



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS FUNDAMENTAL JAKARTA *FUTURES*
EXCHANGE TERKAIT RENCANA DEMUTUALISASI**

TESIS

**ERWIN ABDIWIJAYA
1006793385**

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



UNIVERSITAS INDONESIA

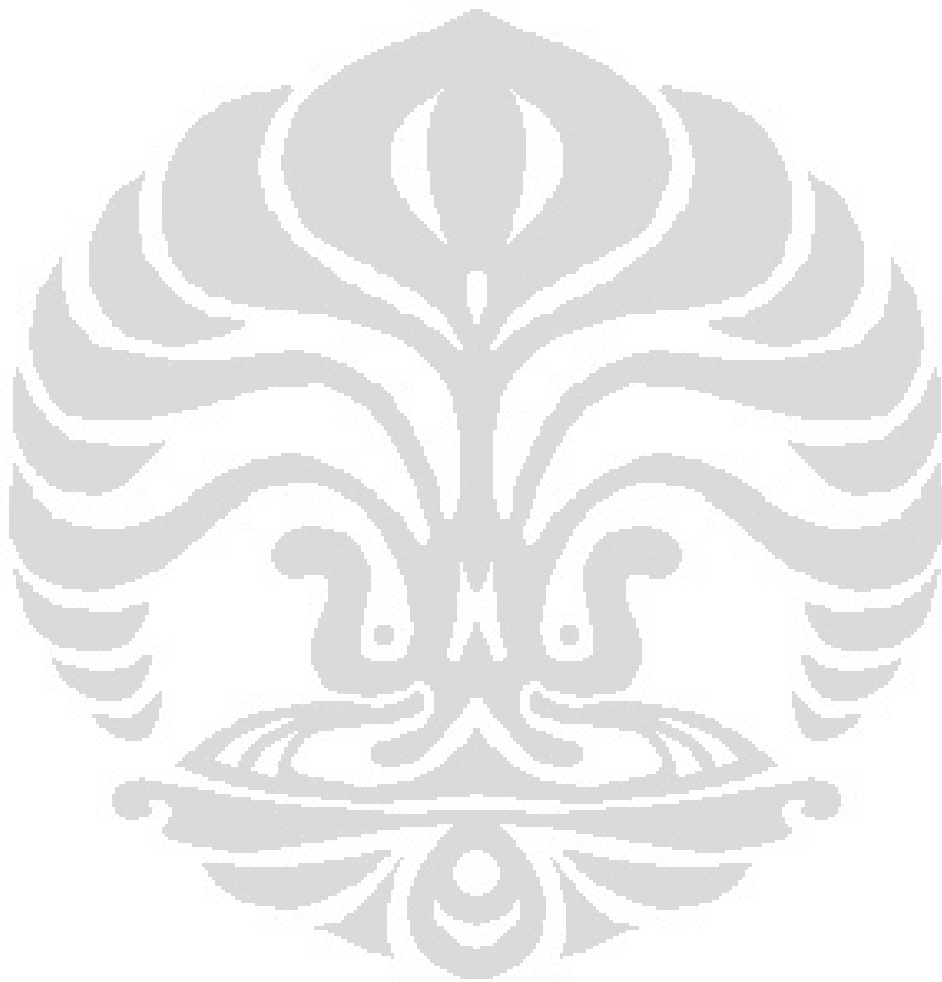
**ANALISIS FUNDAMENTAL JAKARTA *FUTURES*
EXCHANGE TERKAIT RENCANA DEMUTUALISASI**

TESIS

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

**ERWIN ABDIWIJAYA
1006793385**

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



HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Erwin Abdiwijaya
NPM : 1006793385
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Thesis : Analisis Fundamental Jakarta Futures Exchange
Terkait Rencana Demutualisasi

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

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Prof. Dr. Roy Sembel

Penguji : Imo Gandakusuma, MBA

Penguji : Ir. Tedy Fardiansyah, MM

Ditetapkan di :

Tanggal :

KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur saya panjatkan kepada Allah SWT karena atas limpahan rahmat dan karuniaNya maka saya dapat menyelesaikan tesis yang berjudul analisis fundamental Jakarta Futures Exchange terkait rencana demutualisasi. Tesis ini disusun dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen Program Studi Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi. Saya sangat sadar bahwa penyusunan tesis ini tidak lepas dari bantuan banyak pihak. Oleh karena itu saya ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Prof. Rhenald Kasali, Phd selaku ketua program studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
2. Bapak Prof. Dr. Roy Sembel sebagai pembimbing yang telah memberikan waktu, bimbingan, arahan, serta bantuan mendapatkan data mengenai Jakarta *Futures Exchange* sehingga saya dapat menyelesaikan tesis saya tepat waktu.
3. Bapak Junino Jahja, S.E, M.B.A selaku mentor yang telah memberikan pengalaman dan nasehatnya.
4. Seluruh dosen dan staf pengajar di Magister Manajemen Universitas Indonesia yang telah membagikan ilmu dan pengalamannya.
5. Seluruh staff kampus dan staf perpustakaan Magister Manajemen Universitas Indonesia.
6. Papa, Ibu, dan adik tercinta untuk semua dukungan dan doanya.
7. Anggota keluarga yang telah memberikan dukungan.
8. Seluruh teman-teman kuliah di Magister Manajemen Universitas Indonesia.
9. Kepada semua pihak yang telah membantu yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

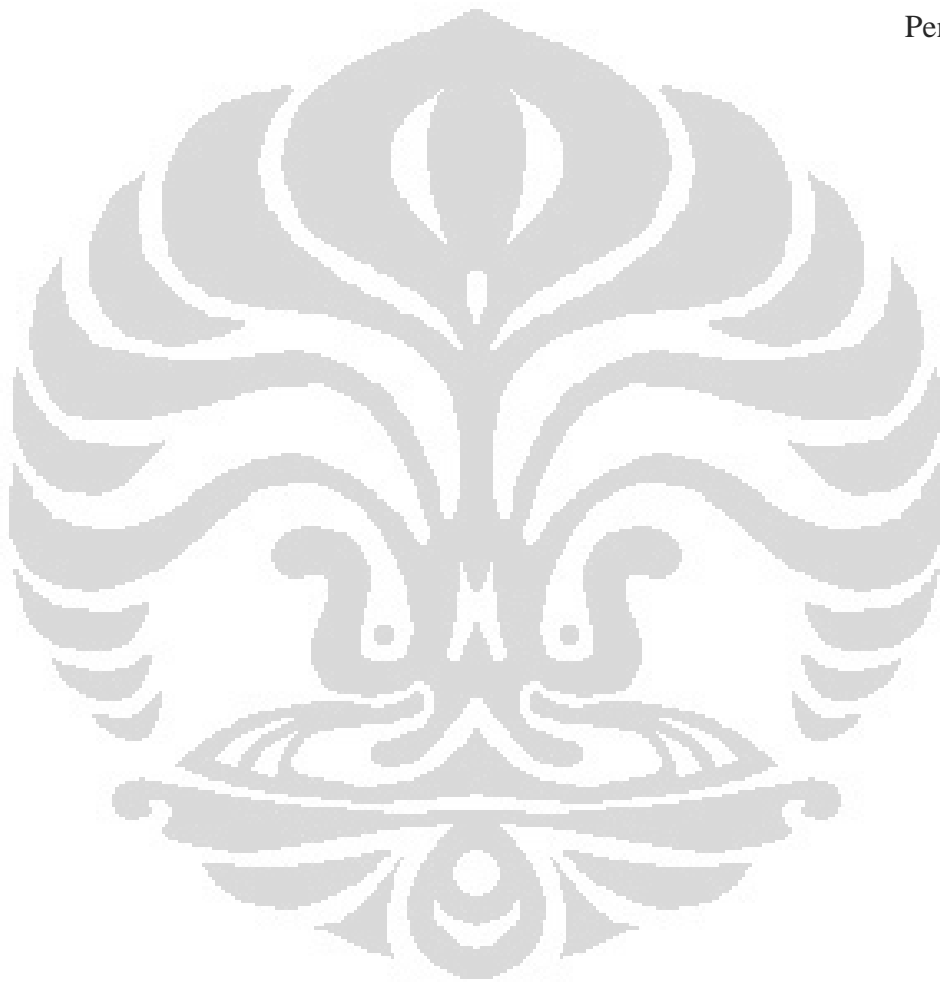
Semoga Allah SWT dapat membalas kebaikan semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan tesis ini.

Sebagai penutup saya sadari bahwa tesis ini masih belum sempurna, namun saya berharap tesis ini dapat bermanfaat bagi penulis dan pembaca.

Jakarta, 20 Desember 2011



Penulis



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

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

Nama : Erwin Abdiwijaya
NPM : 1006793385
Program Studi : Magister Manajemen
Departemen : Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Tesis

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

Analisis Fundamental Jakarta *Futures Exchange* Terkait Rencana Demutualisasi

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya 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 : 20 Desember 2011

Yang menyatakan



(Erwin Abdiwijaya)

ABSTRAK

Nama : Erwin Abdiwijaya
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Analisis Fundamental Jakarta Futures Exchange Terkait Rencana Demutualisasi

Tesis ini membahas mengenai analisis fundamental dan penilaian nilai intrinsik Jakarta Futures Exchange (JFX) terkait dengan demutualisasi yang akan dilakukan. Proses demutualisasi dilakukan untuk mendapatkan investor baru untuk melakukan investasi pada JFX. Penulisan tesis ini bertujuan untuk mengetahui nilai intrinsik dari JFX. Metode valuasi yang digunakan untuk mengukur nilai JFX adalah *free cash flow to equity* (FCFE) dan *relative valuation*. Berdasarkan perhitungan yang telah dilakukan, didapatkan nilai dari JFX menggunakan metode FCFE adalah Rp 220,87 milyar dan nilai per lembar saham sebesar Rp 7,62 milyar. Sedangkan menggunakan *relative valuation* nilai *intrinsic* perusahaan adalah sebesar Rp 477,12 milyar dan nilai saham per lembar sebesar Rp.16,45 milyar

Kata Kunci :
Analisis Fundamental, Demutualisasi, FCFE, Valuasi,

ABSTRACT

Name : Erwin Abdiwijaya
Study Program: Master of Management
Title : Fundamental Analysis of Jakarta Futures Exchange due to Demutualization Plan

This thesis is about fundamental analysis of Jakarta Futures Exchange (JFX) to determine its intrinsic value due to demutualization plan. Demutualization objective is to get new investors for JFX. The objective of this thesis is to provide information about intrinsic value of JFX. This thesis used Free Cash Flow to Equity and relative valuation method to determine intrinsic value of JFX. The result of valuation using FCFE method suggest that intrinsic value of JFX is Rp Rp 220,87 billion and value per share Rp 7,62 billion. Using relative valuation method, intrinsic value of JFX is Rp 477,12 billion and value per share is Rp.16,45 billion.

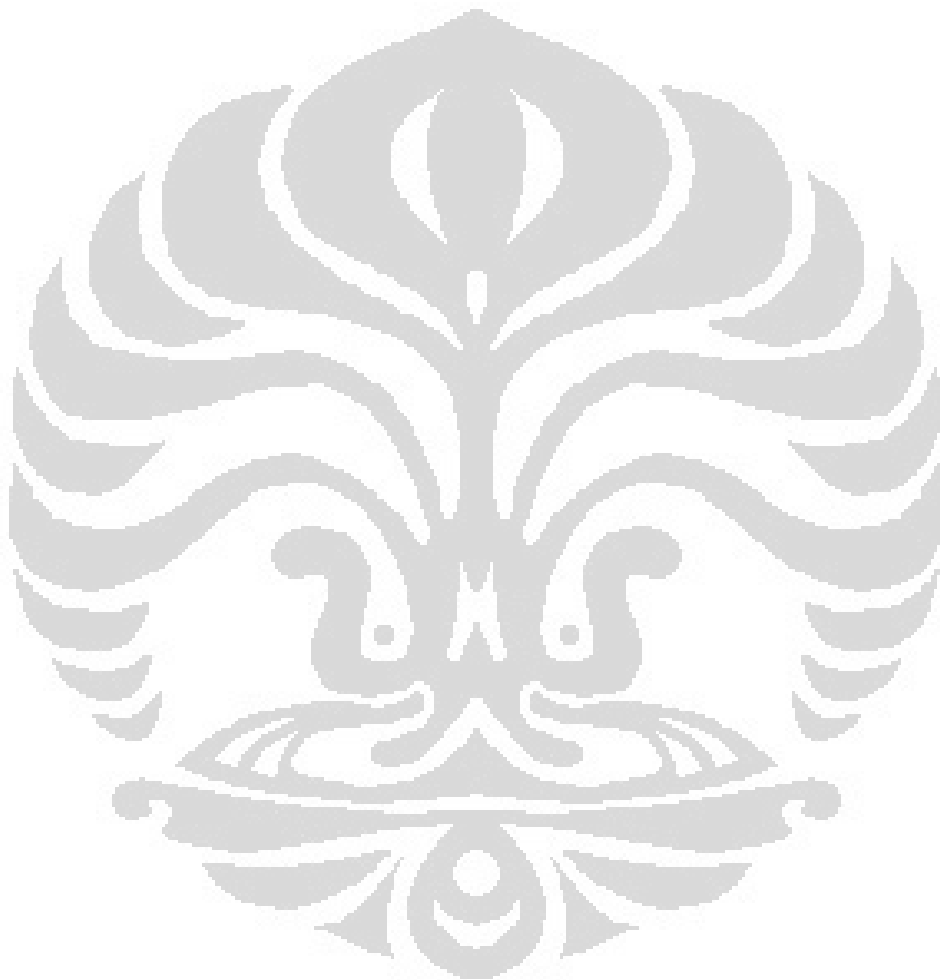
Keywords:
Fundamental Analysis, Demutualization, FCFE, Valuation,

DAFTAR ISI

| | |
|--|----------|
| HALAMAN JUDUL | i |
| HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS | ii |
| LEMBAR PENGESAHAN | iii |
| KATA PENGANTAR | iv |
| HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI..... | v |
| ABSTRAK | vii |
| ABSTRACT | viii |
| DAFTAR ISI | ix |
| DAFTAR TABEL | xii |
| DAFTAR GAMBAR | xiii |
| DAFTAR RUMUS | xiv |
| DAFTAR LAMPIRAN | xv |
| BAB 1 PENDAHULUAN | 1 |
| 1.1 Latar Belakang..... | 1 |
| 1.2 Identifikasi Masalah | 4 |
| 1.3 Tujuan Penulisan | 4 |
| 1.4 Pembatasan Masalah | 4 |
| 1.5 Metodologi Penelitian | 5 |
| 1.5.1 Jenis dan Sumber Data..... | 5 |
| 1.5.2 Periode Data..... | 5 |
| 1.5.3 Metode Pengolahan Data | 5 |
| 1.5.4 Alur Pikir Penelitian | 6 |
| 1.6 Sistematika Penulisan..... | 7 |
| BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA..... | 8 |
| 2.1 Demutualisasi | 8 |
| 2.1.1 Faktor Pendorong Demutualisasi..... | 8 |
| 2.1.2 Dampak Demutualisasi | 9 |
| 2.2 Fundamental Analisis | 10 |
| 2.3 Analisis Kondisi Makroekonomi..... | 10 |
| 2.4 <i>Business Cycle</i> | 11 |
| 2.5 Analisis Industri..... | 11 |
| 2.5.1 Siklus Hidup Industri (<i>Industry lifecycle</i>)..... | 12 |
| 2.5.2 Analisis Lima Kekuatan Bersaing Porter (<i>Five Forces's Porter</i>) | 13 |
| 2.6 Analisis Perusahaan..... | 17 |
| 2.6.1 Analisis Strategi Bersaing Perusahaan | 17 |
| 2.6.2 Analisis Laporan Keuangan Perusahaan..... | 18 |
| 2.6.3 Analisis Perbandingan Laporan Keuangan (<i>Comparative</i>) | 18 |
| 2.6.4 Analisis <i>Common-Size</i> | 19 |
| 2.6.5 Analisis Rasio | 19 |
| 2.6.5.1 Rasio Aktivitas | 19 |
| 2.6.5.2 Rasio Likuiditas | 21 |
| 2.6.5.3 Rasio Solvabilitas (<i>Solvability Ratio</i>) | 22 |
| 2.6.5.4 Rasio Profitabilitas (<i>Profitability Ratio</i>)..... | 23 |
| 2.7 Proyeksi Kinerja | 24 |
| 2.8 Metode Valuasi..... | 26 |

| | |
|--|-----------|
| 2.8.1 <i>Discounted Cash Flow Valuation (DCF)</i> | 26 |
| 2.8.1.1 <i>Free Cash Flow to Equity</i> | 27 |
| 2.8.1.2 <i>Free Cash Flow to the Firm</i> | 28 |
| 2.8.2 <i>Relative valuation</i> | 28 |
| BAB 3 TINJAUAN UMUM PERUSAHAAN..... | 30 |
| 3.1 Latar Belakang Perusahaan | 30 |
| 3.2 Visi Misi dan strategi perusahaan..... | 30 |
| 3.3 Kepemilikan Saham..... | 32 |
| 3.4 Struktur Organisasi | 33 |
| 3.5 Keanggotaan Bursa..... | 33 |
| 3.6 Produk..... | 34 |
| 3.6.1 <i>Gold</i> | 34 |
| 3.6.2 <i>Gold 250</i> | 35 |
| 3.6.3 <i>Olein</i> | 35 |
| 3.6.4 <i>Olein 10</i> | 35 |
| 3.6.5 <i>Rolling gold</i> | 35 |
| 3.6.6 Kakao | 35 |
| 3.6.7 Pasar fisik CPO | 36 |
| 3.8 Penyaluran Amanat Luar Negeri (PALN)..... | 37 |
| 3.9 Komoditas Syariah | 37 |
| 3.10 Perkembangan Bisnis Perusahaan | 37 |
| 3.11 Mekanisme Perdagangan..... | 39 |
| BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN | 40 |
| 4.1 Analisis Makroekonomi | 40 |
| 4.1.1 Perekonomian Global | 40 |
| 4.1.2 Perekonomian Indonesia..... | 41 |
| 4.1.2.1 Pendapatan Nasional Bruto | 41 |
| 4.1.2.2 Inflasi..... | 42 |
| 4.1.2.3 Tingkat Suku Bunga..... | 43 |
| 4.2 Analisis Industri..... | 44 |
| 4.2.1 Analisis Siklus Industri..... | 44 |
| 4.2.2 Analisis <i>Porter's Five Forces</i> | 44 |
| 4.3 Analisis Perusahaan..... | 46 |
| 4.3.1 Analisa Laporan Keuangan Perusahaan | 46 |
| 4.3.1.1 Pertumbuhan aktiva Perusahaan | 46 |
| 4.3.1.2 Pertumbuhan Pendapatan, Laba dan Beban Usaha..... | 47 |
| 4.3.2 Analisis rasio..... | 48 |
| 4.4 Valuasi..... | 50 |
| 4.4.1 Skenario Pertumbuhan Perusahaan..... | 50 |
| 4.4.2 Proyeksi Laporan Laba Rugi | 51 |
| 4.4.3 Proyeksi Neraca | 53 |
| 4.4.4 Perhitungan <i>Cost of Equity</i> | 54 |
| 4.4.5 Perhitungan <i>Free Cash Flow to Equity</i> | 54 |
| 4.4.6 Probabilitas Terjadinya Masing-Masing Skenario | 59 |
| 4.4.7 <i>Relative Valuation</i> | 59 |
| BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN | 61 |
| 5.1 Kesimpulan..... | 61 |
| 5.2 Keterbatasan Penelitian | 61 |

| | |
|----------------------------|-----------|
| 5.3 Saran..... | 62 |
| DAFTAR PUSTAKA..... | 63 |

