



UNIVERSITAS INDONESIA

ANALISIS VALUASI HARGA SAHAM MENGGUNAKAN METODE
FREE CASH FLOW TO EQUITY DAN *DIVIDEND DISCOUNT MODEL*
STUDI KASUS: PT. INDOCEMENT TUNGGAL PRAKARSA, Tbk

TESIS

CHARLIE TJANDRA

1006793151

FAKULTAS EKONOMI
MAGISTER MANAJEMEN

JAKARTA

JUNI 2012



UNIVERSITAS INDONESIA

ANALISIS VALUASI HARGA SAHAM MENGGUNAKAN METODE
FREE CASH FLOW TO EQUITY DAN *DIVIDEND DISCOUNT MODEL*
STUDI KASUS: PT. INDOCEMENT TUNGGAL PRAKARSA, Tbk

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen

CHARLIE TJANDRA

1006793151

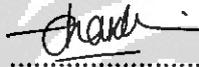
FAKULTAS EKONOMI
MAGISTER MANAJEMEN
MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
JUNI 2012

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : CHARLIE TJANDRA

NPM : 1006793151

Tanda Tangan : 

Tanggal : 25 Juni 2012

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh

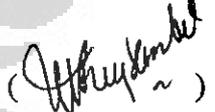
Nama : Charlie Tjandra
NPM : 1006793151
Program Studi : Manajemen Keuangan
Judul Tesis : **Analisis Valuasi Harga Saham Menggunakan Metode *Free Cash Flow to Equity* dan *Dividend Discount Model* Studi Kasus: PT. Indocement Tungal Prakarsa, Tbk**

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 : Ir. Tedy Fardiansyah, M.M., CFP., FRM., ERMCP ()

Penguji : Rofikoh Rokhim, S.E., SIP., DEA., Ph.D ()

Penguji : Prof. Roy H. M. Sembel, Ph.D ()

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 25 Juni 2012

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Tuhan hanya dengan kasih karuniaNya penulis dapat menyelesaikan karya akhir ini, sebagai salah satu syarat guna mencapai gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia Fakultas Ekonomi.

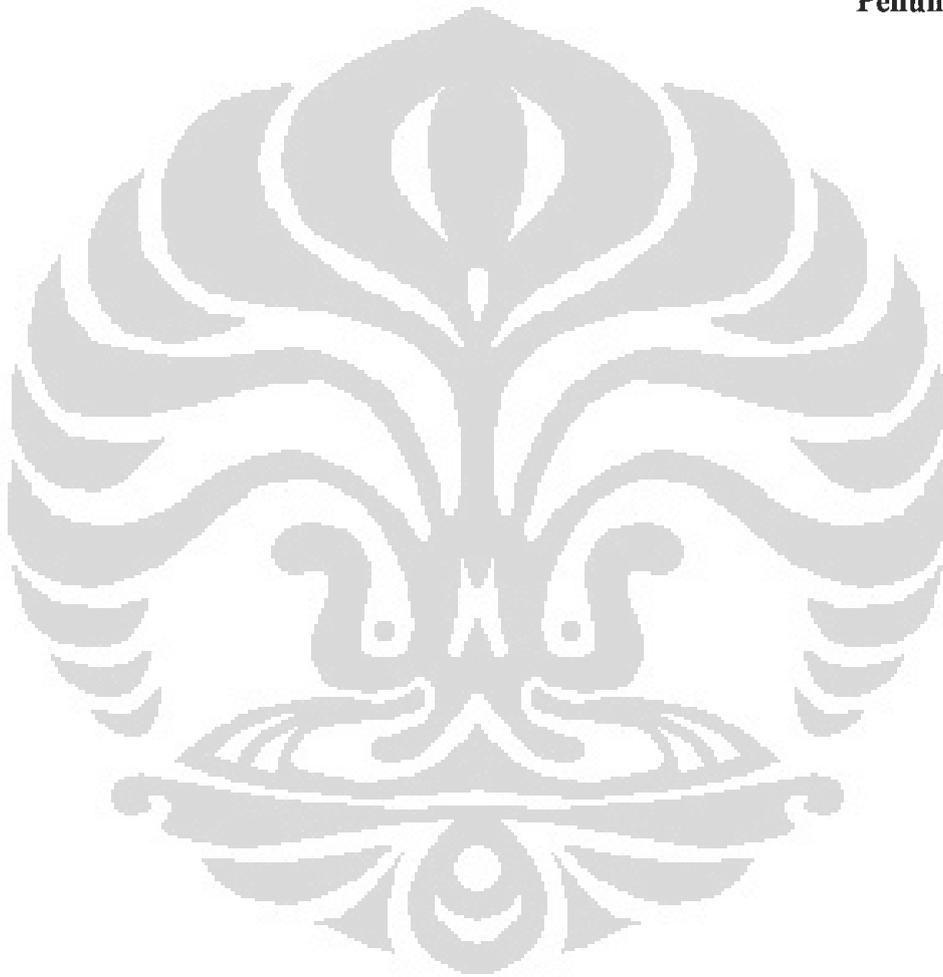
Dalam penulisan karya akhir ini, penulis banyak sekali dibantu oleh berbagai pihak, untuk itu dalam kesempatan ini, penulis ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak **Prof. Rhenald Kasali, PhD** selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia.
2. Bapak **Ir. Tedy Fardiansyah, MM, CFP, FRM, ERMCP** selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk mengarahkan penulis dalam penyusunan karya akhir ini.
3. Staf dosen dan pengajar Magister Manajemen Universitas Indonesia yang telah memberikan bekal ilmu pengetahuan dan berbagi pengalamannya kepada penulis.
4. Seluruh staf perpustakaan yang dengan sabar membantu penulis dalam penyusunan karya akhir ini.
5. Seluruh staf akademik pendidikan, labkom dan semua petugas lainnya yang telah membantu dan memberikan dukungan.
6. Kakak serta istri tercinta, **Elly Christina**, yang senantiasa memberikan masukan, semangat serta dukungan kepada penulis dalam menyelesaikan kuliah di Magister Manajemen Universitas Indonesia. Karya Akhir ini juga kupersembahkan kepada putriku tersayang **Charmaine Dominique Tjandra**.
7. Teman-teman MMUI angkatan 2010 F101 untuk kekompakannya serta pihak-pihak lain yang tidak dapat disebut satu persatu.

Akhir kata, penulis menyadari bahwa karya akhir ini memiliki kekurangan dan jauh dari sempurna, tetapi kiranya dapat bermanfaat bagi para pembaca.

Jakarta, 25 Juni 2011

Penulis



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

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

Nama : Charlie Tjandra
NPM : 1006793151
Program Studi : Manajemen Keuangan
Departemen : Magister Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karta : Tesis

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

Analisis Valuasi Harga Saham Menggunakan Metode *Free Cash Flow to Equity*
dan *Dividend Discount Model* Studi Kasus: PT Indocement Tunggul Prakarsa,
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 : 25 Juni 2012
Yang Menyatakan



(Charlie Tjandra)

ABSTRAK

Nama : Charlie Tjandra
Program Studi : Manajemen Keuangan
Judul : Analisis Valuasi Harga Saham Menggunakan Metode *Free Cash Flow to Equity* dan *Dividend Discount Model* Studi Kasus: PT Indocement Tunggul Prakarsa, Tbk

Dengan kondisi perekonomian dunia yang semakin tidak menentu dengan terjadinya krisis ekonomi di kawasan Eropa, tentunya sebagai seorang investor harus selalu berhati-hati dalam melakukan investasi terutama di pasar modal. Secara keseluruhan penelitian ini bertujuan untuk mengetahui nilai intrinsik saham perusahaan PT Indocement Tunggul Prakarsa, Tbk. Metode yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan *free cash flow to equity* dan *dividend discount model* dengan masing-masing dihitung berdasarkan dua kondisi. Hasil yang diperoleh dari perhitungan tersebut kemudian dibandingkan dengan kondisi harga pasar saham perusahaan saat ini apakah dalam kondisi *overvalued* atau *undervalued*.

