



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS PENDANAAN INSTRUMEN UTANG MELALUI
PENERBITAN OBLIGASI LUAR NEGERI
DAN PINJAMAN SINDIKASI:
STUDI KASUS PADA PT ADARO ENERGY TBK**

TESIS

**Muslimin
1006793990**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
JUNI 2012**



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS PENDANAAN INSTRUMEN UTANG MELALUI
PENERBITAN OBLIGASI LUAR NEGERI
DAN PINJAMAN SINDIKASI:
STUDI KASUS PADA PT ADARO ENERGY TBK**

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen

**Muslimin
1006793990**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
JUNI 2012**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Muslimin
NPW : 1006793990
Tanda Tangan :



Tanggal : 18 Juni 2012

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :

Nama : Muslimin
NPM : 1006793990
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Tesis : Analisis Pendanaan Instrumen Utang Melalui
Penerbitan Obligasi Luar Negeri dan Pinjaman
Sindikasi: Studi Kasus pada PT Adaro Energy
Tbk

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

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Ancella Anitawati Hermawan, MBA (.....)
Penguji : Dr. Sylvia Veronica NPS (.....)
Penguji : Eko Rizkianto, ME (.....)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 18 Juni 2012

KATA PENGANTAR

Dengan mengucapkan puji dan syukur kehadirat Allah SWT atas segala karunia rahmat dan hidayah-Nya, sehingga tesis dengan judul “Analisis Pendanaan Instrumen Utang Melalui Penerbitan Obligasi Luar Negeri dan Pinjaman Sindikasi: Studi Kasus pada PT Adaro Energy Tbk” dapat terselesaikan tepat pada waktunya. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Penulis sangat menyadari bahwa tanpa adanya bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, sejak masa perkuliahan hingga pada akhir penyusunan tesis ini, akan sangatlah sulit bagi penulis untuk dapat menyelesaikan tesis ini. Oleh karena itu pada kesempatan ini penulis menyampaikan rasa terima kasih disertai penghargaan yang setinggi-tingginya kepada:

1. Bapak Prof. Rhenald Kasali, Ph. D selaku ketua program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia;
2. Ibu Dr. Ancella Anitawati Hermawan, MBA selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk mengarahkan penulis dalam penyusunan tesis ini;
3. Ibu Dr. Sylvia Veronica NPS dan Bapak Eko Rizkianto, ME selaku dosen-dosen penguji yang telah menyediakan waktu serta memberikan saran dalam revisi tesis ini;
4. Seluruh staf pengajar Magister Manajemen Universitas Indonesia yang telah membagi pengetahuan serta pengalamannya kepada penulis dalam masa perkuliahan hingga pada penyusunan tesis ini;
5. Seluruh staf kampus dan staf perpustakaan Magister Manajemen Universitas Indonesia, yaitu Pak Alex, Pak Rusmanto, Bu Mini, Pak Herman, Pak Harino, Bu Lies, dan Pak Darngadi yang telah membantu dan memudahkan penulis dalam menyusun tesis ini;
6. Seluruh teman-teman H101 Sore dan KS101 Sore, yang membagi bersama keceriaan, kesedihan, beban kuliah, dan penyemangat serta penghibur dalam menjalani masa perkuliahan;

7. Om Willy Sam, Om Zaki Maulani, dan Om Toto Alamsyah yang telah menjadi teman diskusi, memberi saran dan menyediakan data-data tambahan yang sangat diperlukan dalam penyelesaian tesis ini;
8. Dik An, istri tercintaku, dan tiga krucil-krucil kecil Angga, Fira, dan Rio yang selalu menghibur kala penat, terus memberi semangat, dan tidak jalan bersama selama enam akhir pekan terakhir sebelum *deadline* penyelesaian tesis ini;
9. Teman-teman *mountainbikers* Gebrakers (Gowes Bareng Sampai Klengers) dan Perkumpulan Sepeda Jelajah Nusantara (SJN), yang menemani kelana ke Bali, Bromo, Lombok, Curug Malela, Gunung Tambora, dan Pulau Moyo yang sekaligus telah menjadi katalis penyelesaian tesis ini.

Akhir kata, penulis berharap semoga amal yang telah mereka berikan kepada penulis, mendapatkan berkah dari Allah SWT. Semoga tesis ini dapat berguna bagi sivitas akademika Universitas Indonesia, dan pihak-pihak lain yang membutuhkan hasil analisis ini.

Jakarta, 18 Juni 2012

Penulis

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

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

Nama : Muslimin
NPM : 1006793990
Program Studi : Magister Manajemen
Departemen : Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Tesis

demikian 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 PENDANAAN INSTRUMEN UTANG MELALUI
PENERBITAN OBLIGASI LUAR NEGERI
DAN PINJAMAN SINDIKASI:
STUDI KASUS PADA PT ADARO ENERGY TBK**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/format-kan, 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 : 18 Juni 2012
Yang menyatakan



(Muslimin)

ABSTRAK

Nama : Muslimin
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Tesis : Analisis Pendanaan Instrumen Utang Melalui
Penerbitan Obligasi Luar Negeri dan Pinjaman
Sindikasi: Studi Kasus Pada PT Adaro Energy Tbk

Tesis ini menganalisis metode pendanaan ekspansi infrastruktur PT Adaro Energy Tbk dan anak perusahaan untuk peningkatan kapasitas produksi batubara dengan instrumen utang melalui penerbitan obligasi luar negeri *guaranteed senior notes* dibandingkan dengan penggunaan pinjaman sindikasi. Metode analisis yang dilakukan adalah studi kepustakaan dan observasi data eksternal perusahaan. Hasil analisis perhitungan nilai perusahaan menyimpulkan bahwa pendanaan pinjaman sindikasi yang menyediakan fleksibilitas waktu penarikan menghasilkan nilai perusahaan yang lebih tinggi daripada pendanaan dengan penerbitan obligasi luar negeri. Analisis volatilitas terhadap harga saham perusahaan menunjukkan penerbitan *guaranteed senior notes* tersebut cenderung untuk meningkatkan harga saham karena adanya hipotesis efek *corporate debt tax shield*.

Kata Kunci:

Obligasi luar negeri, *guaranteed senior notes*, pinjaman sindikasi, nilai perusahaan, pendanaan utang.

ABSTRACT

Name : Muslimin
Strudy Program : Master of Management
Ttitle : *Analysis of Debt Instrument Financing by using Offshore Bond and Syndicated Loan: A Case Study on PT Adaro Energy Tbk*

This thesis analyzes methods for financing infrastructure expansion of PT Adaro Energy Tbk and subsidiaries in increasing capacity of coal production by using debt instruments of the offshore bonds so-called guaranteed senior notes, to be compared with syndicated loan. The analysis method uses literature study and company's external data observation. The analysis of firm value calculation concludes that syndicated loan financing which provides flexibility in withdrawing the facility results in a higher value of the firm than the one using the offshore bonds. The volatility analysis on company stock price indicates that issuance of the guaranteed senior notes tends to increase the stock price due to effect of the corporate debt tax shield hypothesis.

Key words:

Offshore bonds, guaranteed senior notes, syndicated loan, value of firm, debt financing.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
LEMBAR PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	vi
ABSTRAK	vii
<i>ABSTRACT</i>	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR RUMUS.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
1. PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Pokok Permasalahan	3
1.3. Tujuan Analisis	4
1.4. Manfaat Analisis	4
1.5. Metode Analisis	5
1.6. Pembatasan Masalah	7
1.7. Sistematika Pembahasan	8
2. TINJAUAN PUSTAKA	10
2.1. Keputusan Pendanaan dan Nilai Perusahaan	10
2.2. Rata-Rata Tertimbang Biaya Modal (<i>Weighted Average Cost of Capital</i>)	12
2.2.1. Biaya Ekuitas (<i>Cost of Equity</i>).....	13
2.2.2. Biaya Utang (<i>Cost of Debt</i>).....	15
2.3. Penetapan Nilai Perusahaan	17
2.4. Pembiayaan Bersumber dari Pasar Global.....	19
2.4.1. Penentuan Pilihan-Pilihan Pembiayaan Global.....	21
2.4.2. Pasar Utang Internasional.....	22
2.5. Proses Penerbitan Sekuritas di SEST.....	25
3. PROFIL INDUSTRI DAN PERUSAHAAN.....	27
3.1. Profil Industri Global	27
3.2. Industri Pertambangan Batubara Indonesia	32
3.3. Profil Perusahaan: Sejarah, Visi dan Misi Perusahaan	34
3.4. Struktur Grup Korporasi dan Konsesi Penambangan Batubara Perusahaan	35
3.5. Risiko-Risiko Perusahaan	39
3.5.1. Risiko Komersial.....	40
3.5.2. Risiko Sosial.....	44
3.5.3. Risiko Regulasi	44
3.6. Gambaran Umum Keuangan Perusahaan.....	45
3.6.1. Aset dan Sumber Pendanaan Perusahaan dan Anak Perusahaan	45

3.6.2. Laporan Laba-Rugi Perusahaan dan Anak Perusahaan.....	49
4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN	52
4.1. Analisis Kondisi Makro Ekonomi Indonesia	52
4.2. Analisis Kebijakan Pemerintah tentang Pertambangan Batubara	55
4.3. Analisis Kondisi Keuangan Perusahaan.....	57
4.3.1. Tingkat Produksi dan Pendapatan	57
4.3.2. Laba sebelum Bunga, Pajak, Depresiasi dan Amortisasi (EBITDA).....	58
4.3.3. Modal Kerja Bersih	59
4.3.4. Belanja Modal	59
4.3.5. Beban Depresiasi dan Amortisasi.....	60
4.3.6. Biaya Bunga dan Beban Keuangan	61
4.3.7. Asumsi Keuangan Perusahaan Relevan Untuk Valuasi	62
4.3.8. Perhitungan Valuasi Perusahaan Berdasarkan Proyeksi Keuangan.....	67
4.3.9. Tarif Pajak Penghasilan Wajib Pajak Badan.....	67
4.3.10. Asumsi <i>Risk Free Rate</i>	68
4.3.11. Asumsi Beta Perusahaan	68
4.3.12. Asumsi <i>Risk Premium</i>	69
4.3.13. Perhitungan Biaya Ekuitas, Biaya Utang dan WACC	69
4.4. Pinjaman Bank Sindikasi dan Lembaga Pembiayaan	71
4.4.1. Asumsi Replikasi Pinjaman Bank Sindikasi dan Lembaga Pembiayaan yang Digunakan untuk Valuasi.....	75
4.4.2. Valuasi Perusahaan dengan Menggunakan Pinjaman Utang Bank Sindikasi.....	76
4.4.3. Ringkasan dan Analisis Perbandingan Hasil Perhitungan Valuasi.....	76
4.5. Pembahasan Pendanaan Utang melalui Obligasi Luar Negeri dan Pinjaman Sindikasi.....	83
4.5.1. Jumlah Aset Tetap (<i>Renegotiation and Liquidation Concerns</i>) ..	84
4.5.2. Jumlah Aset (Ukuran Perusahaan dan <i>Flotation Costs</i>).....	85
4.5.3. Rasio Utang Neto/Ekuitas (<i>Financial Leverage</i> dan Kredibilitas).....	85
4.5.4. <i>Market-to-Book Ratio</i> (Opsi Pertumbuhan)	86
4.5.5. <i>Current Debt/Total Debt Ratio</i> (<i>Potential Information Asymmetries</i>)	87
4.6. Analisis Harga Saham Perusahaan di Bursa Efek Indonesia	87
4.6.1. Kejadian-kejadian yang Berpotensi Mempengaruhi Harga Saham Perusahaan	87
4.6.2. Pergerakan Harga Saham dan Volume Transaksi 2009	89
5. KESIMPULAN DAN SARAN	92
5.1. Kesimpulan	92
5.2. Keterbatasan Analisis.....	93
5.3. Saran.....	94
DAFTAR REFERENSI	97

DAFTAR TABEL

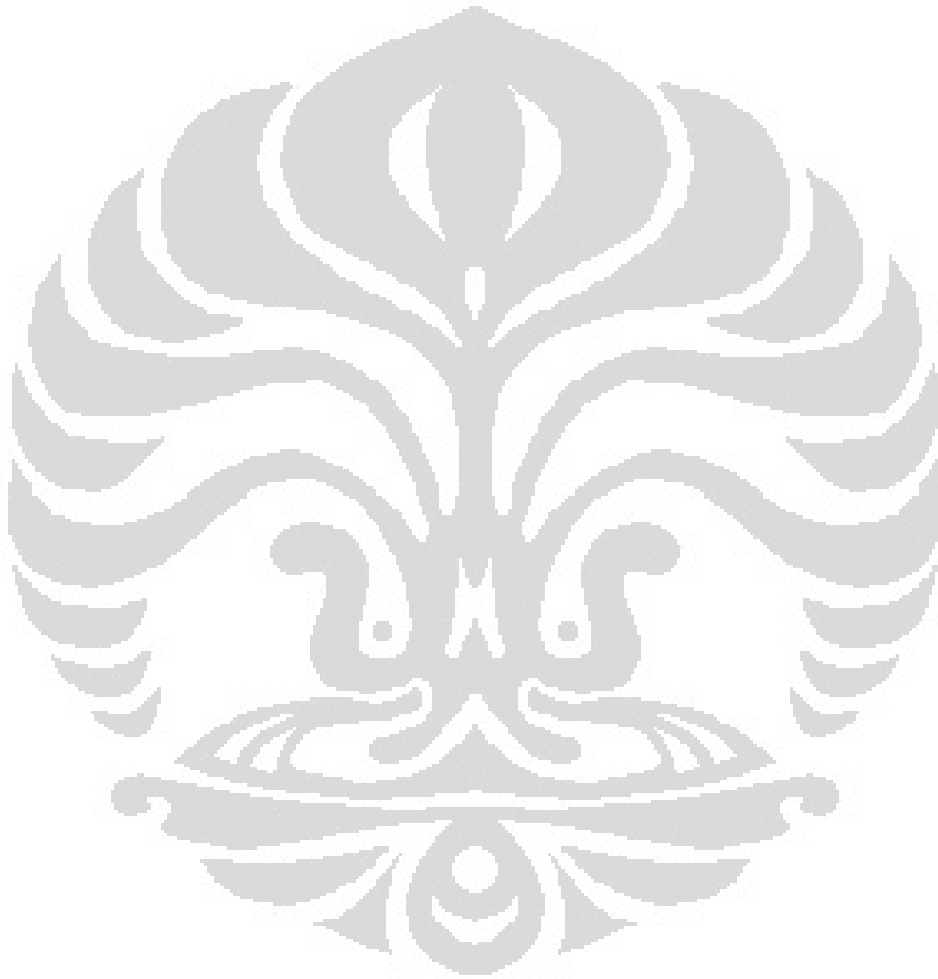
Tabel 1.1	Daftar Obligasi Luar Negeri yang Diterbitkan oleh Perusahaan Swasta Indonesia di <i>Singapore Exchange Securities Trading</i> per tanggal 16 Maret 2012.....	2
Tabel 1.2	Daftar Utang Bank Jangka Panjang Adaro Energy dan Anak Perusahaan pada 31 Desember 2010.....	3
Tabel 3.1	Biaya Aktivitas Eskplorasi Tahun 2010 (AS\$)	39
Tabel 3.2	Pos-Pos Aset dan Sumber Pendanaan Perusahaan dan Anak Perusahaan untuk Tahun-tahun yang Berakhir 31 Desember 2006 - 2008 (dalam Rp juta).....	45
Tabel 3.3	Pos Laporan Laba-Rugi Perusahaan dan Anak Perusahaan untuk Tahun-tahun yang Berakhir 31 Desember 2006 -2008 (dalam Rp juta).....	49
Tabel 4.1	Proyeksi Perekonomian Indonesia 2009-2014.....	52
Tabel 4.2	EBITDA dan Penjualan Bersih (dalam Rp Juta).....	58
Tabel 4.3	Modal Kerja Bersih (dalam Rp Juta).....	59
Tabel 4.4	Belanja Modal (dalam Rp Juta).....	59
Tabel 4.5	Beban Depresiasi dan Amortisasi (dalam Rp Juta)	60
Tabel 4.6	Biaya Bunga dan Beban Keuangan (dalam Rp Juta).....	61
Tabel 4.7	Proyeksi Keuangan untuk Valuasi Perusahaan dengan Penerbitan <i>Guaranteed Senior Notes</i> (dalam Rp Juta).....	65
Tabel 4.8	Valuasi Perusahaan dengan Menerbitkan <i>Guaranteed Senior Notes</i> (dalam Rp Juta)	72
Tabel 4.9	Perbandingan Hasil Valuasi dengan Pendanaan GSN dan <i>CFL Loan</i> (dalam Rp Juta, kecuali lembar saham dalam juta lembar, harga saham dalam Rp)	77
Tabel 4.10	Proyeksi Keuangan untuk Valuasi Perusahaan dengan Pinjaman dari <i>Country Forest Limited</i> (dalam Rp Juta).....	78
Tabel 4.11	Valuasi Perusahaan dengan Pinjaman dari <i>Country Forest Limited</i> (dalam Rp Juta)	80
Tabel 4.12	Perbandingan Kondisi Keuangan per 31 Desember 2009.....	83
Tabel 4.13	Harga Saham ADRO pada Periode Agustus – Desember 2009	91
Tabel 4.14	Ringkasan Hasil Analisis Perusahaan Sekuritas yang Memantau Adaro Energy pada Tanggal Sekitar Penerbitan GSN	91

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1	Diagram Alir Metode Analisis.....	6
Gambar 2.1	Proses dan Jangka Waktu untuk Pendaftaran Sebuah Perusahaan di <i>The Singapore Exchange Securities Trading Limited</i>	26
Gambar 3.1	Tabel Biaya untuk Menghasilkan Listrik (cents/Kwh).....	27
Gambar 3.2	Skenario Kebutuhan Energi (<i>Million Tons of Oil Equivalent, Mtoe</i>).....	28
Gambar 3.3	Suplai Batubara Termal Dunia (Juta Ton).....	30
Gambar 3.4	Suplai Batubara Termal Dunia berdasar Negara Aktual Tahun 2009	31
Gambar 3.5	Suplai Batubara Termal Dunia berdasar Negara Perkiraan Tahun 2014	32
Gambar 3.6	Tabel Produksi Pertambangan Indonesia 2003 – 2010.....	33
Gambar 3.7	Rata-rata Pangsa Produksi Batubara Indonesia per Perusahaan tahun 2009	33
Gambar 3.8	Struktur Korporasi Grup Adaro yang disederhanakan	36
Gambar 3.9	Peta Konsesi Penambangan Batubara Adaro.....	38
Gambar 3.10	Perkembangan dan Pertumbuhan Harga Batubara	41
Gambar 3.11	Perkembangan Harga Batubara dan <i>Crude Oil</i>	42
Gambar 4.1	Volume Produksi Historis (Mt)	57
Gambar 4.2	Grafik Penjualan Bersih (dalam Rp Juta)	58
Gambar 4.3	Beta Adara Energy per tanggal 30 Desember 2008.....	69
Gambar 4.4	Pergerakan Harga Saham dan Volume Transaksi 2009.....	89
Gambar 4.5	Pergerakan Harga Saham ADRO, BUMI, dan IHSG Agustus - Desember 2009.....	90

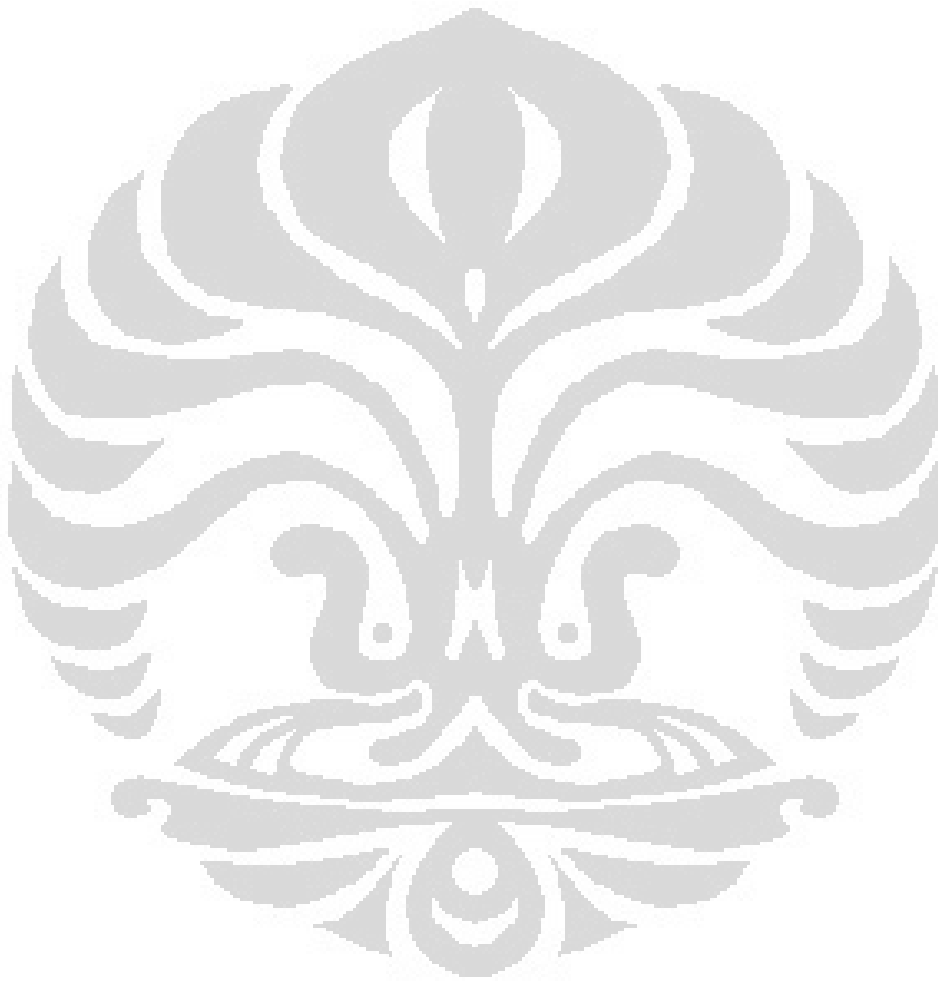
DAFTAR RUMUS

Rumus 2.1	Proposisi I Modigliani-Miller dengan Pajak Perusahaan	11
Rumus 2.2	Rata-Rata Tertimbang Biaya Modal (<i>Weighted Average Cost of Capital</i>).....	12
Rumus 2.3	<i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i>	13
Rumus 2.4	<i>Weighted Average Cost of Debt</i>	16
Rumus 2.5	<i>Value of Firm</i>	19
Rumus 2.6	<i>Flow To Equity</i>	19



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Neraca Konsolidasian 31 Desember 2008 dan 2007 yang Telah Diaudit	100
Lampiran 2	Laporan Laba-Rugi Konsolidasian untuk Tahun-tahun yang Berakhir 31 Desember 2008 dan 2007	102
Lampiran 3	Ikhtisar Keuangan Lima Tahun 2004 - 2008.....	103



BAB 1 PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Pada 18 Januari 2012 lembaga pemeringkat Moody's Investor Service mengumumkan untuk menaikkan peringkat utang Indonesia dari Ba1 menjadi Baa3 dengan prediksi stabil (*stable outlook*). Keputusan Moody's ini menyusul langkah lembaga pemeringkat Fitch Ratings pada Desember 2011 yang menaikkan peringkat utang Indonesia untuk utang luar negeri dalam valuta asing jangka panjang (*foreign currency long-term senior debt*) dari BB+ menjadi BBB- dengan prediksi stabil. Berarti, dua dari tiga lembaga pemeringkat utama dunia sudah memberikan status layak investasi (*investment grade*) kepada Indonesia. Standard & Poor's memberikan rating BB+ dan *Positive Outlook* pada *Sovereign Rating* Indonesia per tanggal 19 Januari 2012.

Berdasarkan data Bloomberg, Pemerintah Republik Indonesia dan sejumlah perusahaan swasta dari Indonesia telah menerbitkan surat utang di bursa luar negeri, terutama di *Singapore Exchange Securities Trading* ("SEST") sejak tahun 1997. Tabel 1.1 adalah daftar obligasi luar negeri dalam mata uang Dollar Amerika Serikat yang diterbitkan oleh perusahaan swasta Indonesia yang terdaftar dan diperdagangkan di SEST yang masih beredar pada Maret 2012. Dari Tabel 1.1 tersebut diketahui bahwa obligasi korporat terbesar hingga 16 Maret 2012 yang diterbitkan oleh perusahaan swasta Indonesia dan tercatat di SEST adalah surat utang yang diterbitkan oleh PT Adaro Indonesia ("Adaro") sebesar AS\$800.000.000, yang dinamakan *Guaranteed Senior Notes* ("GSN"). Pada saat penerbitannya, GSN mendapatkan peringkat "Ba1" dari Moody's dan "BB+" dari Fitch. Peringkat tersebut menunjukkan penilaian agen pemeringkat atas kemungkinan pembayaran tepat waktu atas jumlah pokok dan bunga atas GSN tersebut. GSN adalah obligasi korporat yang diterbitkan oleh sektor swasta dalam mata uang dolar AS yang berjangka waktu 10 tahun yang pertama dari Indonesia setelah krisis keuangan yang melanda Asia dan merupakan obligasi dolar yang terbesar dalam sejarah Indonesia. Adaro berinduk pada dan dimiliki penuh secara

langsung dan tidak langsung oleh PT Adaro Energy Tbk (“Adaro Energy”), sebuah perusahaan yang didirikan pada 28 Juli 2004 dan bergerak dalam bidang usaha perdagangan, jasa, industri, pengangkutan batubara, perbengkelan, pertambangan, dan konstruksi. Adaro Energy memiliki sejumlah anak perusahaan yang bergerak dalam berbagai bidang usaha, seperti pertambangan batubara, perdagangan batubara, jasa kontraktor penambangan, infrastruktur, logistik batubara, dan pembangkitan listrik. Saham Adaro Energy tercatat dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (“BEI”) sejak 16 Juli 2008.

Tabel 1.1 Daftar Obligasi Luar Negeri yang Diterbitkan oleh Perusahaan Swasta Indonesia di *Singapore Exchange Securities Trading* per tanggal 16 Maret 2012

No	Nama Penerbit	Nilai Pari (AS\$)	Tanggal Emisi	Tanggal Jatuh Tempo	Tingkat Kupon	Harga Emisi
1	PT ADARO INDONESIA	800.000.000	22-Oct-09	22-Oct-19	7,625%	99,141
2	BUMI INVESTMENT	700.000.000	6-Oct-10	6-Oct-17	10,75%	100,000
3	BERAU CAP RESOURCE	450.000.000	8-Jul-10	8-Jul-15	12,50%	100,000
4	GT 2005 BONDS BV	435.089.000	24-Jul-09	21-Jul-14	6%	100,000
5	BLT FINANCE BV	400.000.000	4-May-07	15-May-14	7,50%	100,000
6	SIGMA CAPITAL	395.608.000	11-May-10	30-Apr-15	9%	100,000
7	BAKRIE TELECOM	380.000.000	7-May-10	7-May-15	11,50%	100,000
8	STAR ENERGY GEOT	350.000.000	12-Feb-10	12-Feb-15	11,50%	100,000
9	BLUE OCEAN	325.000.000	28-Jun-07	28-Jun-12	11%	100,000
10	LISTRINDO CAP	300.000.000	29-Jan-10	29-Jan-15	9,25%	99,106
11	INDO ENERGY FINANCE	300.000.000	5-May-11	7-May-18	7%	100,000
12	INDO INTEGR ENERGY	250.000.000	8-May-07	1-Jun-12	9%	100,000
13	DAVOMAS INTL FINANCE	238.000.000	8-May-06	9-May-11	11%	100,000
14	INDO INTEGR ENERGY	230.000.000	5-Nov-09	5-Nov-16	9,75%	100,000
15	ALTUS CAP PTE	230.000.000	10-Feb-10	10-Feb-15	12,875%	97,942
16	AEROSPACE SATELLITE	165.000.000	16-Nov-10	16-Nov-15	12,75%	100,000
17	DAVOMAS INTL FINANCE	117.032.500	7-Dec-09	8-Dec-14	11%	n/a
18	SMARTFREN TELECO	100.000.000	15-Aug-07	31-Dec-25	1%	n/a
19	BAKRIE SUMATERA	72.807.800	4-Feb-11	11-Dec-17	8%	100,000
20	BLT FINANCE BV	48.800.000	13-Dec-10	10-Feb-15	12%	100,000

Sumber: www.bloomberg.com telah diolah kembali

Pada saat penerbitan GSN tersebut, Adaro Energy telah memiliki tiga utang bank jangka panjang dalam jumlah besar yang belum lunas. Tabel 1.2 meringkas informasi yang berkaitan dengan tiga utang bank jangka panjang

tersebut. Terdapat fasilitas *term loan* yang disediakan oleh PT Bank OCBC NISP Tbk sebesar AS\$15.000.000, beserta dua utang jangka panjang besar lainnya diberikan oleh sindikasi sejumlah bank asing yang berbasis di Singapura atau memiliki cabang di Singapura yang memiliki pokok sebesar AS\$750.000.000 dan AS\$300.000.000.

Tabel 1.2 Daftar Utang Bank Jangka Panjang Adaro Energy dan Anak Perusahaan pada 31 Desember 2010

No.	Nama Utang Jangka Panjang	Pokok Utang	Kreditor
1.	Pinjaman Sindikasi	AS\$ 750.000.000	Sindikasi bank yang terdiri dari DBS Bank Ltd, Standard Chartered Bank (cabang Singapura), Sumitomo Mitsui Banking Corporation (cabang Singapura), The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ Ltd (cabang Singapura), dan United Overseas Bank Ltd (cabang Singapura dan Labuan)
2	Fasilitas <i>Senior Credit</i>	AS\$300.000.000	Sindikasi bank yang terdiri dari ANZ Banking Group Ltd, Calyon, Standard Chartered Bank, DBS Bank Ltd, SMBC, United Overseas Bank Ltd, the Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ Ltd (cabang Singapura), Oversea-Chinese Banking Corporation Ltd, PT Bank Ekspor Indonesia, dan PT Bank Mandiri (Persero) Tbk (cabang Singapura).
3	Fasilitas <i>term loan</i>	AS\$15.000.000	PT Bank OCBC NISP Tbk

Sumber: Laporan Keuangan Konsolidasian 31 Desember 2010, telah diolah kembali

1.2. Pokok Permasalahan

Berdasarkan latar belakang permasalahan tersebut, pertanyaan penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah alternatif sumber pendanaan dalam bentuk instrumen utang lainnya yang bisa diperoleh dengan jumlah sangat besar dalam jangka waktu menengah dan panjang yang dapat dipergunakan untuk melakukan ekspansi

Universitas Indonesia

infrastruktur Grup Adaro Energy selain penerbitan *Guaranteed Senior Notes* (GSN) tersebut, terutama dengan mempertimbangkan utang bank sindikasi yang selama ini telah digunakan oleh Grup Adaro Energy?

2. Bagaimana perbandingan hubungan antara nilai perusahaan Adaro Energy dengan pendanaan melalui penerbitan GSN dan penggunaan utang bank sindikasi?
3. Bagaimana hubungan penerbitan GSN terhadap harga saham Adaro Energy yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia?

1.3. Tujuan Analisis

Berdasarkan latar belakang masalah dan rumusan permasalahan yang disebutkan di atas, analisis ini diadakan untuk mencapai beberapa tujuan sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui alternatif pendanaan melalui instrumen utang dalam jumlah yang sangat besar dengan jangka waktu utang menengah dan panjang yang dapat dipergunakan untuk melakukan ekspansi infrastruktur Grup Adaro Energy, terutama melalui utang bank sindikasi dan penerbitan obligasi luar negeri.
2. Untuk mengetahui hubungan penerbitan GSN dan utang bank sindikasi dengan nilai perusahaan Adaro Energy.
3. Untuk mengetahui bagaimana reaksi pasar terhadap berita-berita mengenai dan pengumuman penerbitan GSN yang direfleksikan dalam perubahan harga saham Adaro Energy di Bursa Efek Indonesia mulai media masa memberitakan rencana penerbitan GSN hingga tanggal penerbitan GSN.

1.4. Manfaat Analisis

Dari hasil analisis ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

- Bagi Grup Adaro Energy.

Menyediakan informasi bagi manajemen Adaro Energy untuk membantu mengidentifikasi faktor-faktor yang dapat mempengaruhi pemilihan

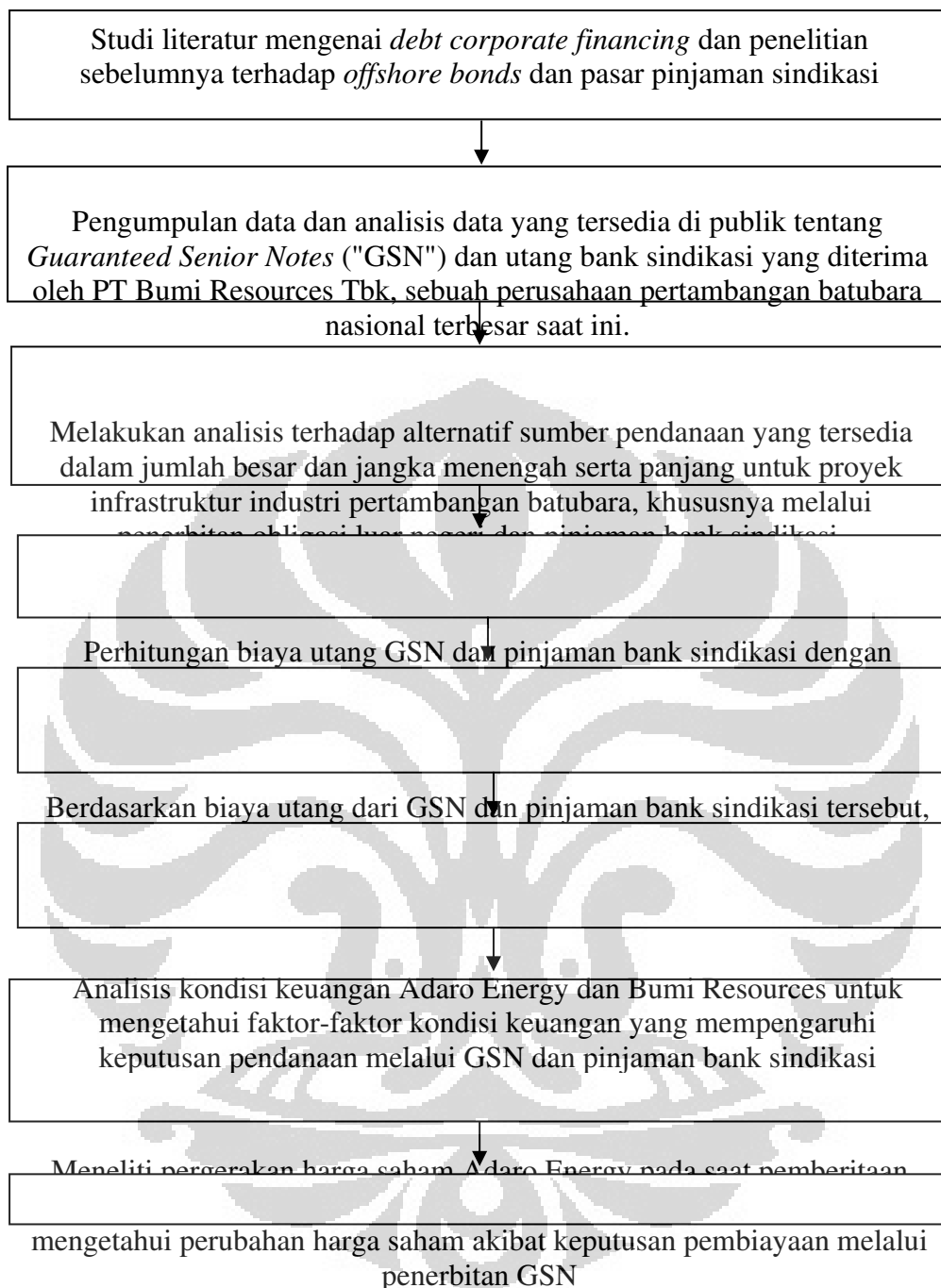
sumber pendanaan instrumen utang dengan nilai besar dengan jangka waktu menengah dan panjang dan hubungan keputusan sumber pendanaan dengan utang terhadap nilai perusahaan yang direfleksikan pada harga saham Adaro Energy di Bursa Efek Indonesia.