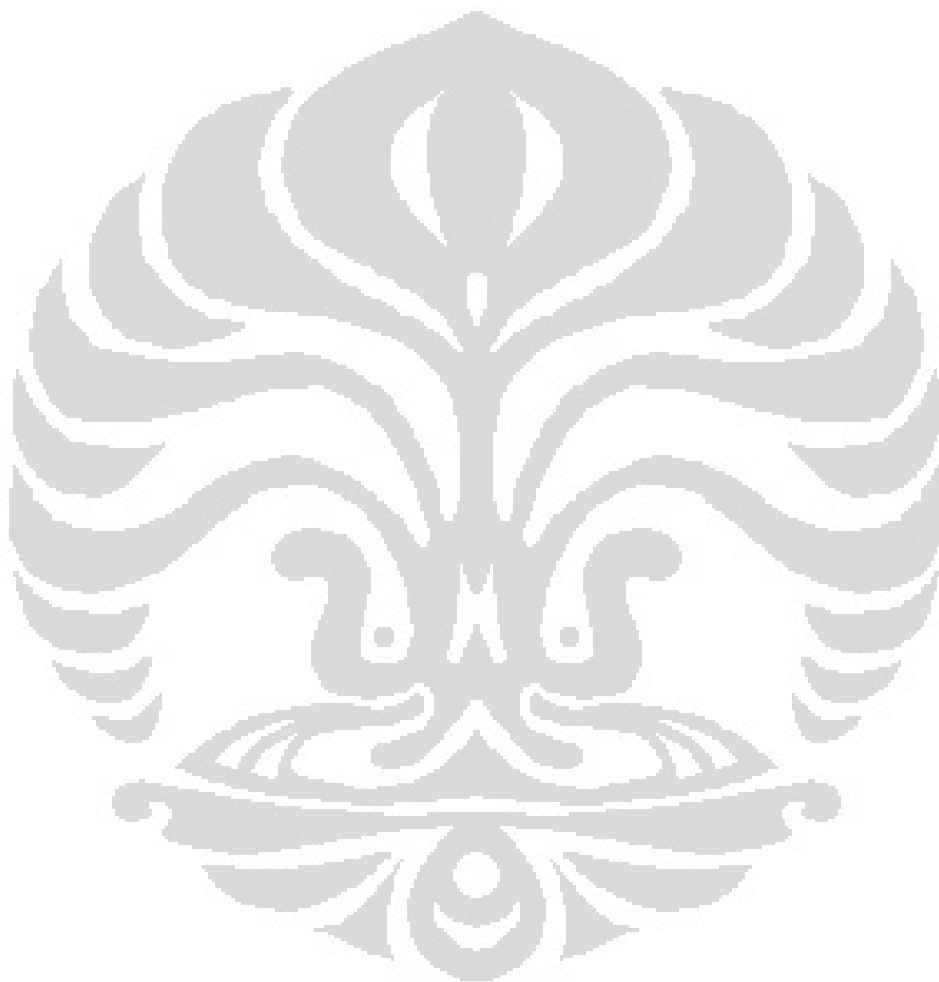


DAFTAR TABEL

| | |
|--|----|
| Tabel 1.1. Jumlah Produksi <i>Palm Oil</i> Dunia | 3 |
| Tabel 3.1 Perkembangan Transaksi (dalam lot) | 38 |
| Tabel 4.1. Inflasi Indonesia | 42 |
| Tabel 4.2. Aktifa JFX | 46 |
| Tabel 4.3. Pendapatan, Laba dan Beban Usaha | 47 |
| Tabel 4.4. Rasio Profitabilitas | 48 |
| Tabel 4.5. Rasio Aktivitas | 49 |
| Tabel 4.6 Rasio Likuiditas | 49 |
| Tabel 4.7 Rasio Solvabilitas | 50 |
| Tabel 4. 8. Perhitungan FCFE Skenario Pesimis | 55 |
| Tabel 4. 9. Perhitungan <i>Present Value</i> FCFE dan <i>Terminal Value</i> Skenario Pesimis | 55 |
| Tabel 4. 10. Perhitungan FCFE Skenario Moderat | 56 |
| Tabel 4. 11. Perhitungan <i>Present Value</i> FCFE dan <i>Terminal Value</i> | 57 |
| Tabel 4. 12. Perhitungan FCFE Skenario Optimis | 57 |
| Tabel 4. 13. Perhitungan <i>Present Value</i> FCFE dan <i>Terminal Value</i> Skenario Optimis | 58 |
| Tabel 4. 14. Probabilitas Skenario | 59 |
| Tabel 4. 15. Probabilitas Skenario Perlembar Saham | 59 |
| Tabel 4.16 <i>Relative Valuation</i> | 60 |

DAFTAR GAMBAR

| | |
|---|----|
| Gambar 1. 1. Jumlah transaksi <i>Futures & Options</i> Global | 1 |
| Gambar 1.2. Persentase Transaksi <i>Futures</i> dan <i>Options</i> Global | 2 |
| Gambar 1.3 Alur Kerja Penulisan dan Penelitian | 6 |
| Gambar 3.1. Transaksi Pasar Fisik CPO | 36 |
| Gambar 3.2 Perkembangan Transaksi Multilateral Bulanan | 38 |

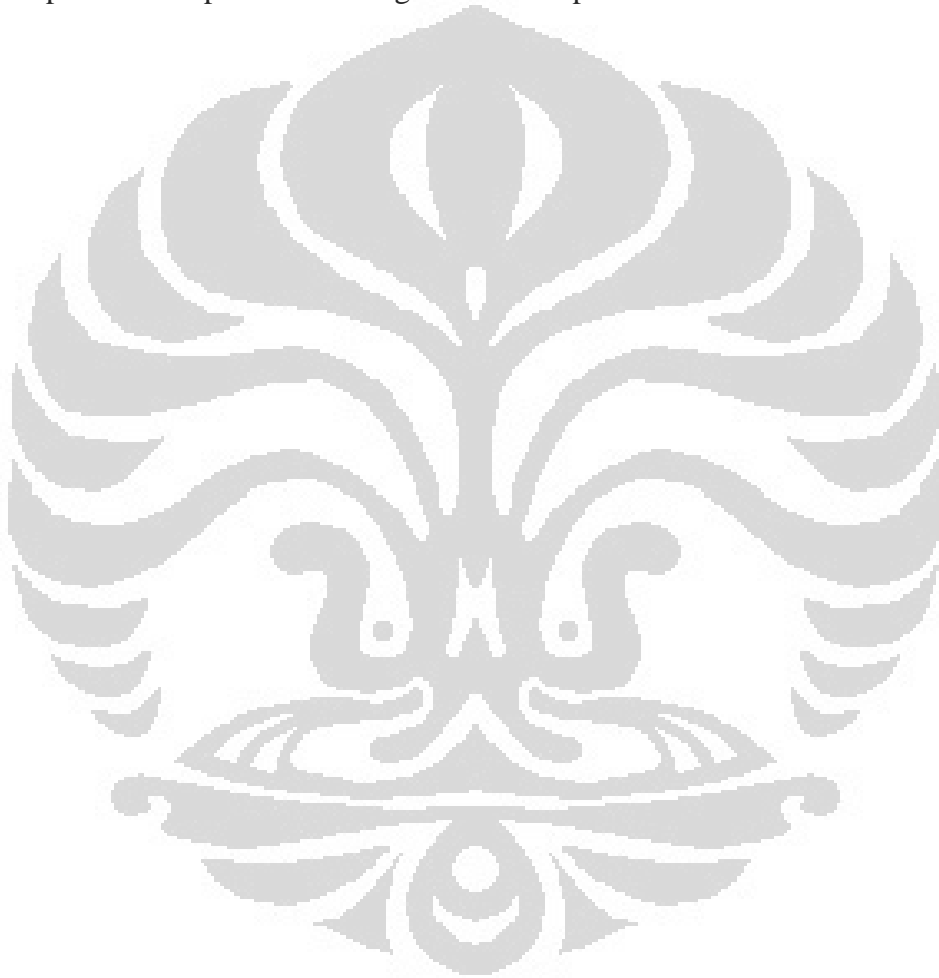


DAFTAR RUMUS

| | |
|--|----|
| 2.1 <i>Inventory Turnover</i> | 20 |
| 2.2 <i>Average no. Days Inventory in Stock</i> | 20 |
| 2.3 <i>Receivable Turnover</i> | 20 |
| 2.4 <i>Average no. Days Receivable Outstanding</i> | 20 |
| 2.5 <i>Fixed Asset Turnover</i> | 21 |
| 2.6 <i>Total Asset Turnover</i> | 21 |
| 2.7 <i>Rasio Lancar (Current Ratio)</i> | 21 |
| 2.8 <i>Rasio Cepat (Quick Ratio)</i> | 22 |
| 2.9 <i>Rasio Kas (Cash Ratio)</i> | 22 |
| 2.10 <i>Rasio Total Hutang</i> | 23 |
| 2.11 <i>Rasio Hutang Terhadap Ekuitas (Debt to Equity Ratio)</i> | 23 |
| 2.12 <i>Times Interest Earned Ratio</i> | 23 |
| 2.13 <i>Cash Coverage Ratio</i> | 23 |
| 2.14 <i>Profit Margin</i> | 24 |
| 2.15 <i>Return On Asset (ROA)</i> | 24 |
| 2.16 <i>Return on Equity (ROE)</i> | 24 |
| 2.17 <i>Discounted Cash Flow Valuation (DCF)</i> | 26 |
| 2.18 <i>Free Cash Flow to Equity</i> | 27 |
| 2.19 <i>Constant Growth FCFE Model</i> | 27 |
| 2.20 <i>Two Stage FCFE Model</i> | 27 |
| 2.21 <i>Free Cash Flow to the Firm</i> | 28 |
| 2.22 <i>Price Earning Ratio</i> | 28 |
| 2.23 <i>Price to Book Value Ratio</i> | 29 |
| 4.1 <i>Terminal Value</i> | 55 |

DAFTAR LAMPIRAN

| | |
|--|----|
| Lampiran 1 – Neraca JFX 2009-2011 | 66 |
| Lampiran 2 – Laporan Laba Rugi JFX 2009-2011 | 67 |
| Lampiran 3 – Neraca Proyeksi Skenario Pesimis | 68 |
| Lampiran 4 – Laporan Laba Rugi Proyeksi Skenario Pesimis | 69 |
| Lampiran 5 – Neraca Proyeksi skenario moderat | 70 |
| Lampiran 6 – Laporan Laba Rugi Skenario Moderat | 71 |
| Lampiran 7 – Neraca Proyeksi Skenario Optimis | 72 |
| Lampiran 8 - Laporan Laba Rugi Skenario Optimis | 73 |



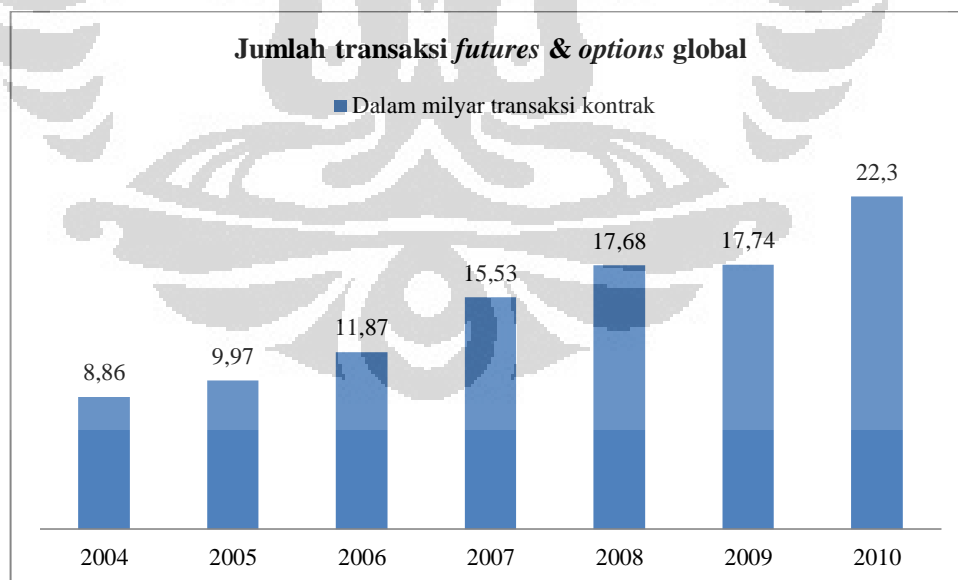
BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

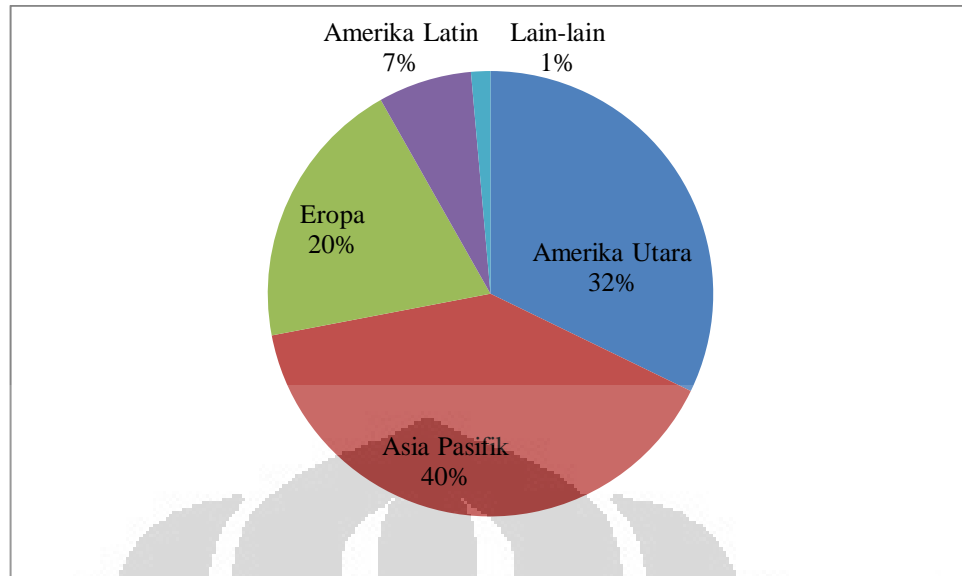
Futures contract (kontrak berjangka) merupakan salah satu instrument keuangan yang banyak digunakan sebagai sarana *hedging* (lindung nilai) dan spekulasi (Bodie et al., 2009). Salah satu bentuk perdagangan berjangka adalah Perdagangan berjangka Komoditi dengan menggunakan komoditas sebagai *underlying asset*.

Berdasarkan survei tahunan volume transaksi *futures* dari *Futures Industry Association*, transaksi kontrak berjangka dalam beberapa tahun ini telah mengalami pertumbuhan yang cukup baik. Volume transaksi kontrak berjangka dan *options* didunia terus mengalami pertumbuhan dalam 6 tahun terakhir. Sedangkan jika dilihat secara regional, pada periode Januari-Desember 2010 Asia Pasifik merupakan pasar terbesar transaksi kontrak berjangka di dunia.



Gambar 1. 1. Jumlah transaksi *futures* & *options* global

Sumber: survei volume tahunan 2010 *Futures Industry Association*



Gambar 1.2. Persentase Transaksi *Futures* dan *Options* Global

Sumber: survei volume tahunan *Futures Industry Association*

Perdagangan Berjangka Komoditi di Indonesia sendiri saat ini dilakukan pada Bursa Berjangka Jakarta yang sekarang dikenal dengan Jakarta *Futures Exchange* (JFX). JFX didirikan berdasarkan UU No.32/1997 tentang Perdagangan Komoditi sebagai sarana pengelolaan risiko bagi pelaku komoditi. Saat ini JFX memperdagangkan kontrak emas, olein, dan CPO.

Sejak 10 tahun didirikan aktivitas perdagangan pada JFX dirasa kurang jika dibandingkan dengan bursa sejenis diluar negeri. JFX serta kurang dikenal masyarakat. Maka untuk mengatasi hal ini para pemegang saham melakukan perubahan manajemen pada Juni 2010. Hal ini cukup berdampak positif dengan meningkatnya transaksi perdagangan pada JFX. JFX menjadi jembatan penghubung sektor finansial dan sektor riil.

Kemudian pemerintah melakukan amandemen terhadap UU No.32/1997 dengan tujuan meningkatkan kinerja JFX. Salah satu isi UU tersebut adalah mengenai demutualisasi JFX (Anonim, majalah Info Konsumen). Selama ini pemegang saham JFX berdasarkan UU tersebut adalah para anggota pertama Bursa Berjangka. Dengan dilakukan demutualisasi ini maka akan terbuka kesempatan bagi JFX untuk mencari investor baru, sebagai pemegang saham baru untuk bersama mengembangkan JFX agar dapat lebih bersaing dengan bursa di

luar negeri. Selain itu dengan dilakukan demutualisasi memungkinkan JFX untuk kedepannya melakukan IPO di bursa efek.

Indonesia merupakan salah satu produsen komoditi terbesar didunia. Beberapa tahun ini perdagangan komoditi semakin meningkat. Indonesia bahkan merupakan produsen *Crude Palm Oil* (CPO) terbesar di dunia. Berikut ini adalah data jumlah produksi CPO dunia berdasarkan publikasi *United States Departement of Agriculture* pada tahun 2011:

Tabel 1.1. Jumlah Produksi Palm Oil Dunia

| <i>Country/ Region</i> | <i>Production (metric Ton)</i> | | | |
|------------------------|--------------------------------|-----------|-------------------|-------|
| | 2008/2009 | 2009/2010 | 2010/2011 proj | |
| | | | Jan | Feb |
| Indonesia | 20.50 | 22.00 | 23.00 | 23.60 |
| Malaysia | 17.26 | 17.76 | 18.60 | 18.00 |
| Thailand | 1.54 | 1.35 | 1.50 | 1.50 |
| Nigeria | 0.85 | 0.85 | 0.85 | 0.85 |
| Colombia | 0.80 | 0.77 | 0.82 | 0.82 |
| Papua New Guinea | 0.45 | 0.49 | 0.44 | 0.50 |
| Ecuador | 0.44 | 0.43 | 0.46 | 0.46 |
| Cote d'Ivoire | 0.29 | 0.30 | 0.30 | 0.30 |
| Honduras | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| Brazil | 0.23 | 0.24 | 0.27 | 0.27 |
| World | 43.99 | 45.86 | 47.91 | 47.97 |

Sumber: Laporan *United States Departement of Agriculture*

Meskipun Indonesia merupakan penghasil komoditas terbesar di dunia hingga saat ini Indonesia belum dapat menjadi acuan harga komoditas di dunia. Diharapkan proses demutualisasi akan membantu JFX menjalankan perannya melalui lindung nilai dan pembentukan harga komoditas.

Dalam penelitian ini penulis tertarik untuk melakukan analisis fundamental dan valuasi nilai wajar dari PT Jakarta *Futures Exchange* dalam rangka proses demutualisasi.

1.2 Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang tersebut, dalam penelitian ini penulis ingin mengangkat permasalahan:

- a. Bagaimanakah kinerja fundamental PT Jakarta *Futures Exchange*?
- b. Berapakah nilai wajar PT Jakarta *Futures Exchange* sebagai salah satu masukan pada proses demutualisasi ?

1.3 Tujuan Penulisan

Penulisan tesis ini bertujuan untuk:

- a. Menganalisis kinerja fundamental PT Jakarta *Futures Exchange*
- b. Menentukan nilai wajar PT Jakarta *Futures Exchange* menggunakan metode *Discounted Cash Flow Model* dengan pendekatan *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* dan *relative valuation*.

Adapun penelitian ini diharapkan akan memberikan manfaat yaitu sebagai berikut:

- a. Bagi investor hasil penelitian dapat dijadikan sebagai salah satu masukan jika ingin melakukan investasi pada JFX.
- b. Hasil penelitian diharapkan dapat menjadi salah satu masukan bagi JFX untuk menentukan nilai intrinsik perusahaan dalam proses demutualisasi.
- c. Hasil penelitian diharapkan dapat menjadi salah satu referensi bagi para akademisi untuk melakukan penelitian selanjutnya.

1.4 Pembatasan Masalah

Pada penelitian ini akan berfokus pada analisis kinerja keuangan JFX serta valuasi JFX. Dalam penelitian ini penulis menggunakan data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan tahunan PT Jakarta *Futures Exchange* 2009-2010 serta artikel-artikel yang bersumber dari website, majalah dan media massa

lainnya. Untuk studi literatur dilakukan dengan menggunakan buku-buku referensi serta penelitian terdahulu.

1.5 Metodologi Penelitian

Dalam melakukan penelitian penulis menggunakan metodologi penelitian yang dijelaskan sebagai berikut.

1.5.1 Jenis dan Sumber Data

Dalam penelitian ini penulis menggunakan data sekunder dan primer. Data Sekunder yang digunakan bersumber dari artikel publikasi Bank Indonesia, publikasi *Futures Industry Association*, laporan *United States Department of Agriculture*, laporan *World Bank* serta artikel media massa. Sedangkan data primer bersumber dari laporan keuangan JFX serta *company profile* perusahaan.

1.5.2 Periode Data

Data laporan keuangan yang digunakan adalah laporan keuangan JFX pada periode 2009-2011. Sedangkan publikasi Bank Indonesia, *Futures Industry Association*, *United States Department of Agriculture*, dan laporan *World Bank* yang digunakan merupakan publikasi tahun 2011.