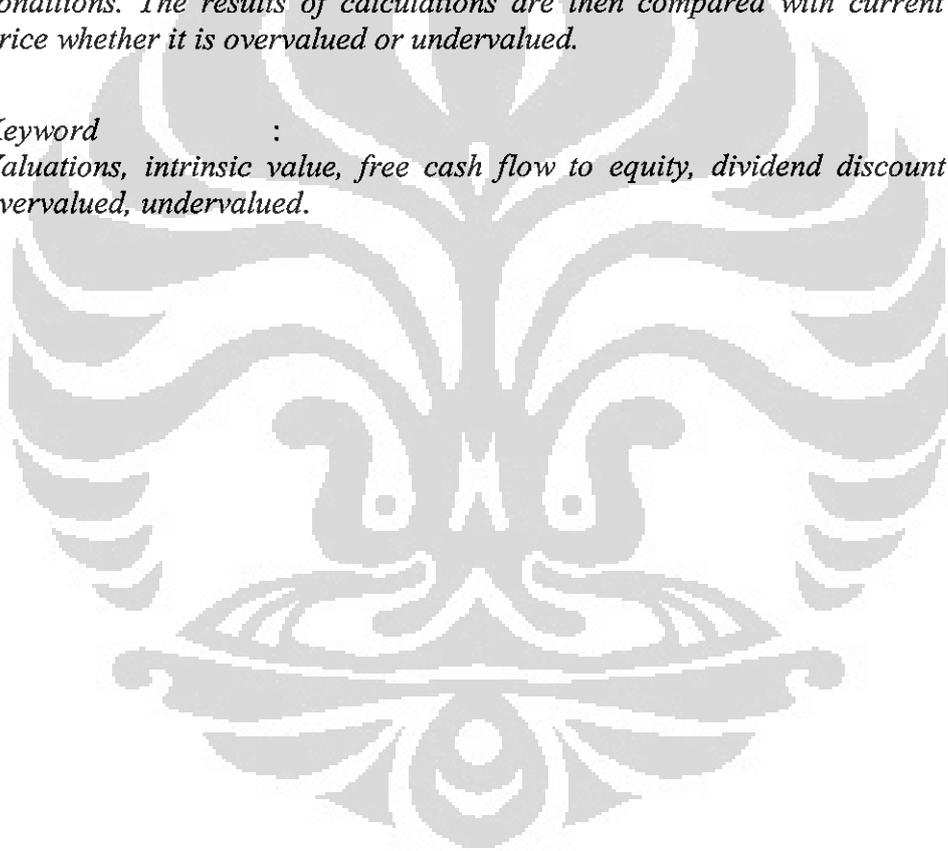
Kata kunci :
Valuasi, nilai intrinsik, *free cash flow to equity*, *dividend discount model*, *overvalued*, *undervalued*.

ABSTRACT

Name : Charlie Tjandra
Study Program : Magister of Management
Title : *Stock Price Valuation Using Free Cash Flow to Equity and Dividend Discount Model. Case Study: PT Indocement Tungal, Tbk.*

With increasing uncertainty of the world economy because the economic crisis in Europe, an investor should always be careful in investing primarily in equity markets. Overall, the study aims to determine the intrinsic value of the shares of PT Indocement Tungal Prakarsa, Tbk. Valuation method used in this study are free cash flow to equity and dividend discount model and each using two conditions. The results of calculations are then compared with current market price whether it is overvalued or undervalued.

Keyword : Valuations, intrinsic value, free cash flow to equity, dividend discount model, overvalued, undervalued.



DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS	vi
ABSTRAK	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR RUMUS	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
1. PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah	9
1.3 Tujuan Penelitian	10
1.4 Pembatasan Masalah.....	10
1.5 Metode Penelitian	10
1.6 Sistematika Penulisan	11
2. LANDASAN TEORI.....	13
2.1 Valuasi	13
2.2 Analisis Makro Ekonomi	14
2.2.1 Produk Domestik Bruto (PDB).....	14
2.2.2 Tingkat Inflasi.....	15
2.2.3 Tingkat Suku bunga	17
2.2.4 Nilai Tukar Rupiah.....	18
2.3 Analisis Industri	19
2.3.1 Persaingan antar perusahaan dalam Industri.....	20
2.3.2 Ancaman pendaatang baru.....	22
2.3.3 Ancaman Produk Substitusi	23
2.3.4 Kekuatan Tawar-menawar pembeli	23

2.3.5 Kekuatan Tawar-menawar Penjual	24
2.4 Penilaian Harga Saham	24
2.4.1 Estimasi <i>Discount Rates</i>	24
2.4.1.1 <i>Cost of Equity</i>	25
2.4.1.2 <i>Cost of Debt</i>	29
2.4.1.3 <i>Weighted Average Cost of Capital</i>	31
2.4.2 Estimasi pertumbuhan (<i>Growth</i>).....	31
2.4.3 Estimasi <i>Cash Flow</i>	33
2.4.3.1 <i>Free Cash Flow to Equity</i> (FCFE).....	33
2.4.3.2 <i>Dividend Discount Model</i> (DDM)	33
2.5 Metode Valuasi	35
2.5.1 <i>Discounted Cash Flow Valuation Model</i>	36
2.6 Teknik Proyeksi Laporan Keuangan.....	38
3. GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN.....	40
3.1 Riwayat Singkat Perusahaan.....	40
3.2 Diversifikasi Usaha Perusahaan.....	41
3.3 Rencana Pengembangan ke Depan	43
3.4 Struktur Organisasi Perusahaan	44
3.5 Kinerja Perusahaan	44
3.5.1 Kegiatan Produksi	44
3.5.2 Kinerja Penjualan Perusahaan.....	47
3.5.3 Kinerja Keuangan Perusahaan	49
4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	55
4.1 Analisis Makro Ekonomi	55
4.1.1 Produk Domestik Bruto	56
4.1.2 Inflasi	59
4.1.3 Tingkat Suku Bunga.....	61
4.1.4 Nilai Tukar Rupiah.....	64
4.1.5 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).....	66
4.2 Produsen Semen Indonesia	69
4.2.1 Sejarah Singkat Produsen Semen Indonesia	70
4.2.2 Kapasitas Produksi Produsen Semen Indonesia.....	72
4.3 Porter's Five Competitive Forces Analysis.....	73

4.3.1 Persaingan antar produsen semen di Indonesia.....	73
4.3.2 Ancaman Pendetang Baru	73
4.3.3 Ancaman Produk Substitusi	75
4.3.4 Kekuatan Tawar-menawar Pembeli dan Penjual	75
4.4 Valuasi Perusahaan	75
4.4.1 Asumsi Dasar	76
4.4.2 Perhitungan <i>Cost of Equity</i>	76
4.4.3 <i>Free Cash Flow to Equity</i>	77
4.4.3.1 Asumsi Dalam Perhitungan FCFE	77
4.4.3.2 Hasil Proyeksi FCFE.....	78
4.4.3.3 <i>Discounted Cash Flow</i>	79
4.4.4 <i>Dividend Discount Model</i>	81
4.4.4.1 Asumsi Dalam Perhitungan DDM	81
4.4.4.2 Hasil Perhitungan <i>Dividend Discount Model</i>	82
4.4.5 Analisis Hasil	83
5. KESIMPULAN DAN SARAN	85
5.1 Kesimpulan	85
5.2 Saran	88
DAFTAR REFERENSI	89