- Bagi perusahaan swasta Indonesia yang membutuhkan sumber pendanaan utang dalam jumlah besar dengan jangka waktu menengah dan panjang. Hasil analisis ini diharapkan dapat menambah pandangan dan masukan bagi perkembangan dan penilaian terhadap metode pendanaan secara umum dan khususnya pendanaan melalui instrumen utang dalam jumlah besar dengan jangka waktu menengah dan panjang, terutama setelah Indonesia mendapatkan penilaian layak investasi (*investment grade*) oleh Moody's Investor Service dan Fitch Ratings.
- Bagi Otoritas Jasa Keuangan
Memberikan pandangan dan masukan kepada Otoritas Jasa Keuangan dalam menciptakan iklim yang kondusif bagi pasar pendanaan utang dalam jumlah besar dengan jangka waktu menengah dan panjang.

1.5. Metode Analisis

Agar analisis yang dilakukan menjadi terstruktur dan sistematis, metode analisis yang digunakan dalam menyusun tesis ini dijelaskan dalam diagram alir (*flow chart*) pada Gambar 1.1.

Proses analisis diawali dengan melakukan studi literatur mengenai teori pendanaan proyek perusahaan, perhitungan biaya utang, biaya ekuitas, biaya modal, dan nilai perusahaan dengan memanfaatkan bahan kuliah yang didapat selama ini, makalah, jurnal, dan studi dari lembaga keuangan yang dimuat di sejumlah media. Setelah itu dilanjutkan dengan melakukan studi literatur mengenai sejumlah determinan keputusan pembiayaan melalui utang dalam jumlah besar dengan jangka waktu menengah dan panjang, terutama dengan obligasi luar negeri dan pinjaman sindikasi.



Menarik Kesimpulan dan Saran

Gambar 1.1 Diagram Alir Metode Analisis

Sumber: Data Olahan Penulis

Tahap selanjutnya adalah mengumpulkan data keuangan dan data kualitatif yang tersedia kepada publik tentang GSN dan utang bank sindikasi yang

Universitas Indonesia

dimiliki Grup Adaro Energy dan PT Bumi Resources Tbk (“Bumi Resources”), perusahaan pertambangan batubara nasional terbesar saat ini, terutama di BEI dan SEST sebagai data utama untuk perhitungan biaya utang, biaya ekuitas, *weighted average cost of capital* (WACC), dan nilai perusahaan seperti data tentang tingkat pengembalian obligasi bebas risiko yang memiliki *term structure* yang sebanding, aliran untuk ekuitas (*Flow to Equity*), proyeksi pertumbuhan penjualan bersih, biaya bunga dan beban keuangan, besaran laba sebelum bunga dan pajak (EBIT), penyusutan, dan sebagainya.

Tahap berikutnya adalah melakukan analisis terhadap data-data kualitatif tentang GSN dan pinjaman sindikasi untuk proyek infrastruktur perusahaan, terutama berdasarkan data-data GSN yang telah dimiliki Grup Adaro Energy dan utang sindikasi yang dimiliki Bumi Resources.

Proses berikutnya adalah menghitung biaya utang GSN dan utang bank sindikasi yang dimiliki Grup Adaro Energy dengan menggunakan aplikasi komputer (*spreadsheet*) dan kemudian melakukan analisis terhadap hasilnya.

Berdasarkan biaya utang GSN yang telah dihitung, menghitung nilai perusahaan akibat penerbitan GSN dan akibat penggunaan pinjaman bank sindikasi.

Selanjutnya adalah melakukan analisis kondisi keuangan Adaro Energy dan Bumi Resources untuk mengetahui faktor-faktor kondisi keuangan yang mempengaruhi keputusan pendanaan melalui GSN dan pinjaman bank sindikasi selain dari hubungan dengan nilai perusahaan tersebut.

Tahap selanjutnya adalah meneliti pergerakan harga saham Adaro Energy di Bursa Efek Indonesia pada tanggal-tanggal sekitar pengumuman keputusan pendanaan dengan menggunakan GSD hingga tanggal penerbitan GSN dan menganalisis keterkaitan keputusan penerbitan GSN dengan harga saham perusahaan. Tahap terakhir adalah menarik kesimpulan dan saran.

1.6. Pembatasan Masalah

Perusahaan yang diteliti adalah Adaro sebagai entitas yang menerbitkan GSN tersebut dan Adaro Energy sebagai perusahaan induk Adaro. Dasar penghitungan nilai perusahaan berdasarkan laporan keuangan publikasi Adaro

Energy, yaitu Laporan Tahunan yang berakhir 31 Desember 2008, 31 Desember 2007, dan 31 Desember 2006. Data alternatif penggunaan utang sindikasi adalah berdasarkan laporan keuangan publikasi dari PT Bumi Resources Tbk yaitu Laporan Tahunan yang berakhir 31 Desember 2008, 31 Desember 2007, dan 31 Desember 2006.

1.7. Sistematika Pembahasan

Pembahasan ini dibagi menjadi lima bab, dilengkapi dengan abstrak dan lampiran-lampiran yang diperlukan. Kerangka analisis ini memiliki sistematika analisis sebagai berikut:

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini memberikan gambaran mengenai latar belakang, tujuan, metode dan sistematika analisis karya akhir.

Bab 2 Tinjauan Pustaka

Bab ini mencakup bahan-bahan teori yang berhubungan dengan masalah pada karya akhir ini. Uraian teori meliputi Proposisi I Modigliani-Miller dengan Pajak Perusahaan, perhitungan biaya utang, seperti tingkat pengembalian obligasi bebas risiko yang memiliki *term structure* yang sebanding, *Flow to Equity approach*, teori pendanaan perusahaan, khususnya tentang obligasi luar negeri dan utang sindikasi bank, termasuk di dalamnya hipotesis yang digunakan untuk menganalisis keputusan pembiayaan antara penerbitan obligasi kepada publik atau pinjaman bank, yaitu argumentasi *Flotation Cost*, hipotesis negosiasi ulang dan likuiditas, dan hipotesis informasi asimetris.

Bab 3 Profil Industri dan Perusahaan

Bab ini menguraikan lingkungan industri pertambangan batu bara dunia dan Indonesia, menjelaskan sejarah singkat Adaro Energy, bisnis perusahaan, jenis-jenis proyek serta pendanaan yang telah dilakukan oleh

Adaro Energy dan uraian tentang proyek ekspansi infrastruktur Grup Adaro Energy.

Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Bab ini akan menganalisis dan membahas kondisi makro ekonomi Indonesia, kebijakan pemerintah tentang pertambangan batubara, analisis kondisi keuangan perusahaan yang relevan untuk perhitungan biaya utang, biaya ekuitas, dan valuasi perusahaan seperti pertumbuhan penjualan bersih, laba sebelum bunga dan pajak (EBIT), modal kerja bersih, belanja modal, beban depresiasi dan amortisasi, biaya bunga dan beban keuangan. Selain itu, mengumpulkan informasi tentang tingkat pengembalian obligasi bebas risiko yang memiliki *term structure* yang sebanding, Beta perusahaan, *risk premium* yang digunakan untuk valuasi perusahaan dengan menggunakan pendanaan obligasi luar negeri dan pinjaman sindikasi tersebut beserta sejumlah determinan lainnya, yaitu kondisi keuangan perusahaan yang mempengaruhi keputusan pembiayaan utang dalam jumlah besar dengan jangka waktu menengah atau panjang. Selanjutnya menganalisis pergerakan harga saham perusahaan pada saat sekitar pemberitaan pertama rencana penerbitan *Guaranteed Senior Notes* ("GSN") hingga tanggal penerbitan GSN, dan menganalisis hubungan penerbitan GSN terhadap harga saham perusahaan.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Bab ini berisi kesimpulan dan saran atas analisis yang dilakukan untuk kepentingan Adaro Energy, perusahaan sejenis yang memerlukan pendanaan utang yang besar dengan jangka menengah atau panjang dan memberikan pandangan dan masukan kepada Otoritas Jasa Keuangan dalam menciptakan iklim yang kondusif bagi pasar pendanaan utang dalam jumlah besar dengan jangka waktu menengah dan panjang di Indonesia.

BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Keputusan Pendanaan dan Nilai Perusahaan

Sumber pendanaan untuk pelaksanaan proyek dapat diperoleh dari berbagai macam sumber dengan tingkat biaya modal yang berbeda-beda. Perusahaan dapat menggunakan seluruhnya dari dana perusahaan sendiri (*unlevered*) maupun mengkombinasikan dana perusahaan dengan sebagian pendanaan dari pihak ketiga dalam bentuk utang (*levered*). Keputusan penentuan sumber pendanaan tersebut harus bisa memaksimalkan nilai perusahaan. Perubahan struktur modal perusahaan akan menguntungkan pemegang saham *jika dan hanya jika* nilai perusahaan meningkat. Sebaliknya, perubahan struktur modal yang merugikan pemegang saham *jika dan hanya jika* nilai perusahaan turun. Jadi, manajer perusahaan seharusnya memilih struktur modal yang optimal untuk menghasilkan nilai perusahaan yang tertinggi karena struktur modal tersebut akan sangat menguntungkan bagi pemegang saham perusahaan (Ross *et al.*, 2010).

Berdasarkan *the Pecking-Order Theory*, perusahaan cenderung mengutamakan sumber-sumber pendanaan yang mereka miliki sendiri, yaitu pendanaan internal hingga secara berurutan kepada penerbitan ekuitas, karena prinsip-prinsip usaha minimal (*least efforts*) atau tingkat resistensi minimal (*least resistency*). Pendanaan internal akan digunakan terlebih dahulu oleh perusahaan (aturan# 1) hingga jika tidak mencukupi, maka baru digunakan pendanaan eksternal. Jika pendanaan eksternal dibutuhkan, maka diterbitkan surat utang terlebih dahulu sebelum penerbitan ekuitas karena surat utang perusahaan masih memiliki risiko yang relatif kecil dibandingkan dengan ekuitas (aturan# 2) jika *financial distress* bisa dihindarkan dan karena investor akan menerima pembayaran yang bersifat tetap dengan penerbitan surat utang. Ketika tidak memungkinkan untuk menerbitkan lebih banyak utang maka sumber pendanaan ekuitas baru akan diterbitkan (Ross *et al.*, 2010). *The Pecking-Order Theory* berawal dari informasi asimetris karena manajer lebih mengetahui tentang prospek, risiko, dan nilai perusahaan daripada investor dari luar. Informasi asimetris ini mempengaruhi keputusan pendanaan internal dan eksternal serta antara penerbitan

utang atau ekuitas. Karena itu, urutan mematak (*pecking order*) muncul ketika pendanaan sebuah proyek baru dibutuhkan. Informasi asimetris cenderung mendukung penerbitan utang daripada ekuitas karena penerbitan utang tersebut memberi sinyal kepada investor bahwa investasi tersebut menguntungkan dan harga saham saat ini masih di bawah nilai wajar (*undervalued*) karena jika harga saham *overvalued* maka penerbitan ekuitas akan lebih menguntungkan. Selanjutnya, penerbitan ekuitas akan memberi sinyal adanya kurang yakinannya terhadap perusahaan dan tidak yakin akan adanya harga saham yang diatas nilai wajar (*overvalued*) karena penerbitan ekuitas akan menyebabkan harga saham akan turun.

2.1.1. Proposisi I Modigliani-Miller dengan Pajak Perusahaan

Perusahaan dapat mengklaim pembayaran bunga utang sebagai Pengurang Penghasilan Kena Pajak, sedangkan pembayaran dividen untuk pendanaan dengan ekuitas tidak bisa menjadi Pengurang Penghasilan Kena Pajak, maka perusahaan yang dibiayai dengan utang (*levered*) memiliki pembayaran pajak yang lebih rendah daripada perusahaan yang dibiayai seluruhnya dengan ekuitas (*unlevered*). Utang (*leverage*) meningkatkan nilai perusahaan dengan adanya *interest tax shield*. Sehingga, nilai perusahaan yang memiliki utang adalah penambahan *interest tax shield* tersebut terhadap nilai perusahaan itu jika tidak berutang (*unleverage*) (Ross *et al.*, 2010). Proposisi I Modigliani-Miller dengan Pajak Perusahaan ini dapat dituliskan sebagai berikut:

$$V_L = EBIT \times (1 - t_C) + t_C R_B B = V_U + t_C R_B B \quad (2.1)$$

Di mana:

= Nilai perusahaan dengan utang (*levered firm*)

EBIT = Penghasilan sebelum bunga dan pajak

= Tarif pajak perusahaan

= Biaya modal dari perusahaan yang seluruhnya dibiayai dengan ekuitas

- R_B = Biaya utang
 B = Nilai utang perusahaan
 V_U = Nilai perusahaan tanpa utang (*unlevered firm*)

Sebuah studi oleh Masulis (1980) mempelajari pengaruh pengumuman perubahan struktur modal terhadap harga sekuritas, khususnya terhadap harga saham umum, saham preferensi langsung, saham preferensi *convertible*, utang langsung dan utang *convertible* menyimpulkan bahwa perubahan struktur modal berpengaruh terhadap harga sekuritas perusahaan. Khusus dalam hal pengumuman penerbitan utang, dalam dua hari setelah pengumuman penerbitan utang (*leverage increase*), menyebabkan harga saham umum naik, yaitu berdasarkan sampel penelitian kenaikannya adalah 7.6%. Sementara itu, pengumuman pelunasan surat utang (*leverage decrease*) dalam dua hari setelah pengumuman menyebabkan imbal hasil saham negative atau harga saham turun. Perubahan struktur modal yang menyebabkan perubahan harga sekuritas konsisten dengan adanya hipotesis efek *corporate debt tax shield* atau efek distribusi ulang kekayaan (*wealth redistribution effect*) dari perubahan struktur modal tersebut. Perubahan harga sekuritas akan menjadi lebih besar ketika efek pajak perusahaan dan distribusi ulang tersebut diprediksi untuk saling mempengaruhi. Perubahan struktur modal dapat menyebabkan distribusi ulang kekayaan ketika terdapat pembatasan eksplisit atau implicit dalam hal *securities' protective covenants* (Blum-Kaplan, 1974).

2.2. Rata-Rata Tertimbang Biaya Modal (*Weighted Average Cost of Capital*)

Sebuah perusahaan yang mengkombinasikan biaya ekuitas dan biaya utang dalam struktur modalnya, maka perusahaan itu biasanya menggunakan metode *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) (Ross *et al.*, 2010). Perhitungan WACC dapat diformulasikan sebagai berikut (Ross *et al.*, 2010):

$$R_{WACC} = \quad (2.2)$$

Di mana:

$\frac{S}{S+B}$ = Proporsi pendanaan dengan menggunakan modal sendiri

$\frac{B}{S+B}$ = Proporsi pendanaan dengan menggunakan utang

R_S = Tingkat pengembalian yang diharapkan pemilik modal (*cost of equity*)

R_B = Tingkat biaya utang (*cost of debt*)

t_C = Tingkat pajak

2.2.1. Biaya Ekuitas (*Cost of Equity*)

Pada perusahaan yang menggunakan dana perusahaan sendiri, maka tingkat pengembalian yang diharapkan biasanya dihitung dengan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang merupakan tingkat pengembalian dari saham perusahaan dengan asumsi bahwa tingkat risiko proyek sama dengan tingkat risiko perusahaan. Rumus CAPM dijabarkan sebagai berikut (Ross *et al.*, 2010):

$$R_S = R_F + \beta x (R_M - R_F) \quad (2.3)$$

Di mana:

R_S = Tingkat pengembalian yang diharapkan

R_F = *Risk-free rate*

β = Beta perusahaan

$(R_M - R_F)$ = *Market risk premium*

Beta sebuah saham atau portfolio adalah sebuah angka yang menggambarkan *volatility* sebuah aset berkaitan dengan *volatility* data pembanding aset tersebut. Dalam pasar modal, data pembanding ini biasanya berupa indeks harga saham gabungan seperti S&P 500. Sebuah aset memiliki Beta nol jika imbal hasil aset tersebut independent terhadap imbal hasil pasar. Beta yang positif berarti imbal hasil aset mengikuti imbal hasil pasar, dalam hal

keduanya cenderung bersama-sama di atas atau di bawah rata-rata secara bersamaan. Sebuah beta negatif berarti bahwa imbal hasil aset bergerak pada arah yang berlawanan dengan gerakan imbal hasil pasar. Beta untuk perusahaan dapat diperkirakan dengan menggunakan analisis regresi dengan indeks pasar modal (Ross *et al.*, 2010). Prakteknya, sejumlah perusahaan investasi secara rutin mempublikasikan beta perusahaan-perusahaan yang sahamnya tercatat di bursa. Risiko-risiko yang dihadapi oleh perusahaan pertambangan batubara digambarkan lebih lanjut pada Sub-Bab 3.5.

Berikut adalah asumsi-asumsi dasar CAPM yang secara umum mengabaikan sejumlah kompleksitas dunia nyata tetapi berhasil membangun pemikiran yang kuat tentang asal keseimbangan dalam pasar sekuritas (Bodie *et al.*, 2009):

1. Terdapat banyak investor, yang masing-masing memiliki kekayaan yang kecil dibandingkan dengan total kekayaan seluruh investor. Investor-investor tersebut adalah mengambil keputusan berdasarkan harga sekuritas (*price-takers*) dan harga sekuritas tersebut tidak dipengaruhi oleh perdagangan yang dilakukan para investor tersebut. Ini adalah asumsi persaingan sempurna dalam ekonomi mikro.
2. Seluruh investor berencana untuk memiliki satu periode kepemilikan yang sama. Perilaku ini adalah mioipik (berpandangan jangka pendek) yang mana mengabaikan segala sesuatu yang mungkin terjadi sesudah akhir horizon waktu tunggal tersebut. Perilaku mioipik ini secara umum tidak optimal.
3. Investasi adalah terbatas pada semesta aset-aset keuangan yang diperdagangkan umum, seperti saham dan obligasi, hingga pinjaman bebas risiko. Asumsi ini mengabaikan investasi dalam asset-aset yang tidak diperdagangkan, seperti pendidikan (modal SDM), perusahaan privat, asset-aset yang didanai pemerintah seperti infrastruktur umum. Asumsi ini juga menganggap investor bisa meminjam (*borrowing*) atau meminjamkan (*lending*) dalam jumlah tertentu dengan tingkat bebas risiko yang tetap.
4. Investor tidak membayar pajak atas hasil investasi dan tidak ada biaya transaksi berupa beban komisi dan jasa dari perdagangan sekuritas. Pada dunia nyata, kita memahami bahwa investor memiliki beberapa lapisan tarif pajak

yang berbeda yang mana bisa berpengaruh terhadap aset-aset yang mereka investasikan. Contohnya adalah adanya implikasi pajak yang berbeda antara penghasilan yang berasal dari bunga, dividen, dan keuntungan modal (*capital gains*). Dalam dunia nyata terdapat biaya transaksi, imbalan serta komisi perdagangan tergantung pada ukuran perdagangan dan posisi masing-masing investor.

5. Semua investor adalah rasional yang mengoptimalkan variasi nilai tengah (*rational mean-variance optimizers*), yang berarti bahwa mereka seluruhnya menggunakan model pemilihan portfolio Markowitz.
6. Seluruh investor menganalisis sekuritas dengan cara yang sama dan membagi pandangan ekonomis yang sama. Asumsi ini menghasilkan perkiraan-perkiraan yang identik terhadap distribusi peluang arus kas masa mendatang dari investasi di sekuritas yang ada. Dengan kumpulan harga-harga sekuritas dan tingkat bunga bebas risiko, semua investor menggunakan tingkat pengembalian yang sama, *matrik covariance* dan tingkat bunga bebas risiko yang sama untuk menghasilkan *efficient frontier* dan portfolio berisiko optimal yang unik. Asumsi ini sering disebut sebagai *homogenous expectations*.

2.2.2. Biaya Utang (*Cost of Debt*)

Prosedur normal untuk mengukur biaya utang adalah membutuhkan sebuah perkiraan tingkat bunga pada masa mendatang, proporsi sejumlah kelas utang perusahaan yang digunakan dan tingkat pajak perusahaan. Tingkat biaya bunga dari komponen utang yang berbeda dirata-ratakan pada proporsi mereka dalam struktur utang. Rata-rata sebelum pajak ini (R_B) selanjutnya disesuaikan dengan pajak penghasilan dengan mengalikan $(1 - \text{tax rate})$, untuk mendapatkan $R_B \times (1 - t)$, yaitu rata-rata tertimbang biaya utang setelah pajak (Eiteman *et al.*, 2010). Biaya modal lebih mudah ditentukan dibandingkan dengan biaya ekuitas yang memerlukan data yang cukup dan memiliki hasil akhir yang kadang diukur dengan tingkat kesalahan tertentu. Praktiknya perusahaan secara umum dapat memperoleh informasi biaya modal baik dari hasil (*yield*) obligasi yang diperdagangkan secara umum atau meminta pendapat kepada bankir-bankir investasi dan komersial.

Dalam praktiknya, metode yang sering digunakan oleh analis keuangan pasar obligasi dalam menghitung biaya utang adalah dengan menghitung rata-rata tertimbang biaya utang (*Weighted Average Cost of Debt*) dengan memperhitungkan tingkat pengembalian obligasi pemerintah, faktor penyesuaian utang, dan proporsi utang jangka pendek dan panjang terhadap total utang. Faktor penyesuaian utang adalah imbal hasil rata-rata di atas obligasi pemerintah untuk kelas *rating* tertentu. Semakin rendah *rating* sebuah utang, maka semakin tinggi faktor penyesuaiannya. Faktor penyesuaian utang (*the debt adjustment factor* atau AF) digunakan ketika sebuah perusahaan tidak memiliki kurva pasar fair (*fair market curve*). Ketika sebuah perusahaan tidak memiliki sebuah *credit rating*, biasanya diasumsikan *credit rating*-nya adalah 1.38 (atau tingkat ekuivalen BBB+ *long term currency issuer rating* dari Standard & Poor's). Contohnya adalah perhitungan yang dimiliki oleh Bloomberg yang telah menggunakan faktor penyesuaian utang berikut ini:

$$\text{Cost of Debt} = \left[\left(\frac{SD}{TD} \times CS \times AF \right) + \left(\frac{LD}{TD} \times CL \times AF \right) \right] \times (1 - TR) \quad (2.4)$$

Di mana:

SD = jumlah utang jangka pendek (*Short Term Debt*)

TD = total utang (*Total Debt*)

CS = biaya utang jangka pendek sebelum pajak (*Pre-Tax Cost of Short Term Debt*)

AF = faktor penyesuaian utang (*Debt Adjustment Factor*)

LD = jumlah utang jangka panjang (*Long Term Debt*)

CL = biaya utang jangka panjang sebelum pajak (*Pre-Tax Cost of Long Term Debt*)

TR = tarif pajak efektif (*Effective Tax Rate*)

Terdapat batasan-batasan di mana perusahaan dapat memperoleh keuntungan keuangan dari penggunaan utang (*financial leverage*). Batasan-batasan itu adalah adanya biaya-biaya *financial distress* berupa risiko bangkrut

atau biaya bangkrut. Peluang sebuah kebangkrutan memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, meskipun bukan risiko kebangkrutan itu sendiri yang mengurangi nilai perusahaan, melainkan biaya-biaya yang berkaitan dengan kebangkrutan yang akan ditanggung oleh pemegang saham yang menyebabkan pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Biaya-biaya *financial distress* bisa berupa biaya langsung berupa biaya administrasi dan legal, juga biaya tidak langsung berupa kerugian karena ketidakmampuan menjalankan usaha (seperti potensi penjualan yang hilang), dan berupa *agency costs* (Ross *et al.*, 2010).

Scott (1976) beranggapan bahwa biaya yang diperkirakan dari *involuntary bankruptcy and reorganization (Chapters X and XI proceedings)* memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang memiliki utang. Biaya-biaya ini termasuk imbalan pengacara dan akuntan, biaya pengadilan dan biaya waktu manajerial untuk mengurus kebangkrutan dan reorganisasi ini. Selanjutnya, peluang yang meningkat atas terjadinya biaya-biaya ini akan menurunkan nilai perusahaan. Konsekuensinya, sebuah perusahaan yang mengubah tingkat utangnya (*leverage*, didefinisikan sebagai nilai pokok utang dibagi dengan nilai pasar perusahaannya) seharusnya mengalami kemungkinan kebangkrutan yang mempengaruhi dengan arah berlawanan terhadap nilai perusahaan. Perubahan nilai perusahaan ini seharusnya menyebabkan perubahan yang sama terhadap sekuritas berisiko perusahaan dengan pengaruh yang disebar di antara sekuritas perusahaan tersebut.

Untuk menentukan nilai sebuah obligasi pada satu titik waktu tertentu, kita perlu untuk mengetahui jumlah periode tersisa hingga tanggal jatuh tempo, nilai pokok obligasi, nilai kupon, dan tingkat bunga pasar untuk obligasi yang mirip. Tingkat bunga yang dibutuhkan oleh pasar untuk sebuah obligasi disebut *Yield to Maturity* (YTM). Dengan informasi tersebut, kita bisa menghitung nilai sekarang dari arus kas sebagai sebuah perkiraan dari nilai pasar sekarang sebuah obligasi.

2.3. Penetapan Nilai Perusahaan

Dalam Pasar Modal, dikenal dua pendekatan dasar untuk menentukan saham apa yang akan dibeli dan pada tingkat harga saham berapa (O'Neil, 1995), yaitu Analisis Fundamental dan Analisis Teknikal. Analisis Fundamental sendiri

menganggap pasar mungkin bisa salah menilai harga sebuah sekuritas dalam jangka pendek dan harga yang “benar” nantinya akan bisa dicapai. Keuntungan dari saham diperoleh pada saat memperdagangkan sekuritas yang *mis-priced* dan menunggu hingga pasar menyadari “kesalahan” harga tersebut dan pasar menghitung ulang harga sekuritas tersebut. Analisis ini menekankan pada tingkat laba perusahaan saat ini dan masa mendatang untuk menilai harga pasar yang fair.

Nilai perusahaan dihitung dengan mengalikan arus kas bersih masa mendatang dengan faktor nilai sekarang yang sesuai. Terdapat beberapa model yang umumnya digunakan analisis dalam mengestimasi nilai perusahaan, yaitu (Damodaran, 2010):

- Penilaian dengan *Discounted Cash Flow* (DCF), mengkaitkan antara nilai dari sebuah aset dengan nilai sekarang arus kas masa mendatang yang dihasilkan oleh aset tersebut.
- Penilaian relatif, mengestimasi nilai sebuah aset dengan melihat kepada penilaian aset sebanding relatif terhadap variabel umum seperti pendapatan, arus kas, nilai buku atau penjualan.
- Penilaian klaim kontigen, menggunakan *option pricing model* untuk mengukur nilai aset yang memiliki karakteristik *option* yang mirip.

Ketiga pendekatan di atas memiliki dua faktor kesamaan umum yaitu, *pertama* semua pendekatan penilaian tersebut dipengaruhi oleh tingkat pengembalian yang diperlukan (*required rate of return*) dari investor, dan *kedua* dipengaruhi oleh tingkat pertumbuhan yang diestimasi dari variabel-variabel yang digunakan oleh teknik-teknik valuasi tersebut.

Terdapat tiga jalur dalam pendekatan DCF, yaitu melibatkan *pertama*, penilaian terhadap nilai ekuitas saja, *kedua* penilaian terhadap keseluruhan perusahaan selain pemegang saham juga termasuk kreditur perusahaan, dan *ketiga* adalah penilaian bagian-bagian perusahaan yaitu dimulai dari operasi dan menambahkan pengaruh nilai utang dan klaim non-ekuitas lainnya.

Nilai perusahaan dihitung dengan mendiskontokan arus kas yang diperkirakan untuk perusahaan dengan menggunakan tingkat WACC yang merupakan biaya modal dari beberapa sumber pendanaan yang digunakan oleh

perusahaan, tertimbang dari nilai pasarnya, dengan formula sebagai berikut (Damodaran, 2010):

$$Value\ of\ Firm = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CFtoFirm_t}{(1+WACC)^t} \quad (2.5)$$

Di mana:

$CF\ to\ Firm_t$ = Arus kas proyek pada tanggal t untuk perusahaan dengan utang (*levered firm*)

n = Umur proyek

WACC = Rata-rata biaya modal tertimbang

Pendekatan *Flow To Equity* (FTE) diperoleh dengan mendiskontokan arus kas untuk ekuitas dengan menggunakan tingkat biaya modal ekuitas, menggunakan penganggaran modal di mana arus kas dari sebuah proyek untuk pemilik ekuitas sebuah perusahaan yang memiliki utang (*levered firm*) didiskontokan dengan menggunakan tingkat biaya modal ekuitas dengan utang (R_S). Pendekatan ini digunakan jika target nisbah utang dengan nilai perusahaan adalah tetap sepanjang periode proyek (Ross *et al.*, 2010).

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{LCF_t}{(1+R_S)^t} - (Initial\ investment - Amount\ borrowed) \quad (2.6)$$

Di mana:

LCF_t = Arus kas proyek pada tanggal t untuk pemegang ekuitas perusahaan dengan utang (*levered firm*)

R_S = Biaya modal ekuitas dengan utang (*leverage*)

2.4. Pembiayaan Bersumber dari Pasar Global

Integrasi global pasar modal telah memberikan akses kepada perusahaan terhadap sumber dana baru yang murah, selain yang tersedia pada pasar domestik. Perusahaan-perusahaan ini dapat menerima proyek-proyek dalam jangka yang

lebih panjang dan lebih fleksibel untuk berinvestasi dalam perbaikan dan perluasan modal. Perusahaan akan mendapatkan biaya modal global yang lebih murah dan ketersediaan yang lebih luas dengan merencanakan dan menerapkan strategi pendanaan global dalam hal perusahaan tersebut mengalami kondisi berikut ini (Eiteman *et al.*, 2010):

1. Sebuah perusahaan yang harus mendapatkan pendanaan ekuitas dan utang jangka panjang dari *highly illiquid domestic securities market*, yang mengakibatkan perusahaan itu akan memiliki biaya modal yang relatif tinggi dan terdapat keterbatasan ketersediaan modal. Hal ini selanjutnya akan menyebabkan penurunan daya saing perusahaan baik di pasar internasional dan dalam menghadapi perusahaan asing yang memasuki pasar domestik.
2. Perusahaan di negara industri dengan *small capital markets* sering mendapatkan pendanaan ekuitas dan utang jangka panjang dari negara asalnya yang memiliki pasar sekuritas domestik yang relatif tidak likuid secara keseluruhan. Dalam poin ini, biaya dan ketersediaan modal dari pasar sekuritas domestik masih lebih baik daripada pasar sekuritas domestik yang tidak likuid seperti dijelaskan pada poin pertama di atas, tetapi sebuah perusahaan negara itu akan dapat memperkuat keunggulan bersaing dalam mendapatkan modal dengan memasuki pasar global yang sangat likuid.
3. Perusahaan yang tinggal di negara dengan *segmented capital markets* harus mendiversifikasikan strategi untuk melepaskan diri dari ketergantungan pasar domestik dalam memenuhi kebutuhan pendanaan ekuitas dan utang jangka panjang. Sebuah pasar modal akan tersegmentasi jika tingkat pengembalian yang diharapkan atas sekuritas di pasar tersebut berbeda dengan tingkat pengembalian yang diharapkan pada sekuritas yang sebanding baik dalam tingkat pengembalian dan risikonya yang diperdagangkan di pasar sekuritas lainnya. Pasar modal menjadi tersegmentasi karena berbagai faktor, seperti kontrol peraturan yang berlebih, risiko politik yang dirasakan, risiko nilai tukar yang diantisipasi, kurangnya transparansi, ketersediaan informasi yang asimetris, kronisme, *insider trading* dan faktor-faktor yang menyebabkan ketidaksempurnaan pasar lainnya.

2.4.1. Penentuan Pilihan-Pilihan Pembiayaan Global

Tiga argumentasi utama yang biasanya digunakan untuk menjelaskan pilihan-pilihan pembiayaan perusahaan dalam jumlah yang besar dan untuk jangka panjang, yaitu apakah akan memilih utang publik (seperti melalui penerbitan obligasi) atau melalui utang privat (seperti pinjaman bank) adalah sebagai berikut (Altunbas *et al.*, 2006):

- Argumentasi *Flotation Cost*.
Penerbitan utang kepada publik memerlukan biaya emisi yang besar, yang termasuk di dalamnya komponen biaya yang bersifat tetap (*fixed cost*) dan dalam jumlah yang besar (Blackwell dan Kidwell, 1988). Sehingga, penerbitan utang kepada publik dalam jumlah kecil tidak akan efisien dari segi biaya. Perusahaan akan mempertimbangkan menggunakan penerbitan obligasi di pasar modal jika nilai obligasi akan memiliki nilai yang besar karena alasan skala ekonomis (Denis dan Mihov, 2003; Esho *et al.*, 2001).
- Hipotesis Negosiasi Ulang dan Likuidasi (*Renegotiation and Liquidation Hypothesis*)
Perusahaan yang memiliki kemungkinan yang sebelumnya telah diduga (*ex ante*) untuk mengalami stres keuangan akan memiliki kemungkinan kecil untuk meminjam kepada publik karena lebih sulit melakukan negosiasi ulang termin perjanjian utang secara efektif dengan para pemegang obligasi yang jumlahnya sangat banyak dibandingkan dengan negosiasi dengan satu atau sekelompok peminjam saja (Chemmanur and Fulghieri, 1994; Berlin & Loeys, 1988).
- Hipotesis Keasimetrisan Informasi (*Information Asymmetry Hypothesis*)
Pilihan-pilihan pasar obligasi sebuah perusahaan berkaitan dengan tingkat keasimetrisan informasi perusahaan itu. Informasi asimetris menghasilkan *moral hazard* di antara pemegang saham dan pemegang obligasi, termasuk kemungkinan melakukan substitusi aset dan *under-investment* (Jensen dan

Meckling, 1976). Hipotesis informasi asimetris sendiri adalah studi tentang pengambilan keputusan dalam suatu transaksi di mana salah satu pihak memiliki informasi atau informasi yang lebih baik dibandingkan pihak yang lain. Ini menyebabkan ketidakseimbangan kekuatan dalam transaksi tersebut yang kadang-kadang dapat menyebabkan transaksi tersebut serba salah dan paling buruk adalah terdapatnya kegagalan pasar. Dalam hal ini, terjadi keasimetrisan informasi yang dimiliki oleh pemegang saham dan manajemen ketika penerbitan surat utang. Ketika perusahaan dianggap "berhasil" mencapai di atas target tapi karena adanya penurunan harga saham, maka terdapat kenaikan tingkat keasimetrisan informasi dalam mendapatkan pendanaan dari luar.