1.5.3 Metode Pengolahan Data

Dalam melakukan penelitian ini penulis menggunakan pendekatan sebagai berikut dalam pengolahan data:

- a. Menentukan jenis data yang diperlukan dalam penelitian.
- b. Melakukan pendekatan *top down* dalam mengolah data dengan urutan terlebih dahulu melakukan analisis terhadap kondisi makroekonomi Indonesia, analisis kondisi industri JFX, analisis kinerja keuangan, dan valuasi JFX.
- c. Dalam melakukan valuasi pendekatan valuasi yang digunakan adalah dengan menggunakan *discounted cash flow model* dengan pendekatan *free cash flow to the equity* (FCFE). Valuasi dengan FCFE dilakukan dengan tahap (Damodaran, 2002):

- a. Menghitung *cost of equity*.
 - b. Memperkirakan tingkat pertumbuhan pendapatan perusahaan dan kemudian menjadikan dasar proyeksi keuangan perusahaan.
 - c. Mengestimasi *terminal value*.
 - d. Menghitung jumlah FCFE.
 - e. Mencari *present value* dari FCFE dan *terminal value*.
 - f. Melakukan valuasi nilai intrinsik perusahaan dengan metode FCFE.
- d. Melakukan valuasi dengan metode *relative valuation* dengan menggunakan *price to earning ratio* (PER).

1.5.4 Alur Pikir Penelitian

Dalam melakukan penelitian penulis menggunakan alur pikir penelitian sebagai berikut:



Gambar 1.3 Alur Kerja Penulisan dan Penelitian

Sumber: Olahan penulis

1.6 Sistematika Penulisan

Penulisan penelitian dibagi menjadi lima bab dengan sistematika penulisan sebagai berikut:

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini berisi latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, metodologi penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab 2 Tinjauan pustaka

Berisi teori-teori yang dijadikan landasan dalam pembahasan penelitian. Teori yang akan digunakan adalah teori yang berhubungan dengan valuasi nilai perusahaan (*discounted cash & relative valuation*), rasio-rasio keuangan, serta teori-teori lain.

Bab 3 Tinjauan umum perusahaan

Bab ini berisi profil perusahaan JFX secara umum yaitu mengenai latar belakang perusahaan, struktur organisasi, anggota JFX, dan strategi perusahaan ke depannya.

Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Bab ini berisi analisa fundamental perusahaan, analisa yang dilakukan adalah analisa makroekonomi Indonesia, kondisi industri, dan perusahaan PT Jakarta *Futures Exchange*. Untuk kemudian dilakukan valuasi nilai wajar PT Jakarta *Futures Exchange*.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Bab ini berisi kesimpulan dari penelitian yang terkait dengan fundamental, dan hasil valuasi serta keterbatasan penelitian dan saran yang berkaitan dengan penelitian.

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Demutualisasi

Pada saat berdiri kebanyakan bursa dibentuk sebagai organisasi mutual yang dimiliki oleh anggota bursa itu sendiri. Bursa berfungsi untuk melayani kepentingan anggota bursa. Namun akhir-akhir ini akibat perubahan lingkungan banyak bursa-bursa didunia telah berubah menjadi organisasi yang bertujuan profit (demutualisasi) bahkan beberapa bursa melakukan *public listing* (Aggarwal, 2002).

Ada beberapa definisi demutualisasi. Demutualisasi merupakan perubahan struktur kepemilikan organisasi yang dimiliki dan dikontrol oleh penggunanya dari organisasi mutual menjadi organisasi yang bertujuan profit. Kebanyakan demutualisasi diikuti dengan *public listing* (Chaddad dan Cook, 2004). Sedangkan menurut Akhtar (2002) demutualisasi merupakan perubahan status legal bursa dari asosiasi mutual dengan satu hak vote untuk setiap anggota, menjadi perusahaan yang dibatasi oleh saham, dengan 1 hak vote untuk setiap saham. Demutualisasi akan menyebabkan perubahan objektif bursa dari awalnya untuk mengelola kepentingan anggota organisasi dengan fokus utama memberikan pelayanan untuk keuntungan anggota/broker dan mengelola biaya dan investasi terbatas pada pembiayaan yang disetujui anggota, menjadi perusahaan dengan tujuan memaksimalkan value dari pemegang saham dengan berfokus untuk mencari keuntungan. Aggarwal berpendapat bahwa demutualisasi merupakan proses merubah organisasi *non-profit* yang dimiliki secara mutual menjadi perusahaan yang dimiliki investor.

2.1.1 Faktor Pendorong Demutualisasi

Ada tiga faktor yang berperan sebagai pendorong utama bursa melakukan demutualisasi (Aggarwal, 2002) :

- a. Munculnya konflik kepentingan antara anggota.

Pada struktur organisasi mutual kepentingan banyak anggota harus dipertimbangkan ketika membuat keputusan operasi dan strategi. Namun

saat pasar telah menjadi lebih rumit, kepentingan dari anggota bursa mulai berbeda. Hal ini akan menyebabkan tekanan pada perusahaan dan dalam proses pengambilan keputusan. Proses pengambilan keputusan akan lama dan menyebabkan organisasi kesulitan dalam beradaptasi terhadap perubahan.

Dengan merubah bursa menjadi organisasi bertujuan *profit* yang dimiliki investor manager bursa dapat fokus kepada investor sebagai pemilik bursa. Penyederhanaan struktur organisasi ini akan memungkinkan proses pengambilan keputusan yang lebih cepat. Hal ini sangat penting terutama saat lingkungan kompetisi telah berubah akibat teknologi baru.

- b. Teknologi dan meningkatnya *Electronic Communication Networks (ECN)*. Pada satu dekade terakhir ECN telah tumbuh sebagai alternatif sistem perdagangan. Munculnya ancaman dari sistem perdagangan alternatif ini memberikan tekanan pada bursa keuangan untuk mengadopsi sistem perdagangan yang lebih efisien dan bermigrasi ke *electronic trading*. Dengan melakukan demutualisasi, bursa berharap mendapatkan kebebasan operasional.
- c. Perubahan Peraturan.
Adanya perubahan peraturan oleh regulator karena perubahan lingkungan bursa keuangan membuat perusahaan harus melakukan demutualisasi.

2.1.2 Dampak Demutualisasi

Dampak demutualisasi pada kinerja bursa beragam. Beberapa peneliti telah melakukan penelitian terhadap dampak demutualisasi terhadap kinerja bursa.

Morsy dan Rwegasira (2010) meneliti dampak demutualisasi terhadap kinerja keuangan bursa saham. Hasil penelitian mereka bahwa bursa yang melakukan demutualisasi menunjukkan peningkatan yang signifikan, sekitar 10 % dan 5%, pada rasio-rasio profitabilitas yaitu *profit margin*, *EBIT*, *basic earning power ratio*, dan *return on asset*. Sedangkan peningkatan kinerja padayang berhubungan dengan likuiditas, *asset management* dan *debt ratio* tidak menunjukkan hasil yang signifikan.

2.2 Fundamental Analisis

Menurut Bodie et al (2009), untuk mengetahui harga yang wajar dari saham sebuah perusahaan analis harus memproyeksi dividen dan pendapatan yang akan dihasilkan perusahaan dimasa yang akan datang. Proses ini di sebut sebagai fundamental analisis. Untuk menganalisis prospek perusahaan biasanya dilakukan dengan tahapan:

- a. Melihat kondisi makroekonomi baik nasional maupun internasional
- b. Menganailisa kondisi industri dimana perusahaan beroperasi
- c. Menganalisa kondisi perusahaan itu sendiri.

Berikut ini akan dibahas secara lebih detail mengenai ketiga komponen analisis fundamental tersebut.

2.3 Analisis Kondisi Makroekonomi

Ada beberapa statistik ekonomi yang harus diperhatikan untuk digunakan untuk menjelaskan kondisi makroekonomi (Bodie et al, 2009)

- a. *Gross Domestic Product* (GDP)

GDP merupakan ukuran total produk suatu negara. Pertumbuhan GDP yang tinggi mengindikasikan bahwa perekonomian sebuah negara sedang berkembang sehingga perusahaan memiliki kesempatan untuk meningkatkan penjualan dan pendapatannya.

- b. Tingkat Pengangguran
- c. Inflasi

Inflasi menggambarkan kenaikan harga barang-barang secara umum.

- d. Tingkat suku bunga

Tingginya tingkat suku bunga akan mengurangi *present value* dari *future cashflow* yang akibatnya akan mengurangi ketertarikan untuk melakukan investasi. Selain itu tingkat suku bunga juga mempengaruhi permintaan perumahan dan benda-benda konsumsi karena naiknya tingkat suku bunga akan menyebabkan naiknya pembayaran bunga yang harus dilakukan.

e. Defisit Anggaran

Merupakan kekurangan anggaran pemerintah. Biasanya jika hal ini terjadi maka pemerintah akan melakukan pinjaman. Jumlah besar pinjaman yang dilakukan pemerintah akan menyebabkan suku bunga naik, hal ini akan menyebabkan berkurangnya insentif untuk melakukan bisnis dan investasi akibat tingginya suku bunga.

f. Sentimen

Keoptimisan atau kepesimisan konsumen tentang keadaan ekonomi merupakan indikator yang penting. Jika konsumen percaya akan kondisi ekonomi dimasa yang akan datang, maka konsumen akan membelanjakan uangnya sehingga hal ini akan berefek positif bagi perusahaan.

2.4 Business Cycle

Menurut Bodie et al. (2009), ekonomi memiliki pola yang berulang antara resesi (kontraksi) dan pemulihan (ekspansi), pola ini disebut sebagai *business cycle*. Titik-titik transisi antara *cycle* disebut sebagai *peak* (puncak) dan *trough* (lembah). *Peak* merupakan transisi dari akhir ekspansi ke awal kontraksi, sedangkan *trough* terjadi pada akhir resesi saat ekonomi akan menuju pemulihan. Berdasarkan *business cycle* industri dapat dikelompokkan menjadi dua yaitu:

a. Industri siklikal

Merupakan industri yang sensitifitasnya diatas rata-rata terhadap ekonomi. Pada saat ekonomi pada keadaan *trough*, maka industri jenis ini akan menunjukkan kinerja diatas rata-rata industri lainnya.

b. Industri defensif

Industri yang defensif memiliki sensitifitas lebih sedikit terhadap *business cycle*. Industri jenis ini akan memiliki kinerja diatas industri lain pada saat memasuki resesi.

2.5 Analisis Industri

Menurut Bodie et al. (2009) kinerja perusahaan dipengaruhi oleh industri dimana perusahaan itu berada. Setiap industri memiliki kinerja ekonomi yang

berbeda-beda. Dengan variasi kinerja yang berbeda-beda kelompok industri juga memiliki performa saham yang berbeda-beda. Setelah melakukan analisis terhadap kondisi makroekonomi, hal selanjutnya yang perlu dilakukan adalah menentukan apa dampak kondisi makroekonomi tersebut terhadap proyeksi industri tertentu. Masing-masing industri memiliki tingkat sensitifitas yang berbeda-beda terhadap *business cycle*.

Ada tiga faktor yang mempengaruhi tingkat sensitifitas perusahaan terhadap siklus bisnis. Pertama adalah sensitifitas penjualan, industri barang kebutuhan pokok dan pendapatan konsumen bukan merupakan hal yang mempengaruhi permintaan terhadap barang tersebut, akan sedikit sensitifitasnya pada siklus bisnis. Kedua *operating leverage*, perusahaan dengan jumlah *variable cost* yang lebih besar dibandingkan dengan *fixed cost*-nya akan memiliki sensitifitas yang lebih rendah, hal ini terjadi karena saat perkeonomian turun perusahaan dapat menurunkan jumlah *variable cost* akibat turunnya jumlah output produksi. Ketiga, *financial leverage*. Perusahaan yang berada pada industri yang sensitif terhadap siklus bisnis akan memiliki saham dengan beta yang tinggi serta memiliki resiko yang lebih tinggi.

2.5.1 Siklus Hidup Industri (*Industry lifecycle*)

Siklus hidup industri dapat dikategorikan menjadi empat tahap yaitu tahap pengenalan (*start-up*), pertumbuhan (*consolidation*), tahap kedewasaan (*maturity*) dan tahap penurunan (*relative decline*) (Bodie et al, 2009).

a. Tahap pengenalan (*Start Up*)

Tahap awal ini biasanya dicirikan dengan teknologi atau produk baru. Pada tahap ini sulit untuk menentukan mana perusahaan yang akan menjadi pemimpin industri, oleh sebab itu ada resiko memilih mana perusahaan untuk berinvestasi. Penjualan dan pendapat perusahaan pada tahap pengenalan akan tumbuh dengan tingkat yang sangat tinggi, hal ini disebabkan pasar belum jenuh dengan produk sejenis.

b. Tahap konsolidasi

Pada tahap ini produk telah stabil dan memiliki pasarnya dan pemimpin pada industri muncul. Pada tahap ini kinerja perusahaan yang mampu

bertahan pada tahap pengenalan akan mampu menjelaskan kinerja industri secara keseluruhan. Industri masih tumbuh lebih cepat dari pada industri lain karena produk mulai masuk ke pasar dan menjadi lebih umum digunakan.

c. Tahap kedewasaan (*Maturity*)

Pada tahap ini produk telah mencapai kemampuan penuhnya untuk digunakan oleh konsumen. Tahap ini dicirikan dengan produk telah menjadi lebih terstandarisasi, produsen mulai terpaksa untuk berkompetisi pada harga. Hal ini menyebabkan *profit margin* semakin berkurang yang berdampak pada tekanan terhadap *profit* perusahaan. Selain itu produk pada tahap ini dianggap sebagai *cash cow*, produk memiliki arus kas yang stabil namun hanya memiliki kesempatan yang kecil untuk melakukan ekspansi. Akibatnya arus kas ini lebih baik diambil daripada diinvestasikan kembali pada bisnis/produk tersebut.

d. Tahap penurunan (*relative decline*)

Pada tahap ini industri tumbuh pada tingkat yang lebih rendah daripada tingkat pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan atau bahkan turun. Penurunan ini disebabkan oleh produk yang sudah kuno, adanya kompetisi dari *supplier* baru yang murah, ataupun adanya kompetisi dari produk baru.

2.5.2 Analisis Lima Kekuatan Bersaing Porter (*Five Forces's Porter*)

Analisa lima kekuatan bersaing porter dapat digunakan untuk melihat tingkat kompetisi dalam industri serta menilai tingkat kemenarikan dari suatu industri (Porter, 1979). Berikut ini adalah lima hal yang harus diperhatikan:

a. Masuknya pesaing baru (*Threat of entry*)

Pendatang baru akan menambah kapasitas serta akan memiliki keinginan untuk mendapatkan *market share* akibatnya adalah tekanan terhadap harga, biaya dan investasi yang diperlukan untuk berkompetisi. Jika pendatang baru merupakan perusahaan yang melakukan diversifikasi dari pasar yang lain maka pendatang baru ini akan memiliki kemampuan untuk mengganggu kompetisi dengan kemampuan dan *cash flow* yang

mereka miliki. Masuknya pendatang baru pada industri akan menimbulkan tekanan pada harga dan *profit*. Tingkat ancaman dari pendatang baru bergantung pada tingginya hambatan (*barrier*) yang ada. Jika hambatan tinggi maka tingkat ancaman dari pendatang baru akan rendah dan sebaliknya. Ada 7 hambatan utama:

- Skala ekonomi (*scale of economics*)

Hal ini terjadi jika perusahaan yang memproduksi dalam jumlah besar akan menikmati biaya produksi yang lebih rendah untuk setiap unit yang diproduksi. Hal ini dapat terjadi akibat perusahaan tersebut dapat pemeratakan biaya tetap kepada setiap unit yang diproduksi dan memiliki teknologi yang lebih efisien.

- Biaya untuk berpindah produk (*switching cost*)

Merupakan biaya yang harus dibayar oleh konsumen saat akan berpindah ke produk dari produsen lain. Semakin besar biaya untuk berpindah produk maka semakin sulit bagi pendatang baru untuk mendapatkan konsumen baru.

- Kebutuhan modal (*capital requirement*)

Besarnya biaya yang dibutuhkan untuk melakukan investasi untuk memasuki industri baru akan menghalangi pendatang baru untuk memasuki industri. Penghalang (*barrier*) akan semakin tinggi jika modal dibutuhkan untuk investasikan dalam bentuk yang tidak bisa diambil kembali karena biaya-biaya tersebut sulit untuk mendapatkan pendanaan, seperti biaya untuk melakukan riset dan iklan. Namun jika industri dinilai menarik, investor akan menyediakan dana untuk melakukan investasi.

- Keuntungan bagi perusahaan yang telah ada terlebih dahulu (*incumbency*)

Perusahaan yang terlebih dahulu berada pada sebuah industri akan memiliki kelebihan yang tidak akan didapatkan oleh kompetitor. Kelebihan ini bisa berbentuk paten, akses terhadap bahan baku yang terbaik, *brand identities*, dan pengalaman untuk memproduksi secara lebih efisien.

- Akses yang tidak sama terhadap saluran distribusi
Semakin terbatasnya saluran distribusi maka penghalang akan semakin tinggi
- Kebijakan pemerintah
Kebijakan pemerintah dapat membantu pesaing baru ataupun menciptakan penghalang. Kebijakan pemerintah yang membatasi pendatang baru untuk masuk ke industri seperti lisensi dan batasan investasi asing. Namun kebijakan pemerintah seperti subsidi akan mempermudah dan membuat penghalang menjadi lebih rendah bagi pendatang baru untuk masuk ke dalam industri tersebut.

b. Persaingan antara kompetitor yang telah ada

Saat ada beberapa pesaing pada industri secara umum biasanya akan menyebabkan industri menjadi lebih berkompetisi pada harga dan menyebabkan *profit margin* rendah karena para pesaing ingin memperbesar pangsa pasarnya. Persaingan yang tinggi akan membatasi tingkat profitabilitas dari suatu industri. Seberapa jauh kompetisi menyebabkan profit sebuah industri turun bergantung pada intensitas perusahaan bersaing dan basis apa yang digunakan sebagai kompetisi. Persaingan akan semakin tinggi jika:

- Para pesaing banyak dan secara umum memiliki ukuran dan kekuatan yang sama.
- Pertumbuhan industri rendah. Pertumbuhan yang rendah menyebabkan persaingan untuk meningkatkan market share.
- Penghalang keluar tinggi
- Produk atau jasa yang ditawarkan homogen
- Harus memiliki kapasitas yang tinggi agar efisien
- Produk dapat rusak. Produk yang dapat rusak akan membuat produsen untuk memotong harga agar produk cepat terjual sebelum rusak.

c. Tekanan dari produk pengganti (*pressure from substitute products*)

Adanya produk pengganti berarti perusahaan menghadapi kompetisi dari industri yang berhubungan. Adanya produk pengganti membatasi harga yang bisa ditetapkan kepada pelanggan. Anacam dari produk pengganti akan tinggi jika:

- Biaya untuk pindah bagi konsumen rendah
- Produk pengganti menawarkan harga dan kinerja yang atraktif.

d. Kekuatan tawar pembeli (*Bargaining power of buyers*)

Jika pembeli membeli sebagian besar dari output sebuah industri, maka pembeli akan memiliki kekuatan tawar dan dapat membuat harga turun. Hal ini akan mengurangi tingkat keuntungan dari industri tersebut. Kekuatan pembeli akan semakin tinggi jika:

- Hanya ada sedikit pembeli atau pembeli membeli dalam jumlah yang besar. Pembeli yang membeli dengan jumlah besar biasa akan kuat pada industri yang memiliki biaya tetap yang tinggi seperti peralatan telekomunikasi. Biaya tetap yang tinggi memberikan tekanan bagi produsen untuk menjaga agar kapasitas produksi terpenuhi melalui penurunan harga.
- Produk standar dan tidak memiliki diferensiasi.
- Biaya untuk berpindah (*switching cost*) rendah.
- Pembeli merupakan kelompok yang sensitif terhadap harga.

e. Kekuatan tawar menawar pemasok (*bargaining power of supplier*).

Jika pemasok memiliki kekuatan monopoli maka pemasok dapat meminta harga yang tinggi terhadap bahan baku dan menyebabkan keuntungan akan berkurang. Berikut ini hal yang membuat kekuatan pemasok tinggi:

- Tidak ada produk pengganti
- Pemasok lebih terkonsentrasi dari pada industri dimana pemasok menjual produknya.
- Kelompok pemasok tidak bergantung pada industri tersebut sebagai pemasukan utamanya.
- Perusahaan industri tersebut membutuhkan biaya untuk mengganti pemasok.

- Produk dari pemasok terdiferensiasi.

2.6 Analisis Perusahaan

Tahap selanjutnya dalam melakukan analisis adalah melakukan analisis terhadap kondisi perusahaan.