DAFTAR TABEL

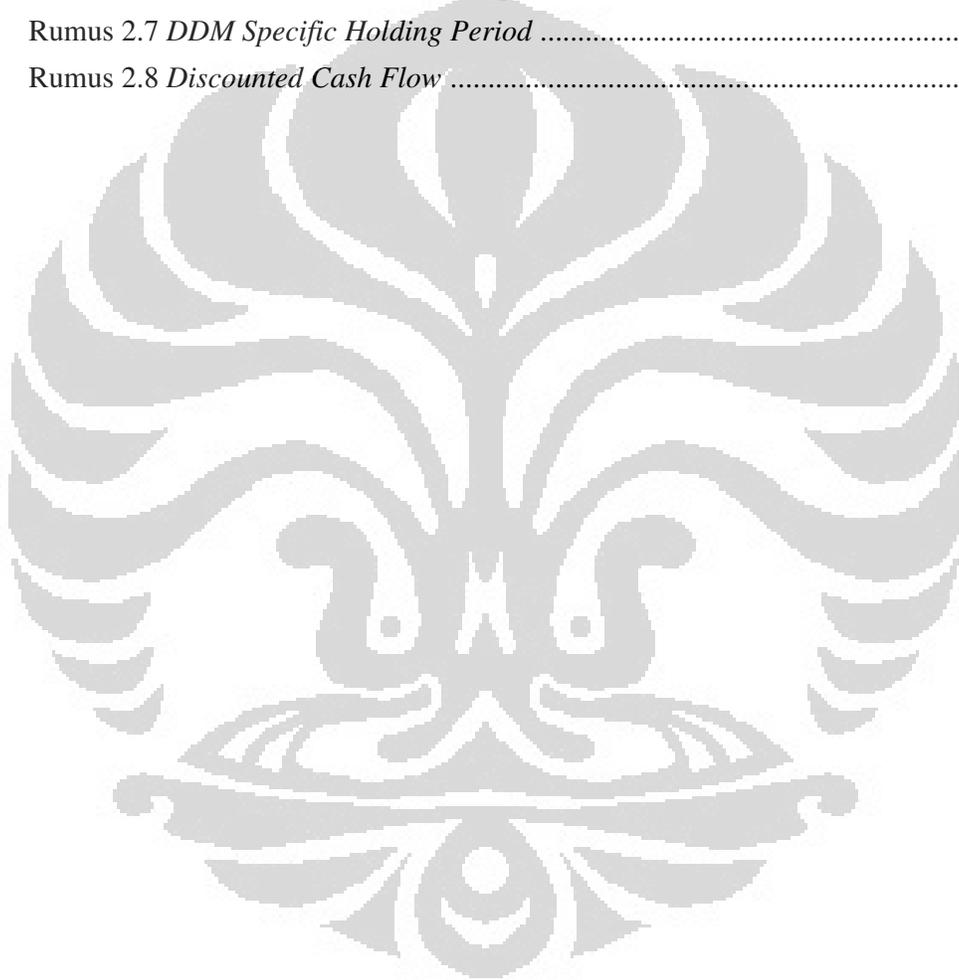
Tabel 1.1 Perbandingan Kinerja Keuangan Tiga Emiten Industri Semen di BEI tahun 2011.....	6
Tabel 3.1 Anak Perusahaan Indocement.....	42
Tabel 3.2 Kapasitas Produksi Indocement tahun 2010.....	45
Tabel 3.3 Produksi Semen Indocement 2006 – 2010 (Ton).....	45
Tabel 3.4 Perkembangan Utilisasi Pabrik Indocement Tahun 2006 – 2010.....	46
Tabel 3.5 Market Share Growth 2010 - 2011	49
Tabel 3.6 Laporan Rugi Laba Indocement.....	50
Tabel 3.7 Laporan Posisi Keuangan Indocement.....	51
Tabel 4.1 Laju Pertumbuhan PDB menurut Penggunaan	56
Tabel 4.2 Nilai PDB Menurut Lapangan Usaha Tahun 2009 – 2011	57
Tabel 4.3 Nilai PDB Menurut Penggunaan Tahun 2009 - 2011	58
Tabel 4.4 Inflasi Indonesia Menurut Kelompok Komoditi,.....	60
Tabel 4.5 Perkembangan BI <i>Rate</i> Tahun 2009 - 2012	62
Tabel 4.6 Perkembangan Nilai Tukar Rupiah terhadap USD Tahun 2009 - 2012	64
Tabel 4.7 Pergerakan Nilai Penutupan Index Harga Saham Gabungan BEI Tahun 2009 - 2012	67
Tabel 4.8 Hasil Perhitungan FCFE berdasarkan Kondisi I	78
Tabel 4.9 Hasil Perhitungan FCFE berdasarkan Kondisi II.....	79
Tabel 4.10 Hasil Perhitungan DDM Berdasarkan Kondisi I.....	82
Tabel 4.11 Hasil Perhitungan DDM Berdasarkan Kondisi II.....	83
Tabel 4.12 Perbandingan Hasil Perhitungan Valuasi dengan Nilai Pasar	83
Tabel 5.1 Perbandingan Hasil Perhitungan Valuasi dengan Nilai Pasar	85
Tabel 5.2 Perbandingan Hasil Perhitungan Valuasi dengan Nilai Pasar	86
Tabel 5.3 Analisis Sensitivitas Hasil Perhitungan metode FCFE dan DDM.....	87

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Konsumsi Semen dan Pertumbuhan PDB Indonesia Sektor Konstruksi Tahun 2006 - 2011.....	3
Gambar 1.2 Kapasitas Produksi Produsen Semen Indonesia Tahun 2011.....	4
Gambar 1.3 Domestik Market Share Tahun 2011	5
Gambar 1.4 Populasi dan Konsumsi Semen Tahun 2011	5
Gambar 2.1 <i>Porter's Five Competitive Forces</i>	20
Gambar 2.2 Alur Proyeksi Laporan Keuangan	38
Gambar 3.1 Anak Perusahaan Indocement	42
Gambar 3.2 Proyeksi Pengembangan Kapasitas Produksi Indocement.....	43
Gambar 3.3 Struktur Organisasi Indocement.....	44
Gambar 3.4 Produksi Semen Indocement Tahun 2006 - 2010	46
Gambar 3.5 Volume Penjualan Indocement Tahun 2005 - 2011.....	48
Gambar 4.1 Perkembangan BI Rate Tahun 2006 - 2012	62
Gambar 4.2 Perkembangan Nilai Tukar Rupiah terhadap USD Tahun 2006 - 2012	65
Gambar 4.3 Pergerakan Index Saham Gabungan Tahun 2006 – 2012	69
Gambar 4.4 Peta Produsen Semen Indonesia.....	72