Keputusan untuk lebih memilih pinjaman sindikasi lebih dibandingkan dengan pendanaan melalui obligasi berkaitan positif dengan tingkat ukuran perusahaan, *financial leverage*, dan tingkat aset tetap relatif terhadap total aset. Semakin besar ukuran perusahaan, atau semakin tinggi *financial leverage* perusahaan, atau jika perusahaan memiliki aset tetap yang relatif besar terhadap total aset, maka perusahaan tersebut cenderung untuk menggunakan pinjaman sindikasi dibandingkan dengan penerbitan obligasi. Sedangkan perusahaan yang mengutamakan pendanaan melalui obligasi adalah perusahaan yang cenderung memiliki pinjaman jangka pendek yang tinggi yang berimplikasi terhadap pengawasan pasar yang lebih ekstensif tetapi perusahaan itu juga memiliki peluang pertumbuhan yang lebih tinggi di masa mendatang. Berdasarkan urutan mematok (*the pecking order*), perusahaan pertama-tama meminjam dari bank hingga mereka berhasil membangun kredibilitas untuk mendapatkan pendanaan dari pasar obligasi publik (Altunbas *et al.*, 2006).

2.4.2. Pasar Utang Internasional

Terdapat tiga sumber utama pendanaan utang dalam pasar internasional, yaitu (Eiteman *et al.*, 2010):

1. Pasar Euronote

Pasar *Euronote* adalah istilah yang secara bersama-sama menggambarkan instrumen utang jangka pendek hingga menengah yang bersumber dari pasar *Eurocurrencies*. Meskipun banyak variasinya, pasar *Euronote* dapat dibagi menjadi dua kelompok besar yaitu *underwritten facilities* dan *nonunderwritten facilities*. Istilah *underwritten facilities* digunakan untuk penjualan *Euronotes* dalam sejumlah bentuk yang berbeda, sedangkan *nonunderwritten facilities* digunakan untuk penjualan dan distribusi *euro-commercial paper* (ECP) dan *euro medium-term notes* (EMTNs).

2. Pinjaman Bank Internasional dan Kredit Sindikasi.

Pinjaman bank internasional secara tradisional telah menjadi sumber utama pendanaan pasar *Eurocurrencies*. *Eurocurrencies* adalah mata uang domestik dari suatu negara yang diperdagangkan di negara lainnya. Contohnya adalah mata uang Dollar Amerika Serikat yang diperdagangkan di Eropa disebut sebagai *Eurocurrency*. *Eurocurrencies* terkait erat dengan pinjaman bank *Eurodollar* atau *Eurodollar credits* atau *Eurocredits*. *Eurocredits* adalah pinjaman bank untuk perusahaan multinasional, pemerintah suatu negara, institusi internasional, dan bank-bank dalam *Eurocurrencies* dan disediakan oleh bank di negara-negara selain dari negara pemilik mata uang denominasi utang itu. Daya tarik utama baik untuk pemilik dana maupun peminjam dana terhadap pasar utang *Eurocurrency* adalah *spread* yang kecil antara tingkat bunga deposit dan pinjaman, kadang-kadang kurang dari 1%.

Pinjaman sindikasi memungkinkan bank-bank untuk menyebar risiko pinjaman yang sangat besar kepada sejumlah bank. Sindikasi menjadi penting karena sejumlah perusahaan multinasional yang besar memerlukan kredit yang melebihi batasan pinjaman yang bisa diberikan oleh sebuah bank. Sebuah *syndicated bank credit* diatur oleh sebuah bank pemimpin atas nama kliennya. Sebelum membuat perjanjian kredit, bank pemimpin mencari partisipasi sekelompok bank, di mana masing-masing peserta menyediakan bagian dari dana total yang diperlukan. Bank pengelola utama itu akan bekerja dengan peminjam untuk menentukan jumlah kredit keseluruhan, dasar tingkat bunga mengambang,

spread dengan tingkat bunga dasar tersebut, jatuh tempo dan struktur imbalan untuk mengelola bank-bank peserta. Beban periodik kredit sindikasi terdiri dari dua elemen:

- Beban bunga aktual pinjaman, umumnya disebutkan sebagai sebuah *spread* dalam *basis point* di atas tingkat bunga dasar variabel, seperti LIBOR.
- Imbalan komitmen (*commitment fee*) dibayar atas bagian yang tidak digunakan dari jumlah kredit. *Spread* yang dibayar di atas LIBOR oleh peminjam merupakan *risk premium*, menggambarkan risiko bisnis umum dan risiko keuangan yang berlaku kepada kemampuan pelunasan peminjam.

3. Pasar Obligasi Internasional

Pasar obligasi internasional secara umum bisa diklasifikasikan menjadi dua kelompok generik, yaitu (1) *Eurobonds* dan (2) *foreign bonds*. Perbedaan di antara kedua kelompok ini adalah berdasarkan apakah peminjam adalah warga domestik atau warga asing, dan apakah emisi dalam denominasi mata uang lokal atau dalam denominasi mata uang asing.

1. *Eurobonds*

Eurobonds adalah dijamin-emisikan oleh sebuah sindikasi internasional beberapa bank dan perusahaan sekuritas lainnya, dan dijual secara eksklusif di luar negara yang memiliki mata uang denominasi obligasi yang akan diterbitkan. Contohnya, sebuah obligasi diterbitkan oleh sebuah perusahaan di Amerika Serikat, didenominasikan dalam Dollar Amerika Serikat, tetapi dijual kepada investor di Eropa dan Jepang (bukan kepada investor di Amerika Serikat), maka obligasi itu disebut *Eurobonds*.

2. Obligasi Luar Negeri (*Foreign Bonds*)

Sebuah obligasi luar negeri dijamin-emisikan oleh sebuah sindikasi yang terdiri dari anggota-anggota yang berasal dari sebuah negara, pokok obligasi dijual di negara tersebut, dan didenominasikan dalam mata uang negara tersebut, tetapi penerbit obligasi berasal dari negara lain. Contohnya adalah sebuah obligasi diterbitkan oleh perusahaan Swedia, didenominasikan dalam

Dollar Amerika Serikat, dan dijual di Amerika Serikat kepada investor Amerika Serikat. Obligasi luar negeri memiliki berbagai macam sebutan, seperti obligasi luar negeri yang dijual di Amerika Serikat disebut "Yankee bonds", obligasi luar negeri yang dijual di Jepang disebut "Samurai bonds", dan obligasi luar negeri yang dijual di Inggris disebut "Bulldogs".

2.5. Proses Penerbitan Sekuritas di SEST

The Singapore Exchange Securities Trading Limited (SEST) merupakan titik penghubung utama untuk pengelolaan modal Asia dan exposure investasi. SEST adalah salah satu bursa Asia yang paling terinternasionalisasi, dengan lebih dari 40% perusahaan yang sahamnya terdaftar di sana berasal dari luar Singapura. SEST juga memfasilitasi pencarian modal utang sebesar S\$170 miliar (atau sekitar US\$132 miliar) yang terdiri dari 287 obligasi yang terdaftar. SEST memiliki dua majelis, yaitu *the Main Board* dan *Catalist*. *The Main Board* umumnya menarik perusahaan yang sudah mapan dan besar yang telah memenuhi persyaratan keuangan pendaftaran tertentu, sementara itu perusahaan yang tercatat di *Catalist* tidak memiliki catatan perjalanan kemampuan menghasilkan laba yang memadai. Pendaftaran di *the Main Board* bisa merupakan pendaftaran primer (*primary listing*) atau pendaftaran sekunder (*secondary listing*). Sebuah perusahaan yang melakukan pendaftaran primer untuk sekuritasnya di SEST perlu untuk mematuhi seluruh persyaratan pendaftaran yang berkelanjutan. Sementara itu, perusahaan yang melakukan pendaftaran sekunder di SEST harus sudah terdaftar pada bursa luar Singapura dan terkena juga peraturan dari bursa luar Singapura tersebut. Tetapi, perusahaan dengan pendaftaran sekunder tersebut umumnya tidak diperlukan untuk mematuhi persyaratan pendaftaran berkelanjutan secara penuh. SEST dan *the Monetary Authority of Singapore* (MAS) adalah dua otoritas pengaturan yang terlibat dalam pendaftaran di SEST dan penawaran sekuritas berkaitan dengan pendaftaran tersebut. (Baker & McKenzie, 2012).

Perusahaan yang akan menerbitkan sebuah sekuritas di SEST harus membuat dan menerbitkan prospektus. Proses, jangka waktu dan dokumentasi

yang diperlukan dalam sebuah penerbitan sekuritas di SEST secara garis besar dirangkumkan pada Gambar 2.1.

	Bulan 1-2	Bulan 3-4	Bulan 5-6	Bulan 7-8	Bulan 9-10	Bulan 11-12
Penunjukan manajer emisi	■					
Penunjukan penasehat lainnya	■					
Penentuan metode penerbitan	■					
Uji kepatutan (<i>Due diligence</i>)	■	■	■			
Penyusunan prospectus		■	■			
Penyampaikan aplikasi emisi dan draft prospektus kepada SEST (atau SEST dan Monetary Authority of Singapore (MAS) secara bersamaan)		■	■	■		
SEST (atau SEST dan MAS menelaah secara bersamaan, jika proses telaah bersama diperlukan) menelaah prospektus atau jawaban atas pertanyaan-pertanyaan			■	■	■	
SEST menerbitkan surat layak emisi/ <i>Eligibility-to-Listing</i> (ETL)				■	■	
Penyampaikan prospectus permulaan kepada MAS					■	
Menjawab pertanyaan-pertanyaan MAS (tidak berlaku jika sudah ada proses telaah bersama)					■	
Pendaftaran prospectus dan peluncuran penawaran					■	
Penutupan penawaran						■
Penerimaan SEST untuk perdagangan						■

Gambar 2.1 Proses dan Jangka Waktu untuk Pendaftaran Sebuah Perusahaan di *The Singapore Exchange Securities Trading Limited*

Sumber: *Cross-Border Listings Handbook* 2012 Baker & McKenzie

BAB 3 PROFIL INDUSTRI DAN PERUSAHAAN

3.1. Profil Industri Global

Industri batubara umumnya dibagi menjadi dua segmen, yaitu batubara termal dan batubara kokas. Batubara termal dianggap sebagai batubara yang paling banyak ditemukan dan merupakan sumber energi termurah yang menghasilkan listrik melalui pembakaran, sementara batubara kokas yang digunakan dalam produksi logam dan baja lebih mahal harganya karena kelangkaan dan nilai kalori yang lebih tinggi. Menurut data yang diterbitkan oleh BP *Statistical Review of World Energy* (Juni 2010), estimasi cadangan global batubara termal adalah sebesar 826 miliar ton, merupakan yang terbesar dari seluruh fosil, atau dengan skala yang ada saat ini, sama dengan produksi sekitar 119 tahun, yang jauh lebih lama dibandingkan dengan produksi minyak dan gas yang masing-masing sekitar 46 tahun dan 63 tahun. Indonesia juga memiliki banyak cadangan batubara. Dirjen Mineral, Batubara, dan Panas Bumi memperkirakan bahwa Indonesia memiliki 104 miliar ton sumber daya batubara dan 20 miliar ton cadangan batubara (Coaltrans 2010).

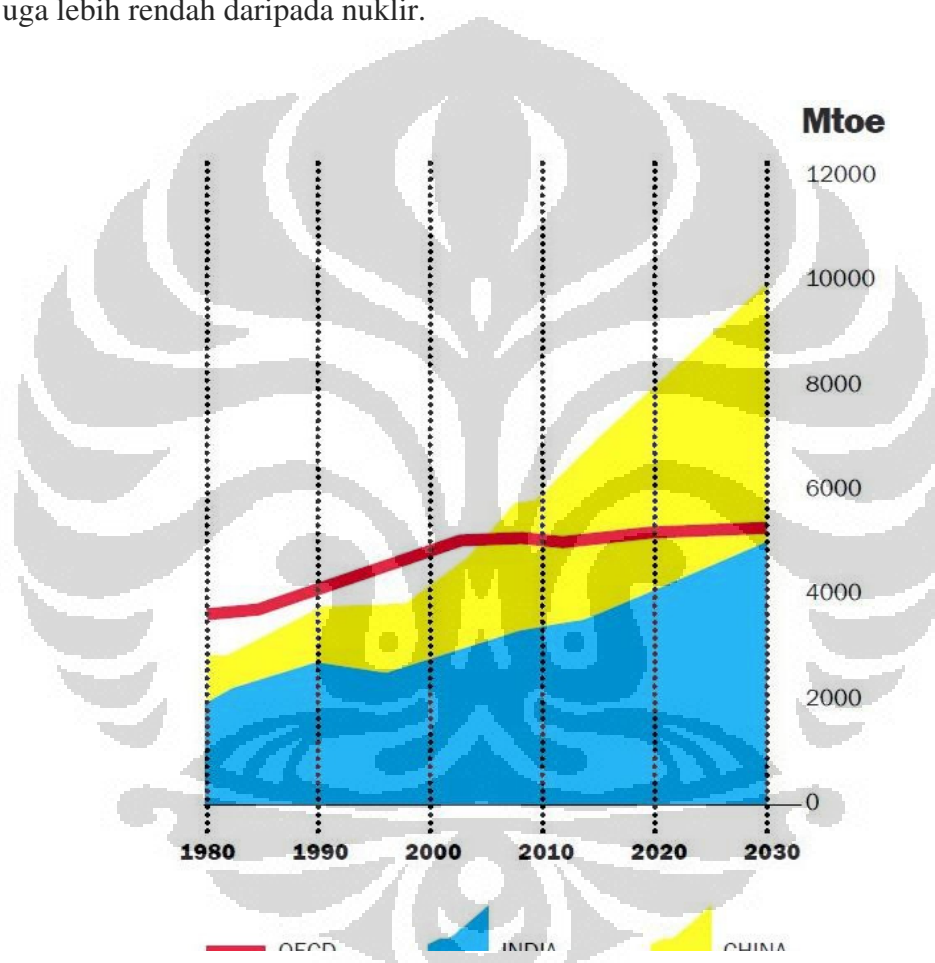


= Biaya Tertinggi
= Biaya Terendah

Gambar 3.1 Tabel Biaya untuk Menghasilkan Listrik (AS\$ cents/Kwh)

Sumber: *International Energy Agency: Nuclear Energy Agency*

Batubara juga dianggap sebagai sumber bagi pembangkit listrik yang paling murah dan efisien. Seperti yang tampak pada Gambar 3.1, pembangkit listrik tenaga batubara membutuhkan antara AS\$ 9,48 *cents* – AS\$ 13,64 *cents* untuk satu *kilowatthour*, lebih rendah dari pada pembangkit listrik tenaga angin atau gas, dan memiliki rata-rata biaya yang lebih rendah daripada pembangkit listrik tenaga nuklir. Selain itu, pengiriman batubara relatif lebih mudah dan lebih aman dibandingkan dengan minyak dan gas, dan risiko geopolitis dan radiasinya juga lebih rendah daripada nuklir.



Gambar 3.2 Skenario Kebutuhan Energi (Million Tons of Oil Equivalent, Mtoe)

Sumber: *International Energy Agency*

Karena ketersediaan dan efisiensinya, batubara diperkirakan akan menjadi bahan bakar yang paling banyak dipakai untuk memenuhi tambahan permintaan energi. Batubara akan tetap mendominasi sumber energi dunia, karena kebutuhan listrik diprediksi akan meningkat 76% pada periode 2007-2030, atau setara

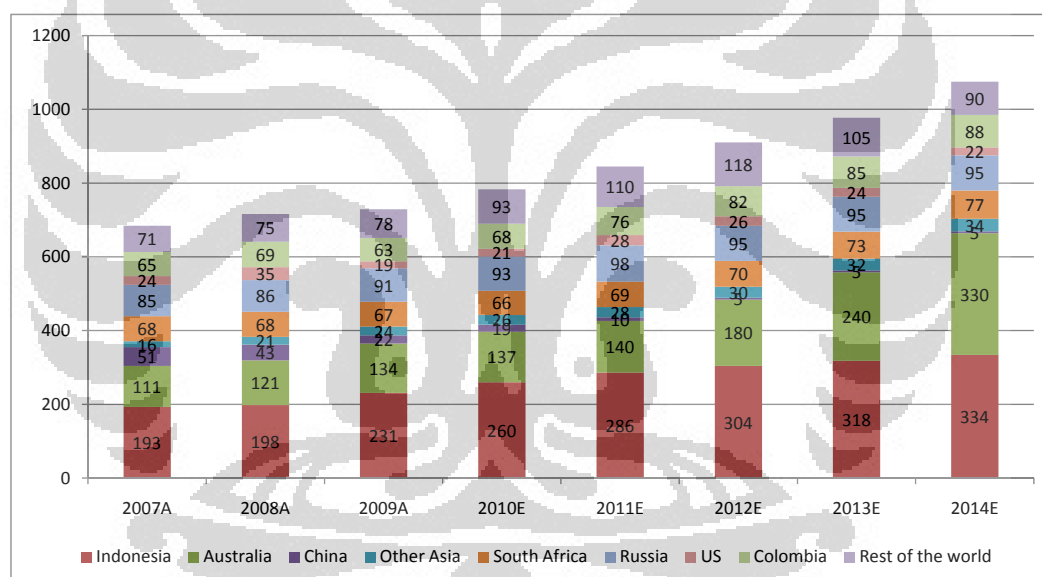
Universitas Indonesia

dengan tambahan kapasitas sebesar 4.800 GW, yang berarti hampir lima kali kapasitas Amerika Serikat saat ini. Seperti terlihat pada Gambar 3.2, China dan India menjadi konsumen energi yang paling dominan dengan pertumbuhan permintaan energi terbesar hingga tahun 2030.

Perdagangan batubara termal telah berkembang dan tumbuh dengan pesat setelah dua krisis minyak di tahun 1970an dan kebanyakan diangkut melalui laut antara Asia Pasifik dan Atlantik. Pemasok utama untuk pasar Asia Pasifik adalah Indonesia, Australia dan Vietnam, sementara pemasok utama wilayah Atlantik adalah Afrika Selatan dan Kolumbia, serta tambahan batubara dari Venezuela, Polandia, Rusia, Indonesia dan Australia. Biaya pengiriman batubara yang relatif tinggi untuk pengangkutan jarak jauh merupakan faktor utama yang mengakibatkan pasar terbagi secara geografis seperti ini. Pada dekade berikutnya, pasar batubara termal yang ditransportasikan melalui laut akan terus terbagi dua antara Asia Pasifik dan Atlantik. Keseimbangan kekuasaan akan berpindah dari Atlantik ke wilayah Pasifik. Menurut Wood Mackenzie, diperkirakan permintaan batubara termal dari Atlantik yang ditransportasikan melalui laut baru akan pulih ke titik sebelum resesi pada tahun 2012-13, dan kemudian akan bertahan secara stabil.

Pertumbuhan pasar Asia Pasifik yang kuat terutama didukung oleh permintaan batubara termal di Asia yang tinggi, tumbuh jauh lebih pesat dibandingkan dengan pasar Atlantik yang didominasi oleh China dan India. China diperkirakan akan berkontribusi sebesar 48,9% dari kenaikan permintaan batubara dunia dari tahun 2002 sampai 2030. Wood Mackenzie memprediksi bahwa permintaan impor China untuk batubara termal akan melampaui Jepang pada tahun 2011 dan permintaan batubara termal China akan tumbuh sampai hampir 5 miliar ton pada tahun 2025. Perubahan China dari posisi sebagai eksportir bersih menjadi importir bersih akan berlangsung dalam waktu yang lama. Menurut *China Electricity Council*, pasokan tenaga listrik China akan meningkat sebesar 8,5% per tahun menjadi 1.437 GW pada tahun 2015 dan menjadi 1.885 GW pada tahun 2020. Ini berarti bahwa pasokan tenaga listrik China akan tumbuh sebesar 80 GW per tahun atau sekitar lebih dari dua kali lipat total kapasitas listrik Indonesia saat ini. Permintaan impor India diperkirakan akan melampaui China

pada tahun 2019. Lain halnya dengan China, permintaan impor India mencerminkan perubahan struktural yang dikarenakan kurangnya pasokan batubara domestic yang mengharuskan negara ini segera menambah impor batubara, termasuk batubara berperingkat rendah. Saat ini, 40% dari penduduk India tidak memperoleh pasokan listrik, dan India berencana menambah pasokan listrik sebesar 79 GW sampai tahun 2012 dimana 79% dari tambahan pasokan listrik ini menggunakan bahan bakar batubara (Coaltrans 2010). Kesimpulannya, diperkirakan bahwa dalam 20 tahun kedepan, pembangkit listrik bertenaga batubara diperkirakan akan bertambah 579 GW di Asia, terutama di China, India, Vietnam dan Indonesia. Proyek-proyek ini akan membutuhkan tambahan pasokan batubara sebesar 1,7 miliar ton per tahun.



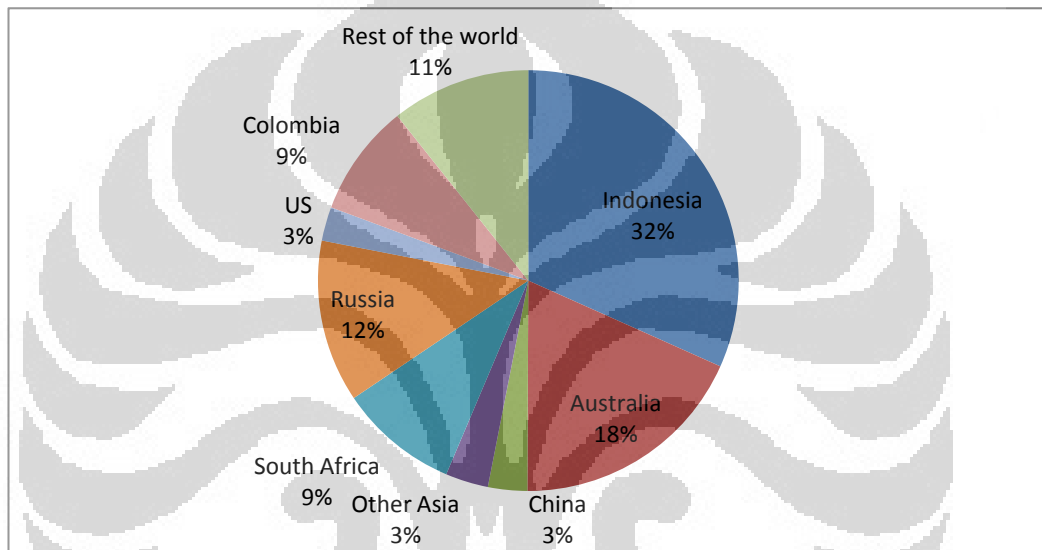
Gambar 3.3 Suplai Batubara Termal Dunia (Juta Ton)

Sumber: *Australian Bureau of Agricultural and Resource Economics (ABARE), Trade data, McCloskey, CLSA Asia Pacific Markets*, telah diolah kembali

Gambar 3.3 memberikan gambaran bahwa setelah pertumbuhan yang kuat sebesar 9,7% pada 2007, suplai batubara termal dunia terpengaruh oleh krisis ekonomi dunia dan tumbuh 4,68% menjadi 716 juta ton pada 2008 dan tumbuh lebih kecil lagi pada 2009 sebesar 1,96% karena produsen batubara termal mengurangi produksi yang disebabkan oleh lemahnya permintaan batubara termal dunia. Tetapi, *Australian Bureau of Agricultural and Resource Economics*

Universitas Indonesia

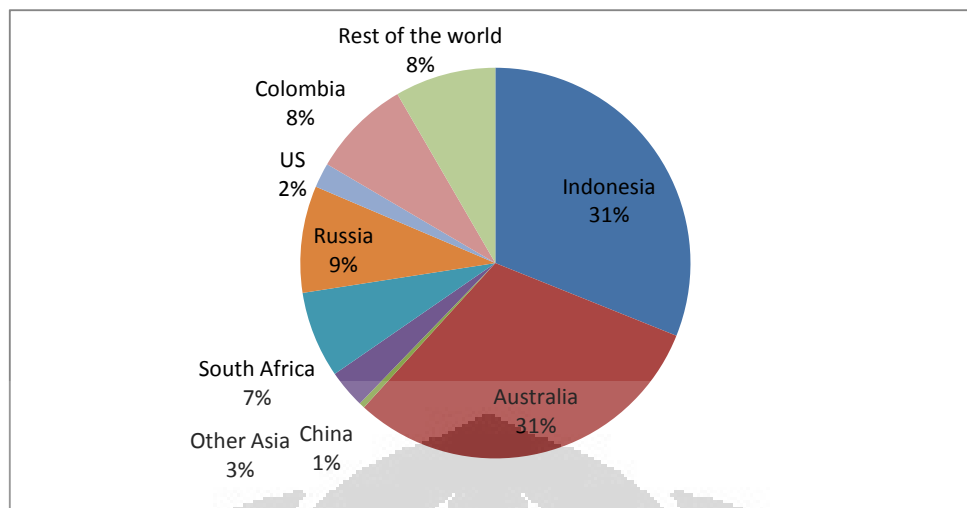
(ABARE) memperkirakan suplai batubara termal dunia akan pulih pada 2010 dan diproyeksikan akan tumbuh dengan suplai dunia diperkirakan akan meningkat menjadi 1.075 juta ton pada 2014. Secara historis, Indonesia adalah penyedia batubara terbesar di dunia, dengan pangsa pasar sebesar 32% pada tahun 2009 (Gambar 3.4). Tetapi ekspor dari Australia, Rusia, dan Afrika Selatan diperkirakan akan meningkat sehingga pangsa pasar Indonesia tersebut diperkirakan akan berkurang menjadi 31% pada tahun 2014 (Gambar 3.5).



Gambar 3.4 Suplai Batubara Termal Dunia berdasar Negara Aktual Tahun 2009

Sumber: *Australian Bureau of Agricultural and Resource Economics (ABARE), Trade data, McCloskey, CLSA Asia Pacific Markets*

Catatan: *Rest of the world* termasuk Amerika Utara



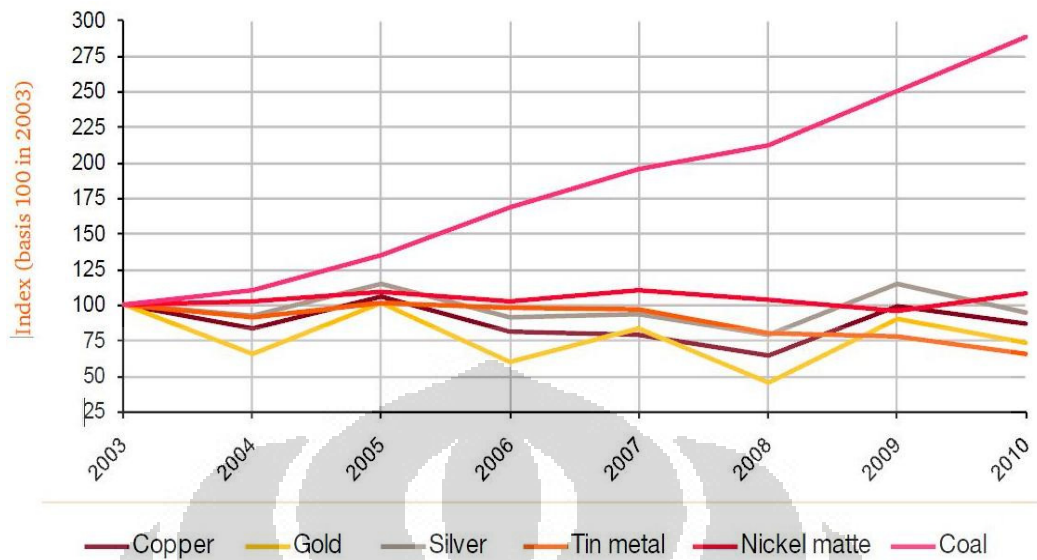
Gambar 3.5 Suplai Batubara Termal Dunia berdasar Negara Perkiraan Tahun 2014

Sumber: *Australian Bureau of Agricultural and Resource Economics (ABARE), Trade data, McCloskey, CLSA Asia Pacific Markets*

Catatan: *Rest of the world* termasuk Amerika Utara

3.2. Industri Pertambangan Batubara Indonesia

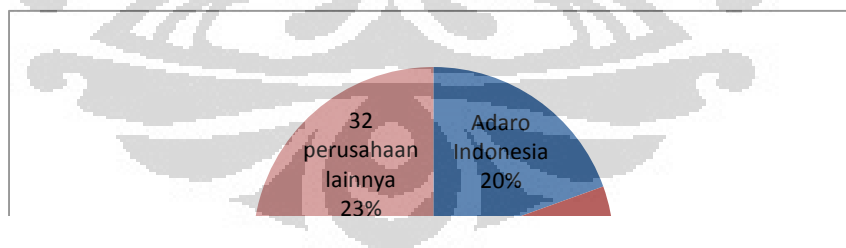
Indonesia masih menjadi pemain besar dalam industri pertambangan dunia, khususnya dalam hal tingkat produksi batubara, timah, emas dan nikel. Indonesia tetap menjadi eksportir batubara termal terbesar di dunia. Berdasarkan penelitian PricewaterhouseCoopers (2011), perusahaan-perusahaan pertambangan dunia secara konsisten meletakkan Indonesia dalam prospek pertambangan mineral dan batubara, walaupun telaah mereka terhadap kebijakan pertambangan dan iklim investasi Indonesia dianggap masih belum begitu positif. Akibatnya, proyek-proyek baru (*greenfields projects*) selain sektor batubara pada tahun-tahun terakhir masih terbatas. Khusus untuk batubara, terjadi kondisi yang berbeda. Sebagaimana digambarkan pada Gambar 3.6, produksi batubara Indonesia terus meningkat sementara itu produksi pertambangan mineral yang lain stagnan. Batubara Indonesia menjadi incaran utama permintaan yang terus meningkat dari China dan India. Dengan adanya izin penambangan batubara yang semakin bebas dimiliki oleh investor asing, maka peningkatan permintaan batubara di China dan India diimbangi dengan peningkatan produksi batubara Indonesia.



Gambar 3.6 Tabel Produksi Pertambangan Indonesia 2003 – 2010

Sumber: *Mining in Indonesia, Investment and Taxation Guide*, PricewaterhouseCoopers, Mei 2011

Berdasarkan data dari Departemen Energi dan Sumber Daya Mineral, dari 39 perusahaan penghasil batubara di Indonesia, PT. Adaro Indonesia menguasai sebanyak 19,51% dari total produksi batubara, diikuti oleh PT. Kaltim Prima Coal (18,34%), PT. Kideco Jaya Agung (11,87%), PT. Arutmin Indonesia (9,28%), PT. Berau Coal (6,89%), PT. Indominco Mandiri (5,96%), PT. Bukit Asam (5,21%), dan lainnya (22,94%) (Gambar 3.7).



Gambar 3.7 Rata-rata Pangsa Produksi Batubara Indonesia per Perusahaan tahun 2009

Sumber: Departemen Energi dan Sumber Daya Mineral

3.3. Profil Perusahaan: Sejarah, Visi dan Misi Perusahaan

Pada tahun 1976, dalam rangka menarik pihak swasta dari dalam maupun luar negeri untuk berinvestasi dalam industri batubara, Departemen Pertambangan membagi wilayah propinsi Kalimantan Timur dan Selatan menjadi delapan bagian wilayah batubara dan membuka tender bagi wilayah-wilayah ini untuk pengaturan berdasarkan komitmen program kerja. Sebuah perusahaan milik Pemerintah Spanyol yang bernama Enadimsa menyampaikan penawaran untuk Wilayah 8 di Kecamatan Tanjung di Kalimantan Selatan karena diketahui bahwa wilayah ini memiliki kandungan batubara dari formasi bebatuan yang dipetakan oleh para ahli geologi dari Belanda pada tahun tiga puluhan dan kemudian bersilangan di kedalaman dengan sumur minyak yang digali oleh Pertamina pada tahun enam puluhan (Grant, 2011). Tidak ada perusahaan lain yang menyampaikan penawaran untuk wilayah ini karena pada saat itu dianggap masuk terlalu jauh ke daratan dan batubaranya diperkirakan berkualitas rendah.

Enadimsa memilih nama 'Adaro' sebagai nama perusahaan sebagai penghormatan kepada keluarga penambang Spanyol yang terkenal, yaitu keluarga Adaro, yang berperan besar dalam kegiatan penambangan di Spanyol selama beberapa abad (Grant, 2011). Dengan demikian lahirlah PT Adaro Indonesia. Adaro memiliki visi untuk menjadi perusahaan penambangan batubara dan energi terpadu yang terbesar dan paling efisien di Asia Tenggara dan misi untuk bergerak di bidang penambangan batubara dan energi dalam rangka:

- memenuhi kebutuhan pelanggan;
- mengembangkan karyawan;
- menjalin kemitraan dengan para pemasok;
- mendukung pembangunan masyarakat dan negara;
- mengutamakan keselamatan dan kelestarian lingkungan; dan
- memaksimalkan nilai bagi Pemegang Saham.