2.6.1 Analisis Strategi Bersaing Perusahaan

Keuntungan perusahaan tidak hanya ditentukan oleh keadaan industri tapi juga oleh strategi yang dipilih perusahaan dalam bersaing pada industri tersebut (Palepu et al, 2007). Menurut Porter (1998) terdapat tiga strategi umum bersaing yaitu:

a. *Cost leadership*

Hal yang paling utama pada strategi jenis ini adalah memproduksi dengan biaya yang lebih rendah dibandingkan dengan pesaing. Strategi ini membutuhkan fasilitas yang dapat memproduksi dalam skala yang efisien, pengurangan biaya berdasarkan pengalaman, kontrol yang ketat terhadap biaya dan *overhead*, serta menekan biaya pada area seperti R&D, servis, tenaga penjualan, iklan dan sebagainya. Dengan memiliki cost yang lebih rendah dari pada kompetitor maka perusahaan akan mendapatkan hasil di atas rata-rata pada industri tersebut (*above average return*). Namun dalam menerapkan strategi ini akan membutuhkan biaya investasi yang besar dalam membangun fasilitas, harga yang agresif serta kerugian akibat membangun *market share*.

b. *Differentiation*

Strategi ini berfokus untuk membuat produk atau jasa yang unik. Hal ini bisa dilakukan dengan berbagai bentuk contohnya desain atau brand image, teknologi, fitur, pelayanan terhadap pelanggan, dan lain-lain. Pendekatan yang dipilih perusahaan harusnya menggunakan banyak pendekatan. Strategi ini sering kali merupakan trade off terhadap biaya, karena sering kali untuk menciptakan produk yang berbeda dibutuhkan biaya R&D yang besar, material yang berkualitas, serta pelayanan terhadap pelanggan yang berkualitas.

c. Fokus

Pada strategi ini perusahaan berfokus pada hal seperti berfokus pada kelompok pembeli tertentu, segmen produk tertentu, atau wilayah geografi tertentu. Tujuan utama dari strategi ini adalah untuk melayani target yang sempit secara efektif dan efisien dan lebih baik dibandingkan dengan pesaing yang bersaing lebih luas. Strategi ini akan membuat perusahaan mampu mencapai differensiasi karena mampu memenuhi kebutuhan konsumen tertentu, memiliki biaya yang lebih rendah maupun keduanya.

2.6.2 Analisis Laporan Keuangan Perusahaan

Tujuan dari dilakukannya analisis terhadap laporan keuangan perusahaan adalah untuk melakukan evaluasi terhadap kinerja perusahaan pada saat ini dan dimasa lalu. Analisis laporan keuangan dapat digunakan untuk berbagai hal, analisis rasio menggambarkan kinerja perusahaan dan memberikan dasar dalam melakukan proyeksi kinerja perusahaan dimasa depan (Palepu et al, 2007). Ada lima pendekatan yang dapat dilakukan dalam melakukan analisis terhadap laporan keuangan perusahaan yaitu analisis perbandingan laporan keuangan (*comparative analysis*), analisis *common-size*, analisis rasio, analisis *cash flow* dan valuasi (Wild et al, 2009). Berikut ini penjelasan lebih detail mengenai pendekatan-pendekatan tersebut.

2.6.3 Analisis Perbandingan Laporan Keuangan (*Comparative*)

Analisis ini dilakukan dengan melihat neraca, laporan laba rugi dan arus kas dari setiap periode secara berturut-turut. Informasi terpenting yang akan didapatkan dari analisis perbandingan ini adalah tren. Perbandingan laporan keuangan dalam beberapa periode akan menunjukkan arah, kecepatan dan sejauh mana dari sebuah tren. Ada dua teknik yang biasa digunakan yaitu *year-to-year change analysis* dan *index number trend analysis*.

2.6.4 Analisis *Common-Size*

Analisis ini dilakukan dengan melihat proporsi sebuah kelompok terhadap akun tertentu. Analisis ini juga disebut sebagai analisis vertikal.

2.6.5 Analisis Rasio

Analisis rasio dilakukan dengan melihat hubungan antara informasi-informasi keuangan yang berbeda. Interpretasi sebuah rasio kompleks. Agar rasio memiliki arti sebuah rasio harus memiliki hubungan yang penting secara ekonomi. Rasio akan memberikan pandangan terhadap keadaan perusahaan. Jika rasio diinterpretasikan secara benar akan dapat mengidentifikasi area yang memerlukan pemeriksaan lebih lanjut. Analisis rasio dapat mengungkapkan hubungan yang penting dari sebuah kondisi dan tren yang sulit untuk di deteksi dengan hanya memeriksa komponen-komponen rasio secara satu persatu. Rasio dapat dikelompokkan menjadi empat kelompok besar yaitu rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio profitabilitas dan rasio solvabilitas (Wild et al, 2007).

2.6.5.1 Rasio Aktivitas

Aktivitas perusahaan membutuhkan investasi baik investasi jangka pendek (*short term*) seperti inventori dan piutang (*account receivable*) dan aset jangka panjang (properti, pabrik dan peralatan). Rasio aktivitas menjelaskan hubungan antara tingkat operasi perusahaan (biasa ditentukan oleh penjualan) dan aset yang dibutuhkan untuk menjaga aktivitas operasi terus berlangsung. Semakin tinggi rasio maka semakin efisien sebuah perusahaan beroperasi dikarenakan semakin sedikit aset yang diperlukan untuk menjaga operasional perusahaan tetap berlangsung. Tren pada rasio ini dari waktu ke waktu maupun dibandingkan dengan perusahaan lain akan mengungkapkan kekurangan maupun peluang bagi perusahaan.

Rasio aktivitas juga dapat digunakan untuk memproyeksikan kebutuhan modal perusahaan. Peningkatan pada penjualan akan membutuhkan investasi pada aset tambahan. Aktivitas rasio dapat memungkinkan analisis untuk memproyeksikan kebutuhan tersebut serta memeriksa kemampuan perusahaan

dalam memperoleh aset yang dibutuhkan untuk menjaga pertumbuhan perusahaan (White et al, 2007). Berikut ini beberapa rasio aktifitas:

a. Rasio Aktifitas jangka pendek

- *Inventory turnover*

Digunakan untuk mengukur tingkat efisiensi perusahaan dalam mengelola inventornya. Semakin tinggi rasio menunjukkan bahwa persediaan perusahaan terjual dengan cepat dari waktu pembelian hingga terjual. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut (Ross, 2010: 52).

$$\text{Inventory turnover} = \frac{\text{Cost of Good Sold}}{\text{Average Inventory}} \quad (2.1)$$

- *Average no. Days Inventory in stock*

Rasio ini digunakan untuk mengukur berapa waktu persediaan disimpan perusahaan sampai dijual. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut (Ross, 2010: 52).

$$\text{Average No. Days Inventory In Stocks} = \frac{365}{\text{Inventory Turnover}} \quad (2.2)$$

- *Receivable turnover*

Mengukur keefektifan kebijakan kredit perusahaan. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut (Ross, 2010: 53).

$$\text{Receivable Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Average Trade Receivable}} \quad (2.3)$$

- *Average no. Days receivable outstanding*

Mengukur secara rata-rata waktu mengumpulkan penjualan kredit. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut (Ross, 2010: 53).

$$\text{Average no. days receivable outstanding} = \frac{365}{\text{Receivable Turnover}} \quad (2.4)$$

b. Rasio aktivitas jangka panjang

- *Fixed asset turnover*

Rasio ini menggambarkan jumlah penjualan yang dihasilkan oleh investasi pada kapasitas produktif. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut: (Ross, 2010: 54)

$$\text{Fixed Asset Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Average Fixed Assets}} \quad (2.5)$$

- *Total asset turnover*

Memberikan ukuran efisiensi investasi secara keseluruhan dengan menambahkan *short term* dan *long term* asset total aset yang dimiliki perusahaan. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut: (Ross, 2010: 54)

$$\text{Total Asset Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Average Total Assets}} \quad (2.6)$$

2.6.5.2 Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas berfungsi mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Karena itu rasio ini menekankan pada aset lancar dan piutang lancar (Ross, 2010).

a. Rasio lancar (*Current Ratio*)

Rasio lancar mengukur likuiditas perusahaan jangka pendek. Semakin tinggi rasio ini maka makin baik bagi pihak pemberi kredit maupun bagi perusahaan sendiri. Namun tingginya rasio likuiditas dapat mengindikasikan ketidak efisienan dalam penggunaan kas dan aset lancar. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut: (Ross, 2010: 49)

$$\text{Rasio Lancar} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Kewajiban Lancar}} \quad (2.7)$$

b. Rasio cepat (*Quick Ratio*)

Pendekatan ini mengeluarkan persediaan dan dari aset lancar, hal ini karena persediaan merupakan aset yang paling tidak likuid jika dibandingkan kas. Berikut adalah persamaan dalam menghitung rasio ini. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut: (Ross, 2010: 50)

$$\text{Rasio Cepat} = \frac{\text{Aktiva Lancar} - \text{Persediaan}}{\text{Kewajiban Lancar}} \quad (2.8)$$

c. Rasio kas (*Cash Ratio*)

Hanya mengukur likuiditas berdasarkan kas dan sekuritas yang dengan mudah dapat di ubah menjadi kas. Pemberi kredit pada jangka waktu yang sangat pendek mungkin tertarik pada rasio ini. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut: (Ross, 2010: 50)

$$\text{Rasio Kas} = \text{Kas} + \frac{\text{Marketable Sekuriti}}{\text{Kewajiban Lancar}} \quad (2.9)$$

2.6.5.3 Rasio Solvabilitas (*Solvability Ratio*)

Rasio solvabilitas digunakan untuk mengukur kemampuan jangka panjang perusahaan untuk memenuhi kewajibannya.

a. Rasio Total Hutang

Menghitung rasio semua jumlah kewajiban kepada semua kreditur terhadap totalaktiva perusahaan. Berikut adalah persamaan dalam menghitung rasio ini. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut: (Ross, 2010: 51)

$$\text{Total Debt Ratio} = \frac{\text{Total Aktiva} - \text{Total Ekuitas}}{\text{Total Aktiva}} \quad (2.10)$$

b. Rasio hutang terhadap ekuitas (*Debt to equity ratio*)

Rasio ini menghitung perbandingan antara hutang terhadap ekuitas perusahaan. Berikut adalah persamaan dalam menghitung rasio ini. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut: (Ross, 2010: 51)

$$\text{Rasio Hutang terhadap Ekuitas} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}} \quad (2.11)$$

c. *Times Interest Earned Ratio*

Rasio ini mengukur sejauh mana kemampuan perusahaan dalam memenuhi beban bunga kewajibannya. Rasio ini mengukur perlindungan terhadap kreditur dalam hal ketersediaan pendapatan perusahaan untuk membayar beban bunga (White, 2006). Berikut adalah persamaan dalam menghitung rasio ini. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut: (Ross, 2010: 51)

$$\text{Times Interest Earned Ratio} = \frac{\text{Earning Before Interest and Tax}}{\text{Interest}} \quad (2.12)$$

d. *Cash Coverage Ratio*

Rasio ini samadengan *Times interest earned ratio* tapi menggunakan EBIT plus amortisasi dan depresiasi. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut: (Ross, 2010: 51)

$$\text{Times Interest Earned Ratio} = \frac{\text{EBIT} + (\text{penyusutan} + \text{amortisasi})}{\text{Interest}} \quad (2.13)$$

2.6.5.4 Rasio Profitabilitas (*Profitability Ratio*)

Rasio profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan, menopang serta meningkatkan keuntungannya. Rasio-rasio profitabilitas ditujukan untuk mengukur tingkat keefisienan perusahaan dalam menggunakan asetnya dan efisiensi manajer dalam menjalankan operasi perusahaannya (Ross, 2010). Terdapat tiga rasio yang sering digunakan untuk mengukur tingkat profitabilitas perusahaan.

a. *Profit margin*

Rasio ini menggambarkan seberapa banyak *profit* yang dihasilkan untuk setiap penjualan yang terjadi. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut: (Ross, 2010: 57)

$$\text{Profit Margin} = \frac{\text{Pendapatan Bersih}}{\text{Penjualan}} \quad (2.14)$$

b. *Return On Asset (ROA)*

Digunakan untuk mengukur keuntungan yang dihasilkan untuk setiap aset perusahaan. ROA membandingkan laba terhadap total aktiva perusahaan. ROA dapat digunakan untuk mengukur kemampuan manajemen dan tingkat efisiensi dalam menggunakan aset perusahaan untuk menghasilkan laba. Selain itu ROA menggambarkan total return untuk para penyedia modal (hutang dan ekuitas) (White et al). Rasio ini dirumuskan sebagai berikut: (Ross, 2010: 57)

$$\text{Return on asset} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total aktiva}} \quad (2.15)$$

c. *Return on Equity (ROE)*

Mengukur return yang diberikan perusahaan kepada para pemegang saham selama satu tahun. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut: (Ross, 2010: 57)

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total ekuitas}} \quad (2.16)$$

2.7 Proyeksi Kinerja

Berbagai metode valuasi berusaha untuk menilai perusahaan berdasarkan arus kas perusahaan dimasa yang akan datang. Hal tersebut berarti diperlukan untuk melakukan proyeksi terhadap kinerja keuangan perusahaan dimasa yang akan datang. Berikut proses yang dapat dilakukan dalam melakukan proyeksi keuangan (Koller et al, 2005):

- a. Menyiapkan dan melakukan analisis historikal keuangan
- b. Membuat proyeksi pendapatan

Untuk dapat membuat proyeksi pendapatan dapat menggunakan pendekatan *topdown* yaitu dengan memperkirakan pendapatan berdasarkan ukuran total pasar, menentukan market share, dan melakukan proyeksi harga produk atau jasa.

c. Melakukan proyeksi laporan laba rugi perusahaan

Menggunakan indikator ekonomi yang tepat untuk memproyeksi:

- Beban operasi seperti *cost of good sold*, beban administrasi, umum dan penjualan, dan biaya R & D. Sebaiknya beban operasi diproyeksi berdasarkan pendapatan.
- Depresiasi.
Untuk melakukan proyeksi terhadap depresiasi dapat dilakukan dengan memproyeksi depresiasi sebagai persentase dari pendapatan atau sebagai presentase dari properti, pabrik dan peralatan.
- *Non operating income*
Non operating income dihasilkan dari *non operating asset* seperti pendanaan pelanggan, anak perusahaan yang tidak terkonsolidasi, dan investasi ekuitas lainnya.
- Beban bunga dan pendapatan bunga
Beban/pendapatan bunga harus berkaitan dengan kewajiban (aset) yang menghasilkan beban/pendapatan bunga. Pemicu utama dari beban bunga adalah total hutang. Untuk melakukan proyeksi pada beban bunga diperlukan tingkat suku bunga historikal.
- Pajak
Dapat diproyeksi berdasarkan persentase terhadap pendapatan sebelum pajak.

d. Melakukan proyeksi terhadap neraca keuangan: Modal investasi dan nonperating asset

- Modal kerja operasi
Item yang perlu diproyeksi seperti piutang, persediaan, hutang dan biaya yang masih harus dibayar. Proyeksi operasional sebaiknya berdasarkan presentase dari pendapatan. Kecuali persediaan dan hutang yang dilakukan proyeksi berdasarkan presentase *cost of good sold*.
- Properti, pabrik dan peralatan

Seperti diatas proyeksi harus dilakukan berdasarkan persentase dari pendapatan.

- *Goodwill*
- e. Melakukan proyeksi terhadap neraca keuangan: dana investor
 - f. Menghitung *Return on Invested Capital* (ROIC).

2.8 Metode Valuasi

Ada banyak metode yang biasa digunakan oleh analis untuk melakukan valuasi. Secara umum ada tiga pendekatan untuk melakukan valuasi. Pertama, *discounted cash flow* (DCF). Kedua, *relative valuation*, memperkirakan nilai aset dengan melihat harga *comparable asset* relatif terhadap variabel umum seperti pendapatan, arus kas, nilai buku atau penjualan. Ketiga, *contingen claim valuation*, menggunakan model *option pricing* untuk mengukur nilai dari aset yang memiliki karakteristik seperti *option*.

2.8.1 Discounted Cash Flow Valuation (DCF)

Pendekatan ini berhubungan dengan nilai aset berdasarkan nilai *present value* dari arus kas yang diharapkan dihasilkan oleh aset tersebut di masa depan. Pendekatan DCF paling sering digunakan di dunia. Dasar dari pendekatan ini adalah aturan *present value*, dimana nilai dari aset merupakan *present value* dari arus kas dimasa depan yang diharapkan (Damodaran, 2002).

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (2.15)$$

Dimana:

N = umur aset

CF_t = Arus kas pada periode t

R = tingkat diskonto menggambarkan resiko dari arus kas perkiraan

Ada banyak model *discounted cash flow* namun dalam penelitian ini penulis hanya akan membahas *free cash flow to equity* dan *free cash flow to the firm*.

2.8.1.1 Free Cash Flow to Equity

Model ini menggunakan arus kas (*cash flow*) untuk pemegang ekuitas, kemudian menggunakan *cost of equity* sebagai diskonto untuk mendapatkan nilai dari ekuitas. (Bodie et al,2009). Berikut ini adalah persamaan FCFE (Damodaran, 2002)

$$\begin{aligned} \text{Free Cash Flow to Equity} = & \text{Net Income} - (\text{Capital expenditure} - \text{Depreciation}) - \\ & (\text{Change in non cash working capital}) + (\text{New Debt issued} - \text{Debt Repayment}) \end{aligned} \quad (2.16)$$

Sedangkan berdasarkan tingkat pertumbuhannya ada beberapa model:

a. Constant growth FCFE model

Model ini dirancang untuk menilai perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan stabil dan berada pada kondisi yang stabil.

$$\text{Value} = \frac{FCFE_1}{Ke - Gn} \quad (2.17)$$

Dimana:

Value = Nilai dari saham perusahaan saat ini

FCFE1 = FCFE yang diperkirakan pada tahun depan

Ke = *Cost of equity* dari perusahaan

Gn = Tingkat pertumbuhan perusahaan selamanya

Model ini cocok digunakan oleh perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan mirip atau lebih rendah daripada pertumbuhan ekonomi.

b. Two Stage FCFE model

Model ini dirancang untuk menilai perusahaan yang diperkirakan akan tumbuh lebih cepat dari pada perusahaan yang stabil pada masa-masa awal dan setelah itu tumbuh pada tingkat yang stabil.

Value = PV dari FCFE + PV dari terminal price

$$\frac{\sum_{t=1}^{t=n} FCFE_t}{(1+K_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1+K_{e,hg})^n} \quad (2.18)$$

2.8.1.2 *Free Cash Flow to the Firm*

FCFF merupakan pendekatan dimana keseluruhan perusahaan dinilai, dengan menggunakan *weighted average cost of capital* sebagai diskonto. FCFF merupakan jumlah dari arus kas untuk semua pemegang klaim pada perusahaan, termasuk pemegang saham, pemegang obligasi, dan pemegang saham preferred (Damodaran, 2002).

$$FCFF = \text{Free Cash flow to equity} + \text{Interest expense} (1 - \text{Tax rate}) + \text{Principal repayments} - \text{New debt issues} + \text{Preferred stock} \quad (2.19)$$

2.8.2 *Relative valuation*

Relative valuation bertujuan menilai aset berdasarkan bagaimana aset yang mirip di pasar dinilai. Ada dua komponen *relative valuation* pertama, untuk menilai aset menggunakan basis *relative*, harga harus standar, biasanya dengan mengubah harga menjadi *multiple earning*, nilai buku, atau penjualan. Kedua adalah menemukan perusahaan yang mirip, hal ini sulit dilakukan karena tidak ada dua perusahaan yang benar-benar mirip indentik dan perusahaan pada bisnis yang sama masih dapat memiliki perbedaan pada resiko, potensi pertumbuhan, dan arus kas. Pada penelitian ini akan dibahas *relative valuation* menggunakan *earning multiple* dan *book value multiple*

a. *Earning multiple*

Price earning multiple merupakan multiple yang paling banyak digunakan dan salah dalam penggunaannya. Kesederhanaannya membuat PE sebagai pilihan yang menarik tapi terkadang hubungannya dengan fundamental perusahaan diabaikan hal ini menyebabkan kesalahan yang signifikan.

Price Earning ratio merupakan rasio dari harga pasar per lembar saham terhadap laba perlembar saham. Dinyatakan dengan persamaan sebagai berikut.

$$PE = \text{Harga perlembar saham di pasar} / \text{Laba perlembar saham} \quad (2.20)$$

b. *Book Value Multiple*

Hubungan antara harga dan nilai buku perusahaan banyak menarik perhatian investor. Saham dengan harga dibawah nilai buku dianggap sebagai *undervalue* dan merupakan kandidat yang bagus untuk *undervalue portfolio*.

Ada banyak hal yang menyebabkan *price book ratio* banyak digunakan dalam analisis investasi. Pertama, *book value* merupakan ukuran yang relatif stabil dan intuitif jika dibandingkan dengan harga pasar. Kedua, *price book value* dapat dibandingkan dengan perusahaan yang mirip untuk melihat apakah perusahaan *undervalue* atau *overvalue*. Ketiga, perusahaan dengan pendapatan negatif dapat dievaluasi menggunakan *price book value ratio*.