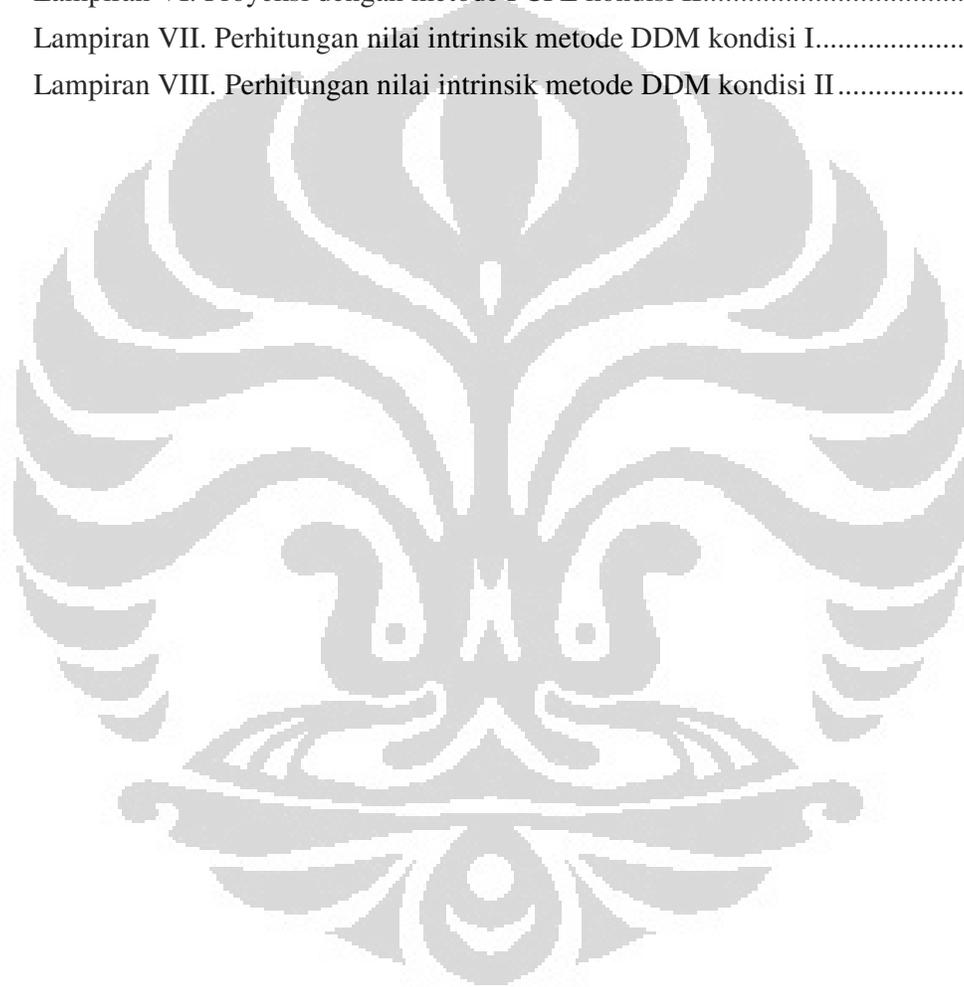
DAFTAR RUMUS

Rumus 2.1 <i>Expected Return</i>	26
Rumus 2.2 <i>Beta levered</i>	29
Rumus 2.3 <i>Cost of Debt after tax</i>	30
Rumus 2.4 <i>Free Cash Flow to Equity</i>	33
Rumus 2.5 <i>DDM Constant Growth</i>	34
Rumus 2.6 <i>DDM Constant Growth Simple</i>	34
Rumus 2.7 <i>DDM Specific Holding Period</i>	35
Rumus 2.8 <i>Discounted Cash Flow</i>	37



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran I. Historikal data keuangan Indocement	93
Lampiran II. Historikal data keuangan Indocement (lanjutan)	94
Lampiran III. Perhitungan penunjang	95
Lampiran IV. Perhitungan penunjang (lanjutan)	96
Lampiran V. Proyeksi dengan metode FCFE kondisi I	97
Lampiran VI. Proyeksi dengan metode FCFE kondisi II.....	98
Lampiran VII. Perhitungan nilai intrinsik metode DDM kondisi I.....	99
Lampiran VIII. Perhitungan nilai intrinsik metode DDM kondisi II.....	101



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pada Mei 2011, Masterplan Percepatan dan Perluasan Pembangunan Ekonomi Indonesia (MP3EI) diluncurkan oleh Presiden Susilo Bambang Yudhoyono, dimana MP3EI merupakan *roadmap* kebijakan ekonomi jangka panjang. Melalui langkah MP3EI maka diharapkan akan menempatkan Indonesia sebagai negara maju pada tahun 2025 dengan pendapatan per kapita yang berkisar antara 14.250 dolar AS – 15.500 dolar AS (*Masterplan P3EI*, Departemen Keuangan, 2011).

MP3EI berisi tentang rencana investasi, yang akan dilakukan oleh pemerintah melalui Badan-Badan Usaha Milik Negara dan juga oleh swasta nasional yang jumlahnya hampir mencapai 3.000 triliun rupiah. Proyek-proyek yang terdapat dalam MP3EI yang terkait dengan perbaikan infrastruktur di Indonesia diantaranya :

- Perluasan Pelabuhan Tanjung Priok di Jakarta dengan nilai investasi sebesar 1,17 miliar dolar AS.
- Perluasan Bandara Soekarno – Hatta dengan nilai investasi sebesar 800 juta dolar AS.
- Perluasan Bandara Tjilik Riwut di Kalimantan Tengah dengan nilai investasi sebesar 11,3 juta dolar AS.
- Pembangunan Pelabuhan Internasional Maloy di Kalimantan Timur dengan nilai investasi sebesar 1,78 miliar dolar AS.
- Jembatan Tayang di Kalimantan Barat dengan nilai investasi sebesar Rp 740 miliar.
- Jalan tol Pasir Koja – Soreang dengan nilai investasi sebesar 143,5 juta dolar AS.
- Jalan tol Cileunyi – Sumedang – Dawuan dengan nilai investasi sebesar 1,01 miliar dolar AS.
- Proyek pembangunan jalan tol Binjai – Medan - Kuala Namu – Tebing Tinggi di SumateraUtara.

- Bandung *Intra Tol Road* yang merupakan jalan tol dalam kota di Bandung dengan investasi sebesar 800 juta dolar AS.
- Jalan tol Serangan – Tanjung Benoa di Bali dengan nilai investasi 196,1 juta dolar AS.

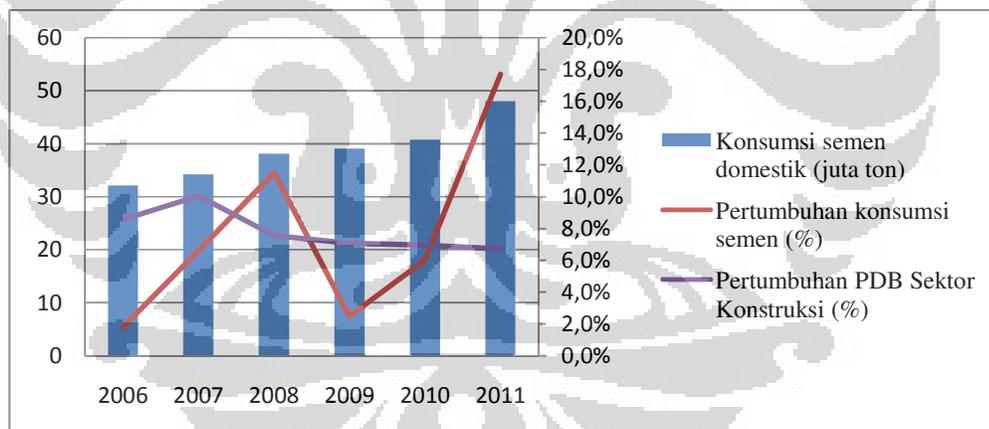
Pada Desember 2011, peringkat utang jangka panjang Indonesia dinaikkan oleh lembaga pemeringkat kredit internasional *Fitch Ratings* dari BB+ menjadi BBB- (*FitchRatings*, 2011). Sebulan kemudian, pada Januari 2012, *Moody's Investor Service* juga ikut menaikkan peringkat surat utang pemerintah Indonesia dari Ba1 menjadi Baa3 (*Moody's*, 2012). Kedua peringkat tersebut sama-sama memasukkan Indonesia sebagai negara layak investasi (*investment grade*).

Seiring dengan masuknya Indonesia ke level negara layak investasi, Indonesia dianggap sebagai salah satu negara yang dinilai memiliki pertumbuhan ekonomi yang kuat dan memiliki prospek pengembangan infrastruktur yang baik. Hal tersebut akan menyebabkan meningkatnya level kepercayaan investor asing terhadap Indonesia, dan dalam beberapa tahun kedepan akan banyak aliran dana investasi asing yang akan masuk ke Indonesia, dimana investasi tersebut dapat berupa *Foreign Direct Investments* maupun *Portfolio Investments*.