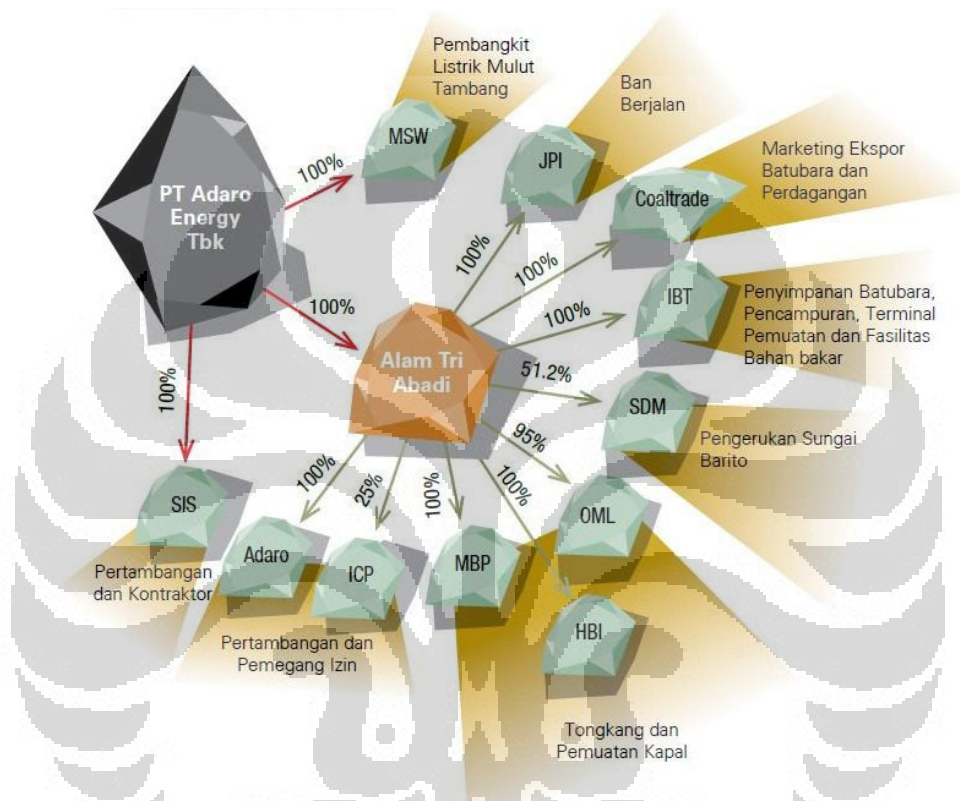
Selanjutnya pengaturan untuk mengeksplorasi dan membangun Wilayah 8 ini dinegosiasikan antara Enadimsa dan perusahaan umum penambangan batubara milik negara Perum Tambang Batubara. Negosiasi ini mengikuti negosiasi yang pada saat itu dilakukan oleh Utah International/Atlantic Richfield, Rio Tinto/BP

dan grup internasional lain untuk wilayah-wilayah yang lain. Perjanjian Kerjasama Pengusahaan Pertambangan Batubara ("PKP2B") Adaro Indonesia akhirnya ditandatangani pada tanggal 16 November 1982. Aspek-aspek utama dari PKP2B adalah periode yang ditentukan untuk eksplorasi, pengembangan dan operasi, royalti sebesar 13,5% dari produksi yang merupakan penurunan dibandingkan dengan persentase yang jauh lebih tinggi yang awalnya diajukan oleh Pemerintah, serta tarif pajak tetap sebesar 35% untuk sepuluh tahun pertama dan 45% untuk tahun-tahun berikutnya yang mencerminkan peraturan pajak global yang lebih tinggi yang ada pada saat itu. PKP2B tertanggal 16 November 1982 yang semula antara PT Adaro Indonesia dan PT Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk ("PTBA") selanjutnya sejak 1 Juli 1997 semua hak dan kewajiban PTBA dalam PKP2B dialihkan kepada Pemerintah Republik Indonesia ("Pemerintah") yang diwakili oleh Menteri Pertambangan dan Energi. Berdasarkan ketentuan PKP2B, Adaro bertindak sebagai kontraktor Pemerintah yang bertanggung jawab atas kegiatan penambangan batubara di area yang berlokasi di Kalimantan Selatan.

3.4. Struktur Grup Korporasi dan Konsesi Penambangan Batubara Perusahaan

Pada tahun 2010 Adaro Indonesia adalah eksportir terbesar kelima di pasar global untuk batubara termal yang ditransportasikan melalui laut. Saat ini, selain mengoperasikan tambang batubara tunggal terbesar di belahan bumi bagian selatan, Adaro juga merupakan salah satu produsen batubara global dengan biaya produksi terendah dan pemasok terbesar pasar domestik Indonesia. Volume produksi dan penjualan masing-masing mencapai 42,2 juta ton dan 43,84 juta ton di tahun 2010. Sejak terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada 16 Juli 2008 dan meraih dana masyarakat sebesar Rp 12,2 triliun (AS\$ 1,3 miliar), Adaro terus berupaya menciptakan nilai yang berkelanjutan bagi para pemangku kepentingan batubara Indonesia melalui pertumbuhan tahunan secara organik, peningkatan efisiensi dan integrasi rantai pasokan batubara, serta akuisisi tambang batubara yang berkualitas di Indonesia. Ekspansi ke hilir dengan merambah ke bidang tenaga listrik dan merampungkan integrasi vertikal atau yang dikenal dengan

istilah “*pit to power*” juga membawa peluang yang berharga bagi Adaro untuk memastikan arus kas yang stabil dan dapat diandalkan serta basis permintaan yang signifikan untuk Envirocoal- 4000 (Wara). Selain itu, Adaro terus berfokus pada peningkatan efisiensi rantai pasokan batubara dan menurunkan biaya melalui pengembangan proyek-proyek infrastrukturnya.



Gambar 3.8 Struktur Korporasi Grup Adaro yang disederhanakan

Sumber: Laporan Tahunan 2010 Adoro Energy

Gambar 3.10 merangkum keseluruhan aktivitas Grup Adaro Energy beserta anak perusahaannya sebagai berikut:

- PT Makmur Sejahtera Wisesa ("MSW"), perusahaan pembangkit listrik mulut tambang.
- PT Jasapower Indonesia ("JPI"), perusahaan penyedia ban berjalan.
- Coaltrade Service International Pte. Ltd. ("Coaltrade"), perusahaan Singapura yang bertindak sebagai agen pemasaran bagi Adaro Indonesia dan aktif memperdagangkan batubara pihak ketiga.

- PT Indonesia Bulk Terminal ("IBT"), perusahaan penyimpanan batubara, pencampuran, terminal pemuatan dan fasilitas bahan bakar.
- PT Sarana Daya Mandiri ("SDM"), perusahaan pengerukan sungai Barito
- Orchard Maritime Logistics ("OML"), adalah perusahaan kelautan Singapura yang merupakan salah satu kontraktor utama Adaro untuk jasa angkutan tongkang.
- PT Harapan Bahtera Internusa ("HBI"), perusahaan pengelolaan pengangkutan batubara.
- PT Maritim Barito Perkasa ("MBP"), perusahaan pengelolaan tongkang batubara yang melewati sungai Barito.
- IndoMet Coal Project ("ICP"), perusahaan pemegang izin pertambangan batubara kokas.
- PT Adaro Indonesia ("Adaro"), adalah perusahaan pertambangan yang melakukan Perjanjian Kerjasama Pengusahaan Pertambangan Batubara ("PKP2B") Pemerintah Republik Indonesia.
- PT Saptaindra Sejat ("SIS"), perusahaan penyedia jasa kontraktor pertambangan batubara.

Gambar 3.11 menjelaskan peta konsesi penambangan yang dimiliki oleh Adaro. Deposit batubara Adaro terletak di perbatasan timur laut lembah sungai Barito, yang merupakan suatu cekungan kratonik besar dari umur Eosen sampai Pliosen di periode tertiary yang lebarnya mencapai 250 km. Lembah sungai ini meliputi sebagian besar wilayah propinsi Kalimantan Tengah dan bagian barat Kalimantan Selatan dimana bagian baratnya berbatasan dengan Sesar Sunda dan bagian timurnya berbatasan dengan lajur upthrust dari landasan batuan yang membentuk Jajaran Meratus. Formasi Warukin adalah rangkaian utama di wilayah Adaro yang mengandung batubara. Formasi ini dibagi menjadi tiga sub unit berikut ini:



Gambar 3.9 Peta Konsesi Penambangan Batubara Adaro

Sumber: Laporan Tahunan 2010 Adaro Energy

- Deposit batubara Tutupan melintasi wilayah sepanjang 20 km menyusuri pegunungan yang tinggi di bagian timur laut dari wilayah Adaro. Tidak diketahui adanya *fault* besar yang dapat mengganggu batubara. Deposit ini terdiri dari 13 lapisan individual dimana sebagian besar batubara terdapat pada kelompok lapisan T100, T200 dan T300. Lapisan batubara yang paling tebal

Universitas Indonesia

(60 m) terdapat di lapisan T100 di bagian selatan deposit. Lapisan T200 merupakan lapisan utama di bagian utara dimana ketebalannya mencapai 50 m.

- Deposit batubara Wara 1 terletak 3 km di bagian barat wilayah Tutupan Tengah. Deposit ini dipisahkan dari deposit Tutupan oleh Patahan Dahai dan melintas ke arah timur laut dengan jarak 12 km, kemudian menekuk ke tenggara dengan sudut 45°. Deposit Wara 1 terdiri dari tiga lapisan utama yang dibagi menjadi 13 lapisan individual dan 6 lapisan gabungan yang ketebalannya berkisar antara 3 m sampai 35 m. Lapisan Wara berkarakteristik kandungan abu yang rendah (<3%) tetapi kelembabannya sekitar 40%.
- Deposit batubara Paringin Utara terletak di sebelah tenggara Tutupan dan berjarak sekitar 1 km di sebelah utara dari Pit Paringin yang lama. Deposit ini membentuk antiklin yang asimetris sepanjang 4 km (strike length) dengan sisi timur menekuk kebawah dengan kemiringan 30° dan sisi barat dengan kemiringan 60°. Deposit ini terdiri dari 40 lapisan dengan ketebalan berkisar antara <5 meter sampai >20 meter. Kualitas batubara Paringin Utara mirip dengan batubara dari Tutupan, dengan abu sekitar 3% dan CV gar sekitar 4800 kkal. Deposit batubara Paringin membujur sampai bagian selatan Sungai Balangan.

Selama tahun 2010, total biaya untuk aktivitas eksplorasi adalah AS\$2,35 juta dengan rincian di dalam Tabel 3.1.

Tabel 3.1 Biaya Aktivitas Eskplorasi Tahun 2010 (AS\$)

Lokasi	Total (AS\$)
Wara I	678.225
Wara II	231.589
Tutupan Selatan	181.963
Tutupan Utara	1.058.692
Paringin Utara	173.692
Kompensasi Lahan	21.400
Total	2.345.561

Sumber: Laporan Tahunan 2010 Adaro Energy

3.5. Risiko-Risiko Perusahaan

Penambangan merupakan sektor yang meliputi risiko, regulasi yang ketat, modal yang besar, dan imbal hasil yang lambat. Pendekatan terhadap manajemen

Universitas Indonesia

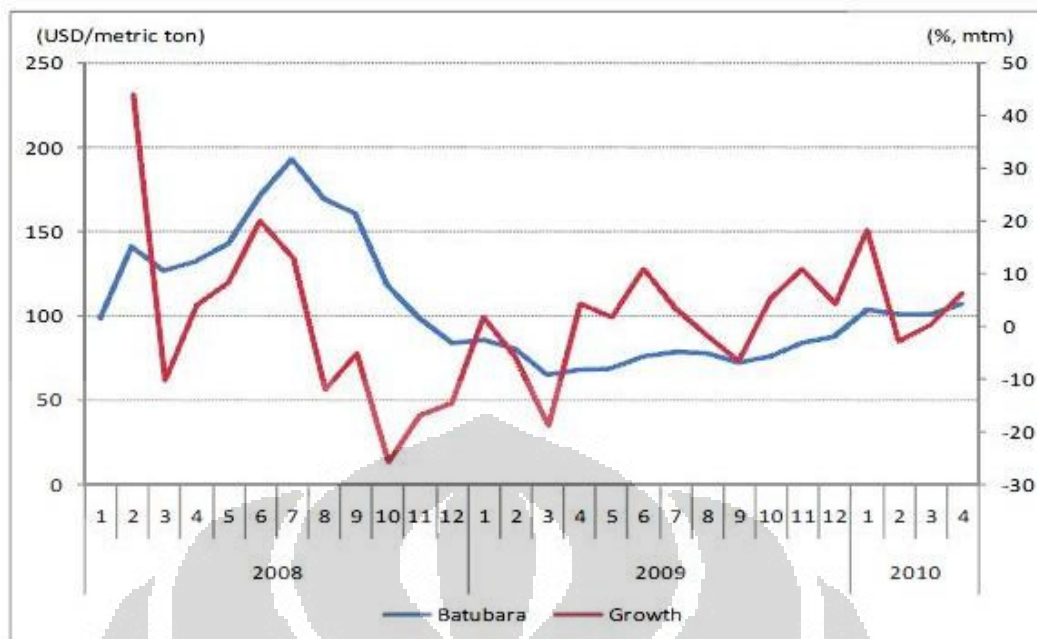
risiko Adaro dilakukan dengan mengidentifikasi, mengevaluasi, dan mengelola risiko yang dapat berdampak buruk bagi bisnisnya. Salah satu cara terbaik dalam memitigasi risiko adalah perlindungan asuransi. Adaro memiliki beragam jaminan perlindungan asuransi, yang meliputi Risiko Properti dan Gangguan Bisnis, Kargo Laut dan Kapal Laut, Kewajiban Direksi dan Pejabat, Kewajiban Umum Komprehensif, Kewajiban Terminal dan Operator Pelabuhan, Kewajiban *Charterers* dan asuransi umum lainnya, untuk melindungi perusahaan dari risiko terkait dan ketidakpastian.

Penjelasan berikut ini menguraikan risiko komersial, sosial, dan regulasi yang dapat berdampak terhadap bisnis Adaro (Laporan Tahunan Adaro Energy, 2010: 63-64):

3.5.1. Risiko Komersial

1. Kondisi Cuaca yang Tidak Normal dan Tidak Sesuai Musimnya

Operasi penambangan Adaro dipengaruhi oleh kondisi cuaca yang tidak diharapkan yang dapat berdampak buruk terhadap bisnis perusahaan. Kondisi ini meliputi curah hujan yang tinggi, banjir, dan kondisi laut yang buruk, yang dapat mengakibatkan gangguan terhadap aktifitas operasional di sepanjang rantai pasokan batubara mulai dari penambangan dan sarana transportasi jalan, sampai ke operasional tongkang dan pemuatan kapal. Tahun 2010 merupakan tahun yang diliputi oleh fenomena La Nina, yang telah menimbulkan dampak buruk yang signifikan terhadap produksi batubara di wilayah tambang. Musim hujan yang panjang menyebabkan kolam drainase di pit tidak dapat mengakomodir volume air yang begitu besar sehingga dasar lapisan batubara yang dijadwalkan untuk ditambang sebagian besar ditambang dengan kondisi terendam, walaupun dilakukan pemompaan terus-menerus. Untuk memitigasi risiko ini, Adaro memprioritaskan aktivitas pengeringan pit. Adaro juga telah memasang sistem pengerukan tambahan untuk mengeluarkan lumpur dari pit dan meningkatkan kinerja pemompaan.



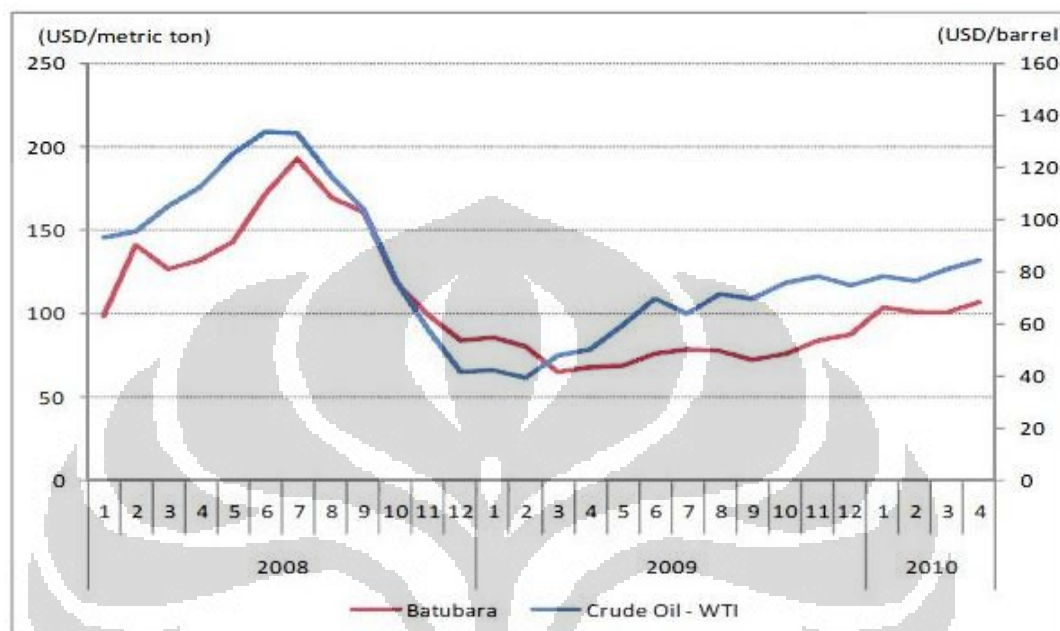
Gambar 3.10 Perkembangan dan Pertumbuhan Harga Batubara

Sumber: IMF, diolah lebih lanjut

2. Siklus dan Fluktuasi Harga Komoditas Global

Harga Envirocoal, produk batubara Adaro Energy ditentukan berdasarkan harga batubara global. Siklus dan fluktuasi harga batubara global dapat berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan Adaro. Layaknya suatu produk komoditas, harga batubara global dapat berfluktuasi seiring pergerakan keseimbangan penawaran dan permintaan pasar, faktor geopolitis, dan perubahan kondisi ekonomi dunia. Adaro terus berfokus untuk membangun aset yang berjangka panjang dan berbiaya rendah, dengan cara meningkatkan efisiensi dan integrasi rantai pasokan batubara dalam mengelola risiko yang terkait dengan fluktuasi harga batubara global. Pergerakan harga batubara juga sangat bergantung pada perkembangan harga minyak mentah, karena batubara merupakan barang substitusi dari minyak. Harga batubara cenderung berfluktuasi seiring dengan perkembangan harga minyak mentah. Jika harga minyak mengalami kenaikan harga batubara juga akan mengalami kenaikan. Pada saat terjadi memuncaknya resesi global pada triwulan IV-2008 harga batubara mengalami penurunan yang cukup signifikan. Namun, seiring dengan membaiknya perekonomian global harga batubara kembali mengalami

peningkatan. Sejak Maret 2009 harga batubara sebesar USD65,36 per *metric ton*, terus mengalami kenaikan hingga mencapai nilai sebesar USD107,30 per *metric ton* pada April 2010 (Gambar 3.8 dan Gambar 3.9).



Gambar 3.11 Perkembangan Harga Batubara dan *Crude Oil*

Sumber: IMF dan Bloomberg, telah diolah lebih lanjut

3. Fluktuasi Harga Bahan Bakar

Bahan bakar merupakan salah satu komponen utama biaya penambangan. Adaro menanggung risiko penuh dari fluktuasi harga BBM karena biaya BBM untuk semua kontraktor penambangan dikelola dan dibeli oleh Adaro dan hal ini tidak termasuk dalam biaya yang ditentukan dalam kontrak. Akibatnya, kenaikan signifikan terhadap harga BBM juga akan menyebabkan kenaikan biaya bagi Adaro. Sebagai kompensasinya, semua kontraktor berkomitmen untuk mengurangi konsumsi bahan bakar secara bertahap. Sebagai bagian dari strategi keseluruhan, Adaro terus berupaya meningkatkan efisiensi rantai pasokan batubara dan mengurangi ketergantungan pada BBM. Salah satu langkah yang dilakukan adalah pembangunan pembangkit listrik mulut tambang berkapasitas 2x30 MW. Pembangkit listrik ini akan menggunakan bahan bakar Envirocoal 4000 dan menjadi sumber energi bagi operasi

penambahan. Selain itu, langkah lainnya adalah penandatanganan tiga kontrak pengangkutan yang mencakup pengurangan konsumsi bahan bakar secara progresif. Adaro secara selektif juga mengadakan kontrak lindung nilai untuk memenuhi kebutuhan bahan bakar.

4. Fluktuasi Nilai Tukar

Laporan keuangan konsolidasi perusahaan terpengaruh oleh fluktuasi nilai tukar karena Adaro harus melaporkannya dalam Rupiah sedangkan pendapatan dan biaya sebagian besar bermata uang dolar AS. Seluruh penjualan ekspor dan sebagian besar harga untuk penjualan domestik juga ditetapkan, ditagih dan dibayarkan dalam dolar AS, sementara sisanya sebagian besar dibayarkan dalam Rupiah. Beban pokok penjualan dan beban operasional juga berdenominasi dolar AS dan sebagian besar dibayarkan dalam dolar AS, sementara sisanya mayoritas dibayarkan dalam Rupiah.

5. Fluktuasi Suku Bunga

Adaro terus berupaya mengurangi fluktuasi suku bunga dengan melakukan swap suku bunga (*interest rate swap*) dimana bunga variabel di-swap untuk mendapatkan bunga tetap. Adaro Indonesia dan SIS telah menandatangani kontrak *interest rate swap* untuk melindungi posisi suku bunga mengambang dengan mengambil pembayaran suku bunga tetap dengan mitra keuangannya

6. Kemampuan atas Pasokan Alat Berat, Mesin, dan Perlengkapan *Engineering* Lainnya

Kelancaran operasional Adaro, baik di wilayah tambang maupun bagian lain dalam rantai pasokan batubara, bergantung kepada kemampuan perusahaan untuk mendapatkan pasokan alat berat, mesin, dan perlengkapan *engineering* lainnya. Pasokan ini dapat mencakup ekskavator, *dump truck*, *bulldozer*, *graders*, truk pengangkut, mesin peremuk batubara, *shiploader*, dan perlengkapan *engineering* lainnya yang diperlukan untuk menjaga kondisi jalan dan sungai. Kedepannya, Adaro dapat mengadakan perjanjian pasokan jangka panjang dengan beberapa pemasok utama untuk menjamin kelancaran

pasokan alat berat yang dibutuhkan sebagai langkah memitigasi kemungkinan gangguan operasional.

3.5.2. Risiko Sosial

1. Menarik dan Mempertahankan Sumber Daya Manusia yang Memiliki Kualitas dan Keahlian yang Baik untuk Mendukung Pertumbuhan

Pertambangan batubara merupakan industri yang memerlukan pengetahuan dan pengalaman khusus. Kekurangan keahlian untuk bidang *engineering*, operator penambangan, pengemudi truk, dan jasa teknis lainnya dapat berpengaruh terhadap operasional Adaro. Kedepannya, rencana pertumbuhan Adaro akan bergantung kepada kemampuannya yang berkesinambungan untuk menarik dan mempertahankan tenaga kerja yang ahli dan berkualitas.

2. Hubungan dengan Masyarakat Sekitar

Kurangnya dukungan dan ketidakmampuan dalam menangani masalah dengan masyarakat dapat berdampak buruk bagi operasional Adaro dan menunda penyelesaian proyek infrastruktur. Dengan bermitra dan bertumbuh bersama masyarakat, Adaro telah mengidentifikasi kebutuhan dan hal-hal yang menjadi masalah bagi mereka yang terpengaruh oleh operasi perusahaan melalui beberapa program pengembangan masyarakat.

3.5.3. Risiko Regulasi

1. Perubahan Peraturan

Penambangan adalah industri yang diregulasi secara ketat, dan peraturan baru yang ditetapkan oleh Pemerintah dapat berdampak negatif bagi aktivitas penambangan. Adaro selalu berusaha mematuhi seluruh peraturan yang telah ditetapkan dan mengkaji peraturan baru yang dapat berdampak negatif terhadap operasionalnya.

2. Paparan terhadap Kesehatan, Keselamatan dan Lingkungan

Adaro juga harus mematuhi peraturan-peraturan kesehatan, keselamatan, dan lingkungan yang berlaku di Indonesia. Setiap kejadian yang terkait dengan kesehatan dan keselamatan kerja dapat menimbulkan gangguan operasional dan menghancurkan reputasi perusahaan. Pelanggaran terhadap peraturan lingkungan dapat menyebabkan perusahaan dikenakan denda, yang kemudian dapat merugikan perusahaan secara keuangan. Untuk memitigasi risiko ini, Adaro telah menyusun Sistem Manajemen yang dinamakan *Safety, Environmental, and Production* (ASEP), yang bertujuan untuk memenuhi standar internasional dalam hal kinerja keselamatan dan meminimalkan dampak operasional terhadap lingkungan.

3.6. Gambaran Umum Keuangan Perusahaan

3.6.1. Aset dan Sumber Pendanaan Perusahaan dan Anak Perusahaan

Tabel 3.2 adalah ringkasan pos-pos aset dan sumber-sumber pendanaan perusahaan dan anak perusahaan sebagaimana yang tercantum pada Laporan Keuangan Konsolidasian untuk tahun-tahun yang berakhir 31 Desember 2006 sampai dengan 31 Desember 2008, yang telah diaudit oleh auditor eksternal dalam mata uang fungsional Rupiah. Untuk menggambarkan kinerja perusahaan yang sebenarnya dengan menghilangkan pengaruh fluktuasi nilai tukar, eneliti menggunakan nilai transaksi dalam mata uang asal, yang sebagian besar dalam Dollar Amerika Serikat (AS\$). Untuk mendapatkan nilai dalam mata uang fungsional Rupiah, maka nilai transaksi dalam mata uang AS\$ dikonversikan dengan menggunakan kurs pelaporan keuangan perusahaan.

Tabel 3.2 Pos-Pos Aset dan Sumber Pendanaan Perusahaan dan Anak Perusahaan untuk Tahun-tahun yang Berakhir 31 Desember 2006 -2008 (dalam Rp juta)

	2006	2007	2008
Jumlah Aset	13.343.393	14.688.683	33.720.170
Pinjaman Berbunga	9.630.649	7.426.288	11.038.941
Jumlah Kewajiban	13.106.173	11.979.726	19.692.546
Jumlah Ekuitas	(34.297)	2.150.554	14.009.245

Sumber: Laporan Keuangan Konsolidasian Auditasi 2006-2010 telah diolah kembali

Jumlah aset dari Adaro Energy meningkat sebesar Rp 19.031 miliar atau 130% menjadi Rp 33.720 miliar pada akhir tahun 2008. Peningkatan terutama disebabkan oleh peningkatan nilai dari properti pertambangan dan goodwill, akibat dari akuisisi internal yang didanai dari IPO Juli 2008. Selain itu, peningkatan kas dan setara kas dan aset tetap juga memberikan kontribusi terhadap meningkatnya jumlah aset.

Pada akhir tahun 2008, jumlah kewajiban dari Adaro Energy meningkat sebesar Rp 7.713 miliar atau 65% menjadi Rp 19.693 miliar. Peningkatan terutama disebabkan peningkatan sebesar Rp 1.604 miliar atau 31%, peningkatan dari kewajiban lancar menjadi Rp 6.722 miliar yang terutama disebabkan peningkatan hampir dua kali lipat utang bank, peningkatan utang usaha pihak ketiga dan utang pajak yang lebih tinggi. Peningkatan terbesar adalah Rp 6.109 miliar atau 89% dari kewajiban tidak lancar menjadi Rp 12.971 miliar, karena adanya peningkatan utang bank dan peningkatan kewajiban pajak tangguhan. Jumlah kewajiban mewakili 58% dari seluruh jumlah asset dari Adaro Energy.

Pada akhir tahun 2008, jumlah ekuitas Adaro Energy telah meningkat 551% menjadi Rp 14 triliun. Adaro Energy telah melakukan pencatatan sahamnya pada Bursa Efek Indonesia pada tanggal 16 Juli 2008 dengan harga Rp 1.100 per saham, mengumpulkan kurang lebih Rp 12 triliun atau AS\$ 1,3 miliar, yang sebagian besar digunakan untuk akuisisi anak perusahaan dan pengurangan utang sebesar AS\$ 100 juta. Pada akhir tahun 2008, modal dasar Adaro Energy terdiri dari 80 miliar lembar saham. Setelah IPO, jumlah yang telah ditempatkan dan disetor penuh meningkat menjadi 32 miliar lembar saham dengan nilai nominal Rp 100 dari 20,6 miliar lembar saham dengan nilai nominal Rp 100 pada tahun 2007. Oleh karena itu, modal saham meningkat sebesar 55% menjadi Rp 3.199 miliar. Tambahan modal disetor, selisih lebih dari dana IPO di atas nilai nominal dikurangi biaya emisi saham sebesar Rp 407 miliar adalah sebesar Rp 10.733 miliar.

Adaro Energy memiliki tiga Utang Bank Jangka Panjang besar dengan perincian sebagai berikut:

1. Pinjaman sindikasi sebesar AS\$750 juta

Pada tanggal 2 November 2007, Adaro Energy dan Coaltrade Services International Pte Ltd ("Coaltrade"), sebuah anak perusahaan Adaro Energy yang berkedudukan di Singapura, selaku Peminjam, mengadakan perjanjian fasilitas pinjaman sindikasi dengan beberapa bank asing yang terdiri dari DBS Bank Ltd, Standard Chartered Bank (cabang Singapura), Sumitomo Mitsui Banking Corporation (cabang Singapura), The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ Ltd (cabang Singapura), dan United Overseas Bank Ltd (cabang Singapura dan Labuan), dimana DBS Bank Ltd bertindak sebagai agen fasilitas. Berdasarkan perjanjian tersebut, Pemberi Pinjaman setuju untuk memberikan fasilitas pinjaman sebesar AS\$750 juta dimana Adaro Energy mendapatkan fasilitas sebesar AS\$550 juta dan Coaltrade sebesar AS\$200 juta. Fasilitas pinjaman ini terdiri dari fasilitas pinjaman berjangka senilai AS\$650 juta dan fasilitas pinjaman revolving senilai AS\$100 juta yang dikenakan bunga sebesar LIBOR ditambah persentase tertentu. Fasilitas pinjaman ini digunakan untuk membiayai kembali beberapa pinjaman tertentu yang dimiliki oleh Adaro.

2. Fasilitas *Senior Credit* sebesar AS\$300 juta

Pada tanggal 13 Agustus 2008, PT Saptaindra Sejati ("SIS"), anak perusahaan Adaro Energy yang dimiliki 100% bergerak dalam bidang jasa pertambangan, dan Adaro Energy ("Penjamin"), mengadakan perjanjian Fasilitas *Senior Credit* sebesar AS\$300 juta dengan sindikasi bank yang terdiri dari ANZ Banking Group Ltd, Calyon, Standard Chartered Bank, DBS Bank Ltd, SMBC, United Overseas Bank Ltd, the Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ Ltd (cabang Singapura), Oversea-Chinese Banking Corporation Ltd, PT Bank Ekspor Indonesia, PT Bank Mandiri (Persero) Tbk (cabang Singapura) sebagai Pelaksana Utama yang Diberi Mandat (*Mandated Lead Arrangers*), SMBC sebagai Agen Fasilitas, PT ANZ Panin Bank sebagai Agen Jaminan Bersama, dan DBS Bank Ltd, dan PT Bank DBS Indonesia sebagai bank penampung.

Fasilitas ini akan jatuh tempo pada tanggal 30 Juni 2013 dan dibayar setiap kuartal. Fasilitas ini dikenakan bunga sebesar LIBOR ditambah persentase tertentu. Fasilitas pinjaman ini digunakan dengan tujuan untuk membiayai kembali pinjaman bank dan pihak ketiga lainnya, dan untuk membiayai belanja modal, modal kerja, dan akuisisi saham di PT Satya Mandiri Persada (“SMP”).

3. Fasilitas *term loan* sebesar AS\$15 juta dari PT Bank OCBC NISP Tbk

Pada tanggal 3 Desember 2009, PT Sarana Daya Mandiri (“SDM”), anak perusahaan Adaro Energy yang bergerak dalam bidang jasa, memperoleh fasilitas *term loan* sebesar AS\$15 juta dari PT Bank OCBC NISP Tbk. Fasilitas kredit ini digunakan untuk membiayai kembali sebagian dari biaya proyek Alur Barito. Fasilitas ini akan jatuh tempo lima tahun setelah penarikan pertama dan akan dibayar setiap semester. Pinjaman tersebut dikenakan bunga sebesar *Singapore Interbank Offered Rate* (“SIBOR”) 3 bulan ditambah persentase tertentu dan dibayar setiap kuartal.

Adaro menerbitkan *Guaranteed Senior Notes* (GSN) sebesar AS\$800.000.000, dengan harga jual 99,141% dan akan jatuh tempo pada tahun 2019. GSN tersebut dikenakan suku bunga tetap sebesar 7,625% dan dibayarkan secara semi-annual pada tanggal 22 April dan 22 Oktober setiap tahun, yang dimulai pada tanggal 22 April 2010. GSN dijamin oleh Adaro Energy, tanpa syarat dan tidak dapat dibatalkan dan diterbitkan berdasarkan perjanjian antara Adaro, Adaro Energy, dan The Bank of New York Mellon, sebagai wali amanat. *Senior Notes* tersebut terdaftar di *Singapore Exchange Securities Trading* (“SEST”). Hasil dari *Senior Notes* digunakan terutama untuk membiayai ekspansi atas infrastruktur Adaro Energy dan anak perusahaan (“Grup”), dalam rangka mendukung peningkatan kapasitas produksi batubara Adaro. Sebagai akibat dari penerbitan *Senior Notes* ini, berdasarkan *News Release* tersebut, biaya keuangan Adaro Energy meningkat 31% pada tahun 2010 dari AS\$ 88 juta pada tahun 2009 menjadi AS\$ 115 juta pada tahun 2010 (atau naik 14% menjadi Rp 1,1triliun)

yang disebabkan oleh dampak pertama kalinya perusahaan melakukan pembayaran bunga untuk setahun penuh terkait *Senior Notes*

3.6.2. Laporan Laba-Rugi Perusahaan dan Anak Perusahaan

Tabel 3.3 meringkas kinerja laba-rugi perusahaan selama tiga tahun terakhir, yaitu tahun yang berakhir 31 Desember 2006 sampai dengan 31 Desember 2008. Karena bisnis Adaro Energy hampir seluruhnya dilakukan dalam Dolar AS, kinerja keuangan Adaro tahun 2010 lebih relevan untuk dibahas dalam Dolar AS, karena akan mencerminkan kinerja perusahaan yang lebih akurat.

Tabel 3.3 Pos Laporan Laba-Rugi Perusahaan dan Anak Perusahaan untuk Tahun-tahun yang Berakhir 31 Desember 2006 -2008 (dalam Rp juta)

	2006	2007	2008
Penjualan Bersih	9.748.068	11.592.640	18.092.502
Beban Pokok Pendapatan	7.783.563	9.089.223	13.149.270
Laba Kotor	1.964.505	2.503.417	4.943.232
Pendapatan Operasi	1.745.272	2.252.519	4.211.858
Jumlah EBITDA	2.036.075	2.423.080	4.454.673
Laba Bersih	(63.954)	88.534	887.198
Rata-rata tertimbang jumlah saham biaya yang beredar (dalam ribuan unit)	1.436.280	1.436.280	25.469.531
Laba Bersih per Saham (Rp/saham)	(45)	62	35

Sumber: Laporan Keuangan Konsolidasian Auditan 2006-2008 telah diolah kembali

Adanya permintaan batubara yang cukup kuat menyebabkan volume penjualan total (termasuk 1,3 juta ton batubara pihak ketiga), meningkat 9% menjadi 41,1 juta ton dan volume produksi meningkat 7% menjadi 38,5 juta ton. Pencapaian ini sedikit lebih tinggi dibandingkan target volume tahunan tahun 2008 yang sebesar 38,1 juta ton, terlepas dari kondisi cuaca buruk musiman yang terjadi di awal tahun 2008 dan tingkat persediaan batubara yang rendah di awal tahun. Akibat kenaikan harga jual perolehan rata-rata dan tingkat volume yang lebih tinggi di tahun 2008, total penerimaan konsolidasi Adaro Energy meningkat 56% menjadi Rp 18.093 miliar atau AS\$ 1.869 juta. Sampai dengan Januari 2008, Adaro Energy hanya memiliki saham minoritas di CTI. Oleh karenanya, hasil dari

CTI belum dikonsolidasikan ke laporan keuangan konsolidasi tahun 2007. Rata-rata harga perolehan penjualan (*Average Achieved Selling Price*) (ASP) meningkat karena kenaikan permintaan dan gangguan pasokan batubara untuk *thermal coal* yang diangkut lewat laut (*seaborne thermal coal*).

