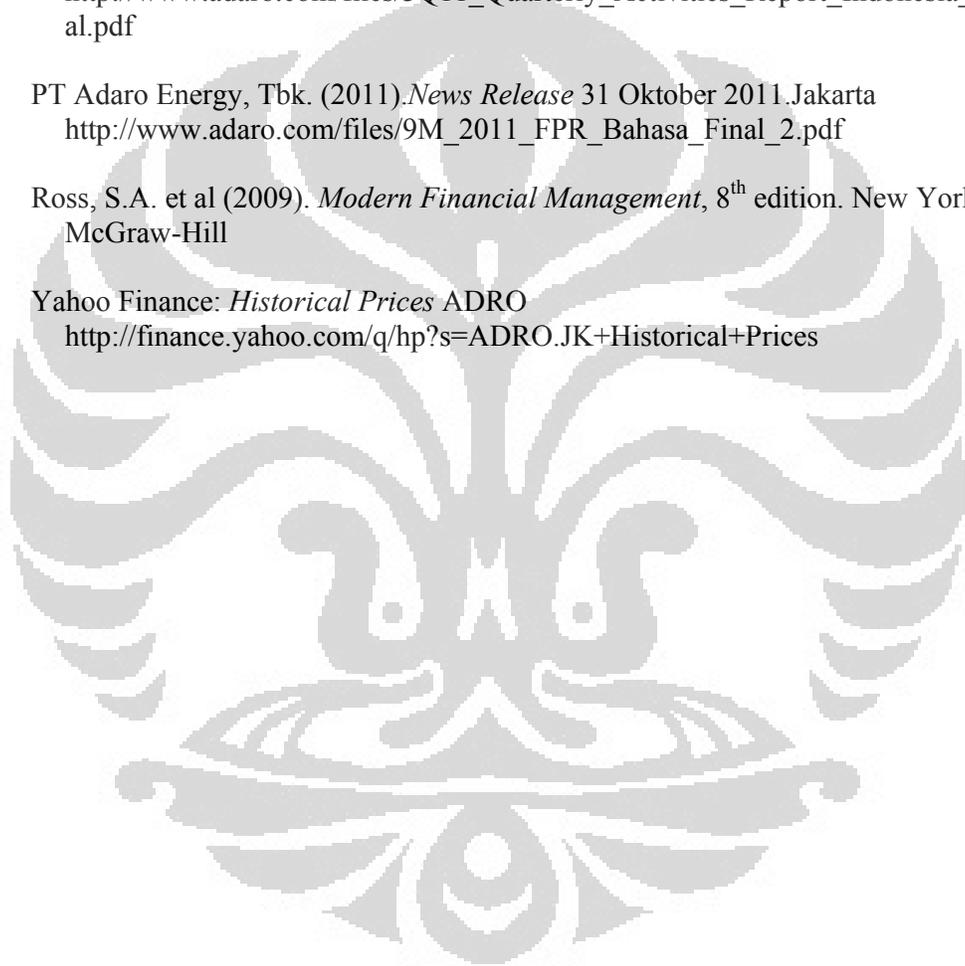
PT Adaro Energy, Tbk. (2008). Laporan Tahunan. Jakarta
<http://www.adaro.com/AnnualReport2008/>

PT Adaro Energy, Tbk. (2011). Laporan Aktivitas Kuartal 3. Jakarta
http://www.adaro.com/files/3Q11_Quarterly_Activities_Report_Indonesia_Final.pdf

PT Adaro Energy, Tbk. (2011). *News Release* 31 Oktober 2011. Jakarta
http://www.adaro.com/files/9M_2011_FPR_Bahasa_Final_2.pdf

Ross, S.A. et al (2009). *Modern Financial Management*, 8th edition. New York: McGraw-Hill

Yahoo Finance: *Historical Prices* ADRO
<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=ADRO.JK+Historical+Prices>



Lampiran 1

Laporan Keuangan (Neraca) Adaro Energy 2007 – Q3 2011

	Q3 2011	2010	2009	2008	2007
ASET LANCAR					
Kas dan setara kas	5,149,253	5,459,971	11,274,623	2,415,853	831,840
Piutang usaha	3,909,118	2,476,369	2,882,459	2,331,886	1,550,143
Efek yang tersedia untuk dijual	-	-	-	1,096,081	1,734,330
Uang muka dan biaya dibayar dimuka	1,776,043	595,131	393,629	567,508	83,638
Persediaan	358,999	288,732	250,450	304,670	238,148
Pajak dibayar dimuka	244,274	643,190	304,782	286,826	153,997
Pajak yang bisa dipulihkan kembali	686,456	705,007	653,329	709,722	210,171
Piutang lain-lain pihak ketiga	23,954	27,966	21,160	18,043	60,727
Pinjaman ke pihak ketiga	313,322	-	-	-	-
Kas dan deposito berjangka yang dibatasi penggunaannya	6,617	2,534	-	-	64,595
Biaya keuangan yang ditangguhkan bersih	-	-	-	36,243	16,269
Biaya yang ditangguhkan bersih	-	-	-	-	49,776
Aset derivatif	17,328	-	-	-	-
Aset lancar lain-lain	3,803	1,390	23,515	89,967	4,038
Jumlah aset lancar	12,489,168	10,200,290	15,803,947	7,856,799	4,997,672
ASET TIDAK LANCAR					
Piutang lain-lain dari pihak yang mempunyai hubungan istimewa	-	-	-	2,243	26,128
Kas dan deposito berjangka yang dibatasi penggunaannya	-	-	-	-	-
- bagian tidak lancar	7,076	9,099	9,484	11,036	11,236
Biaya eksplorasi dan pengembangan yang ditangguhkan	-	-	-	-	-
-setelah dikurangi akumulasi amortisasi	82,477	71,408	81,010	97,651	86,828
Pajak yang bisa dipulihkan, bagian tidak lancar	147,494	-	-	-	-
Pinjaman kepada pihak yang mempunyai hubungan istimewa	-	-	-	-	4,498,016
Uang muka dan biaya dibayar dimuka - bagian tidak lancar	517,354	471,567	68,561	-	-
Aset tetap setelah dikurangi penyusutan	11,393,744	8,810,252	7,415,677	5,924,184	3,558,698
Investasi pada perusahaan asosiasi	3,229,386	3,212,904	4,776	5,594	4,868
Investasi pada efek ekuitas	765,378	-	-	-	-
Properti pertambangan setelah dikurangi akumulasi amortisasi	10,917,739	9,245,886	9,791,657	10,470,181	118,362
Goodwill, setelah dikurangi akumulasi amortisasi	8,983,107	8,462,275	9,091,776	9,128,419	1,225,532
Biaya keuangan yang ditangguhkan bersih - bagian jangka panjang	-	-	-	144,292	59,728
Biaya yang ditangguhkan bersih - bagian jangka panjang	347,229	-	-	5,370	12,590
Aset pajak tangguhan	33,157	44,293	37,587	43,824	36,823