Untuk mendukung aktivitas ekonomi di Indonesia, salah satu tantangan bagi pemerintah adalah penyediaan infrastruktur. Salah satu infrastruktur yang menjadi perhatian utama pemerintah adalah infrastruktur yang mendorong konektivitas antar wilayah sehingga dapat mempercepat dan memperluas pembangunan ekonomi Indonesia. Dengan penyediaan infrastruktur konektivitas tersebut diharapkan akan menurunkan biaya transportasi dan biaya logistik sehingga dapat meningkatkan daya saing produk dan mempercepat gerak ekonomi. Pembangunan jalur transportasi dan teknologi informasi termasuk dalam infrastruktur konektivitas tersebut (*Masterplan P3EI*, Departemen Keuangan, 2011). Terkait dengan pembangunan jalur transportasi, salah satu industri yang terkait erat dan diperkirakan akan memiliki masa depan yang cerah di Indonesia adalah industri semen.

Industri semen di Indonesia sudah dimulai sejak didirikannya pabrik semen pertama di Padang dengan nama *NV Nederlandsch Indische Portland Cement Maatschappij* pada tahun 1910. Saat ini terdapat sembilan produsen semen di Indonesia yang tergabung dalam Asosiasi Semen Indonesia, yaitu :

- PT Semen Gresik
- PT Semen Padang
- PT Semen Tonasa
- PT Indocement Tunggal Prakarsa
- PT Holcim Indonesia
- PT Semen Andalas Indonesia
- PT Semen Baturaja
- PT Semen Bosowa Maros
- PT Semen Kupang



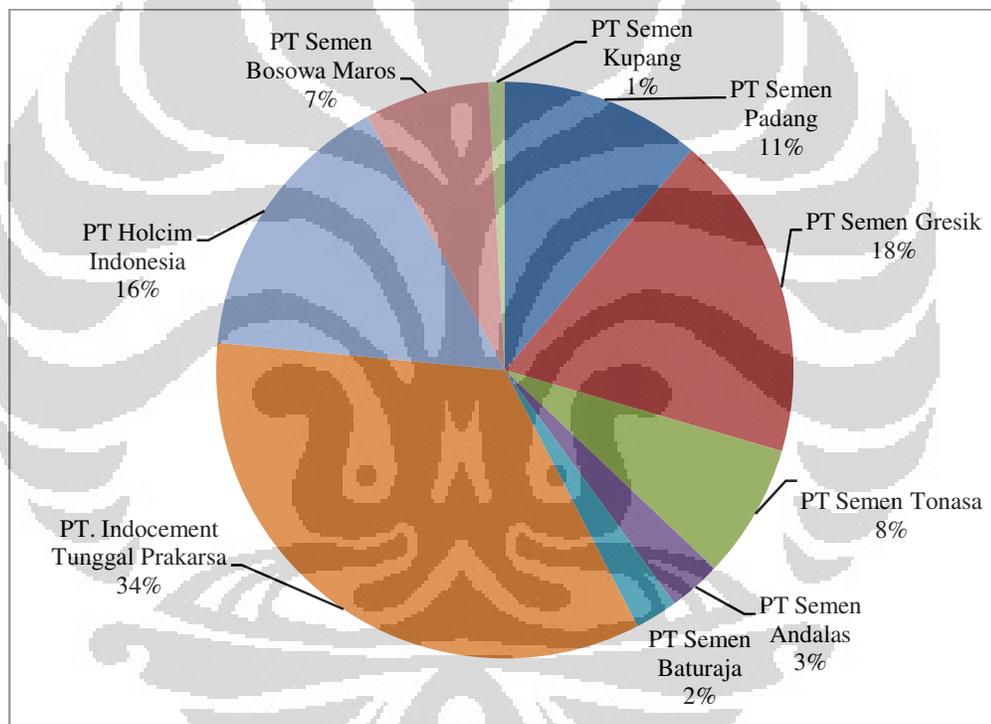
Gambar 1.1 Konsumsi Semen dan Pertumbuhan PDB Indonesia Sektor Konstruksi Tahun 2006 - 2011

Sumber: *Public expose presentation slide*, Semen Gresik (2011), data diolah

Pada tahun 2011, Pertumbuhan penjualan semen di Indonesia sebesar 17,7 persen atau mencapai 48 juta ton semen dari 40,78 ton semen di tahun 2010. Nilai pertumbuhan pada tahun 2011 tersebut di atas prediksi yang sudah dibuat pada

awal tahun 2011, yaitu hanya 6 persen pertumbuhan dibandingkan tahun sebelumnya atau sekitar 43 juta ton.

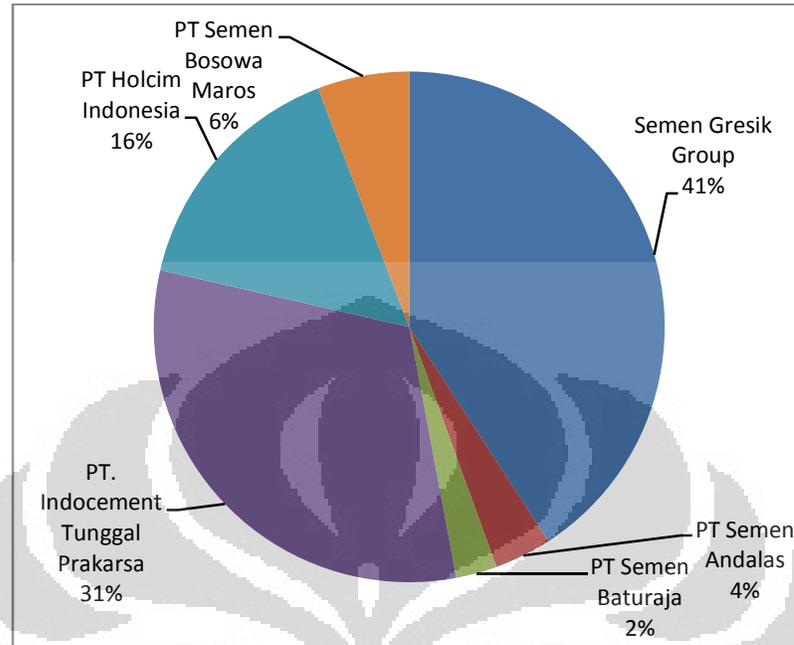
Untuk tahun 2012, pada kuartal pertama (Januari – Maret 2012), penjualan semen domestik menembus 12,5 juta ton, atau naik sekitar 18,2 persen apabila dibandingkan dengan periode yang sama tahun 2011. Secara total, kenaikan permintaan semen pada tahun 2012 diperkirakan meningkat 10 persen dari tahun sebelumnya atau mencapai 50 juta ton.