Bisnis Adaro Energy terdiri dari tiga segmen utama, yaitu: Penambangan dan Perdagangan Batubara, Jasa Penambangan, dan Jasa Lainnya. Di tahun 2008, total penerimaan dari Penambangan dan Perdagangan Batubara dari Adaro Indonesia dan Coaltrade yang mewakili hampir seluruh penerimaan Adaro Energy, meningkat 56% menjadi AS\$ 1.735 juta (Rp 16.797 miliar) atau sekitar 93% dari total penerimaan Adaro Energy. Penerimaan Adaro Indonesia dari penjualan batubara adalah AS\$ 1.618 juta (Rp 15.660 miliar) termasuk penerimaan dari Coaltrade, anak perusahaan Adaro di Singapura, sebesar AS\$ 268 juta (Rp 2.592 miliar). Dengan demikian, setelah eliminasi untuk transaksi antar perusahaan, penerimaan Adaro Indonesia adalah sebesar AS\$ 1.350 juta (Rp 13.068 miliar). Penerimaan Coaltrade yang berasal dari aktivitas menjual batubara dari grup Adaro maupun pihak ketiga adalah sebesar AS\$ 375 juta (Rp 3.629 miliar) selama tahun 2008. Ekspor atas hasil penambangan dan perdagangan batubara adalah sebesar 72% dari pendapatan Adaro Energy di tahun 2008. Di tahun 2007, pendapatan penambangan dan perdagangan batubara yang berasal dari pihak yang mempunyai hubungan istimewa adalah Rp 1.946 miliar atau sekitar 17% dari total pendapatan usaha, atau 18% dari pendapatan penambangan dan perdagangan batubara. Pihak yang mempunyai hubungan istimewa yang dimaksud adalah Coaltrade, sebelum Adaro Energy mengakuisi kepemilikan mayoritas dan mengkonsolidasikan pendapatan Coaltrade ke dalam grup pada tahun 2008.

Jasa penambangan melalui kontraktor penambangan SIS, menghasilkan pendapatan (setelah eliminasi atas transaksi antar perusahaan) adalah sebesar Rp 1.069 miliar, atau meningkat 59% karena kenaikan harga jasa dan volume. Pendapatan jasa penambangan dari pihak terkait, seperti PT Berau Coal, mengalami penurunan dari 69% di tahun 2007 menjadi 56% di tahun 2008. Pendapatan lainnya sebesar Rp 226 miliar, sebagian besar berasal dari aktivitas fasilitas pelabuhan dan terminal batubara IBT milik Adaro Energy. Sebesar 83%

pendapatan berasal dari penjualan domestik dan kurang dari 1% berasal dari pihak terkait.

Beban Pokok Pendapatan Adaro Energy untuk periode yang berakhir pada 31 Desember 2008 meningkat 45% menjadi Rp 13.149 miliar akibat kenaikan biaya penambangan dan peningkatan produksi. Akibat kenaikan volume batubara dan harga jual yang lebih tinggi, penerimaan meningkat 56% menjadi Rp 18.093 miliar. Beban pokok pendapatan meningkat pada laju yang lebih rendah sebesar 45% menjadi Rp 13.149 miliar. Dengan demikian, laba kotor Adaro Energy meningkat menjadi Rp 4.943 miliar. Marjin laba kotor meningkat dari 22% menjadi 27%.

Total beban operasi Adaro Energy meningkat 192% menjadi Rp 731 miliar akibat kenaikan komisi penjualan, yang terkait dengan penjualan dan biaya tenaga kerja yang meningkat. Total beban operasi mewakili 4% dari total beban pokok pendapatan. Biaya penjualan dan pemasaran Adaro Energy meningkat 205% menjadi Rp 528 miliar, yang hamper seluruhnya disebabkan oleh kenaikan komisi penjualan menjadi Rp 504 miliar. Komisi penjualan meningkat karena kenaikan harga dan volume penjualan. Biaya umum dan administrasi Adaro Energy meningkat 161% menjadi Rp 203 miliar karena kenaikan biaya gaji sebesar 141% atau Rp 106 miliar, serta kenaikan biaya lainnya sebesar 185% menjadi Rp 91 miliar.

Laba operasi Adaro Energy meningkat 87% menjadi Rp 4.212 miliar, sehingga marjin laba operasinya meningkat dari 19% menjadi 23%. Laba bersih Adaro Energy meningkat 902% menjadi Rp 887 miliar dan marjin laba bersih meningkat dari 1% menjadi 5%. Laba bersih per Saham (*Earnings per Share - EPS*) untuk tahun 2008 adalah Rp 35. Untuk tahun 2007, EPS adalah sebesar Rp 62, namun hal ini disebabkan oleh karena belum diperhitungkannya penambahan modal saham di bulan Januari 2008 dan penambahan selama IPO. EBITDA Adaro Energy meningkat 86% menjadi Rp 4.455 miliar dari Rp 2.423 miliar di tahun 2007. Marjin EBITDA meningkat dari 21% menjadi 25%.

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Analisis Kondisi Makro Ekonomi Indonesia

Keadaan perekonomian makro merupakan suatu kondisi lingkungan eksternal bagi perusahaan, maka dari itu setiap perubahan yang terjadi pada masing-masing variabel ekonomi akan mempengaruhi kelangsungan usaha perusahaan. Lingkungan eksternal perusahaan akan menentukan pertumbuhan perusahaan serta keuntungan akan diperoleh oleh perusahaan.

Tabel 4.1 Proyeksi Perekonomian Indonesia 2009-2014 Edisi Januari 2009

Proyeksi	2008	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*
PDB	6,06	3,5 - 4,5	4,5 - 5,5	5,0 - 6,0	5,4 - 6,4	5,7 - 6,7	6,0 - 7,0
- Konsumsi Rumah tangga	5,34	3,2 - 4,2	4,0 - 5,0	4,6 - 5,6	4,9 - 5,9	5,0 - 6,0	5,1 - 6,1
- Investasi Swasta	12,06	4,9 - 5,9	7,4 - 8,4	9,3 - 10,3	9,8 - 10,8	10,3 - 11,3	10,6 - 11,6
- Konsumsi dan Investasi Pemerintah	10,10	9,3 - 10,3	7,1 - 8,1	6,0 - 7,0	5,0 - 6,0	4,2 - 5,2	3,8 - 4,8
- Ekspor	9,49	(-5,1) - (-4,1)	6,7 - 7,7	9,2 - 10,2	9,8 - 10,8	10,2 - 11,2	10,5 - 11,5
- Impor	10,03	(-5,3) - (-4,3)	8,4 - 9,4	9,6 - 10,6	10,2 - 11,2	10,4 - 11,4	10,5 - 11,5
Inflasi	11,1	5,0 - 7,0	6,0 - 7,0	5,1 - 6,1	4,5 - 5,5	4,4 - 5,4	4,0 - 5,0

*) Proyeksi Bank Indonesia

Sumber: <http://www.bi.go.id/NR/rdonlyres/D39BC89A-1079-47E3-9803-BF9CC812E89D/16506/Bab1TinjauanUmum.pdf> diakses tanggal 26 Maret 2012.

Berdasarkan Outlook Ekonomi Indonesia Tahun 2009 – 2014 yang disusun oleh Bank Indonesia, diperkirakan akan mengalami tekanan yang cukup kuat pada tahun 2009, namun dalam jangka menengah perekonomian diperkirakan akan tetap bergerak dalam lintasan pertumbuhan ekonomi yang makin tinggi dengan laju inflasi yang tetap terkendali. Permintaan domestik diperkirakan akan tetap menjadi kekuatan utama pertumbuhan ekonomi, sementara kinerja ekspor juga akan kembali mengalami penguatan sejalan dengan mulai bangkitnya perekonomian global pada tahun 2010. Penguatan sisi permintaan domestik ini mampu diimbangi dengan meningkatnya daya dukung kapasitas perekonomian, sehingga mampu menjaga kecukupan di sisi produksi. Terjaganya keseimbangan antara sisi permintaan dan penawaran inilah yang merupakan salah satu faktor utama yang menyebabkan perekonomian mampu terus tumbuh tanpa harus mengorbankan stabilitas harga. Meskipun demikian, tekanan yang cukup kuat terhadap perekonomian pada tahun 2009 menyebabkan akselerasi pertumbuhan

ekonomi dalam jangka panjang akan cenderung terhambat, sehingga secara umum proyeksi perekonomian ini mengalami penyesuaian ke bawah dibandingkan proyeksi sebelumnya (Tabel 4.1). Dengan perkembangan ini, perekonomian Indonesia pada 2013 dan 2014 diperkirakan dapat tumbuh masing-masing pada kisaran 5,7-6,7% dan 6,0-7,0%. Angka perkiraan pertumbuhan ekonomi tahun 2013 tersebut mengalami penyesuaian ke bawah dibandingkan prakiraan sebelumnya yang mencapai 6,7 – 7,2%. Sementara itu, laju inflasi pada tahun 2013 dan 2014 diperkirakan akan berada dalam kisaran 4,4 – 5,4% dan 4,0 – 5,0%, cenderung lebih tinggi dibandingkan prakiraan sebelumnya sebesar 2,5 – 4,5% pada tahun 2013.

Bank Indonesia juga memperkirakan perekonomian Indonesia pada tahun 2011 menunjukkan daya tahan yang kuat di tengah meningkatnya ketidakpastian ekonomi global, tercermin pada kinerja pertumbuhan yang bahkan lebih baik dan kestabilan makroekonomi yang tetap terjaga. Pertumbuhan ekonomi Indonesia mencapai 6,5%, angka tertinggi dalam sepuluh tahun terakhir, disertai dengan pencapaian inflasi pada tingkat yang rendah sebesar 3,79%. Peningkatan kinerja tersebut disertai dengan perbaikan kualitas pertumbuhan yang tercermin dari tingginya peran investasi dan ekspor sebagai sumber pertumbuhan, penurunan tingkat pengangguran dan kemiskinan, serta pemerataan pertumbuhan ekonomi antardaerah yang semakin membaik. Di sisi eksternal, Neraca Pembayaran Indonesia (NPI) mengalami surplus yang relatif besar dengan cadangan devisa yang meningkat dan nilai tukar rupiah yang mengalami apresiasi. Di sektor keuangan, stabilitas sistem keuangan tetap terjaga meski sempat terjadi tekanan di pasar keuangan pada semester II tahun 2011 sebagai dampak memburuknya krisis yang terjadi di kawasan Eropa dan Amerika Serikat (AS). Dengan ketahanan ekonomi yang kuat dan risiko utang luar negeri yang rendah, didukung oleh kebijakan makroekonomi yang tetap prudent dan berbagai langkah kebijakan struktural yang terus ditempuh selama ini, Indonesia kembali memperoleh peningkatan peringkat menjadi *Investment Grade* yang menjadi latar belakang analisis ini.

Bank Indonesia memprediksi bahwa fundamental ekonomi Indonesia yang kuat akan mampu meminimalkan dampak dari gejolak ekonomi global. Ketidakpastian yang muncul akibat krisis utang Eropa dan kekhawatiran terhadap prospek pemulihan perekonomian AS telah memicu gejolak di pasar keuangan dan pelemahan pertumbuhan ekonomi global tahun 2011. Dampak dari gejolak global tersebut ke Indonesia lebih banyak dirasakan di pasar keuangan terutama pasar saham dan obligasi, sementara dampak pada sektor riil relatif minimal. Di sektor riil, daya tahan perekonomian Indonesia dari sisi eksternal didukung oleh diversifikasi pasar ekspor dengan semakin besarnya perdagangan intra-regional di kawasan Asia dan semakin meningkatnya peran *foreign direct investment* (FDI). Dari sisi domestik, daya tahan ekonomi juga didukung oleh kuatnya daya beli terkait dengan meningkatnya pendapatan dan struktur demografi yang sebagian besar berada dalam usia produktif.

Prospek ekonomi Indonesia tahun 2012 menurut Bank Indonesia diperkirakan masih tetap kuat, meskipun risiko yang berasal dari pelemahan ekonomi global masih tinggi. Perekonomian nasional pada tahun 2012 diperkirakan tumbuh 6,3% - 6,7% dan inflasi diperkirakan dapat berada di kisaran sasaran $4,5\% \pm 1\%$. Pertumbuhan ekonomi terutama bersumber dari perekonomian domestik dengan peran investasi yang semakin meningkat. Pasar domestik yang besar, terjaganya stabilitas makroekonomi, suku bunga yang rendah, perbaikan iklim investasi, dan status *investment grade* merupakan faktor pendorong tingginya pertumbuhan investasi ke depan. Sejalan dengan itu, arus modal masuk FDI diperkirakan akan meningkat lebih tinggi sehingga surplus NPI akan tetap besar. Kondisi ini mendukung tercapainya stabilitas nilai tukar rupiah dalam menghadapi risiko tingginya gejolak arus modal. Meskipun demikian, risiko pelemahan ekonomi global dapat menyebabkan pertumbuhan ekonomi Indonesia cenderung ke batas bawah kisaran prakiraan apabila tidak ditempuh langkah-langkah stimulus baik dari sisi moneter maupun fiskal. Sementara itu, rencana kebijakan Pemerintah terkait dengan BBM bersubsidi dan komoditas strategis lainnya dapat memberikan tekanan ke atas terhadap perkembangan inflasi ke depan. Sementara berdasarkan analisis *Paris based Organization for Economic Cooperation*, keadaan perekonomian Indonesia akan tumbuh sekitar

rata-rata 5,6% dari tahun 2012 hingga tahun 2016 dan tingkat inflasi diperkirakan sekitar 4,9% pada tahun 2012 yaitu naik sekitar 0,2% dari keadaan di tahun 2011.

4.2. Analisis Kebijakan Pemerintah tentang Pertambangan Batubara

Analisis kebijakan pemerintah pada sektor pertambangan batubara dilakukan untuk memahami potensi pengaruh perubahan kebijakan terhadap kelangsungan usaha perusahaan dan kemampuan perusahaan menghasilkan pendapatan pada masa mendatang. Pemerintah Indonesia mengatur semua sumber daya alam menurut hukum yang berlaku di Indonesia. Batubara adalah sumber daya alam yang tidak dapat diperbaharui dan merupakan bagian dari kekayaan nasional yang seyogyanya harus diatur oleh Pemerintah demi kesejahteraan rakyat Indonesia. Pemerintah Indonesia telah menetapkan serangkaian undang-undang dan peraturan sejak dikeluarkannya Perjanjian Kerjasama Pengusahaan Pertambangan Batubara (PKP2B) pada tahun 1982. Yang terakhir adalah Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2009 yang menggantikan Undang-Undang Nomor 11 Tahun 1967.

Pada tanggal 16 Desember, 2008, Indonesia mengesahkan Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2009, yang dikenal dengan Undang-Undang Minerba yang baru. Undang-Undang Pertambangan yang baru akan berlaku efektif pada tanggal 12 Januari, 2009 dan menggantikan Undang-Undang Minerba yang lama, atau yang dikenal dengan Undang-Undang Nomor 11 tahun 1967, yang memuat sejumlah ketentuan, seperti ketentuan tentang luas konsesi, royalti dan pajak, penggunaan pihak afiliasi dan anak perusahaan penggunaan kontraktor asing, dan sebagainya. Dampak dari Undang-Undang Minerba yang baru tidak bisa ditentukan sampai saat ketika Pemerintah mengeluarkan peraturan pelaksana tentang bagaimana Undang-Undang Minerba yang baru ini akan diimplementasikan. Berikut adalah potensi peraturan hokum yang akan dikeluarkan berkaitan dengan pelaksanaan Undang-Undang Minerba yang baru:

- Adanya kewajiban untuk mendapatkan persetujuan dari Kementrian Energi dan Sumber Daya Mineral untuk menggunakan afiliasi sebagai kontraktor jasa penambangan. Peraturan ini mengatur tentang definisi afiliasi dan pengecualiannya seperti bila tidak ada perusahaan jasa penambangan lain yang

Universitas Indonesia

mampu beroperasi di daerah tersebut. Peraturan ini juga berpotensi untuk mewajibkan perusahaan pemegang konsesi penambangan untuk menjalankan semua kegiatan ekstraksi batubara sendiri dalam waktu beberapa tahun setelah penerbitan peraturan itu. Dampak potensial dari peraturan ini adalah Adaro akan diwajibkan untuk mengembangkan kemampuan ekstraksi sendiri dan tidak lagi mengandalkan kontraktor pihak ketiga. Karena aktivitas ekstraksi dilakukan oleh SIS yang merupakan anak perusahaan Adaro, maka Adaro berpendapat bahwa kewajiban ini tidak material terhadap struktur operasi Adaro maupun SIS.

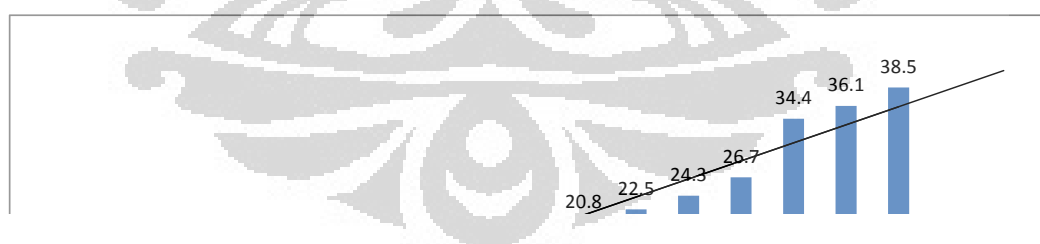
- Adanya kewajiban perusahaan pertambangan untuk menjual sebagian hasil produksi kepada konsumen domestik (*Domestic Market Obligation - DMO*) untuk seluruh jenis batubara dan mineral, serta berapa persentase dari hasil produksi untuk dijual kepada konsumen domestik. Adaro juga mengantisipasi terdapatnya kerangka hukum yang mengatur mekanisme perdagangan bagi perusahaan pertambangan yang melampaui DMO.
- Adanya Tata Cara Penetapan Harga Patokan untuk Penjualan Mineral dan Batubara, yang mengatur bahwa penjualan batubara wajib mengacu pada harga patokan yang dikeluarkan oleh Pemerintah, yang akan diatur oleh peraturan yang dikeluarkan oleh Direktur Jenderal Mineral, Batubara dan Panas Bumi. Peraturan ini juga akan mengatur ketentuan dalam kontrak spot dan berjangka yang telah ditandatangani sebelum tanggal Peraturan tersebut untuk disesuaikan dengan ketentuan dalam Peraturan ini. Kontrak dengan harga jual batubara yang telah dinegosiasikan kembali berdasarkan dan menurut instruksi dari Menteri atau Direktur Jenderal dibebaskan dari ketentuan ini.
- Peraturan Pelaksana tentang Reklamasi dan Pasca Tambang. Peraturan ini melengkapi Peraturan Menteri No. 18 tahun 2008 dan kedua peraturan tersebut harus dipatuhi oleh perusahaan-perusahaan pertambangan.
- Pemerintah Indonesia sedang mempertimbangkan beberapa peraturan baru berkaitan dengan Larangan Ekspor Batubara. UU No. 4 / 2009 mensyaratkan perusahaan-perusahaan tambang untuk melakukan peningkatan nilai batubara sebelum di ekspor dan peningkatan nilai tambah tersebut dilakukan di dalam

negeri. Sehingga Pemerintah Indonesia akan memperketat ekspor tambang ke luar negeri dan mengatur ketentuan kewajiban pemilik tambang untuk melakukan pengolahan terhadap 14 produk tambang yang akan diekspor ke luar negeri. Ke-14 produk tambang yang dilarang ekspor dalam bentuk bahan mentah itu adalah, tembaga, emas, perak, timah, timbal, kronium, molybdenum, platinum, bauksit, bijih besi, pasir besi, nikel, mangan, dan antimon.

4.3. Analisis Kondisi Keuangan Perusahaan

4.3.1. Tingkat Produksi dan Pendapatan

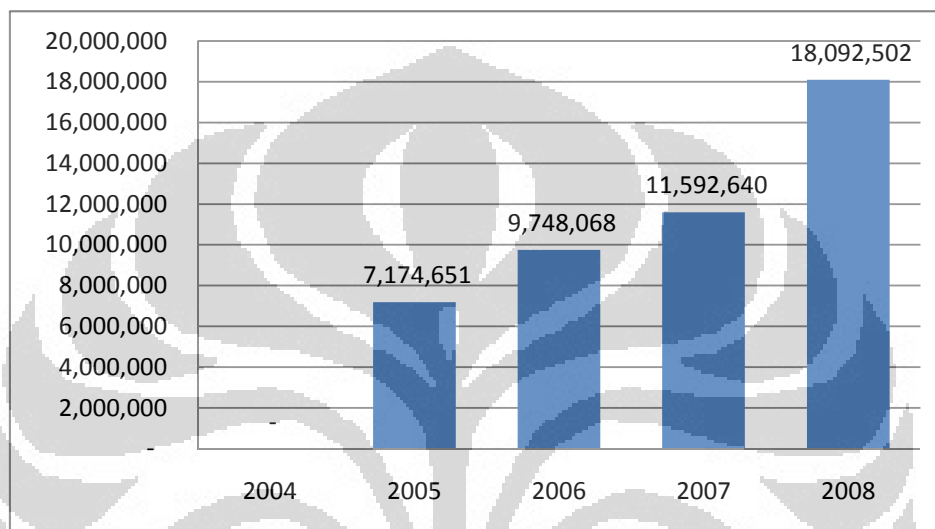
Adaro Energy, yang sebelumnya bernama PT Padang Karunia dan sejak 18 April 2008 berganti nama menjadi PT Adaro Energy, telah melakukan aktivitas penambangan batubara dan berproduksi sejak 1992 dengan tingkat pertumbuhan rata-rata sebesar 29% untuk periode 1992-2008 dengan tingkat pertumbuhan tertinggi terjadi pada tahun 1995 sebesar 129% dan terendah pada tahun 2007 sebesar 5% (Gambar 4.1). Sedangkan rata-rata pertumbuhan selama 10 tahun terakhir, yaitu periode 1999-2008, adalah sebesar 14%. Perlu untuk dicatat bahwa Adaro Energy didirikan pada Juli 2004, sehingga tingkat produksi periode 1992-2004 belum dikonsolidasikan pada laporan keuangan Adaro Energy.



Gambar 4.1 Volume Produksi Historis (Mt)

Sumber: Laporan Tahunan 2008, telah diolah kembali

Meskipun proses produksi telah dimulai sejak 1992, tetapi Adaro Energy mencatatkan penjualan baru sejak tahun 2005 sebesar Rp7.174.651 juta karena Adaro Energy tercatat didirikan pada Juli 2004 yang pada waktu itu masih dalam tahap Pra-Operasi dan laporan keuangan dari Anak-Anak Perusahaan utama belum dikonsolidasikan. Tingkat pertumbuhan penjualan bersih pada tahun 2006, 2007, dan 2008 secara berturut-turut adalah 36%, 19%, dan 56% (Gambar 4.2).



Gambar 4.2 Grafik Penjualan Bersih (dalam Rp Juta)

Sumber: Laporan Tahunan 2008, telah diolah kembali

4.3.2. Laba sebelum Bunga, Pajak, Depresiasi dan Amortisasi (EBITDA)

Adaro Energy memiliki rata-rata EBITDA sebesar 20,4% terhadap penjualan bersih sejak dari tahun 2005 sampai dengan 2008 dengan perincian EBITDA sebagaimana terlihat pada Tabel 4.2, yaitu 16,3%, 19,6%, 20,9% dan 24,6% untuk tahun-tahun berturut-turut 2005, 2006, 2007, dan 2008.

Tabel 4.2 EBITDA dan Penjualan Bersih (dalam Rp Juta)

	2005	2006	2007	2008
Penjualan Bersih	7.174.651	9.748.068	11.592.640	18.092.502
EBITDA	1.172.836	1.906.251	2.423.080	4.454.674
% EBITDA	16,3%	19,6%	20,9%	24,6%

Sumber: Laporan Tahunan 2008, telah diolah kembali

4.3.3. Modal Kerja Bersih

Modal Kerja Bersih adalah selisih dari Aset Lancar dengan Kewajiban Lancar. Perubahan modal kerja bersih menggambarkan penggunaan/(sumber) modal perusahaan. Untuk perusahaan yang sudah stabil, perubahan modal kerja bersih berkaitan erat dengan tingkat pertumbuhan perusahaan. Tetapi, berdasarkan data laporan keuangan yang dirangkum pada Tabel 4.3, perubahan modal kerja bersih Adaro Energy masih berfluktuasi menunjukkan kegiatan operasi perusahaan masih belum stabil karena perusahaan sedang mengembangkan kegiatan produksi dan sedang giat mencari sumber-sumber pendanaan untuk membiayai pengembangan produksi tersebut.

Tabel 4.3 Modal Kerja Bersih (dalam Rp Juta)

	2004	2005	2006	2007	2008
Modal Kerja Bersih	(67.526)	998.572	86.562	(120.298)	1.135.172
Perubahan Modal Kerja Bersih - Penggunaan/(Sumber)		1.066.098	(912.010)	(206.860)	1.255.470

Sumber: Laporan Tahunan 2008, telah diolah kembali

4.3.4. Belanja Modal

Untuk lima tahun terakhir, Adaro Energy melakukan belanja modal rata-rata 6,6% dari jumlah aset dengan nilai terendah 6,2% pada tahun 2007 dan tertinggi 32% pada tahun 2004. Tabel 4.4 merinci belanja modal pada tahun 2004 sampai dengan 2008.

Tabel 4.4 Belanja Modal (dalam Rp Juta)

	2004	2005	2006	2007	2008
Belanja Modal	50.784	914.247	897.197	914.312	2.200.916
Jumlah Aset	158.599	13.853.244	13.343.393	14.688.683	33.720.170
% Belanja Modal	32,0%	6,6%	6,7%	6,2%	6,5%

Sumber: Laporan Tahunan 2008, telah diolah kembali

Pada tahun 2008 Adaro Energy menggunakan dana sebesar AS\$ 255 juta untuk belanja modal, angka tersebut meningkat sebesar 155% dari angka tahun 2007. Rincian atas pembiayaan modal tersebut adalah AS\$ 115 juta (pembelian

peralatan oleh SIS, kontraktor penambangan Adaro Energy), AS\$ 60 juta (pembelian tanah di Cakung), AS\$ 42 juta (biaya pengerukan Terusan di Sungai Barito), AS\$ 10 juta (pembangkit listrik di MSW), AS\$ 15 juta (pemeliharaan jalan dan biaya lainnya), AS\$ 13 juta (Pelabuhan Sungai Kelanis).

4.3.5. Beban Depresiasi dan Amortisasi

Data tentang rincian Beban Depresiasi dan Amortisasi yang lengkap adalah terdapat pada *Offering Memorandum* yang disampaikan pada saat penerbitan *Guaranteed Senior Notes*. Tabel 4.5 meringkas jumlah Beban Depresiasi dan Amortisasi tahun 2006, 2007, dan 2008 dan dibandingkan dengan Jumlah Aset pada tahun yang bersangkutan.

Tabel 4.5 Beban Depresiasi dan Amortisasi (dalam Rp Juta)

	2006	2007	2008
Beban Depresiasi dan Amortisasi	243.609	300.615	423.616
Jumlah Aset	13.343.393	14.688.683	33.720.170
% Beban Depresiasi dan Amortisasi	1,8%	2,0%	1,3%

Sumber: *Offering Memorandum*, telah diolah kembali

Komponen Beban Depresiasi dan Amortisasi Adaro Energy pada tahun 2008 sebagai bagian dari biaya penambangan dan perdagangan Adaro Energy meningkat 100% menjadi Rp 407 miliar akibat biaya amortisasi sebesar Rp 197 miliar atas properti pertambangan. Amortisasi atas properti pertambangan yang sebelumnya hampir tidak ada di tahun 2007 meningkat secara signifikan sebagai akibat akuisisi atas PT Adaro Indonesia. Depresiasi dan amortisasi lainnya meningkat 3% menjadi Rp 210 miliar. Properti penambangan Adaro Energy meningkat secara signifikan akibat dari perbedaan antara nilai buku dan nilai akuisisi Adaro Indonesia. Di akhir tahun 2008, setelah akuisisi yang dibiayai melalui penawaran saham perdana (IPO), properti pertambangan Adaro Energy meningkat menjadi Rp 10.470 miliar dari Rp 118 miliar di tahun sebelumnya. Properti pertambangan memiliki nilai riil yang kecil di neraca perusahaan yang memiliki hak atas penggunaan atas properti tersebut. Pada saat terjadi pengambilalihan ijin penambangan, nilai properti pertambangan akan meningkat.

Universitas Indonesia

Amortisasi properti pertambangan dilakukan dengan menggunakan metode unit produksi.

4.3.6. Biaya Bunga dan Beban Keuangan

Sebelum menerbitkan *Guaraanteed Senior Notes* pada tahun 2009, Adaro telah memiliki sejumlah utang jangka panjang dan jangka pendek sehingga memiliki rata-rata biaya bunga pada period 2006 sampai dengan 2008 sebesar Rp 1.321 miliar. Tabel 4.6 merangkum Biaya Bunga dan Beban Keuangan pada tahun 2006, 2007, dan 2009. Terlihat penurunan porsi Biaya Bunga dan Beban Keuangan terhadap Penjualan Bersih karena merupakan hasil dari strategi keuangan Adaro Energy untuk mengoptimalisasi struktur permodalan, menurunkan biaya dan menjaga likuiditas yang fleksibel.

Tabel 4.6 Biaya Bunga dan Beban Keuangan (dalam Rp Juta)

	2006	2007	2008
Penjualan Bersih	9.748.068	11.592.640	18.092.502
Biaya Bunga dan Beban Keuangan	1.620.887	1.725.928	616.310
%	16,6%	14,9%	3,4%

Sumber: *Offering Memorandum*, telah diolah kembali

Contoh strategi keuangan Adaro Energy untuk menurunkan biaya keuangan adalah dengan melakukan kegiatan pendanaan kembali (*refinancing*) di bulan November 2007 atas pinjaman *mezzanine* dan pelunasan lebih awal atas *Notes* perusahaan, beban bunga dan beban keuangan Adaro Energy turun 64% menjadi Rp 616 miliar. Fasilitas *mezzanine* dan *Notes* memiliki tingkat bunga yang lebih tinggi dibandingkan pinjaman sindikasi yang digunakan untuk *refinancing*. Lebih lanjut, di tahun 2007 Adaro Energy harus membayar beban atas pelunasan lebih dini. Di bulan November 2007, Adaro Energy melakukan *refinancing* atas pinjaman bank, fasilitas *mezzanine* dan surat utang perusahaan dengan pinjaman sindikasi bank yang tanpa jaminan untuk 5 tahun, sebesar AS\$ 750 juta. Sindikasi tersebut dipimpin oleh DBS Bank Ltd, SMBC, Standard Chartered Bank, MUFJ, dan UOB (Pinjaman Sindikasi DBS). Di bulan Maret 2008, Adaro Energy mengunci biaya bunga yang rendah ini dengan melakukan

swap atas porsi USD-LIBOR dari pinjaman sindikasi menjadi pinjaman berbunga tetap, yang mengakibatkan total suku bunga menjadi di bawah 4,5%.

4.3.7. Asumsi Keuangan Perusahaan Relevan Untuk Valuasi

Untuk menyusun proyeksi keuangan yang relevan untuk melakukan valuasi Adaro Energy dengan menggunakan *Free Cash Flow to Equity*, maka beberapa asumsi telah digunakan sebagai berikut:

- Tingkat pertumbuhan penjualan bersih.
Penjualan bersih 2009 diperkirakan berlanjut mengalami pertumbuhan 49% sebagai akibat peningkatan produksi dan penjualan bersih yang disebabkan meningkatnya kapasitas produksi dan harga jual rata-rata batubara. Tetapi, pada 2010 tingkat pertumbuhan penjualan bersih diperkirakan tumbuh negatif 8% sebagai dampak memburuknya krisis yang terjadi di kawasan Eropa dan Amerika Serikat (AS) pada 2009 yang mempengaruhi permintaan batubara dunia pada tahun 2010 dan sebagai akibat penguatan nilai tukar Rupiah karena kontrak penjualan batubara Adaro adalah dalam mata uang AS\$. Sedangkan pada tahun 2011 diperkirakan tingkat pertumbuhan penjualan bersih bisa pulih dan meningkat kembali menjadi 47% disebabkan tingkat permintaan batubara yang diproyeksikan terus tumbuh dan juga karena peningkatan harga batubara termal. Pada periode 2011 – 2019, tingkat pertumbuhan diproyeksikan sebesar 23% per tahun berdasarkan rencana produksi perusahaan dan tingkat pertumbuhan produksi rata-rata selama 15 tahun terakhir, dan tingkat proyeksi pertumbuhan ini diasumsikan sebagai tingkat pengembalian diekspektasikan oleh para investor pasar modal.
- Persentase EBITDA terhadap penjualan bersih
Tren harga batubara yang terus meningkat karena merupakan produk substitusi minyak bumi dan volume penjualan batubara yang meningkat serta peningkatan biaya yang terkendali akan menyebabkan EBITDA 2009 meningkat menjadi 41% dari Penjualan Bersih. Sedangkan pada 2010 EBITDA diperkirakan akan turun menjadi 33% karena sebagian besar komponen biaya cenderung tidak berubah di mana pada saat yang sama tingkat Penjualan Bersih turun sebesar 8% sehingga mendorong penurunan

Universitas Indonesia

EBITDA tahun 2010. Selanjutnya EBITDA tahun 2011-2019 diproyeksikan tetap sebesar 37% dengan memperhitungkan rencana kerja dan proyeksi keuangan pada periode 2011-2019.

- Modal kerja bersih

Pada 2009 Penjualan Bersih yang diperkirakan meningkat sebesar 49% dan EBITDA yang tinggi sebesar 40.9% menyebabkan kenaikan modal kerja bersih perusahaan sebesar 534% pada 2009 dibandingkan tahun 2008, dan perubahan modal kerja bersih sebesar 151% pada 2010. Sesuai dengan rencana pengembangan kapasitas produksi hingga tahun 2014, maka 60% peningkatan modal kerja bersih setiap tahun selanjutnya hingga tahun 2014 diproyeksikan bersama dengan sumber-sumber pendanaan lainnya akan digunakan untuk pengembangan infrastruktur perusahaan untuk pengembangan produksi batubara. Setelah tahun 2014, perubahan modal kerja bersih diasumsikan stabil pada tingkat 2%.