Lampiran 1 (lanjutan)
Laporan Keuangan (Neraca) Adaro Energy 2007 – Q3 2011

Aset tidak lancar lain-lain	117,301	72,947	55,872	30,577	52,202
Jumlah aset tidak lancar	36,541,442	30,400,631	26,556,400	25,863,371	9,691,011
JUMLAH ASET	49,030,610	40,600,921	42,360,347	33,720,170	14,688,683
KEWAJIBAN LANCAR					
Hutang usaha					
- Pihak ketiga	3,391,499	2,303,985	2,025,321	2,391,923	1,505,851
- Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	172,525	109,144	142,783	249,386	182,322
Beban yang masih harus dibayar	493,444	737,982	302,161	265,093	306,127
Hutang bank jangka pendek	-	-	188,000	876,000	447,045
Pinjaman lain-lain dari pihak ketiga	-	-	-	-	191,677
Hutang pajak	731,718	135,857	2,252,058	1,151,214	1,020,045
Hutang royalti	1,136,649	682,473	738,044	576,500	583,452
Pinjaman jangka panjang yang akan jatuh tempo dalam satu tahun	-	-	-	-	-
Hutang sewa pembiayaan	341,494	368,641	335,803	334,810	125,728
Pinjaman lain-lain dari pihak ketiga	-	-	-	-	6,594
Hutang bank	892,217	1,346,980	1,823,127	818,538	747,892
Hutang derivatif - bagian lancar	174,060	90,810	127,163	51,112	-
Hutang lancar lain-lain	91,900	17,659	28,654	7,051	1,237
Jumlah kewajiban lancar	7,425,507	5,793,531	7,963,114	6,721,627	5,117,970
KEWAJIBAN TIDAK LANCAR					
Pinjaman jangka panjang setelah dikurangi bagian yang akan jatuh tempo dalam satu tahun					
- Hutang sewa pembiayaan	376,107	429,406	475,755	683,651	243,036
- Hutang bank	9,016,550	5,102,587	5,548,196	8,325,942	5,535,428
- Pinjaman lain-lain	-	-	-	-	-
- Pihak ketiga	-	-	-	-	23,753
- Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	-	-	-	-	10,945
- Pinjaman subordinasi	-	-	-	-	94,190
Senior notes	6,943,683	7,068,256	7,379,848	-	-
Hutang derivatif - bagian tidak lancar	20,963	55,127	40,505	157,633	-
Biaya pengupasan tanah yang masih harus dibayar	-	308,425	365,980	596,391	421,522
Kewajiban pajak tangguhan	3,546,140	2,981,363	2,933,399	3,144,306	473,922

Lampiran 1 (lanjutan)
Laporan Keuangan (Neraca) Adaro Energy 2007 – Q3 2011

Hutang dari pihak yang mempunyai hubungan istimewa	4,412	4,495	4,700	6,339	8,765
Penyisihan imbalan karyawan	170,081	142,191	90,419	56,657	50,195
Penyisihan untuk biaya reklamasi	50,344	46,354	27,784	-	-
Penyisihan untuk penutupan tambang	54,685	38,634	18,713	-	-
Jumlah kewajiban tidak lancar	20,182,965	16,176,838	16,885,299	12,970,919	6,861,756
HAK MINORITAS	71,846	54,111	67,043	18,379	558,403
EKUITAS					
Modal saham - modal dasar 80,000,000,000 lembar ditempatkan	3,198,596	3,198,596	3,198,596	3,198,596	2,062,478
Tambahan modal disetor	10,732,663	10,732,663	10,732,663	10,732,663	-
Selisih kurs karena penjabaran laporan keuangan	(215,818)	(440,097)	(214,163)	39,926	18,696
Selisih nilai transaksi restrukturisasi entitas pengendali	(191,843)	(191,843)	(191,843)	(191,843)	325,119
Selisih perubahan ekuitas anak perusahaan dan perusahaan asosiasi	5,415	4,188	4,188	4,188	-
Cadangan niali wajar	(162,291)	(103,683)	(112,677)	(196,426)	2,946
Laba ditahan	-	-	-	-	-
- Dicadangkan	368,435	262,723	44,360	-	-
- Belum dicadangkan	7,615,135	5,113,894	3,983,767	422,141	(258,685)
Jumlah ekuitas	21,350,292	18,576,441	17,444,891	14,009,245	2,150,554
JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS	49,030,610	40,600,921	42,360,347	33,720,170	14,688,683