Gambar 1.2 Kapasitas Produksi Produsen Semen Indonesia Tahun 2011

Sumber: *Public expose presentation slide*, Semen Gresik (2011), data diolah

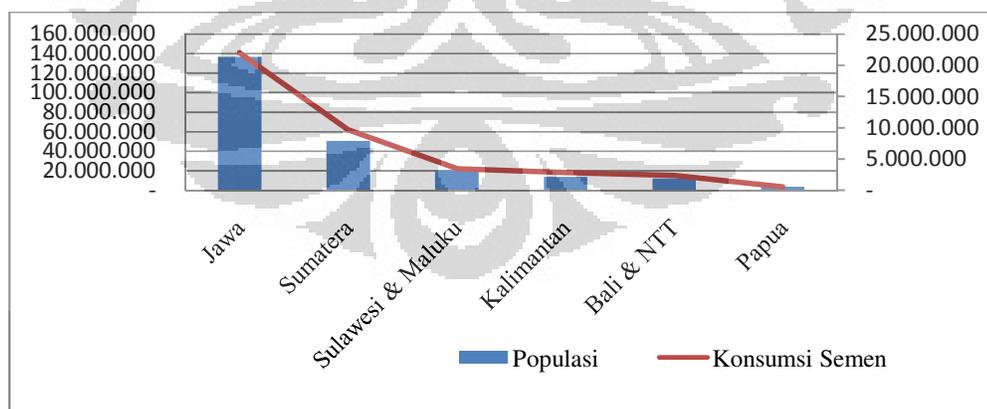
Bedasarkan kapasitas produksinya, Semen Gresik Group yang terdiri atas PT. Semen Gresik, PT. Semen Padang, dan PT. Semen Tonasa merupakan yang terbesar dengan 20,2 juta ton semen per tahun, selanjutnya PT. Indocement Tunggul Prakarsa dengan 18,6 juta ton dan diperingkat ketiga PT Holcim Indonesia dengan 8,5 juta ton.



Gambar 1.3 Domestik Market Share Tahun 2011

Sumber: *Public expose presentation slide*, Semen Gresik (2011), data diolah

Market share terbesar saat ini masih dimiliki oleh Semen Gresik Group dengan 40,8 persen dan diikuti oleh PT. Indocement Tunggul Prakarsa dengan 31,5 persen dan PT. Holcim Indonesia dengan 15,6 persen.



Gambar 1.4 Populasi dan Konsumsi Semen Tahun 2011

Sumber: *Public expose presentation slide*, Semen Gresik (2011), data diolah

Konsumsi semen domestik terbesar masih terdapat di Jawa dengan 22 juta ton atau mencapai 55,2 persen dari konsumsi semen nasional dan diikuti oleh Sumatera dengan 9,6 juta ton per tahun atau sekitar 23 persen dari konsumsi semen nasional.

Tabel 1.1 Perbandingan Kinerja Keuangan Tiga Emiten Industri Semen di BEI tahun 2011

In Million Rupiah, except financial ratio

	PT. Indocement Tunggal Prakarsa	Semen Gresik Group	PT. Holcim Indonesia
<i>Market Cap</i>	63.869.376	67.322.752	18.199.388
<i>Net Sales 2011</i>	13.887.892	16.378.794	7.523.964
<i>Laba Bruto / Gross Profit</i>	6.414.223	7.486.926	2.851.529
<i>Income from Operations</i>	4.418.023	4.892.131	1.680.045
<i>EBITDA</i>	5.082.000	5.401.962	2.308.316
<i>Current Assets</i>	10.314.573	7.646.145	2.468.172
<i>Non-Current Assets</i>	7.836.758	12.105.458	8.482.329
<i>Total Assets</i>	18.151.331	19.661.603	10.950.501
<i>Current Liabilities</i>	1.476.597	2.889.137	1.683.799
<i>Non-Current Liabilities</i>	940.783	2.157.369	1.739.442
<i>Total Liabilities</i>	2.417.380	5.046.506	3.423.241
<i>Total Equity</i>	15.733.951	14.615.097	7.527.260
<i>Financial Ratios</i>			
<i>Current Ratio</i>	6,99	2,65	1,47
<i>Debts to Total Asset</i>	0,08	0,15	0,15
<i>Debts to Total Equity</i>	0,09	0,20	0,22
<i>Gross Profit Margin</i>	46,19%	45,71%	37,90%
<i>Operating Margin</i>	31,81%	29,87%	22,33%
<i>EBITDA Margin</i>	36,59%	32,98%	30,68%

Sumber: Indocement (2012), Semen Gresik (2012), Holcim (2012), data diolah

Saat ini tercatat ada tiga perusahaan semen dalam Bursa Efek Indonesia, yaitu Semen Gresik Persero Tbk dengan kode saham SMGR, Indocement Tunggal Prakarsa Tbk dengan kode saham INTP dan Holcim Indonesia Tbk dengan kode saham SMCB. Pada tahun 2011, kapitalisasi pasar terbesar dimiliki oleh Semen Gresik Persero Tbk dengan Rp 67.322.752 Miliar kemudian diikuti oleh

Indocement Tunggal Prakarsa dengan kapitalisasi pasar sebesar Rp 63.869.376. Untuk tahun 2011, walaupun Indocement berada pada peringkat kedua dalam kapitalisasi pasar, namun kinerja keuangan Indocement dapat dikatakan lebih baik dari Semen Gresik dikarenakan Indocement memiliki rasio *gross profit margin*, *operating margin*, dan *EBITDA margin* yang lebih tinggi dari Semen Gresik. Selain itu Indocement juga mencatatkan rasio utang (*debts to total asset* dan *debts to total equity*) yang lebih baik daripada Semen Gresik.

PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk (selanjutnya disebut Indocement) adalah produsen semen kedua terbesar di Indonesia, didirikan pada tahun 1985 melalui penggabungan usaha enam perusahaan dan memiliki delapan pabrik semen. Kepemilikan saham Indocement pada akhir tahun 2011 adalah Heidelberg Cement Group menjadi pemegang saham mayoritas Indocement dengan 51 persen, PT. Mekar Perkasa 13,03 persen dan sisanya dimiliki publik sebesar 35,97 persen. Per 30 Desember 2011, saham Indocement tercatat memiliki kapitalisasi pasar sebesar Rp 62.765 Milyar dan ditutup pada harga Rp 17.050 per saham (Indocement, 2012).

Selama tahun 2011, berdasarkan laporan keuangan Indocement tahun 2011, perusahaan mencatat nilai penjualan sebesar 16 juta ton semen atau meningkat sebesar 15,2 persen apabila dibandingkan dengan tahun sebelumnya yang tercatat sebesar 13,9 juta ton. Penjualan domestik Indocement tercatat meningkat sebesar 19,9 persen, lebih tinggi dari pertumbuhan semen nasional sebesar 17,7 persen. Secara umum konsumsi semen di Indonesia diserap oleh sektor perumahan, hal ini tercermin dengan komposisi penjualan semen Indocement, yaitu sekitar 80 – 85 persen penjualan Indocement diperoleh dari penjualan kemasan 50 kg dan 40 kg, keadaan ini ditunjang oleh pertumbuhan masyarakat kelas menengah serta tingkat suku bunga kredit pemilikan rumah cenderung menurun dalam beberapa tahun terakhir.

Dalam upaya memenuhi kebutuhan domestik, Indocement saat ini sudah memulai pembangunan penggilingan semen di Pabrik Cieteraup yang pada saat selesai dibangun akan menambah kapasitas produksinya sebesar 1,9 juta ton pada tahun 2013. Selain itu, Indocement juga sedang merencanakan untuk membangun pabrik baru di Citereup dengan kapasitas produksi sebesar 4,4 juta ton. Saat ini,

Indocement juga sedang melakukan studi akhir untuk membangun dua pabrik semen baru, satu pabrik di Jawa tengah dan satu di luar jawa yang masing-masing memiliki kapasitas produksi sebesar 2 – 2,5 juta ton per tahun yang dijadwalkan akan dapat beroperasi pada tahun 2016 - 2017. Dengan sejumlah proyek ekspansi tersebut , maka diperkirakan pada tahun 2015, kapasitas produksi Indocement akan mencapai 29 – 30 juta ton per tahun (Indocement, 2012).