- Belanja modal

Adaro Energy telah menganggarkan pembiayaan modal di tahun 2009 sebesar AS\$ 251 juta, sedikit lebih rendah dari AS\$ 255 juta di tahun 2008, dan akibat penguatan nilai tukar Rupiah, Belanja Modal tahun 2009 diperkirakan turun sebesar 33,5%. Seluruh pembiayaan modal ini diperkirakan akan dibiayai oleh dana sendiri, dana dari hasil operasional, dan fasilitas pinjaman yang telah ada saat ini. Rincian pembiayaan modal tahun 2009 adalah AS\$ 60 juta (pembelian peralatan oleh SIS, kontraktor penambangan Adaro Energy), AS\$ 52,5 juta (pembangkit listrik di MSW), AS\$ 20 juta (pembelian tanah), AS\$ 20 juta (pemeliharaan jalan), AS\$ 10 juta (Pelabuhan Sungai Kelanis), AS\$ 10 juta (biaya pemeliharaan Terusan di Sungai Barito), dan AS\$ 78 juta (akuisisi perusahaan tongkang). Target pembelian peralatan oleh SIS umumnya sekitar AS\$ 50-60 juta. Tiga kontraktor tambang Adaro Energy lainnya memiliki rencana pembiayaan modal tersendiri. Selain itu, di tahun 2009 Adaro Energy kemungkinan akan memulai melakukan belanja modal untuk *overland conveyor*. Tetapi pada tahun 2010 diproyeksikan Belanja Modal perusahaan akan meningkat kembali sebesar 255% untuk pembayaran belanja modal awal dari proyek batubara kokas ICP yang belum

dikembangkan di Kalimantan Tengah / Timur, pengeluaran untuk pembelian untuk alat berat untuk mendukung rencana ekspansi Adaro, dan pemeliharaan fasilitas peremuk Kelanis serta pemeliharaan jalan angkutan pribadi Adaro sepanjang 80 km yang menghubungkan lokasi penambangan Adaro di Tanjung dan fasilitas peremuk batubara Kelani. Selanjutnya, tingkat Belanja Modal tahun 2011-2014 mengikuti proyeksi pengembangan infrastruktur perusahaan hingga 2014 untuk meningkatkan kapasitas produksi batubara yang diperkirakan bisa diproduksi sekitar 80 juta ton pada akhir 31 Desember 2014. Untuk tahun 2015 hingga 2019, Belanja Modal diproyeksikan hanya sebesar Rp268.939 juta pertahun untuk pemeliharaan dan perawatan.

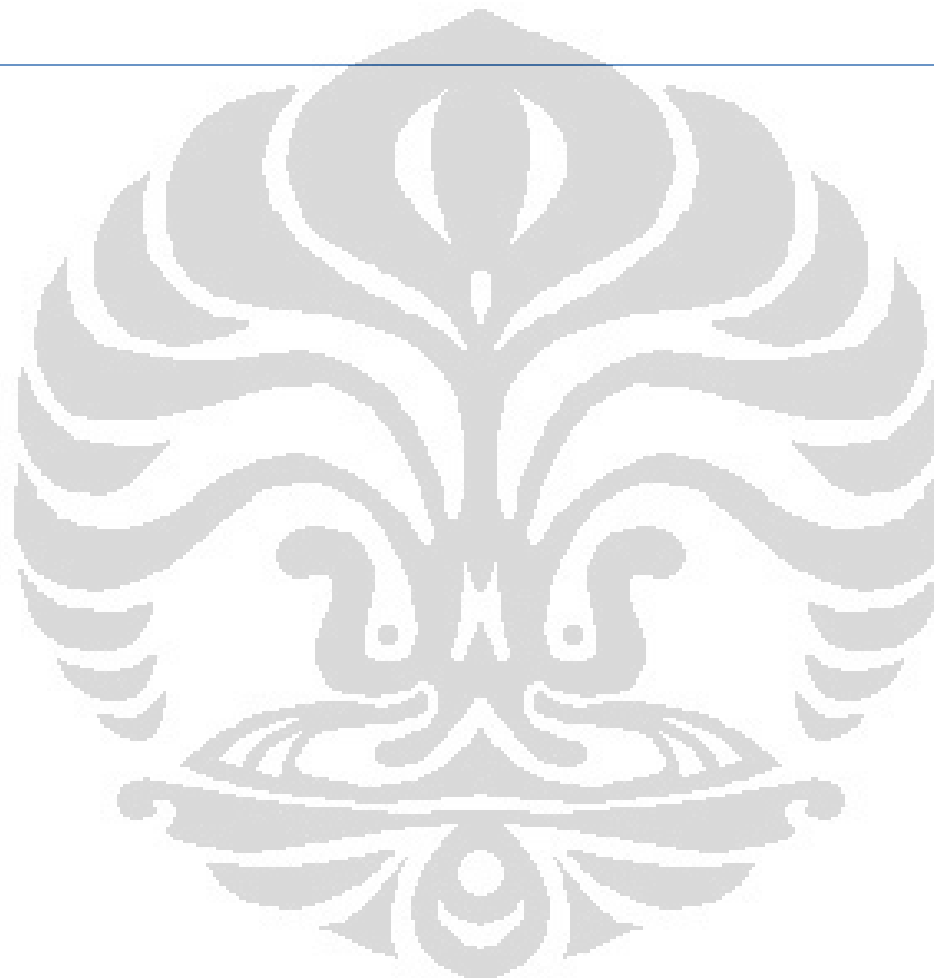
- Biaya bunga dan beban keuangan selain *Guaranteed Senior Notes* (GSN). Strategi keuangan Adaro Energy untuk mengoptimisasi struktur permodalan, menurunkan biaya dan menjaga likuiditas yang fleksibel akan tetap dilanjutkan dengan mengunci biaya bunga yang rendah itu dengan melakukan *swap* atas porsi USD-LIBOR dari pinjaman sindikasi menjadi pinjaman berbunga tetap, yang mengakibatkan total suku bunga menjadi di bawah 4,5%. Biaya bunga dan beban keuangan selain *Guaranteed Senior Notes* sebesar 1,92% dari Penjualan Bersih dihitung berdasarkan biaya bunga dan beban keuangan dari pinjaman berbunga yang dipertahankan selama periode 2010 – 2019 selain *Guaranteed Senior Note*. Pada tahun 2009 sebelum penerbitan *Guaranteed Senior Notes*, biaya bunga dan beban keuangan diproyeksikan sebesar 3,04% dari Penjualan Bersih, lebih tinggi dari periode 2010-2019 karena pada tahun 2009 ini terdapat sejumlah pinjaman *mezzanine* dan *notes* yang belum dilakukan pelunasan lebih awal.
- Biaya bunga dan beban keuangan berkaitan dengan *Guaranteed Senior Notes*. Sedangkan biaya bunga dan beban keuangan *Guaranteed Senior Notes* sebesar US\$800 juta adalah pembayaran kupon sebesar 7,625% dan dibayarkan secara semi-annual pada tanggal 22 April dan 22 Oktober setiap tahun, yang dimulai pada tanggal 22 April 2010 hingga 10 tahun kemudian.
- Nilai tukar yang digunakan dalam perhitungan biaya bunga, penerimaan dan pembayaran kembali pokok utang adalah Rp 9,400/AS\$.

Tabel 4.7 Proyeksi Keuangan untuk Valuasi Perusahaan dengan Penerbitan *Guaranteed Senior Notes* (dalam Rp Juta)

Keterangan	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	TV
Tingkat Pertumbuhan Pendapatan		49%	-8%	47%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	5%
Penjualan Bersih	18.092.502	26.938.747	24.783.648	36.357.611	44.719.862	55.005.430	67.656.679	83.217.715	102.357.789	125.900.081	154.857.099	190.474.232	199.997.944
% EBITDA/Penjualan Bersih	24,6%	40,9%	32,5%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	10,0%
EBITDA	4.454.674	11.017.306	8.064.799	13.423.230	16.510.573	20.308.005	24.978.846	30.723.980	37.790.496	46.482.310	57.173.241	70.323.087	19.999.794
Modal Kerja Bersih	1.135.172	7.840.833	24.689.333	48.526.884	58.061.904	61.875.913	63.401.516	64.957.631	66.544.869	68.163.851	69.815.213	63.979.603	-
Perubahan Modal Kerja Bersih	1.255.470	6.705.661	16.848.500	23.837.551	9.535.020	3.814.008	1.525.603	1.556.115	1.587.238	1.618.982	1.651.362	1.684.389	(63.979.603)
%		434%	151%	41%	-60%	-60%	-60%	2%	2%	2%	2%	2%	-100%
Tk. pertumbuhan belanja modal		-33,5%	255,0%	1,0%	-50,0%	0,0%	1,0%	-80,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Belanja Modal	2.200.916	1.463.264	2.635.353	2.662.761	1.331.380	1.331.380	1.344.694	268.939	268.939	268.939	268.939	268.939	268.939
% Biaya Bunga dan Beban Keuangan - non GSN		3,04%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%
Biaya Bunga dan Beban Keuangan - non GSN		820.246	474.852	696.608	856.828	1.053.898	1.296.295	1.594.442	1.961.164	2.412.232	2.967.045	3.649.466	3.831.939

Keterangan	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	TV
Biaya Bunga dan Beban Keuangan - GSN		95.567	573.400	573.400	573.400	573.400	573.400	573.400	573.400	573.400	573.400	477.833	-

Sumber: Data telah diolah kembali



Tabel 4.7 meringkas proyeksi keuangan untuk periode 2009 sampai dengan 2019 yang relevan untuk perhitungan valuasi perusahaan yang memutuskan pendanaan dengan penerbitan *Guaranteed Senior Notes*.

4.3.8. Perhitungan Valuasi Perusahaan Berdasarkan Proyeksi Keuangan

Dalam menyusun perhitungan valuasi perusahaan, berikut adalah tahapan perhitungan tiap komponen yang mempengaruhi perhitungan valuasi:

1. Penjualan Bersih tiap tahun dihitung berdasarkan tingkat pertumbuhan yang telah diproyeksikan.
2. *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, and Amortization* (EBITDA) dihitung berdasarkan persentase yang diproyeksikan dari nilai Penjualan Bersih pada tahun bersangkutan.
3. Biaya Depresiasi dan Amortisasi dihitung sebesar 3% dari Penjualan Bersih tahun yang bersangkutan.
4. *Earnings Before Interest and Tax* (EBIT) dihitung dengan memasukkan sebagai komponen Biaya Depresiasi dan Amortisasi pada EBITDA pada tahun yang bersangkutan.
5. Beban PPh dihitung dari perkalian tarif pajak dan EBIT.
6. *Net Operating Profit After Tax before interest expense* (NOPAT) dihitung dari EBIT setelah memperhitungkan Beban PPh.
7. *Free Cash Flow* dihitung berdasarkan NOPAT yang telah ditambahkan kembali dengan Biaya Depresiasi dan Amortisasi, dikurangi jumlah yang digunakan untuk Modal Kerja, yaitu berupa Perubahan Modal Kerja pada tahun yang bersangkutan, dan dikurangi dengan jumlah Belanja Modal pada tahun yang bersangkutan.
8. *Interest tax shield* dihitung dari pengalihan tarif PPh dan Jumlah Biaya Bunga dan Beban Keuangan.
9. *Capital Cash Flow* adalah penjumlahan *Free Cash Flow* dan *Interest tax shield* pada tahun yang bersangkutan.
10. Nilai sekarang adalah pengalihan antara *discount factor* dengan *Capital Cash Flow* pada tahun yang bersangkutan.
11. Jumlah Nilai Sekarang adalah jumlah seluruh Nilai Sekarang yang dihitung.

4.3.9. Tarif Pajak Penghasilan Wajib Pajak Badan

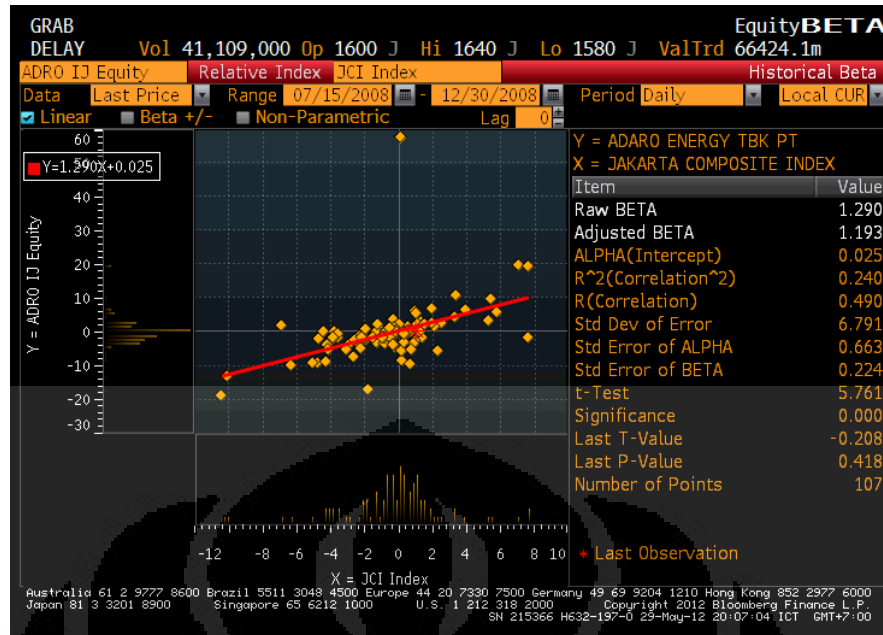
Berdasarkan Pasal 17 Undang-Undang Pajak Penghasilan Nomor 36 Tahun 2008, maka tarif pajak penghasilan wajib pajak badan adalah 25% mulai dari tahun pajak 2010. Sedangkan untuk tahun 2009 menggunakan tarif pajak 28%.

4.3.10. Asumsi *Risk Free Rate*

Tingkat pengembalian yang bebas risiko sulit untuk ditentukan karena merupakan konsep yang ada di buku teks. Tetapi analis keuangan dan akademisi biasanya menggunakan tingkat bunga obligasi pemerintah dalam mata uang dan jangka waktu yang sama dengan sekuritas yang dianalisis. Untuk kepentingan analisis ini, tingkat bunga bebas risiko yang digunakan adalah tingkat bunga Obligasi Negara dalam Valuta Asing (*International Bonds*) Pemerintah Republik Indonesia yang diterbitkan pada 19 Januari 2010 di pasar obligasi internasional, termasuk *Singapore Exchange Securities Trading* ("SEST") dengan kode obligasi RI0320 dengan pendaftaran nomor ISIN USY20721AQ27, berjangka waktu 10 tahun dan tingkat kupon sebesar 5.875%.

4.3.11. Asumsi Beta Perusahaan

Beta Perusahaan menggambarkan bagaimana tingkat pengembalian yang diharapkan dari saham Adaro Energy berketerkaitan dengan kinerja Bursa Efek Indonesia secara keseluruhan. Dalam analisis ini, maka penulis menggunakan beta Adaro Energy sejak terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada 15 Juli 2008 hingga tanggal 30 Desember 2008 terhadap Indeks Harga Saham Gabungan yang dihitung oleh Bloomberg. Sebagaimana terlihat pada Gambar 4.3, *Raw Beta* yang merupakan data historis menunjukkan 1.290. Sedangkan *Adjusted Beta*, mengasumsikan bahwa Beta masa mendatang bisa diekstrapolasi dari data histories berupa *Raw Beta*, yang menunjukkan angka 1.193. Untuk menghitung valuasi dalam analisis ini, maka *Adjusted Beta* sebesar 1.193 ini yang digunakan.



Gambar 4.3 Beta Adara Energy per tanggal 30 Desember 2008

Sumber: www.bloomberg.com

4.3.12. Asumsi *Risk Premium*

Risk premium menggambarkan tingkat pengembalian yang diharapkan di atas tingkat pengembalian bebas risiko untuk mengkompensasi penambahan risiko yang berkaitan dengan saham perusahaan dibandingkan dengan aset bebas risiko tersebut. Berdasarkan tabel *country risk premium* yang disusun oleh Aswath Damodaran per Januari 2009 yang terdapat pada <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/cfovhds/ctrypremglob.pdf>, Indonesia memiliki risk premium sebesar 7,88%.

4.3.13. Perhitungan Biaya Ekuitas, Biaya Utang dan WACC

Pada bagian ini akan dilakukan perhitungan biaya ekuitas, biaya utang, dan WACC berdasarkan pada asumsi-asumsi yang tersebut di atas.

1. Biaya Ekuitas Perusahaan

Berdasarkan pada Persamaan 2.3 maka biaya ekuitas Adaro Energy bisa dihitung sebagai berikut

$$\begin{aligned}
 R_S &= R_F + \beta x (R_M - R_F) \\
 &= 5,875\% + 1.193 \times 7,88\% \\
 &= 15,276\%
 \end{aligned}$$

2. Biaya Utang Total Perusahaan

Biaya utang pada dasarnya adalah tingkat bunga efektif yang dibayarkan perusahaan terhadap utangnya seperti pinjaman dan obligasi. Dari pengertian ini, maka biaya utang merupakan perbandingan antara beban keuangan dengan pinjaman berbunga, atau merupakan tingkat bunga efektif. Biaya Utang tersebut mencampurkan biaya bunga dan beban keuangan atas pinjaman berbunga baik jangka pendek maupun jangka panjang. Untuk dapat memperhitungkan tingkat pengembalian obligasi pemerintah, faktor penyesuaian utang, proporsi utang jangka pendek serta jangka panjang terhadap total utang, dan berdasarkan persamaan perhitungan biaya utang rata-rata tertimbang yang dimiliki Bloomberg, maka biaya utang rata-rata tertimbang Adaro Energy adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 R_B x (1-t_c) &= \left[\left(\frac{2,029,348}{11,038,941} \times 4.3\% \times 1.38 \right) + \left(\frac{9,009,593}{11,038,941} \times 5.88\% \times 1.38 \right) \right] \times (1 - 28\%) \\
 &= (1.09\% + 6.62\%) \times 72\% \\
 &= 5.55\%
 \end{aligned}$$

3. Rata-rata Tertimbang Biaya Modal (WACC)

Rata-rata tertimbang biaya modal dihitung dengan menggunakan persamaan 2.2 berikut ini:

$$\begin{aligned}
 R_{WACC} &= \\
 &= \left(\left[\text{Rp } 14.009.245 \text{ juta} / (\text{Rp } 14.009.245 \text{ juta} + \text{Rp } 11.038.941 \text{ juta}) \right] \times 15,276\% \right) + \left(\left[\text{Rp } 11.038.941 \text{ juta} / (\text{Rp } 14.009.245 \text{ juta} + \text{Rp } 11.038.941 \text{ juta}) \right] \times 5,55\% \right) \\
 &= (0,559 \times 15,276\%) + (0,441 \times 5,55\%) \\
 &= 10,987\%
 \end{aligned}$$

Berdasarkan dari perhitungan dari Tabel 4.8 maka dapat disimpulkan bahwa dengan menggunakan pendekatan arus untuk ekuitas (*Cash Flow to Equity*), nilai Adaro Energy dengan menerbitkan *Guaraanteed Senior Notes* (GSN) diestimasi adalah sebesar Rp 93.601.104 juta. Selanjutnya, nilai ekuitas Adaro Energy dapat dihitung sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Nilai Ekuitas} &= \text{Nilai Perusahaan} - \text{Nilai Utang} \\ &= \text{Rp } 93.601.104 \text{ juta} - \text{Rp } 11.038.941 \text{ juta} \\ &= \text{Rp } 82.562.163 \text{ juta} \end{aligned}$$

Pada 31 Desember 2008 terdapat modal dasar yang ditempatkan dan disetor penuh sebesar 31.985.962.000 lembar modal saham, yang berarti dengan menggunakan analisis fundamental maka harga saham Adaro Energy dengan penerbitan GSN adalah Rp 2.581.

4.4. Pinjaman Bank Sindikasi dan Lembaga Pembiayaan

Dalam bagian ini akan dibahas pinjaman sindikasi yang telah diterima oleh satu pesaing terdekat Adaro Energy, yaitu PT Bumi Resources Tbk (“BUMI” atau “Bumi Resources”), dan anak perusahaannya, yaitu PT Sitrade Coal, Kalimantan Coal Limited, Sangatta Holdings Limited dan Forerunner International Pte. Ltd pada 18 September 2009 dari Country Forest Limited (“CFL”), anak perusahaan yang dimiliki secara penuh oleh China Investment Corporation. BUMI dan CFL menandatangani Perjanjian Pinjaman Berjangka Senior yang Dijamin (“CFL Loan”) dimana CFL setuju untuk menyediakan fasilitas kredit kepada BUMI sebesar US\$1,9 milyar, yang terdiri dari:

1. Fasilitas *Commitment A* sebesar US\$ 600 juta yang akan jatuh tempo dalam waktu empat (4) tahun sejak tanggal penarikan pinjaman ini;
2. Fasilitas *Commitment B* sebesar US\$ 600 juta yang akan jatuh tempo dalam waktu lima (5) tahun sejak tanggal penarikan pinjaman ini; dan;
3. Fasilitas *Commitment C* sebesar US\$ 700 juta yang akan jatuh tempo waktu enam (6) tahun sejak tanggal penarikan pinjaman ini.

Tabel 4.8 Valuasi Perusahaan dengan Menerbitkan *Guaranteed Senior Notes* (dalam Rp Juta)

No.	Keterangan	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	TV
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	Penjualan Bersih	26.938.747	24.783.648	36.357.611	44.719.862	55.005.430	67.656.679	83.217.715	102.357.789	125.900.081	154.857.099	190.474.232	199.997.944
2	Tingkat Pertumbuhan		-8%	47%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	5%
3	EBITDA	11.017.306	8.064.799	13.423.230	16.510.573	20.308.005	24.978.846	30.723.980	37.790.496	46.482.310	57.173.241	70.323.087	19.999.794
4	Depr. & Amort. (3%)		241.944	402.697	495.317	609.240	749.365	921.719	1.133.715	1.394.469	1.715.197	2.109.693	599.994
5	EBIT		7.822.855	13.020.533	16.015.256	19.698.765	24.229.480	29.802.261	36.656.781	45.087.841	55.458.044	68.213.394	19.399.801
6	Tarif Pajak		25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
7	Beban PPh		1.955.714	3.255.133	4.003.814	4.924.691	6.057.370	7.450.565	9.164.195	11.271.960	13.864.511	17.053.348	4.849.950
8	NOPAT		5.867.141	9.765.400	12.011.442	14.774.073	18.172.110	22.351.696	27.492.586	33.815.880	41.593.533	51.160.045	14.549.850
9	+/- Depresiasi & Amort.		241.944	402.697	495.317	609.240	749.365	921.719	1.133.715	1.394.469	1.715.197	2.109.693	599.994
10	-/- Perub. Modal Kerja		(16.848.500)	(23.837.551)	(9.535.020)	(3.814.008)	(1.525.603)	(1.556.115)	(1.587.238)	(1.618.982)	(1.651.362)	(1.684.389)	63.979.603
11	-/- Belanja Modal		(2.635.353)	(2.662.761)	(1.331.380)	(1.331.380)	(1.344.694)	(268.939)	(268.939)	(268.939)	(268.939)	(268.939)	(268.939)
12	<i>Free Cash Flow</i>		(13.374.768)	(16.332.215)	1.640.358	10.237.925	16.051.178	21.448.361	26.770.124	33.322.428	41.388.429	51.316.410	78.860.508
<i>Interest tax shield</i>													
13	Biaya Bunga dan Beban Keuangan - non GSN		474.852	696.608	856.828	1.053.898	1.296.295	1.594.442	1.961.164	2.412.232	2.967.045	3.649.466	3.831.939
14	Biaya Bunga dan Beban Keuangan - GSN		573.400	573.400	573.400	573.400	573.400	573.400	573.400	573.400	573.400	477.833	-
15	Jumlah Biaya Bunga dan Beban Keuangan		1.048.252	1.270.008	1.430.228	1.627.298	1.869.695	2.167.842	2.534.564	2.985.632	3.540.445	4.127.299	3.831.939
16	<i>Interest tax shield</i>		262.063	317.502	357.557	406.825	467.424	541.961	633.641	746.408	885.111	1.031.825	957.985
17	<i>Capital Cash Flow</i> (12+16)		(13.112.705)	(16.014.713)	1.997.915	10.644.750	16.518.602	21.990.322	27.403.765	34.068.836	42.273.541	52.348.235	79.818.493

No.	Keterangan	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	TV
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
18	<i>Discount rate</i>		10,99%	10,99%	10,99%	10,99%	10,99%	10,99%	10,99%	10,99%	10,99%	10,99%	10,99%
19	<i>Discount factor</i>		0,9010	0,8118	0,7314	0,6590	0,5938	0,5350	0,4821	0,4343	0,3913	0,3526	0,3177
20	Nilai sekarang		(11.814.631)	(13.000.945)	1.461.372	7.015.312	9.808.729	11.765.189	13.210.080	14.797.229	16.543.203	18.457.842	25.357.725
21	Jumlah nilai sekarang	93.601.104											

Sumber: Data diolah kembali



Bunga pinjaman dibayar bulanan, dengan pembayaran pertama dimulai pada tanggal 5 November 2009 dan suku bunga 12% per tahun. Fasilitas pinjaman meliputi beberapa pembatasan terhadap BUMI dan Anak-anak perusahaannya untuk bertindak, termasuk di dalamnya:

1. BUMI tidak diizinkan baik anak perusahaannya yaitu PT Kaltim Prima Coal (“KPC”) maupun PT Arutmin Indonesia (“Arutmin”), Anak-anak perusahaannya, untuk menjual, mengalihkan atau melepaskan, baik secara langsung maupun tidak langsung hak atau kepentingan KPC atau Arutmin berdasarkan PKP2B.
2. Tidak ada anggota dari Grup *CFL Loan* diizinkan untuk melakukan pembayaran - pembayaran tertentu, yang meliputi diantaranya pengumuman atau pembayaran dividen, pembelian, penebusan, pelepasan atau penebusan saham BUMI atau Anak perusahaan Terbatas menurut *CFL Loan*, kecuali dalam kondisi tertentu atau rasio finansial telah dipenuhi;
3. Tidak ada anggota dari Grup *CFL Loan* diizinkan untuk menerbitkan atau menjual modal saham atas Anak perusahaan Terbatas menurut *CFL Loan*, kecuali dalam kondisi tertentu atau rasio keuangan telah dipenuhi;
4. Tidak ada anggota dari Grup *CFL Loan* diizinkan untuk secara langsung atau tidak langsung, mengadakan, memperbaharui atau memperpanjang transaksi atau perjanjian dengan *beneficial holder* yang memiliki 10% atau lebih saham Perusahaan atau afiliasinya, kecuali dalam kondisi tertentu atau rasio keuangan telah terpenuhi.
5. Tidak ada anggota dari Grup *CFL Loan* diizinkan untuk: memberikan gadai atas *Common Security*;
6. BUMI tidak dapat melakukan konsolidasi atau merger, menjual, menyerahkan, mengalihkan, menyewakan atau bahkan melepaskan semua atau secara substansial asetnya, kepada pihak lain, kecuali persyaratan tertentu dipenuhi;
7. Tidak ada anggota dari Grup *CFL Loan* diizinkan untuk mengadakan utang kecuali BUMI dapat memenuhi beberapa rasio keuangan tertentu.
8. KPC, Arutmin dan Indocoal Resources (Cayman) Ltd. (“IndoCoal Resources”), Anak-anak perusahaan tidak diizinkan untuk mengadakan utang

kecuali Anak-anak perusahaan ini dapat memenuhi beberapa rasio keuangan tertentu.

Selanjutnya, fasilitas pinjaman meliputi ketentuan yang mengizinkan Perusahaan mengalihkan hak dan kewajibannya berdasarkan perjanjian untuk mendanai Anak perusahaan untuk mencapai efisiensi pajak, mengacu pada pembaharuan dari fasilitas pinjaman yang dapat memenuhi harapan semua pihak. Proses pengalihan diselesaikan pada tanggal 5 November 2009, dimana hak dan kewajiban BUMI sebagai Peminjam dialihkan ke Anak perusahaannya di Belanda yang dimiliki secara penuh, Bumi Netherlands B.V. BUMI bersama-sama dengan *Original Subsidiary Guarantor*, terus menjamin kewajiban Bumi Netherlands B.V. berdasarkan *CFL Loan*. Berdasarkan fasilitas pinjaman ini, BUMI, *Original Subsidiary Guarantor*, BNY Mellon dan Standard Chartered Bank cabang Jakarta, menandatangani sebuah *Intercreditor Agreement* tertanggal 1 Oktober 2009.

4.4.1. Asumsi Replikasi Pinjaman Bank Sindikasi dan Lembaga Pembiayaan yang Digunakan untuk Valuasi

Seandainya Adaro Energy adalah penerima pinjaman dari Country Forest Limited (CFL) dan agar bisa dibandingkan dengan *Guaraanteed Senior Notes* yang telah diterbitkan, maka asumsi-asumsi berikut ini digunakan untuk kemudian dijadikan dasar dalam melakukan valuasi Adaro Energy seandainya menerima CFL Loan ini:

1. Fasilitas kredit kepada Adaro Energy adalah sebesar AS\$ 0,8 milyar atau hanya separuh yang diterima BUMI dengan alokasi yang sama sebagai berikut:
 - a. Fasilitas *Commitment A* sebesar AS\$ 252 juta (31,5% x US\$ US\$800 juta) ditarik pada 1 November 2009 yang akan jatuh tempo dalam waktu empat (4) tahun sejak tanggal penarikan pinjaman ini, yaitu 2013;
 - b. Fasilitas *Commitment B* sebesar AS\$ 252 juta (31,5% x US\$ US\$800 juta) akan ditarik pada 1 Januari 2010 yang akan jatuh tempo dalam waktu lima (5) tahun sejak tanggal penarikan pinjaman ini yaitu 2015; dan;

- c. Fasilitas *Commitment C* sebesar AS\$ 296 juta ($37,0\% \times \text{US\$ } 800$ juta) akan ditarik pada 1 Januari 2010 yang akan jatuh tempo waktu enam (6) tahun sejak tanggal penarikan pinjaman ini, yaitu 2016.
2. Pola belanja modal yang sama jika belanja modal ketika didanai dengan GSN.
3. Pokok fasilitas *commitment* tersebut dibayar kembali secara penuh pada tanggal jatuh tempo
4. Bunga pinjaman dibayar bulanan dari fasilitas *commitment* yang digunakan pada tahun bersangkutan, dengan suku bunga 12% per tahun.

Tabel 4.10 meringkas proyeksi keuangan untuk periode 2009 sampai dengan 2019 yang relevan untuk valuasi perusahaan yang didanai dengan pinjaman dari CFL.

4.4.2. Valuasi Perusahaan dengan Menggunakan Pinjaman Utang Bank Sindikasi

Berdasarkan perhitungan di Tabel 4.11 maka dapat disimpulkan bahwa dengan menggunakan pendekatan arus untuk ekuitas (*Cash Flow to Equity*), nilai Adaro Energy dengan pinjaman utang bank sindikasi diestimasi adalah sebesar Rp 99.782.603 juta. Selanjutnya, nilai ekuitas Adaro Energy dapat dihitung sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{Nilai Ekuitas} &= \text{Nilai Perusahaan} - \text{Nilai Utang} \\
 &= \text{Rp } 98.344.886 \text{ juta} - \text{Rp } 11.038.941 \text{ juta} \\
 &= \text{Rp } 87.305.945 \text{ juta}
 \end{aligned}$$

Pada 31 Desember 2008 terdapat modal dasar yang ditempatkan dan disetor penuh sebesar 31.985.962.000 lembar modal saham, yang berarti dengan menggunakan analisis fundamental maka harga saham Adaro Energy dengan penerbitan GSN adalah Rp 2.730.

4.4.3. Ringkasan dan Analisis Perbandingan Hasil Perhitungan Valuasi

Tabel 4.9 merangkum hasil perhitungan valuasi Adaro Energy baik menggunakan penerbitan obligasi luar negeri *Guaranteed Senior Notes* (GSN)

dengan pinjaman sindikasi yang sama dengan yang diterima Bumi Resources dari *Country Forest Limited (CFL)* dengan nominal yang disesuaikan dalam rangka membiayai ekspansi infrastruktur Adaro Energy dan anak perusahaan, untuk mendukung peningkatan kapasitas produksi batubara Adaro. Nilai Adaro Energy akan lebih tinggi 37,2% jika menggunakan pinjaman sindikasi dari CFL daripada menerbitkan GSN untuk pembiayaan ekspansi infrastruktur dalam meningkatkan produksi batubara. Selanjutnya, nilai ekuitas dan harga saham akan lebih tinggi 43,9% jika menggunakan pinjaman sindikasi dari CFL daripada menerbitkan GSN untuk pembiayaan ekspansi infrastruktur dalam meningkatkan produksi batubara.