Lampiran 2

Laporan Keuangan (Laba Rugi) Adaro Energy 2007 – Q3 2011

<u>Laporan Laba-rugi</u>	Q3 2011	2010	2009	2008	2007
-					
Pendapatan usaha	25,452,422	24,689,333	26,938,020	18,092,502	11,592,640
beban pokok pendapatan	(16,698,484)	(16,957,291)	(15,900,123)	(13,149,270)	(9,089,223)
Laba kotor	8,753,937	7,732,042	11,037,897	4,943,232	2,503,417
Beban operasi					
Penjualan dan pemasaran	(430,427)	(497,646)	(637,457)	(528,316)	(173,173)
Umum dan administrasi	(395,775)	(460,118)	(471,993)	(203,058)	(77,725)
Jumlah beban operasi	(826,202)	(957,764)	(1,109,450)	(731,374)	(250,898)
Laba usaha	7,927,735	6,774,278	9,928,447	4,211,858	2,252,519
Pendapatan/ (beban) lain-lain					
Beban keuangan	(800,070)	(1,048,252)	(915,813)	(616,310)	(1,725,928)
Pendapatan keuangan	37,036	42,377	68,185	47,933	610,722
Kerugian pelepasan aset tetap	(23,034)	(51,235)	(6,650)	(3,059)	(1,489)
(Kerugian)/ Keuntungan selisih kurs bersih	78,283	(28,286)	100,215	(455,357)	(167,799)
Bagian rugi bersih dari perusahaan asosiasi	(85,349)	(13,485)	(19)		(20,541)
Keuntungan penjualan anak perusahaan	-	-		95,203	-
Keuntungan penjualan efek yang tersedia untuk dijual	-	-	37,409	48,798	-
Biaya amortisasi goodwill	-	(490,045)	(507,117)	(360,233)	(32,027)
Beban lain-lain, bersih	(1,353,152)	(135,434)	(126,276)	(44,129)	31,568
	(2,146,286)	(1,724,360)	(1,350,066)	(1,287,154)	(1,305,494)
Laba sebelum pajak penghasilan	5,781,449	5,049,918	8,578,381	2,924,704	947,025
	43.4%	52.8%	48.0%	54.8%	69.4%
Beban pajak penghasilan	(2,509,098)	(2,668,668)	(4,119,101)	(1,601,976)	(656,927)
Laba dari aktivitas normal	3,272,350	2,381,250	4,459,280	1,322,728	290,098
Pos luar biasa bersih setelah pajak	-	(171,544)	-	(372,741)	-
Laba sebelum rugi/ (laba) pra-akuisisi	3,272,350	2,209,706	4,459,280	949,987	290,098
Rugi/ (laba) pra-akuisisi	-	200	(43,469)	(126,390)	(38,048)
Laba sebelum hak minoritas	3,272,350	2,209,906	4,415,811	823,597	252,050
Hak minoritas atas laba bersih anak perusahaan	(6,274)	(2,593)	(48,559)	63,601	(163,516)
Laba bersih	3,266,076	2,207,313	4,367,252	887,198	88,534
Laba bersih per saham dasar	102	69	137	35	62

Lampiran 3

Laporan Keuangan (Arus Kas) Adaro Energy 2007 – Q3 2011

ARUS KAS	Q3 2011	2010	2009	2008	2007
-					
Arus kas dari aktivitas operasi					
Penerimaan dari pelanggan	24,479,599	25,056,231	25,865,653	17,468,809	11,523,125
Pembayaran kepada pemasok	(14,420,885)	(14,134,714)	(13,353,699)	(12,462,109)	(6,766,613)
Pembayaran kepada karyawan	(720,133)	(740,775)	(627,951)	(458,178)	(305,958)
Penerimaan pendapatan keuangan	37,551	33,876	67,295	46,309	684,316
Pembayaran royalti	(1,087,549)	(1,496,687)	(1,395,926)	(1,075,532)	(564,864)
Pembayaran pajak penghasilan	(1,673,247)	(5,039,939)	(2,867,312)	(1,625,751)	(671,208)
Pembayaran beban keuangan	(587,444)	(1,068,719)	(729,260)	(606,757)	(908,094)
Penerimaan lain-lain	(1,276,097)	99,382	138,475	38,917	-
Arus kas bersih yang diperoleh dari kegiatan operasi sebelum pos luar biasa	4,751,794	2,708,655	7,097,275	1,325,708	2,990,704
Pembayaran denda labuh kapal luar biasa	-	(119,027)	-	(647,326)	-
Arus kas bersih yang diperoleh dari aktivitas operasi	4,751,794	2,589,628	7,097,275	678,382	2,990,704
Arus kas dari aktivitas investasi					
Pembelian aset tetap	(4,003,039)	(2,250,548)	(1,106,262)	(1,463,972)	(650,770)
Pembelian tambahan kepemilikan pada anak perusahaan	-	(94,000)	(170,832)	-	-
Pembayaran beban yang ditangguhkan	-	-	(8,079)	-	(68,345)
Arus kas keluar bersih dari akuisisi anak perusahaan	(2,106,527)	(352)	(1,017,893)	(10,299,789)	(749,005)
Arus kas masuk bersih dari pelepasan anak perusahaan	-	-	-	20,000	163,769
Pinjaman kepada pihak yang mempunyai hubungan istimewa	(313,728)	-	-	-	(3,187,880)
Penerimaan pinjaman kepada pihak yang mempunyai hubungan istimewa	-	-	-	46,061	4,762,757
Penambahan efek yang tersedia untuk dijual	-	-	-	-	(1,728,106)
Pembelian investasi pada efek ekuitas	(765,378)	-	-	-	-
Pembayaran untuk investasi pada perusahaan asosiasi	(31,339)	(3,203,195)	-	-	(82)
Pembayaran untuk uang muka investasi pada perusahaan asosiasi	(199,215)	(449,544)	-	-	-
Hasil penjualan aset tetap	15,105	34,518	6,266	6,250	12,743
Hasil penjualan perusahaan asosiasi	-	83	-	-	-
Hasil penjualan efek yang tersedia untuk dijual	-	-	1,088,814	701,492	-
Arus kas bersih yang digunakan untuk aktivitas investasi	(7,404,120)	(5,963,038)	(1,207,986)	(10,989,958)	(1,444,919)
Arus kas dari aktivitas pendanaan					
Penerimaan pinjaman dari pihak yang mempunyai hubungan istimewa	-	-	-	-	27,000
Pembayaran pinjaman kepada pihak yang mempunyai hubungan istimewa	-	-	-	(473,412)	(60,219)