Rasio *price-book value* dihitung dengan membagi harga perlembar saham dengan nilai buku ekuitas perusahaan perlembar saat ini.

$$\text{Price to book value ratio} = \frac{\text{Harga saham perlembar}}{\text{nilai buku ekuitas per lembar}} \quad (2.21)$$

BAB 3

TINJAUAN UMUM PERUSAHAAN

3.1 Latar Belakang Perusahaan

Menyadari pentingnya keberadaan bursa lokal sebagai sarana pengelola risiko bagi pelaku komoditi di Indonesia, pemerintah Indonesia membuat undang-undang no.32 tahun 1997 tentang Perdagangan Berjangka Komoditi. Berdasarkan undang-undang tersebut kemudian Bursa Berjangka Jakarta atau Jakarta *Futures Exchange* didirikan pada tahun 1999. BBJ pertama kali didirikan oleh 4 perusahaan perkebunan sawit, 7 perusahaan pabrik minyak goreng, delapan perusahaan sekuritas dan dua perusahaan perdagangan barang umum.

Pada awal berdirinya kontrak yang diperdagangkan di JFX adalah kontrak olein dan kopi robusta. Dalam perkembangannya JFX kemudian turut memperdagangkan kontrak emas dan CPO. Kemudian akibat kurangnya peminat maka kontrak perdagangan CPO dan kopi robusta dihentikan. Setelah berdirinya JFX diharapkan pelaku usaha tidak perlu lagi melakukan transaksi kontrak berjangka ke bursa di luar negeri, terutama untuk produk yang terkait dengan kontrak yang diperdagangkan di bursa dalam negeri. (Sejarah JFX, 2011).

3.2 Visi Misi dan strategi perusahaan

Visi dan misi JFX disingkat menjadi PRIME, yaitu: (Info konsumen, 2011).

a. *Price Discovery*

Pembentukan harga yang terjadi saat pembeli dan penjual melakukan transaksi atau melakukan konsensus

b. Referensi harga

Diharapkan berdasarkan hasil pembentukan harga dapat menjadi acuan bagi pelaku bisnis mengambil keputusan.

c. Inovatif dan diminati pelaku pasar

Harga yang terbentuk adalah harga yang inovatif dan diminati investor.

d. Manajemen Risiko

Bursa diharapkan dapat menjadi tempat manajemen risiko (*hedging*).

- e. Efisien, efektif, wajar dan teratur

Market harus dibangun agar menjadi efisien, efektif, wajar dan teratur.

Untuk menjalankan PRIME tersebut jajaran manajemen baru membuat program PRESTASI (info konsumen, 2011).

- a. *Product development*, yaitu mengembangkan produk yang sesuai dengan kebutuhan pasar agar lebih diminati.
- b. *Relationship improvement*, strategi ini adalah merangkul semua stakeholder yaitu Bappebti, anggota bursa, pemegang saham, komisaris, kliring, universitas, masyarakat dan media.
- c. *Education dan Socialization*, hal ini dilakukan agar masyarakat lebih mengenal JFX.
- d. *Technology enchancement*, memperbaiki diri dan mengikuti perkembangan teknologi agar bursa tidak tertinggal.
- e. *Accountability*, menciptakan *good corporate governance*.
- f. *System of organisation and management*, memperbaiki sistem organisasi yang meliputi karir serta upah.
- g. *Integrity of the market*, menerapkan integrasi pasar.

Realisasi dari program tersebut adalah:

- a. Percepatan pengembangan sistem teknologi untuk mendukung transaksi multilateral, yaitu JAFETS – 3 (*Jakarta Futures Trading System*) untuk selanjutnya dikembangkan menjadi JAFETS *next generation*.
- b. Peluncuran komoditas syariah.

Pada tanggal 13 Oktober 2011 JFX meluncurkan komoditas syariah Indonesia yang dianggap sebagai pasar syariah terbesar di dunia, karena itu potensi komoditas dan pasar syariah terbesar diharapkan mampu memfasilitasi kebutuhan kontrak berjangka syariah.

- c. Edukasi dan sosialisasi kepada masyarakat dan pihak yang terkait.
- d. Mengembangkan kontrak-kontrak berjangka komoditas baru.

Komoditas yang berpotensi untuk diperdagangkan adalah kakao, kopi, timah, karet dan batubara.

Salah satu strategi JFX untuk meningkatkan kinerja adalah melakukan demutualisasi bursa. Motivasi utama demutualisasi adalah :

- Dengan demutulisasi diharapkan JFX akan lebih meningkatkan daya saing dan kinerjanya.
- Mencari investor yang lebih memiliki komitmen karena pada saat pembentukan banyak investor yang merasa terpaksa.

3.3 Kepemilikan Saham

Berdasarkan yang diatur dalam pasal 12 dalam UU nomor 32 tahun 1997, pemegang saham dari JFX adalah anggota pertama bursa berjangka. Masing-masing perusahaan memiliki 1 lembar saham perusahaan. Berikut ini adalah para pemegang saham yang merupakan sekaligus pendiri bursa: (*Shareholder JFX, 2011*)

- PT Asia Kapitalindo Komoditi Berjangka
- PT Asia Nusa Prima
- PT Bakrie Indofutures Nusantara
- PT Bina Karya Prima
- PT Bina Serasi Mitra Sejati
- PT Binasarana Jalatama
- PT Danareksa (Persero)
- PT Dewa Arjuna Putra
- PT Gunung Lintong
- PT Halim Danamas International
- PT Hanson Agrotama Industri
- PT Himar Corporation
- PT Indokom Citrapersada
- PT Indonesia Futures & Options *
- PT Ivo Mas Tunggal
- PT Karya Prajona Nelayan
- PT Manggala Batama Perdana
- PT Menacom
- PT Multicontinental
- PT Panca Nabati Prakarsa
- PT Parasawita

- v. PT Perantara Dagang Kontaktn
- w. PT Perkebunan Minanga Ogan
- x. PT Perkebunan Nusantara III
- y. PT Permata Hijau Sawit
- z. PT Prasadha Aneka Niaga Tbk
- aa. PT Repindo Raya
- bb. PT Sariwiguna Sejahtera
- cc. PT Tridakom Nusantara Berjangka

3.4 Struktur Organisasi

Berdasarkan Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan PT. Bursa Berjangka Jakarta tanggal 23 juni 2010, menetapkan susunan kepengurusan baru perusahaan untuk periode 2010-2015. Semua anggota komisaris dan direktur harus lulus tes kelayakan yang dilakukan oleh Badan Pengawasi Perdagangan Berjangka Komiditi (Bappebti). Berikut adalah susunan dewan komisaris perusahaan: (Profil perusahaan JFX)

Dewan Komisaris:

| | | |
|-----------|---|-------------------|
| President | : | Hassan Widjaya |
| Member | : | Yazid Kanca Surya |
| Member | : | Kristanto Nugroho |

Sedangkan berikut ini susunan direksi perusahaan yang menangani manajemen perusahaan sehari-hari:

Dewan Direksi:

| | | |
|----------------|---|---------------------------|
| Direktur Utama | : | Made Soekarwo |
| Direktur | : | Roy Hendra Michael Sembel |
| Direktur | : | M. Bihar Sakti Wibowo |

3.5 Keanggotaan Bursa

Untuk menjadi anggota JFX tidak harus menjadi pemegang saham bursa. Sedangkan para pemegang saham bursa adalah para pendiri bursa dan berhak

untuk mengangkat dean komisaris dan direksi. Keanggotaan JFX terdiri dari 4 kategori yaitu: (Profil perusahaan JFX)

a. Pedagang berjangka,

Merupakan anggota bursa yang terdaftar di Bappeti yang hanya dapat melakukan transaksi untuk dirinya sendiri dan kelompoknya. Terdiri diri atas:

- Pedagang perusahaan yanghanya dapat melakukan transaksi untuk dirinya sendiri dan kelompoknya.
- Pedagang perorangan, hanya dapat bertransaksi untuk rekeningnya sendiri.

b. Pialang berjangka

Merupakan anggota bursa yang berbentuk perusahaan yang telah mendapat ijin dari Bappebti untuk melakukan kegiatan jual/beli kontrak berjangka atas amanat nasabahnya.

c. Pihak yang sedang dalam proses menjadi pedangan atau pialang

d. Pemegang saham pendiri

Merupakan anggota pertama bursa yang diatur pada pasal 12 UU no. 32 tahun 1997 mengenai pemegang saham JFX.

3.6 Produk

Pada saat ini terdapat lima jenis kontrak berjangka yang diperjualbelikan yang terdiri dari *gold*, *gold 250*, *olein*, *olein 10*, *rolling gold*, kakao dan pasar fisik *crude palm oil* (CPO). Kontrak ini diperdagangkan secara multilateral, yaitu perdagangan kontrak diselenggarakan di Bursa Berjangka dan dilakukan oleh banyak para pialang berjangka dan pedagang bursa berjangka. (website Jakarta *Futures Exchange*, artikel dengan judul produk)

3.6.1 Gold

Merupakan kontrak berjangka dengan komoditas emas sebagai *underlying asset* dengan nilai kontrak 1 kilogram emas. Emas merupakan komoditas penting, emas memiliki keterkaitan langsung dengan sistem moneter serta sebagai sarana investasi. Selain memiliki banyak kelebihan sebagai sarana investasi emas juga

memiliki banyak kelemahan. Dengan melakukan kontrak berjangka emas akan membantu investor dalam hal tidak membutuhkan tempat dan biaya penyimpanan, serta fluktuasi harga emas dapat menjadi kesempatan bagi investor untuk mencari keuntungan. Selain itu kontrak berjangka emas dapat digunakan sebagai sarana lindung nilai bagi pihak-pihak yang terlibat dengan komoditas emas seperti industri konsumen emas dan produsen emas (pertambangan/pengolah emas).

3.6.2 Gold 250

Kontrak *gold 250* sama dengan kontrak berjangka emas, namun ukuran kontrak berbeda yaitu sebesar 250 gram per kontrak *gold 250*.

3.6.3 Olein

Kontrak berjangka *olein* merupakan kontrak berjangka dengan menggunakan minyak goreng mentah (*olein*) sebagai *underlying asset*. Ukuran untuk setiap kontrak adalah 20 ton minyak *olein* dengan jangka waktu kontrak 5 bulan.

3.6.4 Olein 10

Merupakan kontrak *olein* dengan ukuran 10 ton per kontrak.

3.6.5 Rolling gold

Kontrak berjangka *rolling gold* berbeda dengan kontrak berjangka emas dalam hal tidak ada batas *maturity* dan penyerahan fisik. Hal ini akan memudahkan bagi para investor. Dengan tidak adanya batasan tersebut, maka kontrak dapat digunakan sebagai sarana investasi atau lindung nilai baik untuk periode yang singkat maupun panjang. Namun para pembeli kontrak ini akan dikenakan bunga yang harus dibayarkan kepada penjual kontrak.

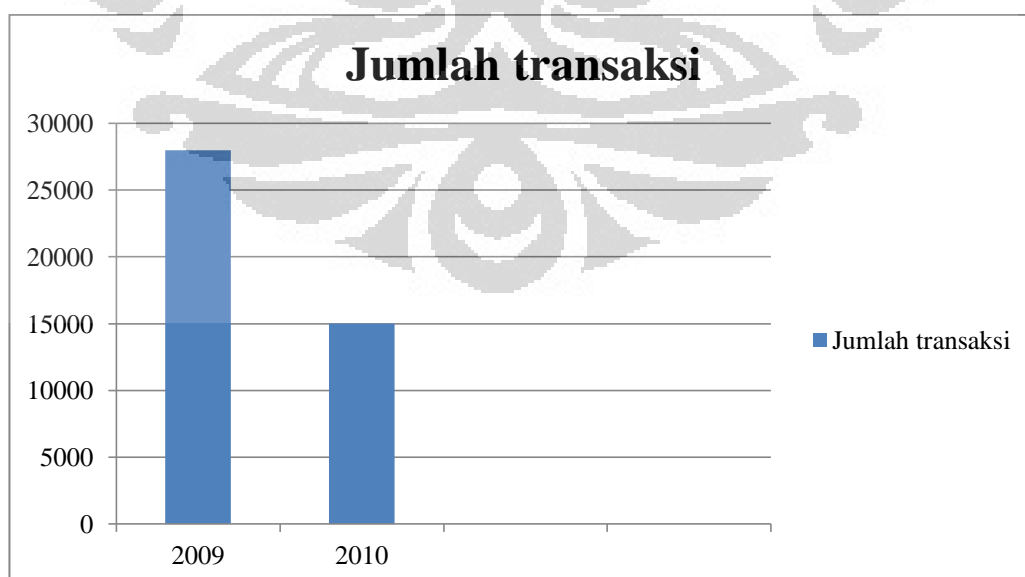
3.6.6 Kakao

Kontrak berjangka kakao merupakan kontrak berjangka dengan komoditas Kakao sebagai *underlying asset*. Kontrak kakao memiliki satuan kontrak 5 metrik ton (5.000 Kg).

3.6.7 Pasar Fisik CPO

Merupakan pasar lelang fisik CPO yang diselenggarakan oleh JFX. Pasar lelang fisik ini sendiri didirikan dalam rangka upaya mengembangkan kontrak berjangka komoditi dengan terlebih dahulu membenahi pasar fisik komoditi dengan membuat pasar fisik yang terorganisir. CPO dipilih sebagai komoditas pasar fisik pertama kali disebabkan besarnya potensi Indonesia sebagai produsen CPO terbesar didunia, sehingga perlu dibukanya kesempatan alternatif untuk memperdagangkan CPO di bursa. Diharapkan dengan dibukanya pasar lelang fisik terorganisir ini maka akan membuka kesempatan yang lebih luas bagi para konsumen maupun produsen CPO dan akan memudahkan mekanisme penentuan harga CPO yang lebih wajar dan transparan (*price discovery*).

Selama tahun 2009 sampai 2010 jumlah CPO yang ditawarkan pada bursa adalah sebesar 1.589.500 ton dengan jumlah transaksi sebesar 43.000 ton. Pada tahun 2009 jumlah CPO yang ditawarkan adalah sebanyak 865.000 ton, kemudian pada tahun 2010 jumlah ini turun menjadi 725.000 ton. Demikian juga pada jumlah transaksi mengalami penurunan yaitu dari 28.000 ton pada tahun 2009 turun menjadi 15.000 ton di tahun 2010. Nilai transaksi juga mengalami penurunan sebesar Rp. 74,9 Milyar, dari Rp. 190,1 Milyar di tahun 2009 menjadi Rp. 115,2 Milyar pada tahun 2010.



Gambar 3.1. Transaksi Pasar Fisik CPO

Sumber: Laporan akhir tahun Bappebti 2010

3.7 Perdagangan Bilateral

Perdagangan bilateral atau disebut juga dengan Sistem Perdagangan Alternatif (SPA), merupakan perdagangan kontrak berjangka yang dilakukan secara bilateral (antar dua pihak) yang diselenggarakan di luar bursa. Pelaku yang terlibat adalah pedagang berjangka sebagai penyelenggara Sistem Perdagangan Alternatif dengan pialang berjangka sebagai peserta sistem perdagangan alternatif. Kontrak yang diperdagangkan adalah kontrak mata uang asing (*forex*), indeks dan emas *loco* London.

3.8 Penyaluran Amanat Luar Negeri (PALN)

Pialang berjangka dimungkinkan untuk dapat menyalurkan amanat nasabahnya ke Bursa lain yang berada di luar negeri sesuai dengan peraturan yang ditetapkan oleh Bappebti. Hal ini dilakukan untuk mengakomodir masyarakat yang ingin melakukan kegiatan lindung nilai maupun investasi pada produk yang kontrak berjangkanya belum diperdagangkan di Bursa Berjangka di Indonesia. Saat ini PALN sedang dihentikan sejak Mei 2011 untuk mengevaluasi proteksi nasabah.

3.9 Komoditas Syariah

JFX bekerjasama dengan Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN MUI) mengembangkan sebuah mekanisme jual beli komoditi berbasis Syariah Islam dengan menggunakan akad-akad sesuai Syariah. Pada tanggal 13 Oktober 2011 komoditi syariah ini diluncurkan JFX. Indonesia yang dianggap sebagai pasar syariah terbesar di dunia. Produk ini dikembangkan untuk mengakomodir kebutuhan perbankan syariah. Namun hingga saat ini produk ini belum berjalan karena masih menunggu peraturan yang terkait.

3.10 Perkembangan Bisnis Perusahaan

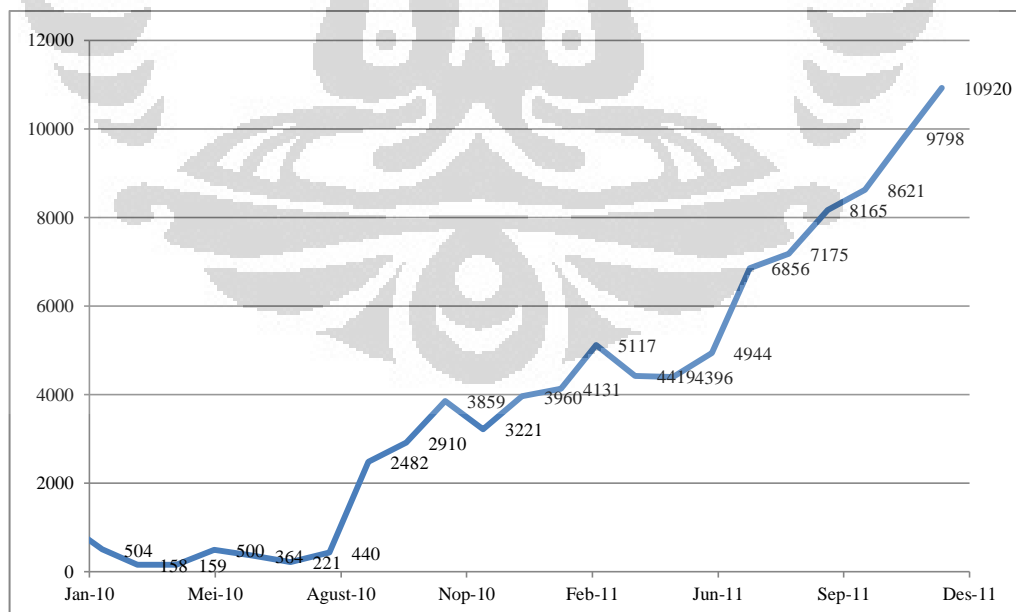
Pada tahun 2011 jumlah transaksi kontrak multilateral mengalami kenaikan yang tinggi sebesar 392,23%. Sedangkan untuk Sistem Perdagangan Alternatif (SPA), *loco London*, Penyaluran Amanat Nasabah ke Bursa Luar

Negeri (PALN) mengalami kenaikan sebesar 39%. Secara total pada tahun 2011 jumlah transaksi mengalami kenaikan sebesar 40,1%. Pada tahun tersebut transaksi bilateral masih merupakan transaksi yang dominan.

Tabel 3.1 Perkembangan Transaksi (dalam lot)

| Kontrak Multilateral | Tahun 2010 | Tahun 2011 | Perubahan |
|----------------------|------------------|------------------|------------------|
| Olein | 1,754 | 13,099 | 646,80% |
| Emas | 5,418 | 28,126 | 437,50% |
| Emas (Rp) | 303 | | |
| Emas (USD) | 4,033 | 13,66 | 238,70% |
| Indeks Emas | 4,441 | 20,859 | 369,70% |
| Kakao | | 1,762 | |
| Total | 15,949 | 78,506 | 392,23% |
| Kontrak OTC | 2010 | 2011 | Perubahan |
| SPA: | | | |
| Forex | 1,625,697 | 1,582,374 | -2,66% |
| Index | 3,378,261 | 2,573,836 | -23,80% |
| Loco London | 389,81 | 3,351,874 | 759,87% |
| PALN | 7,35 | 539 | -92,60% |
| Total | 5,401,073 | 7,508,623 | 39% |

Sumber: Presentasi Kinerja JFX 2011



Gambar 3.2 Perkembangan Transaksi Multilateral Bulanan (dalam lot)

Sumber: Presentasi Kinerja JFX 2011

Dari gambar 3.2 jumlah transaksi multilateral bulanan mengalami tren kenaikan untuk setiap bulannya. Tren peningkatan jumlah transaksi dimulai pada bulan Agustus 2010, hal ini salah satunya terjadi akibat perubahan manajemen pada JFX. Hingga akhir Desember 2011 transaksi multilateral mengalami kenaikan 49 kali dibandingkan dengan bulan Juli 2010 saat direksi baru masuk menggantikan direksi lama.