Saat ini sedang terjadi krisis ekonomi, krisis tersebut dimulai sejak tahun 2008 yang disebabkan oleh krisis kredit macet perumahan beresiko tinggi (*subprime mortgage*) di Amerika Serikat dan berkembang menjadi krisis ekonomi global pada tahun 2009 dan 2010 serta krisis utang di Eropa pada tahun 2011 (Cinditya, 2012). Untuk melihat pengaruh krisis ekonomi global dan proyek pengembangan kapasitas produksi di atas, maka perlu dilakukan penilaian terhadap kinerja keuangan Indocement. Diharapkan hasil penelitian ini akan memberikan evaluasi mengenai rencana penambahan kapasitas produksi di tengah terjadinya krisis ekonomi global terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan serta nilai saham perusahaan tersebut. Penelitian akan dilakukan terhadap laporan keuangan perusahaan dari tahun 2007 – 2011.

Penilaian atau valuasi adalah salah satu cara untuk menilai harga saham dari suatu perusahaan dan kaitannya dengan kinerja perusahaan tersebut di masa yang akan datang. Nilai investasi suatu surat berharga dipengaruhi oleh harapan investor tentang kinerja perusahaan dimasa yang akan datang. Salah satu pendekatan yang sering digunakan oleh para investor adalah melalui arus kas, apabila investor menilai arus kas yang akan diterima oleh perusahaan akan meningkat, maka harga saham perusahaan tersebut akan meningkat pula. Hal ini perlu diketahui oleh para investor ataupun calon investor yang merupakan calon pemegang saham (*stock holders*) untuk membantu mereka dalam menentukan strategi investasinya. Kesimpulan yang dapat ditarik dari perhitungan valuasi adalah apakah saham perusahaan tersebut layak untuk dibeli (*buy*), ditahan (*hold*) untuk jangka waktu berapa lama, dan kapan sebaiknya saham tersebut dijual (*sell*) (Brigham dan Ehrhardt, 2010).

Kegunaan lain dari valuasi terutama untuk para pelaku akademis adalah untuk mempelajari karakteristik dari perusahaan dan aspek-aspek yang terkait dalam penentuan harga saham perusahaan di pasar.

1.2 Perumusan Masalah

Sebagai produsen semen swasta terbesar di Indonesia yang menjadi perusahaan publik dengan mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1989, Indocement selama beberapa tahun terakhir berhasil mencatatkan pertumbuhan nilai penjualan yang cukup signifikan. Selain itu, dalam rangka untuk memenuhi kebutuhan semen nasional yang terus meningkat dalam beberapa tahun mendatang, Indocement juga sedang melakukan beberapa proyek yang akan menambah kapasitas produksi perusahaan secara signifikan di masa yang akan datang.

Permasalahan mendasar dari setiap proses penilaian atau valuasi adalah memperkirakan apakah harga saham yang terbentuk di pasar sudah wajar dengan membandingkan dengan hasil penilaian atau valuasi.

PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk dalam beberapa tahun terakhir memiliki pertumbuhan ekuitas yang cukup baik dan secara teratur juga sudah membagikan dividen secara rutin. Sehingga sangat menarik untuk mempelajari penciptaan nilai ekuitas (*value of equity*) dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flow – Free Cash Flow to Equity* untuk melihat prospek atau kemampuan serta resiko perusahaan dalam penciptaan *cashflow* di masa yang akan datang (Damodaran, 2006). Sedangkan metode lainnya yang akan digunakan adalah metode *Dividend Discount Model* untuk melihat kemungkinan atau kemampuan perusahaan dalam penciptaan nilai (*value*) melalui pembagian dividen kepada pemegang saham (Bodie, Kane, dan Marcus, 2009).

Dengan penulisan karya akhir ini diharapkan dapat menjawab pertanyaan:

- a. Berapa nilai intrinsik saham Indocement dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity*?
- b. Berapa nilai intrinsik saham Indocement dengan menggunakan metode *Dividend Discount Model*?

1.3 Tujuan Penelitian

Merujuk pada permasalahan, maka tujuan penulisan karya akhir ini adalah untuk menghitung nilai intrinsik saham PT Indocement Tunggul Prakarsa pada dua kondisi dengan menggunakan metode :

- a. *Free Cash Flow to Equity* (FCFE).
- b. *Dividend Discount Model* (DDM).

1.4 Pembatasan Masalah

Penelitian dilakukan terhadap PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk dimana laporan keuangan yang dianalisis adalah laporan keuangan selama periode 2007 – 2011 untuk mencari nilai ekuitas (*value of equity*) dan nilai wajar harga saham perusahaan dibandingkan dengan harga saham yang diperjualbelikan di pasar dengan melalui proses valuasi ekuitas.

Proses tersebut dilakukan hanya berdasarkan data yang tersedia di pasar (Bursa Efek Jakarta) dan laporan keuangan serta laporan tahunan perusahaan tanpa mempergunakan informasi dari bagian *corporate secretary* perusahaan. Sehingga penulis berada di luar perusahaan dan melakukan valuasi sebagai analisis.

Dalam valuasi perusahaan yang akan ditinjau di dalam karya akhir ini hanya dilihat dari nilai perusahaan berdasarkan sisi keuangan saja, walaupun nilai perusahaan dapat juga ditentukan bukan hanya dari sisi keuangan namun sumber daya manusia, masyarakat dan lingkungan sekitar.

1.5 Metode Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan beberapa tahapan :

- a. Tahap pengumpulan data perusahaan, data yang digunakan dalam penulisan karya akhir ini adalah data keuangan historis perusahaan yang dikumpulkan dari data yang di publikasikan oleh perusahaan melalui *website* resmi perusahaan dalam bentuk laporan keuangan, *annual report* yang sudah di audit, dan media internal perusahaan yang dikumpulkan sepanjang periode 2007 – 2011.

- b. Untuk mendapatkan data historis pergerakan saham dari perusahaan dan indeks harga saham (IHSG) diperoleh dari situs www.finance.yahoo.com. Mempergunakan data dari literatur termasuk dari buku teks, jurnal keuangan, situs pendidikan dan keuangan serta data pendukung lainnya seperti data produk domestik bruto, Inflasi, tingkat suku bunga dan sebagainya didapat dari instansi seperti Bank Indonesia, Biro Pusat Statistik, Bappenas, dsb.
- c. Setelah data diperoleh, selanjutnya dilakukan tahap pengolahan data-data tersebut sehingga menghasilkan proyeksi laporan keuangan dan akhirnya menghasilkan nilai intrinsik saham perusahaan berdasarkan metode yang digunakan.
- d. Pengumpulan dan pengolahan serta pembuatan proyeksi laporan keuangan termasuk valuasi mempergunakan piranti lunak *Microsoft Word* dan *Microsoft Excel* yang menjadi satu dalam *Microsoft Office 2007*. Khususnya untuk valuasi, menggunakan model valuasi yang sudah tersedia di *Data Analysis*.

1.6 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan Karya akhir ini terdiri dari lima bab dengan tahapan sebagai berikut:

BAB I. PENDAHULUAN

Bab ini akan berisi tentang latar belakang permasalahan atas topik yang diajukan, perumusan permasalahan, tujuan penelitian, pembatasan masalah, metodologi penelitian yang digunakan, dan sistematika penulisan karya akhir.

BAB II. TINJAUAN LITERATUR

Bab ini akan menjelaskan teori-teori yang berhubungan dengan analisis fundamental dan teknikal yang akan menjadi landasan teori dalam analisis pada BAB IV.

BAB III. GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN

Bab ini berisi tentang gambaran umum PT. Indocement Tungal Prakarsa Tbk. Termasuk didalamnya sejarah, kegiatan produksi, diversifikasi usaha perusahaan, dan rencana pengembangan di masa yang akan datang.

BAB IV. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan berisi gambaran umum dari industri semen di Indonesia, kemudian dilanjutkan dengan analisis permasalahan dan menguraikan proses penilaian harga saham dengan menggunakan model *discounted cash flow* terhadap arus kas ekuitas (*Free Cash Flow to Equity*, FCFE) dan model *Dividend Discount Model* yang akan dijadikan dasar pengambilan kesimpulan.