Lampiran 3 (lanjutan)
Laporan Keuangan (Arus Kas) Adaro Energy 2007 – Q3 2011

Penerimaan pinjaman dari pihak ketiga	-			245,350	301,068
Pembayaran pinjaman kepada pihak ketiga	-			(447,564)	(499,182)
Pembayaran hutang bank	(2,646,106)	(1,180,632)	(3,904,703)	(3,007,249)	(5,056,064)
Penerimaan hutang bank	6,352,560	363,400	2,013,300	3,438,993	6,299,800
Pembayaran beban keuangan Penerimaan dari penerbitan notes setelah dikurangi biaya penerbitan	(319,693)	-	(109,068)	(116,752)	(108,304)
	-	-	7,440,270		
Pembayaran penarikan notes Penerimaan dari penerbitan saham baru setelah dikurangi biaya emisi saham	-	-	(395,000)		(3,654,400)
Penerimaan dari penerbitan saham anak perusahaan dari pihak minoritas	4,553		2,318	12,253,265	1,920,050
Transfer ke kas yang dibatasi penggunaannya	(4,129)	(2,534)	-		
Pembayaran dividen	(668,289)	(858,823)	(761,266)		
Pembayaran hutang sewa pembiayaan Pembayaran beban keuangan atas pelunasan notes lebih awal	(272,454)	(361,763)	(656,978)	(200,763)	(122,365)
	-				(548,211)
Pembayaran jaminan deposit	-				(174)
Arus kas bersih yang (digunakan untuk) diperoleh dari aktivitas pendanaan	2,446,441	(2,040,352)	3,628,873	11,691,868	(1,501,001)
(Penurunan) kenaikan bersih kas dan setara kas	(205,885)	(5,413,762)	9,518,162	1,380,292	44,784
Kas dan setara kas pada awal tahun	5,459,971	11,274,623	2,415,853	831,840	758,453
Efek perubahan nilai kurs pada kas dan setara kas	(2,815)	(400,890)	(659,412)	203,721	28,603
Kas dan setara kas pada akhir tahun	5,251,272	5,459,971	11,274,603	2,415,853	831,840
Aktivitas yang tidak mempengaruhi arus kas:					
Perolehan aset melalui hutang sewa pembiayaan	206,917	384,805	347,640	722,255	263,542
Penambahan investasi pada perusahaan asosiasi melalui konversi unag muka investasi	71,907	26,068	-	22,185	-

Lampiran 4

Proyeksi Laporan Keuangan (Neraca) Adaro Energy 2011 – 2015

<u>Neraca</u>	2011	2012	2013	2014	2015
ASET LANCAR					
Kas dan setara kas	6,569,331	7,704,056	8,146,258	10,951,290	15,693,171
Piutang usaha	3,393,656	3,670,418	3,738,866	4,154,912	4,386,696
Uang muka dan biaya dibayar dimuka	1,168,484	300,877	1,030,400	1,131,054	948,176
Persediaan	358,999	288,732	288,732	288,732	288,732
Pajak dibayar dimuka	675,350	675,350	675,350	675,350	675,350
Pajak yang bisa dipulihkan kembali	740,257	740,257	740,257	740,257	740,257
Piutang lain-lain pihak ketiga	29,364	29,364	29,364	29,364	29,364
Kas dan deposito berjangka yang dibatasi penggunaannya	6,617	6,617	6,617	6,617	6,617
Aset derivatif	17,328	17,328	17,328	17,328	17,328
Aset lancar lain-lain	3,803	3,803	3,803	3,803	3,803
Jumlah aset lancar	12,963,189	13,436,802	14,676,975	17,998,707	22,789,494
ASET TIDAK LANCAR					
- bagian tidak lancar	7,076	7,076	7,076	7,076	7,076
-setelah dikurangi akumulasi amortisasi	82,477	82,477	82,477	82,477	82,477
Pajak yang bisa dipulihkan, bagian tidak lancar	147,494	154,869	162,612	170,743	179,280
Uang muka dan biaya dibayar dimuka - bagian tidak lancar	517,354	517,354	517,354	517,354	517,354
Aset tetap setelah dikurangi penyusutan	11,212,607	12,219,290	13,024,640	13,628,657	14,031,340
Investasi pada perusahaan asosiasi	3,229,386	6,432,581	9,635,776	12,838,971	16,042,166
Properti pertambangan setelah dikurangi akumulasi amortisasi	10,785,232	10,255,204	9,725,176	9,195,148	8,665,120
Goodwill, setelah dikurangi akumulasi amortisasi	8,983,107	8,983,107	8,983,107	8,983,107	8,983,107
Aset pajak tangguhan	44,293	44,293	44,293	44,293	44,293
Aset tidak lancar lain-lain	72,947	72,947	72,947	72,947	72,947
Jumlah aset tidak lancar	35,081,974	38,769,199	42,255,459	45,540,774	48,625,162
JUMLAH ASET	48,045,164	52,206,001	56,932,434	63,539,480	71,414,656
KEWAJIBAN LANCAR					
Hutang usaha					
-Pihak ketiga	3,425,330	3,975,345	4,279,563	4,985,894	5,479,996
Beban yang masih harus dibayar	493,444	493,444	493,444	493,444	493,444
Hutang pajak	135,857	135,857	135,857	135,857	135,857
Hutang royalti	682,473	682,473	682,473	682,473	682,473
Hutang sewa pembiayaan	246,162	119,111	56,467	-	-