3.11 Mekanisme Perdagangan

Transaksi di bursa dilakukan dengan mekanisme sebagai berikut:

- a. Transaksi hanya dapat dilakukan oleh anggota bursa (pialang dan pedagang).
- b. *Hedger* maupun spekulator hanya dapat melakukan transaksi melalui Pialang.
- c. Anggota bursa menyatakan keinginan untuk jual maupun beli melalui media elektronik di lantai bursa (*virtual*), sistem perdagangan akan mencocokkan harga beli dan jual.
- d. Sistem mengalokasikan kuantitas.
- e. Semua transaksi tercatat di sistem perdagangan dan diinformasikan ke semua pihak.

Sedangkan berikut ini adalah cara untuk melakukan transaksi di JFX:

- a. Membuka *account* di perusahaan pialang resmi.
- b. Melakukan *order* (posisi *long* atau *short*) lewat telepon atau secara online melalui internet.
- c. Bila order terlaksana maka pialang wajib memberikan laporan kepada nasabah.
- d. Posisi dapat ditutup ketika kontrak jatuh tempo atau melakukan *order* melalui pialang dengan posisi yang berlawanan sebelum jatuh tempo

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Makroekonomi

Prospek setiap perusahaan akan dipengaruhi keadaan ekonomi secara umum. Maka kondisi makroekonomi harus dipertimbangkan dalam melakukan analisis.

4.1.1 Perekonomian Global

Menurut data riset *global economics prospect report* yang diterbitkan oleh *World Bank*, pertumbuhan ekonomi dunia akan tumbuh lambat selama 2011 sampai 2013 dengan pertumbuhan terbesar pada negara-negara berkembang. Negara-negara berkembang dapat menghadapi krisis global dengan baik. Namun sebaliknya aktivitas ekonomi di negara-negara maju dan beberapa negara berkembang di Eropa masih terkena dampak krisis termasuk pada sektor perbankan dan keuangan. Secara umum pertumbuhan Pendapatan Domestik Bruto (PDB) global diperkirakan akan menurun dari 3.8% pada tahun 2010 menjadi 3.2% pada tahun 2011, namun diharapkan akan tumbuh kembali pada 2012 dan 2013 menjadi 3.6%.

Pada negara-negara maju pertumbuhan PDB pada tahun 2011 akan mengalami penurunan sebesar 0.5% dari 2.7% pada tahun 2010 menjadi 2.2% pada tahun 2011 dan untuk 2 tahun kedepan diproyeksikan akan tumbuh 2.7% dan 2.6%. Gempa yang terjadi pada Jepang menjadi salah satu faktor penghambat pertumbuhan negara-negara berpenghasilan tinggi. Sedangkan pada negara-negara berkembang diproyeksikan pertumbuhan PDB akan turun dari 7.3% pada tahun 2010 menjadi 6.3% pada tahun 2011, untuk tahun 2012 dan 2013 pertumbuhan diproyeksikan akan lebih stabil dengan tingkat pertumbuhan PDB sebesar 6.2% dan 6.3%.

Perdagangan dunia diproyeksikan akan mengalami recovery dan pertumbuhan pada 2010 dan 2011. Lebih dari 50% peningkatan import dunia disebabkan naiknya import dari negara-negara berkembang yang merefleksikan peningkatan demand dari kelompok negara berkembang. Pada tahun 2010 volume

perdagangan dunia tumbuh sebesar 11.5% sedangkan pada tahun 2011 diproyeksikan akan mengalami penurunan menjadi 8%. Untuk tahun 2012 dan 2013 diproyeksikan pertumbuhan akan relatif stabil sebesar 7.7% pertahun.

Pertumbuhan PDB pada negara-negara berkembang menjadi salah satu faktor penyebab naiknya harga minyak dunia. Harga minyak dunia diperkirakan akan naik sebesar 35% pada tahun 2011 dari US \$ 79 menjadi \$107.2. Namun dalam periode dua tahun kedepan diperkirakan harga minyak dunia akan turun sebanyak 4.8% pada tahun 2012 dan 3.3% pada tahun 2013. Naiknya harga energi berimbas pada meningkatnya biaya produksi pertanian. Naiknya biaya produksi dibarengi dengan turunnya jumlah *supply* menyebabkan harga pangan dunia meningkat. Pada tahun 2011 diperkirakan harga produk komoditas pertanian akan mengalami peningkatan sebesar 20%.

4.1.2 Perekonomian Indonesia

Pada pembahasan ini akan dibahas seputar perekonomian Indonesia.

4.1.2.1 Pendapatan Nasional Bruto

Menurut laporan perekonomian Indonesia tahun 2010 yang dipublikasikan oleh Bank Indonesia, pertumbuhan pendapatan nasional bruto Indonesia pada tahun 2010 mengalami kenaikan dari 4.6% pada tahun 2009 menjadi 6.1%. Peningkatan PDB didukung oleh konsumsi rumah tangga serta ekspor dan investasi yang cukup tinggi. Peningkatan kinerja ekspor diakibatkan oleh naiknya harga komoditas di pasar internasional serta besarnya permintaan negara-negara *emerging market*. Pertumbuhan ekspor barang dan jasa mengalami peningkatan dari -9.7% pada tahun 2009 menjadi 14.9 % pada tahun 2010. Sedangkan pertumbuhan investasi meningkat sebesar 4.4% menjadi 8.5% pada tahun 2010. Pertumbuhan sektor konsumsi mengalami penurunan menjadi 4% pada tahun 2010.

Untuk tahun 2011 diproyeksikan pertumbuhan PDB akan berada pada kisaran 6 % - 6.5%. Konsumsi rumah tangga diperkirakan akan mengalami pertumbuhan sebesar 4.5%-5% hal ini ditopang dengan kenaikan upah minimum regional dan perbaikan pendapatan PNS, polisi dan TNI. Konsumsi

pemerintah akan tumbuh dengan signifikan sebesar 8,8%-9,3% pada tahun 2011 dibandingkan hanya 0.3% pada tahun 2010. Investasi akan mengalami pertumbuhan 10-10.5% akibat stabilitas kondisi ekonomi serta perbaikan iklim investasi.

4.1.2.2 Inflasi

Inflasi Indonesia cukup fluktuatif selama tiga tahun terakhir. Tahun 2009 merupakan tahun dengan inflasi terendah selama beberapa tahun terakhir dengan nilai inflasi sebesar 2.78% (*year to year*). Rendahnya inflasi pada tahun 2009 disebabkan oleh beberapa faktor salah satu faktor penyebab rendahnya inflasi adalah keadaan ekonomi global yang melambat serta turunnya harga berbagai komoditas. Selain itu apresiasi nilai rupiah akibat masuknya modal asing serta kebijakan pemerintah menurunkan harga BBM pada awal tahun juga merupakan faktor penyebab rendahnya inflasi tahun 2009.

Tabel 4.1. Inflasi Indonesia

| | 2008 | | 2009 | | 2010 | | 2011 | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Bulanan (mtm) | Tahunan (yoy) | Bulanan (mtm) | Tahunan (yoy) | Bulanan (mtm) | Tahunan (yoy) | Bulanan (mtm) | Tahunan (yoy) |
| Januari | 1,77 | 7,36 | -0,07 | 9,17 | 0,84 | 3,72 | 0,89 | 7,02 |
| Februari | 0,65 | 7,4 | 0,21 | 8,6 | 0,3 | 3,81 | 0,13 | 6,84 |
| Maret | 0,95 | 8,17 | 0,22 | 7,92 | -0,14 | 3,43 | -0,32 | 6,65 |
| April | 0,57 | 8,96 | -0,31 | 7,32 | 0,15 | 3,91 | -0,31 | 6,16 |
| Mei | 1,41 | 10,38 | 0,04 | 6,04 | 0,29 | 4,16 | 0,12 | 5,98 |
| Juni | 2,46 | 11,03 | 0,11 | 3,65 | 0,97 | 5,05 | 0,55 | 5,54 |
| Juli | 1,37 | 11,9 | 0,45 | 2,71 | 1,57 | 6,22 | 0,67 | 4,67 |
| Agustus | 0,51 | 11,85 | 0,56 | 2,75 | 0,76 | 6,44 | 0,93 | 4,79 |
| September | 0,97 | 12,14 | 1,05 | 2,83 | 0,44 | 5,8 | 0,27 | 4,61 |
| Oktober | 0,45 | 11,77 | 0,19 | 2,57 | 0,06 | 5,67 | -0,12 | 4,42 |
| Nopember | 0,12 | 11,68 | -0,03 | 2,41 | 0,6 | 6,33 | | |
| Desember | -0,04 | 11,06 | 0,33 | 2,78 | 0,92 | 6,96 | | |

Sumber : Laporan kebijakan moneter triwulan IV 2011 Bank Indonesia

Sedangkan untuk tahun 2010 tingkat inflasi melebihi target inflasi sebesar $5\% \pm 1\%$ menjadi 6.96%. Hingga bulan Juni 2010 tingkat inflasi masih dibawah target inflasi yaitu sebesar 5,05%. Namun pada triwulan ke tiga terjadi lonjakan inflasi akibat lonjakan harga-harga komoditas khususnya bahan pangan. Inflasi

terbesar disebabkan oleh kelompok *volatile food* sebesar 17,74%. yang terdiri dari komoditas bahan pokok seperti beras. Sedangkan inflasi inti relatif rendah yaitu sebesar 4,28%, hal ini akibat terkendalnya faktor fundamental. Kelompok *administered price* memiliki tingkat inflasi sebesar 5,4%.

Tahun 2011 Bank Indonesia menargetkan tingkat inflasi sebesar $5\% \pm 1\%$. Pada triwulan pertama 2011 tekanan inflasi lebih rendah dibandingkan pada periode yang sama pada tahun 2010. Penyebab utama adalah deflasi *volatile food* akibat semakin membaiknya pasokan bahan pangan karena panen raya pada akhir triwulan. Sedang pada triwulan kedua tekanan inflasi masih terkendali dan berada di bawah target inflasi. Deflasi *volatile food* masih merupakan faktor penyebab turunnya tekanan inflasi, namun pada kuartal ini tekanan dari kelompok inti yaitu komoditas global semakin meningkat. Tekanan inflasi pada triwulan ketiga semakin menurun, pada triwulan ketiga inflasi tercatat sebesar 4,61%. Inflasi inti sebesar 4,93% dipengaruhi oleh meningkatnya harga emas internasional dan domestik serta depresiasi nilai tukar. Tekanan akibat *volatile food* juga semakin menurun akibat membaiknya pasokan barang serta distribusi yang baik juga akibat deflasi komoditas pangan. Sedangkan tekanan inflasi *administered prices* pada triwulan ketiga sebesar 2,83%, cenderung rendah sepanjang tahun akibat tidak adanya kebijakan strategis pemerintah. Perkembangan harga dan inflasi yang cenderung masih terkendali hingga kuartal ketiga membuat BI memprediksikan bahwa inflasi pada tahun 2011 akan terkendali dan berada pada kisaran $5\% + 1\%$ sesuai target inflasi. (Bank Indonesia, 2011)

Bank Indonesia menargetkan tingkat inflasi pada tahun 2012 akan mencapai $4.5\% \pm 1\%$. Hal ini akibat melambatnya perekonomian domestik dan global. Rencana kenaikan tarif dasar listrik diperkirakan tidak akan memiliki pengaruh yang besar terhadap inflasi baik secara langsung maupun tidak langsung. Namun jika pemerintah menerapkan kebijakan pembatasan BBM bersubsidi atau menaikkan harga BBM bersubsidi maka inflasi akan melampaui target inflasi Bank Indonesia saat ini.

4.1.2.3 Tingkat Suku Bunga

Sepanjang tahun 2010 Bank Indonesia mempertahankan BI *rate* sebesar 6,50%. Tingkat BI *rate* ini dipandang masih cukup untuk mencapai sasaran inflasi

kedepan. Selain itu hal ini dilakukan untuk meningkatkan fungsi intermediasi perbankan. Pada 4 Februari 2011 BI menaikkan BI rate sebanyak 25 basis poin (bps) menjadi 6,75%. Hal ini dilakukan akibat ekspektasi inflasi yang meningkat terutama akibat inflasi *volatile food* serta kenaikan komoditas global seperti minyak bumi. Kemudian pada bulan Oktober BI rate kembali turun menjadi 6,50%, akibat menurunnya tekanan inflasi. Keputusan ini diambil karena BI optimis bahwa tingkat inflasi pada akhir tahun akan berada di bawah 5%. Pada bulan November BI kembali menurunkan BI rate sebanyak 50 basis poin menjadi 6%. Hal ini dilakukan akibat semakin turunnya tekanan inflasi kedepan. Selain itu penurunan BI rate dilakukan untuk melakukan perbaikan pada struktur suku bunga jangka pendek, menengah dan panjang. Penurunan BI rate juga dimaksudkan untuk mengurangi dampak memburuknya prospek ekonomi global terhadap perekonomian Indonesia. (Bank Indonesia: Laporan Perekonomian Indonesia 2010, 2011)

4.2 Analisis Industri

Selanjutnya dilakukan analisis terhadap industri perusahaan berada.

4.2.1 Analisis Siklus Industri

JFX bergerak pada industri bursa khususnya bursa komoditas. Pada saat di Indonesia ini hanya terdapat 2 bursa komoditas yaitu JFX dan PT Bursa Komoditas dan Derivatif Indonesia (BKDI). Pendapatan utama bursa adalah berasal dari *fee* transaksi. Pada saat ini pertumbuhan pendapatan masih cukup tinggi hal ini bisa tingginya kenaikan jumlah transaksi JFX pada tahun 2011 naik sebesar 40% di bandingkan tahun 2010. Pada saat ini dapat dilihat jika industri JFX telah berada pada tahap *start up*.

4.2.2 Analisis Porter's Five Forces

Dalam melakukan analisa fundamental, analisis *porter's five forces* diperlukan untuk mengetahui daya saing JFX diantara perusahaan-perusahaan sejenisnya. Untuk menganalisa dengan menggunakan *porter's five force*, dapat dilihat dengan beberapa hal berikut :

a. Masuknya pesaing baru (*Threat of entry*)

Ancaman masuknya pesaing baru terbilang cukup rendah. Bursa perdagangan komoditas dibentuk melalui peraturan pemerintah. Selain itu dibutuhkan modal yang besar untuk masuk ke industri ini. Selain itu bursa juga harus melakukan investasi yang diperlukan untuk pengembangan teknologi yang bisa diandalkan sebagai fasilitas para anggota untuk melakukan perdagangan *futures*. Disamping itu para *incumbent* telah memiliki pengalaman untuk beroperasi secara efisien di dalam industri ini.

b. Persaingan antara kompetitor yang telah ada

Saat ini hanya terdapat 1 kompetitor langsung JFX yaitu BKDI. Produk yang ditawarkan cenderung tidak memiliki perbedaan yang signifikan. Selain itu profit margin yang diperoleh JFX cukup tinggi. Namun industri ini masih menarik khususnya di Indonesia sebagai negara produsen komoditas karena semakin meningkatnya harga komoditas di dunia akhir-akhir ini, sehingga diharapkan akan menyebabkan meningkatnya transaksi *futures* baik sebagai sarana lindung nilai maupun spekulasi..

c. Tekanan dari produk pengganti (*pressure from substitute products*)

Produk pengganti saat ini belum cukup banyak. Produk-produk baru yang diciptakan dengan tujuan sama seperti perdagangan berjangka komoditas masih jarang. *Futures* saat ini masih merupakan salah satu sarana lindung nilai dan spekulasi yang banyak digunakan.

d. Kekuatan tawar pembeli (*Bargaining power of buyers*)

Para pedagang dan pialang berjangka saat ini hanya dapat melakukan transaksi berjangka komoditas melalui bursa di dalam negeri. Hal ini mengurangi kekuatan tawar pembeli. Jumlah pialang berjangka saat ini cukup banyak. Selain itu pedagang dan pialang berjangka harus memenuhi peraturan Bappeti untuk mendapatkan ijin agar dapat melakukan transaksi di bursa.

e. Kekuatan tawar menawar pemasok (*bargaining power of supplier*).

Kekuatan pemasok cukup rendah. Hal ini akibat banyaknya pemasok yang terdapat di pasar dan umumnya produk yang diperjualbelikan. Selain itu

para pemasok hanya dapat melakukan kontrak berjangka komoditas pada 2 bursa di dalam negeri.

4.3 Analisis Perusahaan

Langkah terpenting dalam melakukan analisis fundamental adalah analisis perusahaan bersangkutan. Dalam hal ini analisis dilakukan terhadap laporan keuangan perusahaan.

4.3.1 Analisa Laporan Keuangan Perusahaan

Pada analisis laporan keuangan perusahaan akan dilakukan analisis terhadap pertumbuhan aktiva, dan pendapatan, beban usaha dan laba.

4.3.1.1 Pertumbuhan aktiva Perusahaan

Total aktiva perusahaan pada tahun 2010 meningkat sebesar 14,4% dari Rp 78,5 milyar pada tahun 2009 menjadi Rp 89,6 milyar, sedangkan untuk tahun 2011 diperkirakan total aktiva akan naik menjadi Rp 105 milyar. Aktiva lancar menurun cukup signifikan pada tahun 2010 menjadi Rp 45,2 Milyar akibat belanja gedung baru perusahaan serta pengembangan sistem informasi teknologi untuk mendukung proses transaksi. Untuk tahun 2011 diperkirakan aktiva lancar perusahaan akan tumbuh sebesar Rp 10,62% dibanding tahun 2010 menjadi sebesar Rp 50 milyar. Pada tahun 2010 terjadi penambahan aktiva tetap sebesar Rp 44,4 milyar yang terdiri dari pembelian gedung baru serta sistem informasi. Aktiva tetap diperkirakan akan tumbuh menjadi Rp 55 milyar pada tahun berikutnya.

Tabel 4.2. Aktifa JFX

| | 2009 | 2010 | 2011(p) |
|---------------|------|------|---------|
| Aktiva Lancar | 75,3 | 45,2 | 50 |
| Aktiva Tetap | 3,2 | 44,4 | 55 |
| Total Aktiva | 78,5 | 89,6 | 105 |

Sumber : Laporan Keuangan JFX diolah penulis

4.3.1.2 Pertumbuhan Pendapatan, Laba dan Beban Usaha

Dalam analisis selanjutnya adalah melakukan analisis terhadap pendapatan, laba dan beban usaha perusahaan.

Tabel 4.3. Pendapatan, Laba dan Beban Usaha

| | 2009 | 2010 | 2011 (p) |
|---|--------|--------|-------------|
| Pendapatan | | | |
| Multilateral | | | 0,5 |
| Bilateral | 35,62 | 38,41 | 49,00 |
| Pasar Fisik | | | 0,45 |
| PALN | 0,18 | 0,19 | 0,05 |
| Pendapatan operasional | 35,8 | 38,6 | 50 |
| Pendapatan Bunga | 5,55 | 6,5 | 3,5 |
| Beban usaha | 23,37 | 26,89 | 27 |
| EBIT (pendapatan operasional - beban usaha) | 12,43 | 11,71 | 23,00 |
| tax (28%) | 8,9496 | 8,4312 | 16,56 |
| <i>net income</i> | 14,50 | 14,93 | 20,06 |

Sumber : Laporan Keuangan JFX

Pendapatan perusahaan bersumber dari pendapatan dari *fee* setiap transaksi yang dilakukan dan penghasilan bunga. Pada tahun 2009 hingga 2011 pendapatan perusahaan terus mengalami peningkatan. Pendapatan dari *fee* transaksi multilateral menjadi sumber utama pendapatan perusahaan dan hal ini diperkirakan akan tetap berlanjut pada tahun 2011. Pada tahun 2010 total pendapatan perusahaan mengalami peningkatan dari Rp 35,8 milyar menjadi Rp 38,6 milyar, dengan 99% pendapatan dari *fee* transaksi berasal dari *fee* transaksi bilateral. Sedangkan pendapatan bunga tumbuh sebesar 18,02% menjadi sebesar Rp 6,55 milyar pada tahun 2010. Pada tahun 2011 pendapatan perusahaan diperkirakan akan mengalami pertumbuhan yang cukup tinggi sebesar 29,5% menjadi Rp 50 milyar, hal ini diakibatkan usaha perbaikan yang dilakukan

perusahaan pada manajemen perusahaan sehingga kinerja perusahaan meningkat dengan pesat.

4.3.2 Analisis Rasio

Dengan melakukan analisis rasio kita menjadi mengetahui keadaan perusahaan.

Analisis rasio dapat dilakukan dengan melihat rasio-rasio berikut :

a. Rasio Profitabilitas

Profit margin perusahaan pada tahun 2010 mengalami penurunan dari 40,50% menjadi 38,6% . Sedangkan untuk tahun 2011 diperkirakan *profit margin* akan kembali meningkat menjadi 40%.