Tabel 4.9 Perbandingan Hasil Valuasi dengan Pendanaan GSN dan *CFL Loan* (dalam Rp Juta, kecuali lembar saham dalam juta lembar, harga saham dalam Rp)

No.	Keterangan	Dengan GSN	Dengan <i>CFL Loan</i>	Selisih %
1	Nilai Perusahaan	93.601.104	98.344.886	5,1%
2	Nilai Utang	11.038.941	11.038.941	0,0%
3	Nilai Ekuitas	82.562.163	87.305.945	5,7%
4	Saham yang beredar	31.986	31.986	0,0%
5	Harga saham	2.581	2.730	5,7%

Sumber: Data olahan penulis

Berikut adalah hal-hal yang menyebabkan hasil valuasi perusahaan dengan menggunakan pendanaan *CFL Loan* menjadi lebih tinggi dibandingkan dengan hasil valuasi perusahaan yang menggunakan pendanaan GSN:

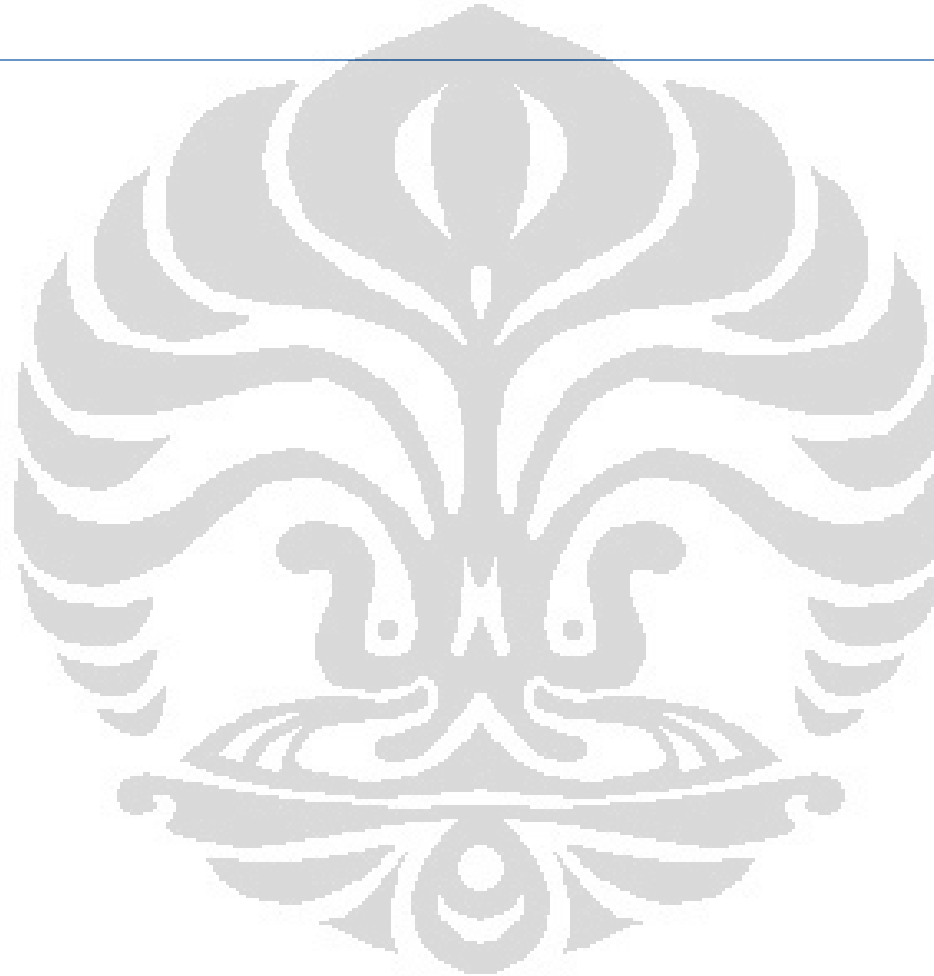
1. Dengan jumlah pendanaan yang sama, *CFL Loan* dibagi menjadi tiga fasilitas *commitment* yang dapat ditarik terpisah-pisah di antara fasilitas tersebut. Dengan dibagi menjadi tiga fasilitas *commitment* yang terpisah ini, Adaro Energy bisa mengatur waktu penarikan fasilitas *commitment* ini untuk disesuaikan dengan rencana belanja modal, sehingga bisa mengatur arus kas untuk tetap positif pada tahun-tahun pertama periode ekspansi infrastruktur Grup Adaro, yang berdampak kepada *free flow to equity* pada awal periode tetap positif. *Cash flow* positif pada tahun-tahun awal ini didiskontokan dengan faktor diskonto yang besar yang bersama-sama menyebabkan jumlah nilai sekarang juga besar.

Tabel 4.10 Proyeksi Keuangan untuk Valuasi Perusahaan dengan Pinjaman dari *Country Forest Limited* (dalam Rp Juta)

Keterangan	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	TV
Tingkat Pertumbuhan Pendapatan		49%	-8%	47%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	5%
Penjualan Bersih	18.092.502	26.938.747	24.783.648	36.357.611	44.719.862	55.005.430	67.656.679	83.217.715	102.357.789	125.900.081	154.857.099	190.474.232	199.997.944
% EBITDA/Penjualan Bersih	24,6%	40,9%	32,5%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	10,0%
EBITDA	4.454.674	11.017.306	8.064.799	13.423.230	16.510.573	20.308.005	24.978.846	30.723.980	37.790.496	46.482.310	57.173.241	70.323.087	19.999.794
Modal Kerja Bersih	1.135.172	2.689.633	3.425.942	48.526.884	58.061.904	8.620.153	264.989.482	11.276.556	7.987.175	4.763.582	1.604.460	(1.491.479)	-
Perubahan Modal Kerja Bersih	1.255.470	1.554.461	736.309	45.100.942	9.535.020	(49.441.751)	256.369.329	(253.712.926)	(3.289.381)	(3.223.593)	(3.159.122)	(3.095.939)	1.491.479
%		24%	-53%	6025%	-79%	-619%	-619%	-199%	-99%	-2%	-2%	-2%	-100%
Tk. pertumbuhan belanja modal		-33,5%	255,0%	1,0%	-50,0%	0,0%	1,0%	-80,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Belanja Modal	2.200.916	1.463.264	2.635.353	2.662.761	1.331.380	1.331.380	1.344.694	268.939	268.939	268.939	268.939	268.939	268.939
% Biaya Bunga dan Beban Keuangan - non CFL		3,04%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%
Biaya Bunga dan Beban Keuangan - non CFL		820.246	474.852	696.608	856.828	1.053.898	1.296.295	1.594.442	1.961.164	2.412.232	2.967.045	3.649.466	3.831.939

Keterangan	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	TV
Biaya Bunga dan Beban Keuangan - CFL		47.376	902.400	902.400	902.400	855.024	618.144	333.888	-	-	-	-	-

Sumber: Data telah diolah kembali

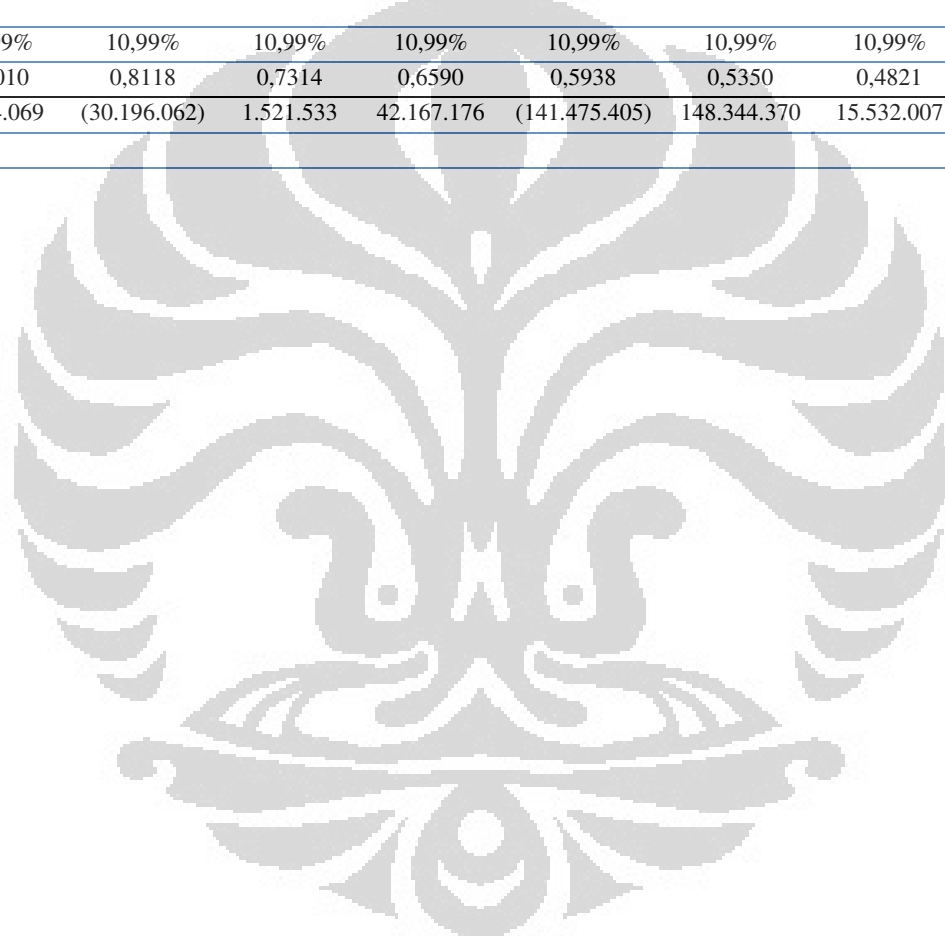


Tabel 4.11 Valuasi Perusahaan dengan Pinjaman dari *Country Forest Limited* (dalam Rp Juta)

No.	Keterangan	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	TV
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	Penjualan Bersih	26.938.747	24.783.648	36.357.611	44.719.862	55.005.430	67.656.679	83.217.715	102.357.789	125.900.081	154.857.099	190.474.232	199.997.944
2	Tingkat Pertumbuhan		-8%	47%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	5%
3	EBITDA	11.017.306	8.064.799	13.423.230	16.510.573	20.308.005	24.978.846	30.723.980	37.790.496	46.482.310	57.173.241	70.323.087	19.999.794
4	Depr. & Amort. (3%)		241.944	402.697	495.317	609.240	749.365	921.719	1.133.715	1.394.469	1.715.197	2.109.693	599.994
5	EBIT		7.822.855	13.020.533	16.015.256	19.698.765	24.229.480	29.802.261	36.656.781	45.087.841	55.458.044	68.213.394	19.399.801
6	Tarif Pajak		25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
7	Beban PPh		1.955.714	3.255.133	4.003.814	4.924.691	6.057.370	7.450.565	9.164.195	11.271.960	13.864.511	17.053.348	4.849.950
8	NOPAT		5.867.141	9.765.400	12.011.442	14.774.073	18.172.110	22.351.696	27.492.586	33.815.880	41.593.533	51.160.045	14.549.850
9	+/- Depresiasi & Amort.		241.944	402.697	495.317	609.240	749.365	921.719	1.133.715	1.394.469	1.715.197	2.109.693	599.994
10	-/- Perub. Modal Kerja		(736.309)	(45.100.942)	(9.535.020)	49.441.751	(256.369.329)	253.712.926	3.289.381	3.223.593	3.159.122	3.095.939	(1.491.479)
11	-/- Belanja Modal		(2.635.353)	(2.662.761)	(1.331.380)	(1.331.380)	(1.344.694)	(268.939)	(268.939)	(268.939)	(268.939)	(268.939)	(268.939)
12	<i>Free Cash Flow</i>		2.737.423	(37.595.606)	1.640.358	63.493.685	(238.792.547)	276.717.402	31.646.743	38.165.004	46.198.913	56.096.738	13.389.426
<i>Interest tax shield</i>													
13	Biaya Bunga dan Beban Keuangan - non CFL		474.852	696.608	856.828	1.053.898	1.296.295	1.594.442	1.961.164	2.412.232	2.967.045	3.649.466	3.831.939
14	Biaya Bunga dan Beban Keuangan - CFL		47.376	902.400	902.400	902.400	855.024	618.144	333.888	-	-	-	-
15	Jumlah Biaya Bunga dan Beban Keuangan		522.228	1.599.008	1.759.228	1.956.298	2.151.319	2.212.586	2.295.052	2.412.232	2.967.045	3.649.466	3.831.939
16	<i>Interest tax shield</i>		130.557	399.752	439.807	489.075	537.830	553.147	573.763	603.058	741.761	912.366	957.985

No.	Keterangan	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	TV
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
17	Capital Cash Flow (12+16)		2.867.980	(37.195.854)	2.080.165	63.982.759	(238.254.718)	277.270.549	32.220.506	38.768.062	46.940.674	57.009.105	14.347.411
18	Discount rate		10,99%	10,99%	10,99%	10,99%	10,99%	10,99%	10,99%	10,99%	10,99%	10,99%	10,99%
19	Discount factor		0,9010	0,8118	0,7314	0,6590	0,5938	0,5350	0,4821	0,4343	0,3913	0,3526	0,3177
20	Nilai sekarang		2.584.069	(30.196.062)	1.521.533	42.167.176	(141.475.405)	148.344.370	15.532.007	16.838.259	18.369.626	20.101.251	4.558.063
21	Jumlah nilai sekarang	98.344.886											

Sumber: Data telah diolah kembali



2. Fleksibilitas penarikan fasilitas *commitment* memungkinkan untuk mengelola biaya bunga dan beban keuangan. Bunga pinjaman *CFL Loan* dibayar bulanan hanya dari fasilitas *commitment* yang digunakan pada tahun bersangkutan, dengan suku bunga 12% per tahun.
3. Periode pembayaran kembali fasilitas *commitment* yang berkisar antara empat (4) tahun hingga enam (6) tahun, yang lebih singkat dari jatuh tempo GSN yang 10 tahun. Pada saat yang sama, suku bunga *CFL Loan* yang lebih tinggi dari tingkat kupon GSN dan *CFL Loan* yang lebih cepat jatuh temponya menghasilkan *interest tax shield* yang lebih tinggi bagi *CFL Loan* pada tahun-tahun awal proyek di mana faktor diskontonya juga relatif lebih tinggi, yang secara bersama-sama menyebabkan jumlah nilai sekarang valuasi dengan menggunakan pendanaan *CFL Loan* menjadi lebih besar.

Terdapat sejumlah batasan-batasan asumsi terhadap perhitungan valuasi perusahaan dengan menggunakan pendanaan *CFL Loan* yaitu:

1. Pokok fasilitas *commitment* yang akan dibayar penuh pada tahun 2016 menyebabkann proyeksi Modal Kerja Bersih tahun 2019 menjadi negatif. Ini berarti pada tahun 2019, jumlah utang lancar bersih akan lebih besar dari pada aset lancar bersih perusahaan.
2. Tingkat pertumbuhan Penjualan Bersih dan tingkat rasio EBITDA terhadap Penjualan Bersih adalah sama dengan skenario perusahaan melakukan pendanaan menggunakan GSN. Padahal *CFL Loan* mengatur juga pembatasan-pembatasan untuk bertindak bagi peminjam, seperti batasan-batasan melakukan pembayaran-pembayaran tertentu, yang meliputi diantaranya pengumuman atau pembayaran dividen, pembelian, penebusan, pelepasan atau penebusan saham, tidak diizinkan untuk menerbitkan atau menjual modal saham atas anak perusahaan, tidak diizinkan untuk secara langsung atau tidak langsung, mengadakan, memperbaharui atau memperpanjang transaksi atau perjanjian dengan *beneficial holder* yang memiliki 10% atau lebih saham perusahaan atau afiliasinya, tidak dapat melakukan konsolidasi atau merger, menjual, menyerahkan, mengalihkan, menyewakan atau bahkan melepaskan semua atau secara substansial asetnya, kepada pihak lain, kecuali persyaratan tertentu dipenuhi. Batasan-batasan ini

memiliki potensi untuk menurunkan tingkat pertumbuhan Penjualan Bersih dan tingkat rasio EBITDA terhadap Penjualan Bersih.

4.5. Pembahasan Pendanaan Utang melalui Obligasi Luar Negeri dan Pinjaman Sindikasi

Meskipun perhitungan simulasi di atas menunjukkan bahwa nilai perusahaan, nilai ekuitas dan harga saham Adaro Energy akan menjadi lebih tinggi jika menggunakan pinjaman utang sindikasi dibandingkan dengan pendanaan melalui pasar obligasi publik untuk membiayai ekspansi atas infrastruktur Adaro Energy dan anak perusahaan untuk peningkatan kapasitas produksi batubara Adaro, terdapat pertimbangan-pertimbangan lain yang harus diperhitungkan dalam penentuan pemilihan sumber pendanaan utang dengan jumlah yang sangat besar.

Tabel 4.12 Perbandingan Kondisi Keuangan per 31 Desember 2008

No.	Keterangan	Per 31 Desember 2008		
		ADRO	BUMI	Perbandingan
1	Jumlah Aset Tetap (Rp Juta)	5.924.184	8.436.473	142,4%
2	Jumlah Aset (Rp Juta)	33.720.170	50.254.023	149,0%
3	Rasio Utang Neto/Ekuitas	54,00%	99,95%	185,1%
4	<i>Market-to-book ratio</i>	2,83x	1,54x	54,4%
5	<i>Current Debt/Total Debt</i>	18,30%	28,20%	154,1%

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan 2008, telah diolah kembali

Berdasarkan penelitian Altunbas *et al.* (2006), keputusan untuk memilih pinjaman sindikasi atau menerbitkan obligasi kepada pasar publik berkaitan erat dengan:

- tingkat aset tetap relatif terhadap total asset perusahaan;
- tingkat ukuran perusahaan;
- *financial leverage*;
- tingkat peluang pertumbuhan perusahaan tersebut; dan
- porsi utang lancar terhadap total utang.

Tabel 4.12 merupakan ringkasan perbandingan kondisi keuangan per 31 Desember 2008 dari Adaro Energy dan Bumi Resources untuk keperluan analisis keputusan Adaro Energy memilih menerbitkan obligasi kepada pasar publik dan Bumi Resources menggunakan pinjaman sindikasi privat.

Pada bagian ini akan dibahas perbedaan kondisi keuangan Adaro Energy dan Bumi Resources yang berakibat kepada perbedaan pengambilan keputusan pendanaan yang bersifat utang untuk pembiayaan pengembangan infrastruktur mereka dalam meningkatkan kapasitas produksi batubara, di mana Adaro Energy menerbitkan obligasi luar negeri ke pasar publik Singapura sedangkan Bumi Resources menggunakan pinjaman sindikasi privat luar negeri, yaitu *Country Forest Limited*.

4.5.1. Jumlah Aset Tetap (*Renegotiation and Liquidation Concerns*)

Per tanggal 31 Desember 2008, Adaro Energy mencatatkan jumlah aset tetap sebesar Rp 5.924.184 juta sedangkan pada tanggal yang sama Bumi Resources memiliki jumlah aset tetap sebesar AS\$ 878.799.352 atau setara Rp 8.436.473 juta, yaitu 142% dari jumlah aset tetap Adaro Energy. Aset tetap lebih mudah untuk dijamin dalam hal pinjaman sindikasi daripada penerbitan utang kepada pasar publik. Aset tetap juga bisa diinterpretasikan sebagai sebuah *proxy* untuk nilai likuidasi (Esho *et al.*, 2001). Dibandingkan dengan pinjaman sindikasi, utang obligasi biasanya melibatkan banyak investor yang mempersulit untuk negosiasi ulang persyaratan kontrak utang, yang memiliki konsekuensi tersendiri. Selanjutnya, investor pasar utang publik, dibandingkan dengan bank, kurang memiliki kemampuan untuk membedakan pos-pos yang menyebabkan keasimetrisan informasi (*accounts of information asymmetries*) dalam keoptimalan melikuidasi atau memperbolehkan sebuah proyek dilanjutkan (Berlin & Loeys, 1988). Ini kadang digambarkan dalam kontrak utang obligasi korporat dalam bentuk baik *covenant* yang terlalu keras (yang bisa menyebabkan likuidasi dini dari proyek yang menghasilkan laba) atau *covenant* yang terlalu lunak (yang memungkinkan proyek yang tidak menguntungkan untuk berlanjut). Dalam hal pinjaman sindikasi, pemantauan yang lebih ketat membantu mengurangi proses

likuidasi yang tidak efisien, karena kreditor bank sindikasi memiliki informasi yang lebih akurat tentang karakteristik peminjam.

4.5.2. Jumlah Aset (Ukuran Perusahaan dan *Flotation Costs*)

Per tanggal 31 Desember 2008, Adaro Energy mencatatkan jumlah aset perusahaan sebesar Rp 33.720.170 juta sedangkan pada tanggal yang sama Bumi Resources melaporkan jumlah aset sebesar AS\$ 5.234.794.082 atau setara dengan Rp 50.254.023 juta, yaitu 1,5 x lebih besar dari jumlah aset Adaro Energy. Konsisten dengan penelitian Altunbas (2009) terhadap perusahaan-perusahaan swasta Eropa yang menyimpulkan bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung untuk menggunakan utang sindikasi daripada pasar obligasi perusahaan. Perusahaan yang lebih besar cenderung memilih pendanaan melalui utang sindikasi karena faktor proses penerbitan yang relatif lebih sederhana dan cepat serta fleksibel. Dalam pinjaman yang besar, seperti dalam kasus Bumi Resources yang membutuhkan pendanaan utang sebesar AS\$1.900 juta, Bumi Resources lebih memilih pinjaman sindikasi karena bank peserta sindikasi kemungkinan besar telah memiliki pengetahuan yang mendalam dari akumulasi kredit yang pernah diberikan kepada Bumi Resources.

Kesimpulan di atas juga sesuai dengan hasil penelitian sebelumnya tentang penerbitan obligasi korporat yang menunjukkan faktor ukuran skala yang memainkan peranan karena masalah administrasi hukum dan biaya tetap penerbitan utang kepada pasar publik Denis and Mihov (2003) and *Esho et al.* (2001). Penerbitan utang kepada publik memerlukan biaya emisi yang besar, yang termasuk di dalamnya komponen biaya yang bersifat tetap (*fixed cost*) dan dalam jumlah yang besar.

4.5.3. Rasio Utang Neto/Ekuitas (*Financial Leverage* dan Kredibilitas)

Per tanggal 31 Desember 2008, Bumi Resources memiliki rasio utang bersih terhadap ekuitas sebesar 99,95% sedangkan pada tanggal yang sama Adaro Energy memiliki rasio utang bersih terhadap ekuitas sebesar 54.00%. Bumi Resources memiliki *financial leverage* yang hampir dua kali lebih tinggi daripada

Adaro Energy, sehingga Bumi Resources lebih memilih menggunakan pinjaman sindikasi daripada penerbitan obligasi kepada pasar utang publik. Ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang menyimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat utang lebih tinggi cenderung untuk menerbitkan utang dalam pasar pinjaman sindikasi karena perusahaan yang memiliki tingkat utang yang tinggi akan memiliki potensi *financial distress* yang lebih tinggi sehingga memilih pinjaman sindikasi yang memungkinkan bank-bank peserta bisa memantau secara lebih mendalam kepada peminjam (Boot and Thakor, 2008).

Studi empiris sebelumnya yang dilakukan oleh Cantillo & Wright (2000) dan Denis & Mihov (2003) menginterpretasikan bahwa tingkat *financial leverage* yang tinggi sebagai sebuah faktor reputasi, sementara Esho *et al.* (2001) berargumentasi bahwa *leverage* yang lebih tinggi memberi sinyal adanya *financial distress* dan melaporkan keterkaitan yang negatif antara penerbitan surat utang kepada public dan *financial leverage*.

4.5.4. Market-to-Book Ratio (Opsi Pertumbuhan)

Pada tanggal 31 Desember 2008, Adaro Energy memiliki rasio nilai pasar terhadap nilai buku (*market-to-book ratio*) sebesar 2,83x sedangkan pada tanggal yang sama Bumi Resources memiliki rasio nilai pasar terhadap nilai buku sebesar 1,54x. Semakin besar nilai *market-to-book* mengindikasikan semakin tinggi ekspektasi investor terhadap arus kas masa mendatang perusahaan yang telah disesuaikan dengan tingkat risiko (*risk-adjusted investors' expectations*). Dalam hal *market-to-book* ini, Adaro Energy yang memiliki *market-to-book ratio* lebih tinggi memilih untuk menerbitkan obligasi luar negeri kepada pasar publik adalah konsisten dengan hasil penelitian Altunbas *et al.* (2009) bahwa perusahaan di Eropa yang dinilai lebih baik oleh pasar ekuitas cenderung untuk memilih pendanaan publik melalau pasar obligasi korporat. Sementara itu, pasar pinjaman sindikasi menjadi alternatif selanjutnya ketika peminjam tidak terlalu tinggi dinilai oleh pasar. *Market-to-book* ini mencakup pengaruh opsi pertumbuhan potensial dengan adanya investasi baru, di mana perusahaan dengan belanja investasi modal yang tinggi dan nyata, memberi sinyal pertumbuhan lebih lanjut, sehingga perusahaan itu lebih memprioritaskan pasar utang publik.

4.5.5. Current Debt/Total Debt Ratio (Potential Information Asymmetries)

Pada tanggal 31 Desember 2008, Adaro Energy memiliki porsi utang jangka pendek terhadap total pinjaman sebesar 18,3% sedangkan pada tanggal yang sama Bumi Resources memiliki porsi utang jangka pendek terhadap total pinjaman sebesar 28,2%. Semakin tinggi porsi utang jangka pendek terhadap total pinjaman maka semakin tinggi risiko potensial perusahaan terhadap risiko bangkrut dan *intensive scrutiny* oleh kreditor akibat risiko informasi asimetris yang lebih tinggi. Informasi asimetris terjadi karena manajer perusahaan lebih mengetahui tentang prospek, risiko, dan nilai perusahaan daripada investor dari luar. Keasimetrisan informasi karena *agency cost* yang berkaitan dengan masalah *moral hazard* bisa dimitigasi dengan melakukan pengawasan/monitoring yang aktif (Diamond, 1984 dan 1991). Berdasarkan penelitian Altunbas (2009) terhadap perusahaan-perusahaan swasta Eropa, menemukan keterkaitan antara tingkat *short-term debt* dan kemungkinan pinjaman melalui pasar obligasi. Semakin rendah tingkat *short-term debt* mengindikasikan semakin tinggi peluang melakukan pinjaman melalui pasar obligasi karena perusahaan cenderung akan lebih siap untuk menghadapi *intensive scrutiny* dari kreditor. Hasil ini dapat mengindikasikan bahwa perusahaan dengan tingkat risiko yang sangat tinggi mungkin harus memperoleh sumber pendanaan melalui penempatan utang privat (Cantillo & Wright, 2000; Chemmanur & Fulghieri, 1994).

4.6. Analisis Harga Saham Perusahaan di Bursa Efek Indonesia

4.6.1. Kejadian-kejadian yang Berpotensi Mempengaruhi Harga Saham Perusahaan

Berikut adalah tanggal-tanggal penting sekitar tanggal penerbitan *Guaranteed Senior Notes* yang berpotensi mempengaruhi harga saham perusahaan

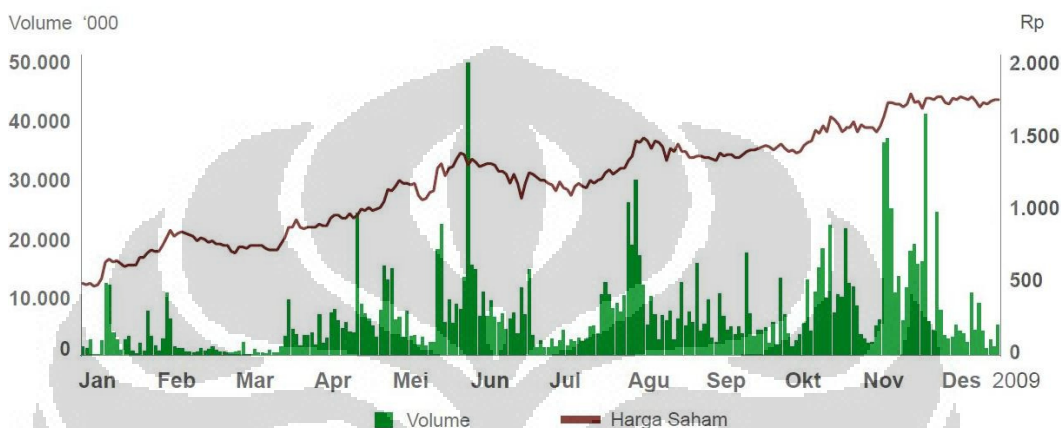
1. Pada tanggal 3 Juni 2009, Adaro Energy mengadakan RUPST dan menerima persetujuan untuk membagikan dividen sebesar Rp377 miliar, atau Rp11,8 per saham, atau 42,5% dari laba bersih Adaro Energy tahun 2008. Dividen dibagikan pada tanggal 11 September 2009.

2. Pada September 2009 www.bloomberg.com memberitakan bahwa Adaro Energy sedang mencari sumber pendanaan sebesar AS\$1 Miliar melalui obligasi atau pinjaman baru.
3. Pada September 2009 www.bloomberg.com memberitakan bahwa Adaro Energy berencana menjual obligasi sebanyak AS\$500 Juta.
4. Pada tanggal 2 Oktober 2009 Adaro Energy melakukan *press release* untuk mengumumkan penunjukan Credit Suisse Securities (Europe) Limited, DBS Bank Ltd. Dan UBS AG sebagai *joint bookrunners* untuk penerbitan *guaranteed senior notes*.
5. Pada tanggal 14 Oktober 2009 FinanceAsia memberitakan kisaran harga penjualan *guaranteed senior notes* sekitar 8%, +/- 25 bps dan terdapat pemesanan 6x *oversubscribed*.
6. Pada tanggal 19 Oktober 2009 FinanceAsia memberitakan bahwa permintaan internasional yang kuat terhadap Obligasi AS\$800 juta Adaro Energy dengan imbal hasil yang tinggi.
7. Pada tanggal 22 Oktober 2009 Adaro Indonesia menerbitkan *guaranteed senior notes* sebesar AS\$800 juta, dengan *coupon rate* sebesar 7,625% yang jatuh tempo di tahun 2019.
8. Pada tanggal 30 Desember 2009, Adaro Energy juga membayarkan dividen interim sebesar Rp384 miliar atau Rp12 per saham, berdasarkan laba bersih Adaro Energy untuk periode sembilan bulan yang berakhir pada tanggal 30 September 2009.

Pada kuartal terakhir tahun 2009, selain penerbitan *guaranteed senior notes*, terdapat berita penting yang berpengaruh terhadap harga saham Adaro Energy berupa pengumuman dan pembayaran (1) dividen tunai final yang berasal dari laba bersih Adaro Energy tahun 2008, dan (2) dividen interim dari laba periode sembilan bulan yang berakhir pada tanggal 30 September 2009. Jika tidak ada kejadian penting lainnya, setelah pembayaran dividen maka harga saham cenderung akan melakukan penyesuaian dengan mengalami penurunan.

4.6.2. Pergerakan Harga Saham dan Volume Transaksi 2009

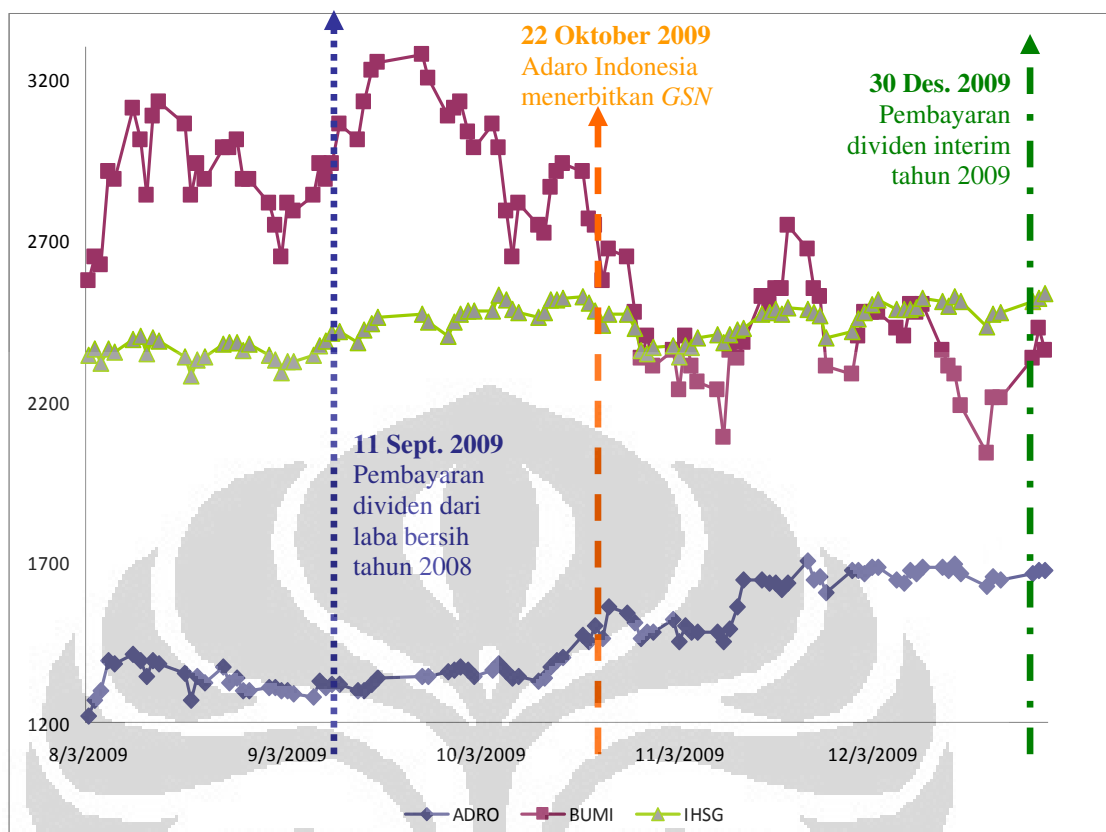
Jika memperhatikan pergerakan harga saham selama tahun 2009, harga saham Adaro Energy memiliki tren yang terus meningkat. Dengan harga terendah Rp 880 pada triwulan pertama dan harga tertinggi sepanjang tahun 2009 adalah Rp 1.701 pada triwulan terakhir dan diakhiri dengan harga penutupan Rp 1.674 pada 30 Desember 2009.



Gambar 4.4 Pergerakan Harga Saham dan Volume Transaksi 2009

Sumber: Laporan Tahunan Adaro Energy 2009

Pengamatan pergerakan harga saham dilakukan untuk periode dua bulan sebelum dan sesudah penerbitan *Guaraanteed Senior Notes*, yaitu periode Agustus – Desember 2009. Pada periode ini, saham Adaro Energy diperdagangkan pada harga rata-rata Rp1.462 dengan harga terendah Rp 1220 pada 3 Agustus 2009 dan harga tertinggi Rp1.701 pada 23 November 2009. Gambar 4.4 menunjukkan tren pergerakan harga saham Adaro Energy (“ADRO”) cenderung mengikuti pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (“IHSG”) yang juga mengalami kenaikan. Pada bulan Desember 2009, IHSG meningkat secara signifikan sebesar 87% dibandingkan dengan tahun sebelumnya hingga mencapai angka 2.534. Tetapi pergerakan berbeda terlihat pada harga saham PT Bumi Resources Tbk (“BUMI”), perusahaan tambang batubara sejenis yang berfluktuasi mengalami kenaikan pada bulan September 2009 dan setelah itu mengalami tren penurunan hingga pertengahan Desember 2009.



Gambar 4.5 Pergerakan Harga Saham ADRO, BUMI, dan IHSG Agustus - Desember 2009

Sumber: Data telah diolah kembali

Meskipun pada lima bulan terakhir 2009 ini Adaro Energy melakukan pembayaran (1) dividen tunai final 2008 pada 11 September 2009, dan (2) dividen interim 2009 pada 30 Desember 2009, tetapi harga saham ADRO terus mengalami peningkatan. Dibandingkan dengan harga saham ADRO pada 3 Agustus 2009, harga penutupan bulan Agustus, September, Oktober, November, dan Desember 2009 adalah meningkat sebesar 7%, 13%, 21%, 37%, dan 37% secara berurutan (Tabel 4.11). Valuasi harga saham yang dilakukan oleh sejumlah perusahaan sekuritas juga cenderung merekomendasikan untuk “BELI” dengan harga valuasi yang terus meningkat hingga awal Januari 2010. Pada Tabel 4.13 terlihat bahwa valuasi harga saham sekitar Rp1.800 – Rp 1.950 pada Oktober - November 2009 dan meningkat pada sekitar Rp2.100 – Rp 2.450 pada awal Januari 2010. Hal ini menunjukkan bahwa ketika investor pasar modal mulai mendengar berita rencana Adaro Energy yang sedang mencari sumber pendanaan sebesar AS\$1 Miliar

melalui obligasi atau pinjaman baru pada September 2009 dan berita ini terus muncul hingga pada saat *press release* pada 2 Oktober 2009 hingga pada saat tanggal penerbitan 22 Oktober 2009 telah menyebabkan harga saham Adaro Energy naik. Kenaikan harga saham ini konsisten dengan studi yang telah dilakukan oleh Masulis (1980) yang menyimpulkan bahwa penerbitan surat utang cenderung untuk meningkatkan harga saham karena adanya hipotesis efek *corporate debt tax shield*.