Lampiran 4 (lanjutan)

Proyeksi Laporan Keuangan (Neraca) Adaro Energy 2011 – 2015

	2011	2012	2013	2014	2015
Hutang derivatif - bagian lancar	174,060	174,060	174,060	174,060	174,060
Hutang lancar lain-lain	91,900	91,900	91,900	91,900	91,900
Jumlah kewajiban lancar	6,157,996	6,585,371	7,137,947	7,732,676	7,554,025
KEWAJIBAN TIDAK LANCAR					
Pinjaman jangka panjang					
-Hutang sewa pembiayaan	175,578	56,467	-	-	-
- Hutang bank	8,766,189	7,853,008	6,628,826	5,459,778	4,963,485
Senior notes	6,943,683	6,943,683	6,943,683	6,943,683	6,943,683
Hutang derivatif - bagian tidak lancar	20,963	20,963	20,963	20,963	20,963
Kewajiban pajak tangguhan	3,546,140	3,546,140	3,546,140	3,546,140	3,546,140
Hutang dari pihak yang mempunyai hubungan istimewa	4,412	4,412	4,412	4,412	4,412
Penyisihan imbalan karyawan	226,775	278,195	329,967	381,739	433,511
Penyisihan untuk biaya reklamasi	50,344	50,344	50,344	50,344	50,344
Penyisihan untuk penutupan tambang	54,685	54,685	54,685	54,685	54,685
Jumlah kewajiban tidak lancar	19,788,769	18,807,898	17,579,020	16,461,745	16,017,223
HAK MINORITAS	74,455	87,254	102,573	122,397	146,415
EKUITAS					
Modal saham - modal dasar 80,000,000,000 lembar ditempatkan	3,198,596	3,198,596	3,198,596	3,198,596	3,198,596
Tambahan modal disetor	10,732,663	10,732,663	10,732,663	10,732,663	10,732,663
Selisih kurs karena penjabaran laporan keuangan	(315,818)	(315,818)	(315,818)	(315,818)	(315,818)
Selisih nilai transaksi restrukturisasi entitas pengendali	(191,843)	(191,843)	(191,843)	(191,843)	(191,843)
Selisih perubahan ekuitas anak perusahaan dan perusahaan asosiasi	5,415	5,415	5,415	5,415	5,415
Cadangan niali wajar	(162,291)	(162,291)	(162,291)	(162,291)	(162,291)
Laba ditahan					
- Belum dicadangkan	8,388,788	13,090,321	18,477,737	25,587,505	34,061,837
Jumlah ekuitas	22,023,945	26,725,478	32,112,894	39,222,662	47,696,994
JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS	48,045,164	52,206,001	56,932,434	63,539,480	71,414,656

Lampiran 5

Proyeksi Laporan Keuangan (Laba-rugi) Adaro Energy 2011 – 2015

Laporan Laba-rugi	2011	2012	2013	2014	2015
-					
Pendapatan usaha	33,936,562	40,374,597	44,866,387	54,013,852	61,413,749
beban pokok pendapatan	(22,264,646)	(25,839,742)	(27,817,160)	(32,408,311)	(35,619,975)
Laba kotor	11,671,916	14,534,855	17,049,227	21,605,541	25,793,775
Beban operasi					
Penjualan dan pemasaran	(573,902)	(813,803)	(904,341)	(1,088,720)	(1,237,875)
Umum dan administrasi	(527,701)	(752,433)	(836,144)	(1,006,619)	(1,144,526)
Jumlah beban operasi	(1,101,603)	(1,566,237)	(1,740,485)	(2,095,339)	(2,382,400)
Laba usaha	10,570,313	12,968,618	15,308,742	19,510,202	23,411,374
Pendapatan/ (beban) lain-lain					
Beban keuangan	(802,524)	(748,132)	(699,516)	(639,203)	(584,146)
Pendapatan keuangan	49,381	55,055	57,266	71,291	95,000
Kerugian pelepasan aset tetap (Kerugian)/ Keuntungan selisih kurs bersih	(30,712) 104,378	- -	- -	- -	- -
Bagian rugi bersih dari perusahaan asosiasi	(113,799)	-	-	-	-
Beban lain-lain, bersih	(1,353,253)	(138,143)	(140,906)	(143,724)	(146,598)
	(2,146,530)	(831,220)	(783,156)	(711,636)	(635,744)
Laba sebelum pajak penghasilan	8,423,784	12,137,398	14,525,586	18,798,566	22,775,630
Beban pajak penghasilan	(3,790,703)	(5,461,829)	(6,536,514)	(8,459,355)	(10,249,034)
Laba dari aktivitas normal	4,633,081	6,675,569	7,989,073	10,339,211	12,526,597
Laba sebelum rugi/ (laba) pra-akuisisi	4,633,081	6,675,569	7,989,073	10,339,211	12,526,597
Laba sebelum hak minoritas	4,633,081	6,675,569	7,989,073	10,339,211	12,526,597
Hak minoritas atas laba bersih anak perusahaan	(8,883)	(12,800)	(15,318)	(19,824)	(24,018)
Laba bersih	4,624,198	6,662,769	7,973,754	10,319,387	12,502,578