Pada tahun 2010 terjadi penurunan ROE dari 23,94% pada tahun 2009 menjadi 21,08% pada tahun 2010. Penurunan ROE ini diakibatkan adanya peningkatan ekuitas pada tahun 2010. Sedangkan pada tahun 2011 diperkirakan ROE perusahaan akan terus turun.

Sedangkan ROA perusahaan pada tahun 2010 mengalami penurunan yang cukup signifikan dari 18,47% menjadi 16,66%. Penurunan ROA diakibatkan penambahan aktiva perusahaan serta peningkatan beban-beban perusahaan. Hal ini terjadi akibat usaha perusahaan untuk meningkatkan kinerja dengan penambahan aktiva tetap serta sistem informasi teknologi. Diharapkan teknologi yang baru akan dapat mendukung transaksi *futures*. Pada tahun 2011 berdasarkan perkiraan perusahaan, ROA akan meningkat kembali menjadi 19,1% seiring dengan peningkatan *net income* perusahaan.

Tabel 4.4. Rasio Profitabilitas

| | 2009 | 2010 | 2011 (p) |
|----------------------|--------|--------|-------------|
| <i>profit margin</i> | 40,50% | 38,68% | 40,12% |
| ROA | 18,47% | 16,66% | 19,10% |
| ROE | 23,94% | 21,12% | 20,06% |

Sumber : laporan keuangan JFX yang diolah

b. Rasio aktivitas

Total asset turnover JFX pada tahun 2009 ke 2010 mengalami penurunan dari 0.46 kali menjadi 0.43 kali namun naik kembali pada tahun 2011 menjadi 0.48 kali. Naiknya *total asset turnover* jfx menunjukkan perusahaan semakin efisien dalam menggunakan asset-asetnya untuk menghasilkan penjualan. Meningkatnya *Total asset turnover* JFX juga menunjukkan performa JFX semakin baik.

Sedangkan *fixed asset turnover* mengalami penurunan signifikan pada tahun 2010, hal ini diakibatkan pada tahun-tahun sebelumnya aktiva tetap perusahaan cenderung sangat kecil, baru pada tahun 2010 terjadi penambahan aktiva tetap berupa gedung dan sistem teknologi informasi. Namun pada tahun 2011 diperkirakan *fixed asset turnover* kembali naik hal ini menunjukkan perusahaan berhasil meningkatkan efisiensi pada penggunaan aktiva tetap.

Tabel 4.5. Rasio Aktivitas

| | 2009,00 | 2010,00 | 2011 (p) |
|-----------------------------|---------|---------|-------------|
| <i>Fixed asset ratio</i> | 11,19 | 0,87 | 0,91 |
| <i>total asset turnover</i> | 0,46 | 0,43 | 0,48 |

Sumber : laporan keuangan JFX yang diolah

c. Rasio likuiditas

Current ratio pada tiga tahun terakhir JFX cukup tinggi. Hal ini disebabkan perusahaan tidak mempunyai kewajiban berupa pinjaman kepada pihak ketiga. Pada tahun 2010 rasio likuiditas mengalami penurunan menjadi 1121,59% hal ini disebabkan naiknya kewajiban lancar perusahaan. Tingkat *current ratio* yang tinggi menunjukkan perusahaan memiliki kemampuan yang sangat baik untuk memenuhi kewajiban jangka pendek.

Tabel 4.6 Rasio Likuiditas

| | 2009 | 2010 | 2011 (p) |
|----------------------|----------|----------|----------|
| <i>Current Ratio</i> | 2436,89% | 1121,59% | 1000,00% |

Sumber : laporan keuangan JFX yang diolah

d. Rasio solvabilitas

Debt to equity rasio pada tahun 2010 mengalami penurunan dari 29,6% menjadi 26,34%. Sedangkan untuk tahun 2011 nilainya kembali menurun. Sedangkan rasio *debt to asset* juga menunjukkan tren yang sama setiap tahunnya. Tingkat rasio solvabilitas JFX cukup baik dan menunjukkan perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Hal ini turut dipengaruhi oleh rendahnya total kewajiban akibat tidak adanya hutang perusahaan. Saat ini JFX tidak memiliki *debt* yang memiliki bunga, kewajiban jangka panjang hanya berupa iuran dari anggota yang jumlahnya tetap yang wajib dikembalikan oleh JFX dikemudian hari.

Tabel 4.7 Rasio solvabilitas

| | 2009 | 2010 | 2011 (p) |
|--------------------------|--------|--------|----------|
| <i>Debt equity ratio</i> | 29,60% | 26,34% | 18,80% |
| <i>Debt to Asset</i> | 22,84% | 20,78% | 17,90% |

Sumber : laporan keuangan JFX yang diolah

4.4 Valuasi

Tahap selanjutnya dalam menghitung nilai intrinsik perusahaan adalah dengan menghitung input serta asumsi-asumsi yang akan digunakan sebagai data valuasi. Valuasi dapat dilakukan dengan beberapa cara seperti *free cash flow to the firm*, *free cash flow to equity*, dan *relative valuation*. Pada JFX perhitungan *free cash flow to equity* dinilai mampu menggambarkan nilai perusahaan karena perusahaan tidak memiliki kewajiban dalam bentuk pinjaman kepada pihak lain. Selain itu juga akan dibahas valuasi JFX dengan menggunakan *relative valuation*.

4.4.1 Skenario Pertumbuhan Perusahaan

Dalam melakukan valuasi terhadap perusahaan digunakan tiga skenario pertumbuhan pendapatan perusahaan yaitu:

- a. Skenario pesimis

- b. Skenario moderat
- c. Skenario optimis

Asumsi-asumsi yang berbeda digunakan untuk setiap skenario pertumbuhan. Asumsi pertumbuhan pendapatan menggunakan data historis dari tahun 2009 dan data perkiraan 2011.

- a. Skenario pesimis

Pada skenario pesimis diasumsikan bahwa pendapatan perusahaan tidak sesuai dengan target yang direncanakan. Pada skenario ini tingkat pertumbuhan pendapatan dari *fee* transaksi digunakan data pertumbuhan terendah dari data historikal pendapatan *fee* transaksi selama periode 2009- 2011, yaitu sebesar 7,28%. Hal ini bisa terjadi apabila kondisi perekonomian secara umum memburuk dan perdagangan komoditas melemah sehingga berakibat menurunnya jumlah transaksi perdagangan *futures*.

- b. Skenario optimis

Pada skenario optimis menggunakan asumsi bahwa target pertumbuhan pendapatan perusahaan mencapai target tertinggi yang diharapkan. Pada skenario ini tingkat pertumbuhan pendapatan dari *fee* transaksi diharapkan akan mencapai 29,53% sesuai dengan tingkat pertumbuhan pendapatan historikal tertinggi selama periode 2009-2011. Sedangkan faktor-faktor lain dianggap tetap.

- c. Skenario moderat

Pada skenario moderat digunakan tingkat pertumbuhan pendapatan *fee* transaksi sebesar rata-rata pertumbuhan historikal *fee* transaksi pada periode 2009-2011 yaitu sebesar 18,18%. Angka ini diharapkan dapat menggambarkan tingkat pertumbuhan moderat perusahaan.

4.4.2 Proyeksi Laporan Laba Rugi

Berikut ini adalah proyeksi laporan keuangan laba rugi perusahaan beserta asumsi-asumsi yang mendasari proyeksi tersebut:

a. Proyeksi pendapatan operasional

Asumsi pertama untuk menghitung nilai intrinsik perusahaan adalah dengan menentukan tingkat pertumbuhan *net income* perusahaan. Untuk menghitung pertumbuhan *net income* perlu di buat asumsi pertumbuhan pendapatan. Pendapatan utama dari perusahaan berasal dari *fee* transaksi yang dilakukan oleh *customer*. Angka pertumbuhan pendapatan *fee* transaksi diasumsikan sesuai dengan skenario pesimis, moderat dan optimis. Sedangkan untuk pertumbuhan stabil untuk terminal value ditetapkan sebesar 6,5% sesuai dengan perkiraan tingkat pertumbuhan perekonomian Indonesia tahun 2011 yang dipublikasikan oleh Bank Indonesia.

b. Pendapatan bunga

Pendapatan bunga berdasarkan data historis selalu berfluktuasi setiap tahunnya dengan rentang Rp 3,5 milyar – Rp 6,5 milyar. Rata-rata geometri prosentasi pendapatan bunga terhadap total pendapatan operasional adalah sebesar 13,03%. Namun pada tahun 2011 diperkirakan pendapatan bunga turun drastis hanya menjadi 7% dari total pendapatan operasi. Dengan mempertimbangkan faktor kondisi perkenomian Indonesia dan rata-rata pendapatan bunga, maka untuk proyeksi pendapatan bunga ditetapkan sebesar 13,03% dari total pendapatan operasi.

c. Beban usaha

Prosentasi beban usaha terhadap pendapatan operasional dari tahun 2009 hingga 2011 berada pada rentang 65,28% - 54% Beban usaha yang termasuk beban operasional dan beban umum dan administrasi diperkirakan akan mengikuti rata-rata prosentasi beban terhadap pendapatan operasional. Prosentasi rata-rata geometri beban usaha terhadap pendapatan operasi adalah sebesar 62,85%.

Dari asumsi-asumsi diatas maka dapat dilakukan proyeksi terhadap laporan laba rugi perusahaan.

4.4.3 Proyeksi Neraca

Pos-pos pada neraca dilakukan proyeksi dengan menggunakan asumsi-asumsi sebagai berikut:

- a. Penyusutan aktiva tetap diperkirakan untuk gedung selama 20 tahun dan peralatan IT selama 5 tahun dengan menggunakan metode garis lurus. Tingkat depresiasi menggunakan rata-rata historis yaitu sebesar 11,43% dari aktiva tetap.
- b. Aktiva lancar
Aktiva lancar diproyeksikan akan tumbuh sebesar 10,67% sesuai dengan perkiraan pertumbuhan aktiva lancar pada tahun 2011.
- c. Aktiva tetap
Aktiva tetap diperkirakan akan bertambah sesuai dengan data perkiraan pertumbuhan aktiva tetap tahun 2010-2011 yaitu sebesar 23,87%.
- d. Kewajiban
Kewajiban jangka panjang diperkirakan tidak akan ada karena berdasarkan data historikal, perusahaan tidak memiliki kewajiban jangka panjang baik berupa pinjaman kepada pihak bank maupun pihak lain. Kewajiban lancar lain-lain seperti kewajiban pembayaran terhadap supplier di proyeksikan akan bernilai 10% dari total pendapatan seperti pada tahun 2009 dan 2010.
- e. Ekuitas
Diproyeksikan perusahaan tidak akan merubah kebijakannya terkait dengan ekuitas.
- f. Jumlah *capital expenditure* perusahaan yang diperkirakan sebesar jumlah perolehan aktiva tetap. Untuk tahun 2011 diperkirakan jumlah perolehan aktiva tetap sebesar Rp 10 milyar, tahun 2012 diperkirakan akan sebesar Rp 15 milyar, sedangkan untuk 2 tahun selanjutnya diperkirakan akan sebesar Rp 10 milyar.

4.4.4 Perhitungan *Cost of Equity*

Untuk melakukan valuasi diperlukan untuk mengetahui besarnya *cost of equity* perusahaan yang berperan sebagai *discount rate* terhadap *cash flow*. Perhitungan *cost of equity* dilakukan dengan menggunakan persamaan CAPM:

Dimana K_e merupakan *required rate of return* dan r_f merupakan tingkat *risk free*. Nilai *risk free rate* diambil dari *US Treasury Bond* dengan *maturity* 10 tahun sebesar 1,86%, yang didapatkan dari website yahoo *finance*. Sedangkan untuk *market risk premium* Indonesia sebesar 9,13% diambil dari penelitian Damodaran.

Sedangkan untuk *beta* perusahaan dikarenakan perusahaan bukan perusahaan publik maka digunakan rata-rata *beta* perusahaan bursa di negara lain yang diambil dari penelitian Damodaran. Di dapatkan *beta* sebesar 1,35.

Dengan menggunakan data-data tersebut maka dapat dihitung besarnya *cost of equity* perusahaan adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} K_e &= 1,86\% + 1,35(9,13\%) \\ &= 14,18\% \end{aligned}$$

Cost of equity tersebut dalam U.S dolar kemudian dilakukan konversi ke dalam mata uang Indonesia dengan menggunakan relatif inflasi kedua negara. Pada tahun 2011 nilai inflasi Indonesia adalah sebesar 3,79% (didapatkan dari data BPS) dan inflasi Amerika Serikat sebesar 3,4% (didapatkan dari data *Bureau of Labor Statistics*). Maka perhitungannya adalah sebagai berikut:

$$K_e \text{ Indonesia} = 1,1418 (1,04/1,034) - 1 = 14,61\%$$

Maka dari perhitungan tersebut dapat diketahui *cost of equity* perusahaan sebesar 14,61%.

4.4.5 Perhitungan *Free Cash Flow to Equity*

Berdasarkan asumsi-asumsi dan perhitungan di atas maka dapat dilakukan penghitungan *Free cash flow to equity*. Dengan pertimbangan bahwa perusahaan tidak memiliki hutang dan kewajiban maka *free cash flow to equity* dianggap dapat mencerminkan *cash flow* perusahaan secara keseluruhan. Perhitungan FCFE dilakukan untuk setiap skenario pesimis, moderat dan optimis.

a. Skenario pesimis

Untuk skenario pesimis tingkat pertumbuhan pendapatan diasumsikan 7,28%. Nilai ini didapatkan dari tingkat pertumbuhan historis terendah perusahaan. Hasil proyeksi laporan keuangan dapat dilihat di lampiran. Berikut ini perhitungan FCFE:

Tabel 4. 8. Perhitungan FCFE Skenario Pesimis

| | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|
| <i>Net Income</i> | 21,45 | 23,12 | 24,93 |
| <i>Capital expenditure</i> | -15 | -10 | -10 |
| <i>Depresiasi</i> | 2,79 | 3,10 | 3,46 |
| <i>Change in working capital</i> | 3,34 | 3,88 | 4,19 |
| FCFE | 5,89 | 12,35 | 14,20 |

Sumber : Laporan Keuangan JFX yang telah diolah

Dengan menggunakan tingkat pertumbuhan *steady state* sebesar 6,5%, maka nilai *terminal value* adalah:

$$\text{Terminal value} = \frac{FCFE_{2014}}{K_e - g} \quad (4.1)$$

$$\text{Terminal value} = \frac{14,2}{14,61\% - 6,5\%}$$

$$\text{Terminal value} = \text{Rp } 175,12 \text{ milyar}$$

Dengan menggunakan *cost of equity* sebesar 14,61% maka di dapatkan nilai PV dari FCFE dan *terminal value*. Berikut adalah perhitungan PV dari FCFE dan *terminal value*.

Tabel 4. 9. Perhitungan Present Value FCFE dan Terminal Value Skenario Pesimis

| | FCFE | PV |
|-----------------------|--------|--------|
| 2012 | 5,89 | 5,14 |
| 2013 | 12,35 | 9,40 |
| 2014 | 14,20 | 9,43 |
| <i>Terminal Value</i> | 175,12 | 116,33 |
| | | 140,30 |

Sumber : Laporan Keungan JFX yang telah diolah

$$\begin{aligned} \text{Value equity} &= PV\ FCFE + PV\ \text{terminal value} \\ &= \text{Rp } 140,3 \text{ milyar} \end{aligned}$$

Maka pada skenario pesimis didapatkan bahwa nilai intrinsik perusahaan adalah sebesar Rp 140,3 milyar.

Value pershare didapatkan dengan membagi nilai intrinsik dengan jumlah saham yaitu 29. Didapatkan nilai persaham sebesar Rp 4,84 milyar.

b. Skenario moderat.

Pada skenario moderat tingkat pertumbuhan pendapatan di asumsikan sebesar 18,18%. Nilai ini didapatkan dari rata-rata geometri tingkat pertumbuhan pendapatan dari *fee* transaksi perusahaan. Berikut ini adalah perhitungan FCFE berdasarkan asumsi pertumbuhan moderat.

Tabel 4. 10. Perhitungan FCFE Skenario Moderat

| | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|
| <i>Net Income</i> | 23,51 | 27,78 | 32,83 |
| <i>Capital Expenditure</i> | -15 | -10 | -10 |
| <i>Depresiasi</i> | 2,79 | 3,10 | 3,46 |
| <i>Change in working capital</i> | 4,40 | 4,80 | 5,23 |
| FCFE | 6,89 | 16,08 | 21,06 |

Sumber : Laporan Keuangan JFX yang telah diolah

Untuk nilai *terminal value* masih digunakan tingkat pertumbuhan *steady state* sebesar 6,5%. Dengan menggunakan *cost of equity* sebesar 14,61% maka didapatkan perhitungan *terminal value* perusahaan.

$$\text{Terminal value} = \frac{FCFE_{2014}}{K_e - g}$$

$$\text{Terminal value} = 204,75 \text{ milyar}$$

Dengan menggunakan *cost of equity* sebesar 14,61% sebagai *discount factor* maka berikut ini didapatkan perhitungan dari *present value* FCFE serta *terminal value* perusahaan.

Tabel 4. 11. Perhitungan *Present Value* FCFE dan Terminal Value Skenario Moderat

| | FCFE | PV |
|-----------------------|----------|----------|
| 2013 | 6,890768 | 6,012362 |
| 2013 | 16,08398 | 12,24471 |
| 2014 | 21,06066 | 13,98957 |
| <i>Terminal Value</i> | 259,6876 | 172,4978 |
| | | 204,7445 |

Sumber : Laporan Keuangan JFX yang telah diolah

$$\begin{aligned} \text{Value equity} &= \text{PV FCFE} + \text{PV terminal value} \\ &= \text{Rp } 204,745 \text{ milyar} \end{aligned}$$

Maka untuk skenario moderat didapatkan nilai intrinsik perusahaan adalah sebesar Rp 204,745 milyar. Dengan membagi nilai intrinsik dengan jumlah saham maka didapatkan *value per share* sebesar Rp 7,06 milyar.

c. Skenario optimis

Pada skenario optimis tingkat pertumbuhan pendapatan operasional perusahaan di asumsikan sebesar 29,53%, hal ini sesuai dengan pertumbuhan pendapatan perusahaan historis yang tertinggi. Berikut ini adalah hasil perhitungan FCFE dengan menggunakan skenario optimis.

Tabel 4. 12. Perhitungan FCFE Skenario Optimis

| | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|
| <i>Net Income</i> | 25,76 | 33,37 | 43,23 |
| <i>Capital expenditure</i> | -15 | -10 | -10 |
| <i>Depresiasi</i> | 2,79 | 3,10 | 3,46 |
| <i>Change in working capital</i> | 5,41 | 3,55 | 5,42 |
| | | | |
| FCFE | 8,14 | 22,93 | 31,27 |

Sumber : Laporan Keuangan JFX yang telah diolah

Berikut ini adalah perhitungan *terminal value* dengan menggunakan nilai pertumbuhan steady state sebesar 6,5% dan *cost of equity* sebesar 14,61%.

$$\text{Terminal value} = \frac{FCFE_{2014}}{K_e - g}$$

$$\begin{aligned} \text{Terminal value} &= \frac{31,27}{14,61\% - 6,5\%} \\ \text{Terminal value} &= 385,58 \text{ milyar} \end{aligned}$$

Berikut adalah perhitungan *present value* dari FCFE dan *terminal value* perusahaan dengan menggunakan *cost of equity* sebesar 14,61% sebagai *discount factor*.

Tabel 4. 13. Perhitungan *Present Value* FCFE dan *Terminal Value* Skenario Optimis

| | FCFE | PV |
|-----------------------|--------|--------|
| 2012 | 8,14 | 7,10 |
| 2013 | 22,92 | 17,45 |
| 2014 | 31,27 | 20,77 |
| <i>Terminal Value</i> | 385,58 | 256,12 |
| | | 301,45 |

Sumber : Laporan Keuangan JFX yang telah diolah

$$\begin{aligned} \text{Value equity} &= \text{PV FCFE} + \text{PV terminal value} \\ &= \text{Rp } 301,45 \text{ milyar} \end{aligned}$$

Berdasarkan skenario optimis nilai intrinsik dari perusahaan adalah sebesar Rp 301,45 milyar. *Value per share* untuk skenario optimis adalah sebesar Rp 10,39 milyar

Valuasi diatas dilakukan tanpa memperhitungkan revaluasi aktiva tetap berupa gedung. Aktiva gedung diperkirakan akan mengalami kenaikan sebesar 20% pertahun selama tiga tahun masa proyeksi, pertumbuhan ini sesuai dengan pertumbuhan historis aktiva gedung. Dengan jumlah aset gedung diperkirakan sebesar Rp 50 milyar maka dalam 3 tahun diperkirakan aktiva tetap berupa gedung akan bertambah nilainya menjadi Rp 86 milyar. Kemudian dihitung nilai *present value* dari kenaikan aktiva tetap gedung yaitu senilai Rp 58,7 milyar. Maka diperkirakan terjadi kenaikan nilai aktiva tetap berupa gedung sebesar Rp 8,7 milyar. Namun kenaikan ini dianggap tidak signifikan.