Tabel 4.13 Harga Saham ADRO pada Periode Agustus – Desember 2009

Deskripsi	2009				
	Agustus	September	Oktober	November	Desember
Harga Saham (Rp)					
Tertinggi	1.391	1.374	1.557	1.701	1.693
Terendah	1.220	1.278	1.326	1.451	1.625
Penutupan	1.307	1.374	1.480	1.672	1.674
Perubahan dari harga pada 3 Agustus 2009 Rp1.220	7%	13%	21%	37%	37%

Sumber: Data telah diolah kembali

Tabel 4.14 Ringkasan Hasil Analisis Perusahaan Sekuritas yang Memantau Adaro Energy pada Tanggal Sekitar Penerbitan GSN

No.	Tanggal	Perusahaan Sekuritas	Nama Analis	Reko-mendasi	Valuasi Harga
1	13-Oct-09	PT Kresna Graha Sekurindo Tbk	ZULKARNAEN	Beli	Rp1.950
2	2-Nov-09	PT Etrading Securities	CHANDRA KASIH	Beli	Rp1.800
3	8-Jan-10	Batavia Prosperindo Sekuritas	WINOTO	Beli	Rp2.100
4	8-Jan-10	Ciptadana Sekuritas	DARMAJI	Beli	Rp2.450
5	11-Jan-10	Optima Kharya	BUDIMAN	Beli	Rp2.450
6	13-Jan-10	CLSA Pacific Markets	SOLIHIN	Beli	Rp2.450

Sumber: Laporan Tahunan Adaro Energy 2010

BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil perhitungan dan sejumlah analisis yang telah dilakukan maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. PT Adaro Energy Tbk ("Adaro Energy") yang telah memiliki satu pinjaman sindikasi sebesar AS\$750 juta dan dua fasilitas *senior credit* dan *term loan* dengan jumlah total AS\$315 juta, memutuskan untuk menerbitkan obligasi luar negeri *guaranteed senior notes* sebesar AS\$800 juta untuk membiayai ekspansi infrastruktur Adaro Energy dan anak perusahaan, dalam rangka mendukung peningkatan kapasitas produksi batubara Adaro pada 22 Oktober 2009. Satu bulan sebelumnya, PT Bumi Resources Tbk ("Bumi Resources"), perusahaan pertambangan batubara pesaing Adaro Energy, yaitu pada 18 September 2009 menandatangani perjanjian pinjaman sindikasi dari sebuah lembaga pembiayaan yang dimiliki China Investment Corporation berupa fasilitas kredit sebesar AS\$1,9 milyar. Bumi Resources yang memiliki ukuran bisnis dan aset yang lebih besar, memiliki rasio utang yang lebih tinggi dengan proporsi aset tetap terhadap total aset yang lebih tinggi tapi memiliki opsi pertumbuhan yang lebih kecil lebih memilih menggunakan pinjaman sindikasi dibandingkan dengan pendanaan obligasi. Adaro Energy melakukan pendanaan melalui penerbitan obligasi dari pasar utang publik didukung oleh kondisi keuangannya di mana porsi utang jangka pendek yang relatif rendah sehingga kemungkinan bisa memuaskan pengamatan pasar yang ekstensif terhadap kondisi keuangan perusahaan, tapi sekaligus juga memberikan peluang pertumbuhan yang lebih besar.
2. Nilai perusahaan Adaro Energy akan menjadi lebih tinggi jika Adaro Energy menggunakan instrumen utang melalui pinjaman sindikasi untuk mendukung peningkatan kapasitas produksi batubara, dibandingkan jika menggunakan pendanaan melalui pasar obligasi public karena hal berikut ini:
 - Dengan jumlah pendanaan total yang sama, pinjaman sindikasi yang terdiri dari beberapa fasilitas *commitment* yang dapat ditarik secara

terpisah bisa digunakan untuk mengatur arus kas perusahaan agar tetap positif ketika melaksanakan belanja modal sehingga *free flow to equity* bisa dijaga untuk tetap positif pada periode awal setelah penerimaan pinjaman.

- Fleksibilitas penarikan fasilitas *commitment* memungkinkan untuk mengelola biaya bunga dan beban keuangan pada periode pinjaman.
 - Jangka pembayaran kembali fasilitas *commitment* tersebut lebih pendek, yaitu berkisar antara empat tahun hingga enam tahun dan memiliki tingkat bunga yang lebih tinggi sehingga menghasilkan *interest tax shield* yang lebih tinggi pada tahun-tahun awal proyek di mana faktor diskonto pada periode ini relatif lebih tinggi, yang secara bersama-sama menyebabkan jumlah nilai sekarang *free flow to equity* menjadi lebih besar pula.
3. Ketika investor di Bursa Efek Indonesia mulai mendapatkan informasi dari media massa pada September 2009 bahwa Adaro Energy sedang mencari sumber pendanaan utang melalui penerbitan obligasi atau pinjaman baru hingga saat muncul *press release* resmi dari Adaro Energy pada 2 Oktober 2009 dan pada saat penerbitan *guaranteed senior notes* pada 22 Oktober 2009 harga saham Adaro Energy terus mengalami peningkatan. Kenaikan harga saham ini konsisten dengan hipotesis efek *corporate debt tax shield* yang menyatakan bahwa meningkatnya nilai perusahaan yang memiliki utang adalah karena penambahan *interest tax shield*.

5.2. Keterbatasan Analisis

Beberapa keterbatasan dalam analisis ini adalah sebagai berikut:

1. Data-data perhitungan yang digunakan merupakan data-data yang tersedia kepada publik menggunakan basis perhitungan tahun 2008 dan selanjutnya dibuat proyeksi selama 10 tahun ditambah 1 tahun ke depan berdasarkan asumsi di tahun 2008 tersebut.
2. Alternatif pendanaan yang dilihat terbatas pada pinjaman bank sindikasi dan penerbitan obligasi luar negeri karena kedua alternatif pendanaan ini adalah yang tersedia untuk pembiayaan yang sangat besar ekspansi atas infrastruktur

Universitas Indonesia

Adaro Energy dan anak perusahaan, dalam rangka mendukung peningkatan kapasitas produksi batubara Adaro.

5.3. Saran

- **Bagi Grup Adaro Energy**

- a. Perhitungan valuasi perusahaan dalam analisis ini menggunakan asumsi tingkat pertumbuhan penjualan bersih yang tinggi secara terus menerus selama periode 10 tahun. Sehingga, untuk menjaga nilai perusahaan untuk tetap tinggi, Adaro Energy perlu menjaga pertumbuhan penjualan bersih yang tinggi sesuai dengan ekspektasi investor dengan memperhatikan bahwa Adaro memiliki cadangan batubara yang besar untuk mendukung pertumbuhan yang berkesinambungan dan kebutuhan batubara domestik dan global yang terus meningkat. Tingkat pertumbuhan yang baik ini kondusif untuk dilakukan karena Grup Adaro Energy dipersepsikan memiliki peluang pertumbuhan yang baik dari investor, melalui nilai *market-to-book* yang tinggi sehingga memungkinkan untuk penerbitan obligasi ke pasar utang publik. Total sumber daya batubara *on site* di daerah konsesi Adaro diperkirakan mendekati 3,5 miliar ton batubara yang dapat ditambang di permukaan, sehingga menjadikan Adaro sebagai produsen batubara terbesar dengan biaya penambangan yang murah, sehingga bisa menghasilkan EBIT yang tetap tinggi.
- b. Implikasi dari penerbitan obligasi ke pasar publik adalah Adaro Energy akan mendapat pengawasan yang lebih ketat dari publik. Dalam hal ini, Adaro Energy perlu terus meningkatkan transparansi yang lebih baik, yang akan meningkatkan pemahaman yang lebih baik dari para pemegang obligasi Adaro Energy tentang perkembangan yang terjadi. Transparansi juga merupakan bentuk pertanggungjawaban kepada publik sehingga kinerja baik Adaro Energy bisa dapat segera diketahui oleh investor, mendapatkan ulasan yang lebih luas sehingga memberikan nilai pemegang saham yang lebih tinggi.
- c. Adaro Energy dapat mempertimbangkan alternatif pendanaan utang sindikasi untuk melakukan pembiayaan yang sangat besar untuk proyek jangka panjang lainnya ketika ukuran bisnis dan aset tetap Adaro Energy menjadi sangat besar dan pada saat pilihan pertumbuhan penjualan bersih yang semakin terbatas

karena pendanaan utang sindikasi cenderung menghasilkan nilai perusahaan yang lebih tinggi.

- **Bagi perusahaan swasta Indonesia yang membutuhkan sumber pendanaan utang dalam jumlah besar dengan jangka waktu menengah dan panjang**
 - a. Dalam mempertimbangkan sumber pendanaan untuk sebuah proyek, perusahaan dapat memperoleh dari berbagai macam sumber dengan tingkat biaya modal yang berbeda-beda. Perusahaan dapat menggunakan seluruhnya dari dana perusahaan sendiri (*unlevered*) maupun mengkombinasikan dana perusahaan dengan sebagian pendanaan dari pihak ketiga dalam bentuk utang (*levered*). Keputusan penentuan sumber pendanaan tersebut harus bisa memaksimalkan nilai perusahaan. Jadi, manajer perusahaan seharusnya memilih struktur modal yang optimal untuk menghasilkan nilai perusahaan yang tertinggi karena struktur modal tersebut akan sangat menguntungkan bagi pemegang saham perusahaan.
 - b. Perusahaan dapat memahami bahwa keputusan pendanaan dengan menggunakan instrumen utang (*leverage*) dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan adanya *interest tax shield*, sehingga nilai perusahaan yang memiliki utang adalah penambahan *interest tax shield* tersebut terhadap nilai perusahaan itu jika tidak berutang (*unleverage*). Perusahaan publik yang sedang mempertimbangkan sumber pendanaan melalui utang perlu mengetahui bahwa penerbitan surat utang cenderung untuk meningkatkan harga saham karena adanya hipotesis *efek corporate debt tax shield*.
 - c. Perusahaan yang hendak mendapatkan sumber pendanaan utang harus menyadari bahwa terdapat batasan-batasan di mana perusahaan dapat memperoleh keuntungan keuangan dari penggunaan utang (*financial leverage*). Batasan-batasan itu adalah adanya biaya-biaya *financial distress* berupa risiko bangkrut atau biaya bangkrut.
 - d. Meskipun penggunaan pinjaman sindikasi memberikan hasil nilai perusahaan yang lebih tinggi, perusahaan yang hendak mendapatkan pinjaman sindikasi perlu mempertimbangkan kondisi perusahaan dalam hal ukuran perusahaan, *financial leverage*, kemampuan menghasilkan laba, dan jumlah aset tetap yang

dimiliki. Pinjaman sindikasi biasanya juga memasukkan pembatasan-pembatasan untuk bertindak bagi peminjam, seperti batasan-batasan melakukan pembayaran-pembayaran tertentu, yang meliputi diantaranya pengumuman atau pembayaran dividen, pembelian, penebusan, pelepasan atau penebusan saham, tidak diizinkan untuk menerbitkan atau menjual modal saham atas anak perusahaan, tidak diizinkan untuk secara langsung atau tidak langsung, mengadakan, memperbaharui atau memperpanjang transaksi atau perjanjian dengan *beneficial holder* yang memiliki kepemilikan saham dalam jumlah tertentu perusahaan atau afiliasinya, tidak dapat melakukan konsolidasi atau merger, menjual, menyerahkan, mengalihkan, menyewakan atau bahkan melepaskan semua atau secara substansial asetnya, kepada pihak lain, kecuali persyaratan tertentu dipenuhi.

- e. Perusahaan yang mempertimbangkan penggunaan obligasi luar negeri perlu memperhatikan kondisi keuangan perusahaan saat ini, terutama dalam porsi utang jangka pendek, kesiapan untuk melayani monitoring dan pengamatan pasar yang ekstensif terhadap kondisi keuangan perusahaan, dan investor terus mengekspektasikan bahwa perusahaan terus memiliki peluang pertumbuhan yang besar.

- **Bagi Otoritas Jasa Keuangan**

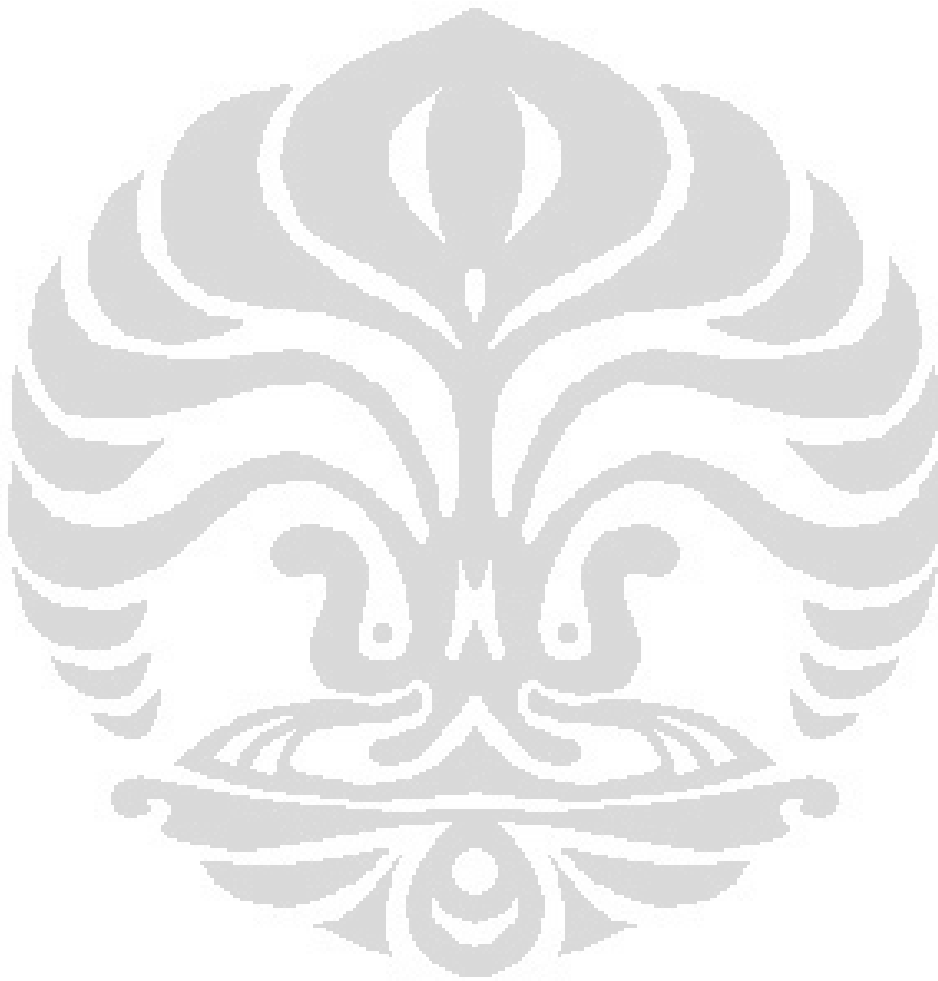
Otoritas Jasa Keuangan yang memiliki wewenang untuk mengatur penerbitan obligasi korporat di pasar utang publik seharusnya meningkatkan integrasi pasar obligasi domestik dengan pasar modal global agar bisa memberikan akses kepada perusahaan terhadap sumber dana baru yang murah, selain yang tersedia pada pasar domestik, sehingga perusahaan tersebut bisa menjalankan proyek-proyek dalam jangka lebih panjang dan lebih fleksibel untuk melakukan investasi untuk perbaikan dan perluasan infrastruktur dan kapasitas produksi.

DAFTAR REFERENSI

- Altunbas, Y., Gadanecz B., & Kara A. (2006). *Syndicated loans: A hybrid of relationship lending and publicly traded debt*. New York: Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions Series. International Edition.
- Altunbas, Y., Kara, A., & Marqués-Ibáñez, D. (2009). Large debt financing syndicated loans versus corporate bonds. *European Central Bank Working Paper Series*, 1028, 9-10, 17-28.
- Baker & McKenzie. (2012). *Cross-border listings handbook 2012: A multi-jurisdictional guide to listing securities abroad*. Chicago: Author.
- Bank Indonesia, Investor Relations Unit (2012). Indonesia Sovereign Rating. January 21, 2012. <http://www.bi.go.id/web/en/Publikasi/Investor+Relation+Unit/Market+Data+dan+Info/Indonesian+Sovereign+Rating/>
- Barclay, M., & Smith, C. (1995). The maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance*, 50, 609- 31.
- BEN/IDR/WHY (2012, January 19). Moody's naikkan peringkat utang RI. *Kompas*.
- Berlin, M. & Loeys, J. (1988). Bond covenants and delegated monitoring. *Journal of Finance*, 43, 397-12.
- Black, S. & Munro, A. (2010). Why issue bonds offshore? *Bank for International Settlements (BIS) Working Papers No. 334*, 1, 23.
- Blackwell, D., & Kidwell, D. (1988). An investigation of cost differences between sales and private placements of debt. *Journal of Financial Economics*, 22, 253-78.
- Blum, W. & Kaplan, S. (1974). The absolute priority doctrine in corporate reorganizations. *University of Chicago Law Review* 41, 273-313.
- Bodie, Z., Kane A., & Marcus A.J., (2009). *Investments* (8th ed.), New York: the McGraw-Hill Companies. International Edition.
- Boot, A. W. & Thakor, A. V. (2008). The accelerating integration of banks and markets and its implications for regulation. *Amsterdam Center for Law & Economics Working Paper No. 2008-02*
- BP. (2010). *BP Statistical Review of World Energy June 2010*, Washington, DC: Author.
- Cantillo, M., & Wright, J. (2000). How do firms choose their lenders? An empirical investigation. *Review of Financial Studies*, 13, 155-89.
- Chemmanur, T., & Fulghieri, P. (1994). Reputation, renegotiation, and the choice between bank loans and publicly traded debt. *Review of Financial Studies*, 1, 475-506.

- Damodaran A. (2010). An Introduction to Valuation. Presentation Hands Out, Class of Falls 2010. <http://theopenacademy.com/sites/default/files/oadb/Social%20Sciences/Business/Valuation%20%20NYU%20%20Aswath%20Damodaran%20%20BYNCSA/Notes/Course%20Notes/Approaches%20to%20Valuation.pdf>
- Denis, D., & Mihov, V. (2003). The choice among bank debt, non-bank private debt and public debt: Evidence from new corporate borrowings. *Journal of Financial Economics*, 70, 3-28.
- Diamond, D. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, 51, 393-414.
- Diamond, D. (1991). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, 99, 689-21.
- Eiteman, D. K., Stonehill, A. I., & Moffett, M. H. (2010). *Multinational Business Finance* (12th ed.), Massachusetts: Pearson Education Inc. Global Edition.
- Esho, N., Lam, Y., & Sharpe, I.G. (2001). Choice of financing source in international debt markets. *Journal of Financial Intermediation*, 10, 276-305.
- Grant, A. (2011). Memungkinkan yang tidak mungkin cikal bakal penambangan batubara di Indonesia: Sejarah awal, *Laporan Tahunan PT Adaro Energy Tbk 2010*, p. 68-69.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- JP Morgan Latin American Equity Research (2004). Petrobras: A Diamond in the Rough, Washington, DC: Author, 26-27.
- Masulis, R. W. (1980). *The effect of capital structure change on security prices: a study of exchange offers*, Ph.D Dissertation. Chicago, IL: University of Chicago.
- O'Neil W.J. (1995). *How to Make Money in Stocks* (2nd ed.), New York: McGraw-Hill, Inc.
- PricewaterhouseCoopers (2011). *Mining in Indonesia: Investment and taxation guide*. Jakarta: Author. www.pwc.com/id.
- PT Adaro Energy Tbk. (2011). *Laporan keuangan konsolidasian PT Adaro Energy Tbk 31 Desember 2010 dan 2009*. Jakarta: Author.
- PT Adaro Energy Tbk (2011). *Adaro Energy membukukan pendapatan bersih yang tertinggi kedua sebesar AS\$2,72 miliar yang didukung oleh pertumbuhan produksi sebesar 4%*. Press Release. Jakarta: Author. p. 10.
- PT Adaro Energy Tbk. (2010). *Laporan keuangan konsolidasian PT Adaro Energy Tbk 31 Desember 2009 dan 2008*. Jakarta: Author.
- PT Adaro Energy Tbk. (2009). *Laporan keuangan konsolidasian PT Adaro Energy Tbk 31 Desember 2008 dan 2007*. Jakarta: Author.

- Qayum, K. (2012). Indonesian rupiah, bonds advance after Moody's ratings upgrade. January 21, 2012. <http://www.bloomberg.com/news/2012-01-19/indonesian-rupiah-trades-near-one-month-high-on-moody-s-upgrade.html>
- Ross, S. A., Westerfield, R.W., Jaffe, J., & Jordan, B.D. (2010). *Corporate Finance* (9th ed.). New York: McGraw-Hill Irwin.
- Scott, J. (1976). A theory of optimal capital structure, *Bell Journal of Economics and Management Science*, Spring, 33-54.



Lampiran 1: Neraca Konsolidasian 31 Desember 2008 dan 2007 yang Telah Diaudit

Sekilas Adaro	Dari Kami untuk Anda	Pengelola Adaro	Laporan Manajemen	Memiliki Adaro
PT ADARO ENERGY Tbk (DAHULU PT PADANG KARUNIA) DAN ANAK PERUSAHAAN				Lampiran 1/1
NERACA KONSOLIDASIAN				
31 DESEMBER 2008 DAN 2007				
(Dinyatakan dalam jutaan Rupiah, kecuali nilai nominal dan data saham)				
	<u>Catatan</u>	<u>2008</u>	<u>2007*</u>	
ASET LANCAR				
Kas dan setara kas	2a, 5	2.415.853	831.840	
Kas dan setara kas yang dibatasi penggunaannya - bagian jangka pendek	2a, 6	-	64.595	
Efek yang tersedia untuk dijual	2f, 7	1.096.081	1.734.330	
Piutang usaha, setelah dikurangi penyisihan piutang ragu-ragu sejumlah Rp nihil (2007: Rp nihil)				
- Pihak ketiga	2d, 8	2.116.295	1.153.572	
- Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	2d, 8, 38a	215.591	396.571	
Piutang lain-lain dari pihak ketiga		18.043	60.727	
Uang muka dan biaya dibayar dimuka	9	567.508	83.638	
Persediaan, setelah dikurangi penyisihan persediaan usang sejumlah Rp nihil (2007: Rp nihil)	2e, 10	304.670	238.148	
Pajak dibayar dimuka	2q, 37a	286.826	153.997	
Pajak yang bisa dipulihkan kembali	2q, 37b	709.722	210.171	
Biaya keuangan yang ditangguhkan, bersih - bagian jangka pendek	2h, 12	36.243	16.269	
Biaya yang ditangguhkan, bersih - bagian jangka pendek	2o	-	49.776	
Aset lancar lain-lain		<u>89.967</u>	<u>4.038</u>	
Jumlah aset lancar		<u>7.856.799</u>	<u>4.997.672</u>	
ASET TIDAK LANCAR				
Piutang lain-lain dari pihak yang mempunyai hubungan istimewa	2d, 38b	2.243	26.128	
Aset tetap, setelah dikurangi akumulasi penyusutan sejumlah Rp 1.964.951 (2007: Rp 1.364.994)	2h, 2i, 13	5.924.184	3.558.698	
Investasi pada perusahaan asosiasi	2f, 14	5.594	4.868	
Properti pertambangan, setelah dikurangi akumulasi amortisasi sejumlah Rp 255.349 (2007: Rp 46.593)	2b, 15	10.470.181	118.362	
Goodwill, setelah dikurangi akumulasi amortisasi sejumlah Rp 425.632 (2007: Rp 36.684)	2b, 16	9.128.419	1.225.532	
Biaya eksplorasi dan pengembangan yang ditangguhkan, setelah dikurangi akumulasi amortisasi sejumlah Rp 304.223 (2007: Rp 258.857)	2j, 11	97.651	86.828	
Pinjaman kepada pihak yang mempunyai hubungan istimewa	38c	-	4.498.016	
Biaya keuangan yang ditangguhkan, bersih - bagian jangka panjang	2h, 12	144.292	59.728	
Biaya yang ditangguhkan, bersih - bagian jangka panjang	2o	5.370	12.590	
Aset pajak tangguhan	2q, 37e	43.824	36.823	
Kas dan setara kas yang dibatasi penggunaannya - bagian jangka panjang	2a, 6	11.036	11.236	
Aset tidak lancar lain-lain		<u>30.577</u>	<u>52.202</u>	
Jumlah aset tidak lancar		<u>25.863.371</u>	<u>9.691.011</u>	
JUMLAH ASET		<u>33.720.170</u>	<u>14.688.683</u>	

* Disajikan kembali (lihat Catatan 4)

**PT ADARO ENERGY Tbk
(DAHULU PT PADANG KARUNIA) DAN ANAK PERUSAHAAN**

Lampiran 1/2

**NERACA KONSOLIDASIAN
31 DESEMBER 2008 DAN 2007**

(Dinyatakan dalam jutaan Rupiah, kecuali nilai nominal dan data saham)

	Catatan	2008	2007*
KEWAJIBAN LANCAR			
Pinjaman jangka pendek:			
- Hutang bank	19	876.000	447.045
- Pinjaman lain-lain dari pihak ketiga	20	-	191.677
Hutang usaha			
- Pihak ketiga	17	2.391.923	1.505.851
- Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	17, 38d	249.386	182.322
Hutang pajak	2q, 37c	1.151.214	1.020.045
Beban yang masih harus dibayar	18	265.093	306.127
Kewajiban jangka panjang yang akan jatuh tempo dalam satu tahun:			
- Hutang sewa pembiayaan	2k, 22	334.810	125.728
- Hutang bank	23	818.538	747.892
- Pinjaman lain-lain dari pihak ketiga	24	-	6.594
- Hutang derivatif	2s, 25	51.112	-
Hutang lancar lain-lain		7.051	1.237
Hutang royalti	21	576.500	583.452
Jumlah kewajiban lancar		6.721.627	5.117.970
KEWAJIBAN TIDAK LANCAR			
Hutang dari pihak yang mempunyai hubungan istimewa	38e	6.339	8.765
Kewajiban jangka panjang setelah dikurangi bagian yang akan jatuh tempo dalam satu tahun:			
- Hutang sewa pembiayaan	2k, 22	663.651	243.036
- Hutang bank	23	8.325.942	5.535.428
- Pinjaman lain-lain:			
- Pihak ketiga	24	-	23.753
- Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	38f	-	10.945
- Pinjaman subordinasi	26	-	94.190
- Hutang derivatif	2s, 25	157.633	-
Kewajiban pajak tangguhan	2q, 37f	3.144.306	473.922
Penyisihan imbalan karyawan	2p	56.657	50.195
Biaya pengupasan tanah yang masih harus dibayar	2m, 27	596.391	421.522
Jumlah kewajiban tidak lancar		12.970.919	6.861.756
HAK MINORITAS	2b, 28a	18.379	558.403
EKUITAS			
Modal saham - modal dasar 80.000.000.000 lembar (2007: 80.000.000.000 lembar) ditempatkan dan disetor penuh 31.985.962.000 lembar (2007: 20.624.780.000 lembar), dengan nilai nominal per saham Rp 100 (2007: Rp 100)	29	3.198.596	2.062.478
Tambahan modal disetor	2v, 30	10.732.663	-
Selisih kurs karena penjabaran laporan keuangan	2c	39.926	18.696
Selisih nilai transaksi restrukturisasi entitas sepengendali	2w, 31	(191.843)	325.119
Selisih perubahan ekuitas anak perusahaan dan perusahaan asosiasi	32	4.188	-
Cadangan nilai wajar		(196.426)	2.946
Laba ditahan/(akumulasi kerugian)		422.141	(258.685)
Jumlah ekuitas		14.009.245	2.150.554
JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS		33.720.170	14.688.683

* Disajikan kembali (lihat Catatan 4)

Lampiran 2:

**Laporan Laba-Rugi Konsolidasian untuk Tahun-tahun yang Berakhir pada
31 Desember 2008 dan 2007**

PT ADARO ENERGY Tbk (DAHULU PT PADANG KARUNIA) DAN ANAK PERUSAHAAN	Sekilas Adaro	Dari Kami untuk Anda	Pengelola Adaro	Laporan Manajemen	Memiliki Adaro
					Lampiran 2
LAPORAN LABA-RUGI KONSOLIDASIAN					
UNTUK TAHUN-TAHUN YANG BERAKHIR 31 DESEMBER 2008 DAN 2007					
(Dinyatakan dalam jutaan Rupiah, kecuali laba bersih per saham dasar)					
	<u>Catatan</u>	<u>2008</u>	<u>2007*</u>		
Pendapatan usaha	2r, 34	18.092.502	11.592.640		
Beban pokok pendapatan	2r, 35	(13.149.270)	(9.089.223)		
Laba kotor		4.943.232	2.503.417		
Beban operasi					
Penjualan dan pemasaran	2r, 36a	(528.316)	(173.173)		
Umum dan administrasi	2r, 36b	(203.058)	(77.725)		
Jumlah beban operasi		(731.374)	(250.898)		
Laba usaha		4.211.858	2.252.519		
Pendapatan/(beban) lain-lain					
Beban bunga dan keuangan		(616.310)	(1.725.928)		
Pendapatan bunga		47.933	610.722		
Kerugian pelepasan aset tetap	2h, 13	(3.059)	(1.489)		
Kerugian selisih kurs, bersih	2c	(455.357)	(167.799)		
Bagian rugi bersih dari perusahaan asosiasi	2f, 14	-	(20.541)		
Keuntungan penjualan anak perusahaan		95.203	-		
Keuntungan penjualan efek yang tersedia untuk dijual	2f, 7	48.798	-		
Biaya amortisasi goodwill	2b, 16	(360.233)	(32.027)		
(Beban)/pendapatan lain-lain, bersih		(44.129)	31.568		
		(1.287.154)	(1.305.494)		
Laba sebelum pajak penghasilan		2.924.704	947.025		
Beban pajak penghasilan	2q, 37d	(1.601.976)	(656.927)		
Laba dari aktivitas normal		1.322.728	290.098		
Pos luar biasa, bersih setelah pajak	44	(372.741)	-		
Laba sebelum laba sebelum akuisisi		949.987	290.098		
Laba sebelum akuisisi		(126.390)	(38.048)		
Laba sebelum hak minoritas		823.597	252.050		
Hak minoritas atas rugi/(laba) bersih anak perusahaan	2b, 28b	63.601	(163.516)		
Laba bersih		887.198	88.534		
Laba bersih per saham dasar	2t, 39	35	62		

* Disajikan kembali (lihat Catatan 4)

Lampiran 3: Ikhtisar Keuangan Lima Tahun 2004 – 2008

Sekilas Adaro

Dari Kami untuk Anda

Pengelola Adaro

Laporan Manajemen

Memiliki Adaro

Ikhtisar Keuangan Lima Tahun

PT Adaro Energy Tbk	2004	2005	2006	2007	2008
Ikhtisar Keuangan Penting (dalam jutaan Rupiah)					
Modal Kerja Bersih	(67.526)	998.572	86.562	(120.298)	1.135.172
Jumlah Aset	158.599	13.853.244	13.343.393	14.688.683	33.720.170
Jumlah Kewajiban	167.453	13.109.053	12.372.336	11.979.726	19.692.546
Pinjaman Berbunga	166.246	10.138.968	9.630.632	7.426.288	11.038.941
Jumlah Ekuitas	(9.941)	305.837	387.021	2.150.554	14.009.245
Penjualan Bersih	-	7.174.651	9.748.068	11.592.640	18.092.502
Beban Pokok Pendapatan	-	5.836.588	7.787.558	9.089.223	13.149.270
Laba Kotor	-	1.338.063	1.960.510	2.503.417	4.943.232
Laba Operasi	(1.641)	1.174.501	1.741.214	2.252.519	4.211.858
EBITDA	(1.303)	1.172.836	1.906.251	2.423.090	4.454.674
Laba Bersih	(2.106)	65.892	141.133	88.534	887.198
Rata-rata tertimbang jumlah saham biasa yang beredar	12.500	482.927	1.436.280	1.436.280	25.469.531
Laba Bersih per Saham (Rp/saham)	(163)	136	98	62	35
Belanja Modal	50.764	914.247	897.197	914.312	2.200.916
Arus Kas Operasi	(44.986)	(201.004)	464.093	2.990.704	678.382
Arus Kas Bersih	(95.769)	(988.406)	(198.520)	2.339.934	791.984
Rasio Keuangan					
Marjin Kotor	n.a.	19%	20%	22%	27%
Marjin Operasi	n.a.	16%	18%	19%	23%
Marjin Laba bersih	n.a.	1%	1%	1%	5%
Imbal Hasil Aktiva (ROA)	-1,3%	0,5%	1,1%	0,6%	2,6%
Imbal Hasil Ekuitas (ROE)	21,2%	21,5%	36,5%	4,1%	6,3%
Imbal Hasil Modal (ROIC)	-1,3%	0,5%	1,1%	0,7%	6,3%
Rasio Cepat (<i>Quick Ratio</i>)	0,03x	0,83x	0,64x	0,85x	0,92x
Rasio Hutang Terhadap Aset	1,05x	0,45x	0,45x	0,51x	0,33x
Rasio Hutang Bersih terhadap Modal	n.a.	27,7x	22,9x	2,3x	0,5x
Rasio Hutang Bersih terhadap EBITDA	n.a.	7,2x	4,7x	2,0x	1,7x
Statistik Operasi					
Volume Penjualan Konsolidasi ('000 ton)	-	26.298	34.720	37.550	41.099
Produksi ('000 ton)	-	26.613	34.285	36.078	38.524
Biaya Tunai, Tidak Termasuk Royalti (AS\$/ton)	-	20,2	21,6	23,6	28,8

Catatan:

2004: Didirikan pada Juli 2004. Perusahaan masih dalam tahap Pra-Operasi. Laporan keuangan dari Anak-Anak Perusahaan utama belum dikonsolidasikan.
2007: Disajikan kembali untuk mencerminkan pembelian tambahan kepemilikan SIS, ATA dan MSW yang dibuat dengan menggunakan metode penyatuan kepemilikan (*pooling of interests*) dan penyesuaian beban Pajak Penghasilan Badan untuk tahun pajak 2004, 2005, 2006 dan 2007 karena adanya perbedaan interpretasi peraturan perpajakan sehubungan dengan transaksi *Leveraged Buyout*. Laporan keuangan tahun-tahun sebelumnya yang disajikan di atas tidak mencerminkan efek dari penyajian kembali ini.