Lampiran 6

Proyeksi Laporan Keuangan (Arus Kas) Adaro Energy 2011 – 2015

ARUS KAS	2011	2012	2013	2014	2015
-		-	-	-	-
Arus kas dari aktivitas operasi					
Penerimaan dari pelanggan	33,019,275	40,097,835	44,797,939	53,597,806	61,181,965
Pembayaran kepada pemasok	(19,056,056)	(22,245,556)	(25,545,588)	(29,475,155)	(32,612,466)
Pembayaran kepada karyawan	(960,178)	(1,056,195)	(1,161,815)	(1,277,996)	(1,405,796)
Penerimaan pendapatan keuangan	35,570	37,348	39,216	41,176	43,235
Pembayaran royalti	(1,666,860)	(1,856,382)	(2,067,453)	(2,302,522)	(2,564,319)
Pembayaran pajak penghasilan	(2,668,668)	(3,790,703)	(5,461,829)	(6,536,514)	(8,459,355)
Pembayaran beban keuangan	(802,524)	(748,132)	(699,516)	(639,203)	(584,146)
Penerimaan lain-lain	(1,276,097)	-	-	-	-
Arus kas bersih yang diperoleh dari aktivitas operasi	6,624,462	10,438,215	9,900,954	13,407,591	15,599,118
Arus kas dari aktivitas investasi					
Pembelian aset tetap	(4,003,039)	(2,491,482)	(2,491,482)	(2,491,482)	(2,491,482)
Arus kas keluar bersih dari akuisisi anak perusahaan	(2,106,527)	-	-	-	-
Pembelian investasi pada efek ekuitas	(765,378)	-	-	-	-
Pembayaran untuk investasi pada perusahaan asosiasi	(31,339)	(3,203,195)	(3,203,195)	(3,203,195)	(3,203,195)
Pembayaran untuk uang muka investasi pada perusahaan asosiasi	(199,215)	-	-	-	-
Hasil penjualan aset tetap	15,105	-	-	-	-
Arus kas bersih yang digunakan untuk aktivitas investasi	(6,777,070)	(5,694,677)	(5,694,677)	(5,694,677)	(5,694,677)
Arus kas dari aktivitas pendanaan					
Pembayaran hutang bank	(2,898,106)	(1,205,100)	(931,500)	(1,248,741)	(1,192,500)
Penerimaan hutang bank	6,352,560				
Pembayaran deviden	(1,349,304)	(1,961,236)	(2,586,338)	(3,209,619)	(4,028,247)
Pembayaran hutang sewa pembiayaan	(574,251)	(251,100)	(121,500)	(57,600)	
Arus kas bersih yang (digunakan untuk) diperoleh dari aktivitas pendanaan	1,211,630	(3,417,436)	(3,639,338)	(4,515,960)	(5,220,747)
(Penurunan) kenaikan bersih kas dan setara kas	1,059,022	1,326,102	566,939	3,196,955	4,683,694
Kas dan setara kas pada awal tahun	5,459,971	6,569,331	7,704,056	8,146,258	10,951,290
Efek perubahan nilai kurs pada kas dan setara kas	50,338	(191,377)	(123,254)	(391,922)	58,187
Kas dan setara kas pada akhir tahun	6,569,331	7,704,056	8,146,258	10,951,290	15,693,171

Lampiran 7

Country Risk Premium Damodaran

<i>Country</i>	<i>Long-Term Rating</i>	<i>Adj. Default Spread</i>	<i>Total Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>
Albania	B1	400	11.00%	6.00%
Angola	B1	400	11.00%	6.00%
Argentina	B3	600	14.00%	9.00%
Armenia	Ba2	275	9.13%	4.13%
Australia	Aaa	0	5.00%	0.00%
Austria [1]	Aaa	0	5.00%	0.00%
Azerbaijan	Ba1	240	8.60%	3.60%
Bahamas	A3	115	6.73%	1.73%
Bahrain	A3	115	6.73%	1.73%
Bangladesh	Ba3	325	9.88%	4.88%
Barbados	Baa2	175	7.63%	2.63%
Belarus	B1	400	11.00%	6.00%
Belgium [1]	Aa1	25	5.38%	0.38%
Belize	B3	600	14.00%	9.00%
Bermuda	Aa2	50	5.75%	0.75%
Bolivia	B1	400	11.00%	6.00%
Bosnia and Herzegovina	B2	500	12.50%	7.50%
Botswana	A2	100	6.50%	1.50%
Brazil	Baa3	200	8.00%	3.00%
Bulgaria	Baa3	200	8.00%	3.00%
Cambodia	B2	500	12.50%	7.50%
Canada	Aaa	0	5.00%	0.00%
Cayman Islands	Aa3	70	6.05%	1.05%
Chile	Aa3	70	6.05%	1.05%
China	Aa3	70	6.05%	1.05%
Colombia	Baa3	200	8.00%	3.00%
Costa Rica	Baa3	200	8.00%	3.00%
Croatia	Baa3	200	8.00%	3.00%
Cuba	Caa1	700	15.50%	10.50%
Cyprus [1]	Aa3	70	6.05%	1.05%
Czech Republic	A1	85	6.28%	1.28%
Denmark	Aaa	0	5.00%	0.00%
Dominican Republic	B1	400	11.00%	6.00%
Ecuador	Caa3	1000	20.00%	15.00%
Egypt	Ba1	240	8.60%	3.60%