4.4.6 Probabilitas Terjadinya Masing-Masing Skenario

Dengan melihat perkembangan ekonomi yang semakin membaik serta fundamental perusahaan yang terus membaik dalam tiga tahun terakhir maka probabilitas untuk terjadinya skenario moderat diperkirakan sebesar 50%. Sedangkan untuk skenario pesimis diperkirakan probabilitas terjadinya sekitar 20%. Sedangkan untuk skenario optimis diperkirakan probabilitas terjadinya diperkirakan sebesar 30%. Maka berikut ini adalah nilai intrinsik perusahaan dengan mempertimbangkan probabilitas terjadinya masing-masing skenario.

Tabel 4. 14. Probabilitas Skenario

| Skenario | Probabilitas | Nilai Intrinsik | Probabilitas * Harga intrinsik |
|----------|--------------|-----------------|--------------------------------|
| Pesimis | 0,20 | 140,30 | 28,06 |
| Moderat | 0,50 | 204,74 | 102,37 |
| Optimis | 0,30 | 301,45 | 90,44 |
| | | | 220,87 |

Sumber : Hasil olahan penulis

Berdasarkan perhitungan tersebut maka didapatkan nilai intrinsik perusahaan sebesar Rp 220,87 milyar.

Sedangkan nilai intrinsik perlembar saham adalah Rp 7,62 milyar dengan perhitungan sebagai berikut:

Tabel 4. 15. Probabilitas Skenario perlembar saham

| Skenario | Probabilitas | Harga | Harga*Probabilitas |
|----------|--------------|-------|--------------------|
| Pesimis | 0,20 | 4,84 | 0,97 |
| Moderat | 0,50 | 7,06 | 3,53 |
| Optimis | 0,30 | 10,39 | 3,12 |
| | | | 7,62 |

Sumber : Hasil perhitungan penulis

4.4.7 Relative Valuation

Pendekatan selanjutnya yang dilakukan untuk melakukan valuasi adalah dengan menggunakan *relative valuation*. *Relative valuation* dilakukan dengan menggunakan rata-rata *price to earning ratio* perusahaan sejenis. Dikarenakan di

Indonesia tidak ada bursa sejenis yang sahamnya di perdagangan di bursa maka digunakan perusahaan sejenis di Asia.

Tabel 4.16 Relative Valuation

| Perusahaan | P/E Ratio |
|---|-----------|
| Singapore <i>exchange</i> | 21,76 |
| Bursa malaysia | 25,07 |
| Hong kong <i>exchanges & Clearing Limited</i> | 24,52 |
| Rata-rata | 23,78 |

Sumber : Data Bloomberg tanggal akses 15 Januari 2011

Pendapatan per lembar saham JFX untuk tahun 2011 adalah sebesar Rp.691,72 juta. Berdasarkan data tersebut dapat dihitung nilai wajar perlembar saham JFX adalah:

$$691,72 \times 23,78 = \text{Rp } 16,45 \text{ milyar}$$

Sedangkan untuk mengetahui nilai keseluruhan saham JFX dilakukan dengan mengalikan nilai tersebut dengan jumlah saham saat ini yaitu sebanyak 29 lembar saham.

$$\text{Rp } 16,45 \text{ milyar} \times 29 = \text{Rp } 477,12 \text{ milyar}$$

Dari perhitungan tersebut dapat diketahui bahwa nilai intrinsik JFX adalah sebesar Rp 477,12 milyar dan untuk setiap lembar saham JFX adalah sebesar Rp.16,45 milyar.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan maka dapat disimpulkan bahwa :

- a. Keadaan fundamental JFX cukup baik. Hal ini dapat dilihat dari rasio keuangan perusahaan. *Profit margin* dan ROA yang mengalami peningkatan menunjukkan JFX semakin baik dalam menghasilkan keuntungan. Kenaikan *total asset turnover* menunjukkan JFX semakin efisien dalam menggunakan aset-asetnya. Dari rasio likuiditas dan solvabilitas diketahui bahwa perusahaan memiliki kemampuan yang baik untuk memenuhi kewajiban-kewajibannya. Selain itu pendapatan JFX juga menunjukkan kenaikan yang tinggi, pada tahun 2011 kenaikan pendapatan mencapai 29.5%.
- b. Valuasi dengan menggunakan metode *discounted cash flow* dengan pendekatan *free cash flow to equity* menunjukkan bahwa berdasarkan skenario pesimis maka nilai wajar JFX adalah Rp 140,3 milyar dan nilai per lembar saham sebesar Rp 4,84 milyar. Pada skenario moderat nilai wajar JFX adalah Rp 204,75 milyar dengan nilai per lembar sebesar Rp 7,06 milyar. Sedangkan untuk skenario optimis nilai wajar JFX adalah Rp 301,45 milyar dengan nilai per lembar saham sebesar Rp 10,39 milyar. Dengan memperhatikan probabilitas terjadinya masing-masing skenario maka didapatkan nilai intrinsik JFX adalah sebesar Rp 220,87 milyar dan nilai per lembar saham sebesar Rp 7,62 milyar. Sedangkan menggunakan *relative valuation* didapatkan nilai intrinsik sebesar Rp 477,12 milyar dan nilai saham per-lembar sebesar Rp.16,45 milyar.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Pada penelitian ini penulis memiliki beberapa keterbatasan yaitu:

- a. Terbatasnya periode data laporan keuangan yang digunakan penulis.

- b. Penulis hanya melakukan analisis fundamental perusahaan tanpa mempertimbangkan faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi nilai intrinsik perusahaan.

5.3 Saran

Penulis dari penelitian ini dapat memberikan saran yaitu:

- a. Bagi investor jika ingin melakukan investasi pada JFX maka nilai intrinsik perusahaan berdasarkan valuasi menggunakan FCFE adalah sebesar Rp 220,87 milyar dan nilai per lembar saham sebesar Rp 7,62 milyar. Sedangkan jika mengacu pada *relative valuation* nilai perusahaan diperkirakan Rp 477,12 milyar dan nilai perlembar sebesar Rp.16,45 milyar.
- b. Disarankan kepada JFX untuk melakukan demutualisasi. Hal ini didasarkan pada literatur yang menunjukkan banyak keuntungan yang didapatkan dari proses demutualisasi. Selain itu proses demutualisasi diharapkan akan meningkatkan daya saing JFX.
- c. Akademisi dapat melakukan penelitian selanjutnya dengan menggunakan data dengan periode yang lebih panjang.

DAFTAR PUSTAKA

- Anonim, 2011, JFX Dongkrak Pasar Komoditi Di Tengah Ancaman Krisis Global, *Info Konsumen*, edisi 26 Agustus-26 September hal. 30-34.
- Aggarwal, R., 2002. "Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.15, No.1, pp. 105 - 113.
- Akhtar, Shamshad (2002). *Demutualization of Stock Exchange: Problems, Solutions and Case Studies*. Philiphine: Asian Development Bank.
- Badan Pengawas Pasar Modal dan Keuangan. Laporan tahunan pasar modal 2010. November 27, 2011.
www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/annual_report_pm/index.htm
- Bank Indonesia (2011, April). Laporan perekonomian Indonesia 2010. November 20, 2011.
http://www.bi.go.id/web/id/Publikasi/Laporan+Tahunan/Laporan+Perekonomian+Indonesia/lpi_2010.htm
- Bank Indonesia (2011). Laporan kebijakan moneter triwulan IV 2011 Bank Indonesia. November 20, 2011.
http://www.bi.go.id/web/id/Publikasi/Kebijakan+Moneter/Tinjauan+Kebijakan+Moneter/lkm_tw411.htm
- Bloomberg (2011). Snapshot Hongkong Exchanges & Clearing Ltd. Januari 15, 2011. <http://www.bloomberg.com/quote/388:HK>
- Bloomberg (2011). Snapshot Bursa Malaysia Bhd. Januari 15, 2011.
<http://www.bloomberg.com/quote/BURSA:MK>
- Bloomberg (2011). Snapshot Singapore Exchange Ltd. Januari 15, 2011.
<http://www.bloomberg.com/quote/SGX:SP>
- Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J (2009). *Investments 8 edition*. New York: McGraw-Hill.
- Bureau of Labor Statistics (2011, Desember). Consumer Price Index. Januari 15, 2011. <http://www.bls.gov/news.release/cpi.nr0.htm>

- Chaddad, F. and Cook, M, 2004. "The Economics of Organization Structure A U.S. Perspective on Demutualization", *Annals of Public and Cooperative Economics*, Vol.75, No.4, pp.575-94.
- Damodaran, A. (2011, July). *Countryprem*. December 22, 2011.
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/ctrypremjuly11.xls>
- Damodaran, A. (2011, January). *Emergcompfirm*. Oktober 23 2011.
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/emergcompfirm.xls>.
- Damodaran, Aswath (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Willey & Sons Inc.
- Futures Industry Association (2011, Maret). Laporan survei volume perdagangan futures global. Oktober 30, 2011.
[http://www.futuresindustry.org/downloads/Volume-Mar_FI\(R\).pdf](http://www.futuresindustry.org/downloads/Volume-Mar_FI(R).pdf)
- Jakarta Futures Exchange (2011). Presentasi Kinerja JFX 2011, Jakarta.
- Jakarta Futures Exchange. Profil perusahaan Jakarta Futures Exchange.
- Jakarta Futures Exchange. Produk JFX. November 1, 2011.
<http://www.jfx.co.id/id/sejarah-jfx.html>
- Jakarta Futures Exchange. Sejarah JFX. November 1, 2011.
<http://www.jfx.co.id/id/sejarah-jfx.html>
- Jakarta Futures Exchange. Shareholder JFX. November 1, 2011. <http://www.bbj-jfx.com/shareholders>
- Koller, T; Goedhart, M; Wessels, D (2005). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies fourth edition*. New Jersey: Mckinsey & Company.
- Kotler, T; Goedhart, M; Wessel, D (2005). *Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies*. New York: John Willey & Sons Inc.
- Laporan keuangan PT Jakarta Futures Exchange tahun 2009-2010.
- Morsy, Arwa and Rwegasira, Kami, 2010. "An Empirical Investigation of the Demutualization Impact on Market Performance of Stock Exchanges", *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol 40, pp.38-58.
- Palepu, G.K; Healy, M.P; Bernard, L.V (2004). *Business analysis & Valuation Using Financial Statements*. Ohio: Thomson South Western.
- Porter, M. E. (1979). "How competitive forces shape strategy". *Harvard Business Review* 57, no.2 (Maret-April1979):137-145.

Porter, M. E. (1998). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Free Press.

Ross, S.A;Westerfield, R.W; Jaffe, J.F (2010). *Corporate finance*. New York: Mcgraw-Hill.

United States Departement of Agriculture (Februari, 2011). *World Agricultural Production*. Oktober 30, 2011.
<http://www.fas.usda.gov/wap/circular/2011/11-02/productionfull02-11.pdf>

UU No.32/1997 tentang Perdagangan Berjangka Komoditi

White, G.I; Sondhi, A.C; Fried, D (2003). *The analysis and Use of Financial Statements*. New York: John Willey & Sons.

Wild, J.J; Bernstein, L.A; Subramanyam K.R (2007). *Financial Statement Analysis 9th edition*.New York: Mcgraw-Hill.

World Bank (2011, Juni). *Global Economics Prospect*. 25 November, 2011.
<http://siteresources.worldbank.org/INTGEP/Resources/335315-1307471336123/7983902-1307479336019/Full-Report.pdf>

Yahoo *Finance*. Januari 15, 2011. *Composite Bond Rate*.
http://finance.yahoo.com/bonds/composite_bond_rates

Lampiran 1 – Neraca JFX 2009-2011 (dalam milyar)

| | 2009 | 2010 | 2011 (perkiraan) |
|--|--------------|--------------|-------------------------|
| Aktiva | | | |
| Aktiva Lancar | 75,3 | 45,2 | 50 |
| Aktiva Tetap | 3,2 | 44,4 | 55 |
| Jumlah Aktiva | 78,5 | 89,6 | 105 |
| | | | |
| Kewajiban & Ekuitas | | | |
| Kewajiban Lancar | 3,09 | 4,03 | 5 |
| Kewajiban Jangka Panjang (iuran keanggotaan) | 14,84 | 14,59 | 13,8 |
| Pajak tangguhan | | 0,3 | |
| total kewajiban | 17,93 | 18,62 | 18,8 |
| | | | |
| Ekuitas | 60,57 | 70,69 | 100 |
| Jumlah Kewajiban dan ekuitas | 78,5 | 89,61 | 105 |

Lampiran 2 – Laporan Laba Rugi JFX 2009-2011 (dalam milyar)

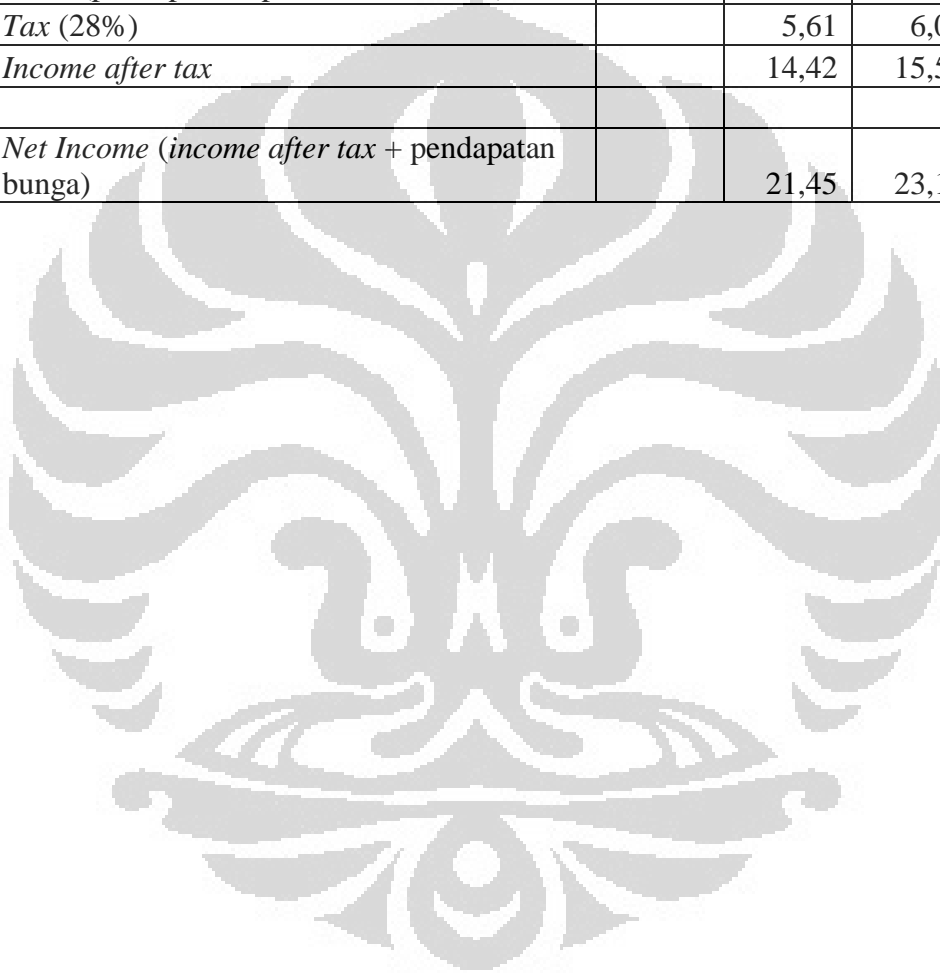
| | 2009 | 2010 | 2011 (perkiraan) |
|---|--------|--------|---------------------|
| Pendapatan | | | |
| Multilateral | | | 0,5 |
| Bilateral | 35,62 | 38,41 | 49,00 |
| Pasar Fisik | | | 0,45 |
| PALN | 0,18 | 0,19 | 0,05 |
| Pendapatan operasional | 35,8 | 38,6 | 50 |
| Pendapatan Bunga | 5,55 | 6,5 | 3,5 |
| | | | |
| Beban usaha | 23,37 | 26,89 | 27 |
| EBIT (pendapatan operasional - beban usaha) | 12,43 | 11,71 | 23,00 |
| | | | |
| Tax (28%) | 8,9496 | 8,4312 | 16,56 |
| | | | |
| <i>Net Income</i> | 14,50 | 14,93 | 20,06 |

Lampiran 3 – Neraca Proyeksi Skenario Pesimis (dalam milyar)

| | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------------|-------|--------|----------|
| aktiva | | | |
| aktiva lancar | 54 | 58,32 | 62,9856 |
| Aktiva tetap | 65 | 75 | 85 |
| jumlah | 119 | 133,32 | 147,9856 |
| Kewajiban | | | |
| Kewajiban Lancar | 5,66 | 6,10 | 6,58 |
| Kewajiban Jangka panjang | 14,48 | 14,48 | 14,48 |
| ekuitas | 98,86 | 112,74 | 126,92 |
| jumlah kewajiban & ekuitas | 119 | 133,32 | 147,9856 |

Lampiran 4 – Laporan Laba Rugi Proyeksi Skenario Pesimis (dalam milyar)

| | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|-------|-------|-------|
| pendapatan | | | |
| pendapatan operasi | 53,91 | 58,13 | 62,67 |
| pendapatan bunga | 7,02 | 7,57 | 8,17 |
| | | | |
| Beban usaha | 33,88 | 36,53 | 39,39 |
| | | | |
| EBIT (pendapatan operasional - beban) | 20,03 | 21,60 | 23,29 |
| Tax (28%) | 5,61 | 6,05 | 6,52 |
| Income after tax | 14,42 | 15,55 | 16,77 |
| | | | |
| Net Income (income after tax + pendapatan bunga) | 21,45 | 23,12 | 24,93 |



Lampiran 5 – Neraca Proyeksi skenario moderat(dalam milyar)

| | | | |
|----------------------------|--------|----------|----------|
| proyeksi neraca moderat | 2012 | 2013 | 2014 |
| | | | |
| aktiva | | | |
| aktiva lancar | 55,31 | 61,18392 | 67,68165 |
| Aktiva tetap | 68,13 | 84,40 | 104,54 |
| jumlah | 123,44 | 145,58 | 172,23 |
| | | | |
| Kewajiban | | | |
| Kewajiban Lancar | 5,91 | 6,98 | 8,25 |
| Kewajiban Jangka panjang | 14,59 | 14,59 | 14,59 |
| | | | |
| ekuitas | 102,94 | 124,01 | 149,38 |
| jumlah kewajiban & ekuitas | 123,44 | 145,58 | 172,23 |

Lampiran 6 – Laporan Laba Rugi Skenario Moderat (dalam milyar)

| | 2013 |
|--|----------|
| Pendapatan | |
| Pendapatan Operasi | 69,83 |
| Pendapatan Bunga | 9,10 |
| | |
| Beban usaha | 43,89 |
| | |
| EBIT (pendapatan operasional - beban) | 25,95 |
| Tax (28%) | 7,264855 |
| <i>Income After Tax</i> | 18,68 |
| | |
| <i>Net Income (income after tax +pendapatan bunga)</i> | 27,78 |

Lampiran 7 – Neraca Proyeksi Skenario Optimis (dalam milyar)

| | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------------|--------|--------|--------|
| aktiva | | | |
| aktiva lancar | 56,00 | 62,72 | 70,25 |
| Aktiva tetap | 68,13 | 84,40 | 104,54 |
| jumlah | 124,13 | 147,12 | 174,79 |
| | | | |
| Kewajiban | | | |
| Kewajiban Lancar | 5,59 | 8,76 | 10,87 |
| Kewajiban Jangka panjang | 13,80 | 13,80 | 13,80 |
| | | | |
| ekuitas | 104,74 | 124,56 | 150,12 |
| jumlah kewajiban & ekuitas | 124,13 | 147,12 | 174,79 |

Lampiran 8 - Laporan Laba Rugi Skenario Optimis (dalam milyar)

| | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|-------|-------|--------|
| pendapatan | | | |
| pendapatan operasi | 64,77 | 83,89 | 108,67 |
| pendapatan bunga | 8,44 | 10,93 | 14,16 |
| | | | |
| beban usaha | 40,70 | 52,72 | 68,30 |
| | | | |
| EBIT (pendapatan operasional - beban) | 24,06 | 31,17 | 40,38 |
| Tax(28%) | 6,74 | 8,73 | 11,31 |
| <i>Income After Tax</i> | 17,33 | 22,44 | 29,07 |
| | | | |
| <i>Net Income (Income After Tax + pendapatan bunga)</i> | 25,76 | 33,37 | 43,23 |