Lampiran 7 (lanjutan)
Country Risk Premium Damodaran

El Salvador	WR	1000	20.00%	15.00%
Estonia	A1	85	6.28%	1.28%
Fiji Islands	B1	400	11.00%	6.00%
Finland [1]	Aaa	0	5.00%	0.00%
France [1]	Aaa	0	5.00%	0.00%
Georgia	Ba3	325	9.88%	4.88%
Germany [1]	Aaa	0	5.00%	0.00%
Greece [1]	Ba1	240	8.60%	3.60%
Guatemala	Ba1	240	8.60%	3.60%
Honduras	B2	500	12.50%	7.50%
Hong Kong	Aa1	25	5.38%	0.38%
Hungary	Baa3	200	8.00%	3.00%
Iceland	Baa3	200	8.00%	3.00%
India	Ba1	240	8.60%	3.60%
Indonesia	Ba2	275	9.13%	4.13%
Ireland [1]	Baa1	150	7.25%	2.25%
Isle of Man	Aaa	0	5.00%	0.00%
Israel	A1	85	6.28%	1.28%
Italy [1]	Aa2	50	5.75%	0.75%
Jamaica	B3	600	14.00%	9.00%
Japan	Aa2	50	5.75%	0.75%
Jordan	Baa3	200	8.00%	3.00%
Kazakhstan	Baa2	175	7.63%	2.63%
Korea	A1	85	6.28%	1.28%
Kuwait	Aa2	50	5.75%	0.75%
Latvia	Baa3	200	8.00%	3.00%
Lebanon	B1	400	11.00%	6.00%
Lithuania	Baa1	150	7.25%	2.25%
Luxembourg [1]	Aaa	0	5.00%	0.00%
Macao	Aa3	70	6.05%	1.05%
Malaysia	A3	115	6.73%	1.73%
Malta [1]	A1	85	6.28%	1.28%
Mauritius	Baa2	175	7.63%	2.63%
Mexico	Baa1	150	7.25%	2.25%
Moldova	B3	600	14.00%	9.00%
Mongolia	B1	400	11.00%	6.00%
Montenegro	Ba3	325	9.88%	4.88%

Lampiran 7 (lanjutan)
Country Risk Premium Damodaran

Morocco	Ba1	240	8.60%	3.60%
Netherlands [1]	Aaa	0	5.00%	0.00%
New Zealand	Aaa	0	5.00%	0.00%
Nicaragua	B3	600	14.00%	9.00%
Norway	Aaa	0	5.00%	0.00%
Oman	A1	85	6.28%	1.28%
Pakistan	B3	600	14.00%	9.00%
Panama	Baa3	200	8.00%	3.00%
Papua New Guinea	B1	400	11.00%	6.00%
Paraguay	B1	400	11.00%	6.00%
Peru	Baa3	200	8.00%	3.00%
Philippines	Ba3	325	9.88%	4.88%
Poland	A2	100	6.50%	1.50%
Portugal [1]	A1	85	6.28%	1.28%
Qatar	Aa2	50	5.75%	0.75%
Romania	Baa3	200	8.00%	3.00%
Russia	Baa1	150	7.25%	2.25%
Saudi Arabia	Aa3	70	6.05%	1.05%
Singapore	Aaa	0	5.00%	0.00%
Slovakia	A1	85	6.28%	1.28%
Slovenia [1]	Aa2	50	5.75%	0.75%
South Africa	A3	115	6.73%	1.73%
Spain [1]	Aa1	25	5.38%	0.38%
Sri Lanka	B1	400	11.00%	6.00%
St. Vincent & the Grenadines	B1	400	11.00%	6.00%
Suriname	Ba3	325	9.88%	4.88%
Sweden	Aaa	0	5.00%	0.00%
Switzerland	Aaa	0	5.00%	0.00%
Taiwan	Aa3	70	6.05%	1.05%
Thailand	Baa1	150	7.25%	2.25%
Trinidad and Tobago	Baa1	150	7.25%	2.25%
Tunisia	Baa2	175	7.63%	2.63%
Turkey	Ba2	275	9.13%	4.13%
Ukraine	B2	500	12.50%	7.50%
United Arab Emirates	Aa2	50	5.75%	0.75%
United Kingdom	Aaa	0	5.00%	0.00%
United States of America	Aaa	0	5.00%	0.00%

Lampiran 8

Anak Perusahaan Adaro Energy per 30 September 2011

Anak perusahaan/ Subsidiaries	Kegiatan usaha/ Business activity	Kedudukan/ Domicile	Mulai beroperasi komersial/ Commencement of commercial operations	Tahun akuisisi/ Year of acquisition	Persentase kepemilikan (%)/ Percentage of ownership (%)		Jumlah aset (dalam ribuan Dolar AS, sebelum eliminasi)/ Total assets (in thousand US Dollars, before elimination)	
					30 September 2011 (tidak diaudit/ unaudited)	31 Desember/ December 2010 (diaudit/ audited)	30 September 2011 (tidak diaudit/ unaudited)	31 Desember/ December 2010 (diaudit/ audited)
<i>Tidak langsung/Indirect (lanjutan/continued)</i>								
PT Viscaya Investments ("Viscaya")	Investasi/ Investment	Indonesia	-	2008	100%	100%	225,848	173,785
Rachmalta Investment Ltd ("Rachmalta")	Investasi/ Investment	Malta	-	2008	100%	100%	6,709	6,709
PT Sarana Daya Mandiri ("SDM")	Jasa/Service	Indonesia	2009	2008	51%	51%	45,564	47,738
Coronado Holdings Pte Ltd ("Coronado")	Investasi/ Investment	Singapura/ Singapore	-	2009	86%	86%	2,117	4,080
Orchard Maritime Logistics Pte Ltd ("OML") ^{a)}	Pengelolaan dan pengangkutan batubara/Coal handling and barging	Singapura/ Singapore	2006	2009	95%	95%	8,544	29,903
Orchard Maritime Netherlands B.V. ("OMN")	Investasi/ Investment	Belanda Netherlands	-	2009	95%	95%	322	320
PT Adaro Logistics ("AL") ^{b)}	Investasi/ Investment	Indonesia	-	2009	100%	100%	153,189	130,802
PT Maritim Barito Perkasa ("MBP")	Pengelolaan dan pengangkutan batubara/Coal handling and barging	Indonesia	2004	2009	100%	100%	148,182	129,597
PT Harapan Bahtera Intermusa ("HBI")	Pengelolaan dan pengangkutan batubara/Coal handling and barging	Indonesia	2004	2009	100%	100%	897	1,005
PT Maritim Indonesia ("Marindo")	Jasa/Service	Indonesia	-	2009	72%	72%	663	661
Joyce Comer International Ltd ("JCI") ^{b)}	Investasi/ Investment	Seychelles	-	2009	100%	100%	-	50,000
PT Adaro Power ("Adaro Power")	Jasa/Service	Indonesia	-	2010	100%	100%	5,575	7
PT Puradika Bongkar Muat Makmur Jasa ("PBMM")	Jasa/Service	Indonesia	-	2010	100%	100%	-	4
PT Rehabilitasi Lingkungan Indonesia ("RLI")	Jasa/Service	Indonesia	-	2011	100%	-	1,417	-
PT Indonesia Multi Purpose Terminal ("IMPT")	Jasa pengelolaan terminal/ Terminal handling services	Indonesia	-	2011	65%	-	3,131	-
PT Mustika Indah Permai ("MIP")	Pertambangan/ Mining	Indonesia	-	2011	75%	-	12,521	-

^{a)} dan anak perusahaan/and subsidiaries

^{b)} telah dilikuidasi pada tanggal 8 Agustus 2011/have been liquidated on 8 August 2011

^{c)} sebelumnya PT Sarana Multi Persada, lihat Catatan 5h./previously was PT Sarana Multi Persada, refer to Note 5h

Lampiran 8 (lanjutan)
Anak Perusahaan Adaro Energy per 30 September 2011

Anak perusahaan/ <i>Subsidiaries</i>	Kegiatan usaha/ <i>Business activity</i>	Kedudukan/ <i>Domicile</i>	Mulai beroperasi komersial/ <i>Commencement of commercial operations</i>	Tahun akuisisi/ <i>Year of acquisition</i>	Persentase kepemilikan (%)/ <i>Percentage of ownership (%)</i>		Jumlah aset (dalam ribuan Dolar AS, sebelum eliminasi)/ <i>Total assets (in thousand US Dollars, before elimination)</i>	
					30 September 2011 (tidak diaudit/ <i>unaudited</i>)	31 Desember/ <i>December 2010</i> (diaudit/ <i>audited</i>)	30 September 2011 (tidak diaudit/ <i>unaudited</i>)	31 Desember/ <i>December 2010</i> (diaudit/ <i>audited</i>)
Langsung/Direct								
PT Alam Tri Abadi ("ATA") ³⁾	Perdagangan dan jasa/ <i>Trading and service</i>	Indonesia	2007	2005	100%	100%	5,527,363	4,138,873
PT Saptaindra Sejati ("SIS") ³⁾	Jasa pertambangan/ <i>Mining services</i>	Indonesia	2002	2005	100%	100%	575,081	481,613
PT Makmur Sejahtera Wisasa ("MSW")	Perdagangan dan pembangkitan listrik/ <i>Trading and power plant service</i>	Indonesia	-	2005	100%	100%	116,600	82,150
Tidak langsung/Indirect								
PT Adaro Indonesia ("Adaro")	Pertambangan/ <i>Mining</i>	Indonesia	1992	2005	100%	100%	2,596,574	1,884,993
PT Dianlia Setyamukti ("Dianlia")	Investasi/ <i>Investment</i>	Indonesia	1995	2005	100%	100%	18,793	17,252
PT Jasapower Indonesia ("JPI") ³⁾	Jasa pertambangan/ <i>Mining services</i>	Indonesia	-	2007	100%	100%	33,540	51,228
PT Biscayne Investments ("Biscayne") ³⁾	Investasi/ <i>Investment</i>	Indonesia	-	2007	100%	100%	98,322	97,868
PT Indonesia Bulk Terminal ("IBT")	Jasa pengelolaan terminal/ <i>Terminal handling services</i>	Indonesia	1997	2007	100%	100%	94,772	94,313
PT Satya Mandiri Persada ("SMP")	Jasa/Service	Indonesia	2006	2006	100%	100%	14,389	5,890
Rach (Mauritius) Ltd ("Rach (M)")	Investasi/ <i>Investment</i>	Mauritius	-	2007	100%	100%	-	-
Rachpore Investments Pte Ltd ("Rachpore") ³⁾	Investasi/ <i>Investment</i>	Singapura/ <i>Singapore</i>	-	2007	100%	100%	23,534	24,129
Arindo Holdings (Mauritius) Ltd ("Arindo Holdings") ³⁾	Investasi/ <i>Investment</i>	Mauritius	-	2008	100%	100%	452,084	407,666
Vindoor Investments (Mauritius) Ltd ("Vindoor") ³⁾	Investasi/ <i>Investment</i>	Mauritius	-	2008	100%	100%	215,124	166,886
Coaltrade Services International Pte Ltd ("Coaltrade")	Perdagangan batubara/ <i>Coal trading</i>	Singapura/ <i>Singapore</i>	2001	2008	100%	100%	215,108	166,871