Dalam bab ini juga akan berisi seluruh hasil perhitungan untuk estimasi, termasuk elemen-elemen input yang digunakan dalam perhitungan metode valuasi di atas, selain itu lembaran kerja (*spreadsheet*) yang dikumpulkan dalam lampiran dan ditampilkan dalam bentuk tabel dan diagram.

BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini akan memaparkan kesimpulan dan saran-saran yang dapat diambil berdasarkan hasil temuan dan analisis data yang dilakukan pada BAB IV.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Valuasi

Dalam bab ini akan dibahas mengenai landasan teori yang akan digunakan untuk penelitian. Setiap penelitian memerlukan dasar teoritis yang akan menjadi dasar analisis. Penilaian terhadap harga saham suatu perusahaan secara umum dapat dilakukan melalui dua pendekatan, yaitu pendekatan teknikal dan pendekatan fundamental. Kedua pendekatan tersebut bertujuan untuk menentukan nilai wajar saham suatu perusahaan dan membandingkan nilai wajar saham tersebut dengan nilai saham perusahaan tersebut yang terbentuk di pasar. Ketika nilai wajar yang terbentuk berada di bawah harga saham di pasar, maka saham tersebut boleh dikatakan dalam posisi *overprice* dan dianjurkan investor untuk mengambil posisi *short*. Namun sebaliknya, apabila nilai wajar yang terbentuk berada di atas harga pasar, maka dikatakan saham perusahaan tersebut berada dalam posisi *underprice*, sehingga investor dianjurkan untuk mengambil posisi *long* (Brigham dan Ehrhardt, 2010).

Analisis teknikal akan digunakan oleh para investor untuk menghitung nilai saham suatu perusahaan dengan menggunakan data historikal pergerakan harga saham perusahaan di masa lalu. Selain analisis teknikal, analisis fundamental juga digunakan oleh investor untuk mengetahui nilai instrinsik suatu perusahaan. Nilai instrinsik tersebut merupakan fungsi dari beberapa variabel pokok dalam perusahaan yang dikombinasikan untuk menghasilkan *expected return* dan resiko yang juga menyertai *expected return* tersebut, baru kemudian kita lakukan *present value* (PV) dari arus kas perusahaan di masa yang akan datang untuk mendapatkan nilai instrinsik yang diinginkan (Ross, Westerfield, Jaffe, dan Jordan, 2009).

Agar dapat melakukan analisis fundamental dengan baik, faktor lingkungan perusahaan juga perlu diperhatikan. Hal tersebut perlu dilakukan karena lingkungan perusahaan akan memberikan dampak (baik positif maupun negatif) kepada perusahaan dalam rangka melakukan kegiatan operasionalnya. Oleh sebab itu, dalam bab ini juga akan dibahas mengenai landasan teori yang

berhubungan dengan analisis makro ekonomi dan analisis industri (Brigham dan Ehrhardt, 2010).

Setelah itu pembahasan selanjutnya adalah mengenai landasan teori untuk menentukan *weighted average cost of capital* (WACC), serta teknik untuk melakukan *forecasting* dan metode-metode yang digunakan dalam melakukan valuasi.

2.2 Analisis Makro Ekonomi

Seperti yang sudah kita ketahui bersama, lingkungan sekitar perusahaan menjalankan bisnisnya merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi dan menentukan kinerja perusahaan. Di jaman globalisasi seperti sekarang ini, perusahaan dituntut untuk tidak hanya beroperasi dan berkompetisi di Negara asal saja melainkan juga ke Negara lain. Oleh sebab itu maka kondisi suatu Negara secara tidak langsung akan berpengaruh kepada Negara lainnya.

Selain itu, pengetahuan investor akan kondisi perekonomian suatu negara serta kemampuan investor tersebut untuk membuat perkiraan tentang kondisi perekonomian negara tersebut di masa yang akan datang secara tepat merupakan salah satu langkah pertama yang perlu dilakukan oleh setiap investor dalam memutuskan bentuk investasi yang akan dilakukan dalam negara tersebut. Bila kondisi perekonomian dinilai sedang dalam keadaan resesi, maka kemungkinan besar investasi akan dialihkan kepada investasi yang dianggap lebih tidak beresiko atau aman (Brigham dan Ehrhardt, 2010).

Dalam melakukan analisis makro ekonomi, ada beberapa indikator yang dapat digunakan untuk dijadikan tolak ukur pertumbuhan suatu Negara contohnya produk domestik bruto (PDB), tingkat inflasi, tingkat suku bunga, dsb.

2.2.1 Produk Domestik Bruto (PDB)

Produk Domestik Bruto (PDB) adalah indikator ekonomi yang digunakan untuk menggambarkan kegiatan ekonomi suatu negara secara luas. PDB adalah total nilai barang dan jasa yang dihasilkan di suatu negara atau jumlah pendapatan yang diterima di domestik suatu negara baik dilakukan oleh warga negara sendiri atau warga negara asing yang bekerja di negara tersebut (Miles dan Scott, 2005). PDB memberikan informasi mengenai jumlah agregat barang dan jasa yang telah

diproduksi oleh ekonomi nasional suatu Negara dalam suatu periode tertentu, biasanya dalam satu tahun.

PDB dapat dibedakan menjadi PDB nominal dan PDB riil. PDB nominal mengukur pertumbuhan ekonomi yang disebabkan oleh bertambahnya produk barang dan jasa yang dihasilkan oleh ekonomi nasional dan inflasi. Sedangkan PDB riil adalah perhitungan pertumbuhan ekonomi yang disebabkan oleh bertambahnya produk barang dan jasa yang dihasilkan oleh ekonomi nasional tanpa memperhitungkan inflasi.

Pada dasarnya, Pertumbuhan PDB dipengaruhi oleh konsumsi dan investasi swasta, konsumsi dan investasi pemerintah, besarnya ekspor dan impor. Peningkatan PDB berpengaruh positif terhadap pertumbuhan perusahaan. Dengan tingkat pertumbuhan PDB yang tinggi di suatu negara, maka diasumsikan sedang terjadi pertumbuhan ekonomi di Negara tersebut dan kondisi ini akan memberikan kesempatan kepada perusahaan untuk meningkatkan penjualannya.

2.2.2 Tingkat Inflasi

Inflasi adalah salah satu ukuran aktivitas ekonomi yang memberikan gambaran tentang peningkatan harga rata-rata barang dan jasa yang diproduksi oleh sistem perekonomian. Secara sederhana, inflasi dapat diartikan sebagai meningkatnya harga-harga secara umum dan terjadi secara terus menerus. Jadi, kenaikan harga dari satu atau dua barang saja tidak dapat disebut inflasi kecuali kenaikan itu menyebabkan kenaikan harga pada barang lainnya (Bodie, Kane, dan Markus, 2009).

Inflasi yang tinggi akan menekan daya beli masyarakat dan pada akhirnya dapat menyebabkan resesi. Selain itu, meningkatnya inflasi biasanya akan mendorong meningkatnya suku bunga yang akan mempengaruhi keputusan investasi investor. Indikator yang sering digunakan dalam mengukur tingkat inflasi adalah Indeks Harga Konsumen (IHK) dimana inflasi dikelompokkan ke dalam tujuh kelompok pengeluaran, yaitu:

- Kelompok Bahan Makanan.
- Kelompok Makanan Jadi, Minuman dan Tembakau.
- Kelompok Perumahan.
- Kelompok Sandang.

- Kelompok Kesehatan.
- Kelompok Pendidikan dan Olah Raga.
- Kelompok Transportasi dan Komunikasi.

Badan Pusat Statistik (BPS) juga mempublikasikan inflasi berdasarkan pengelompokan yang dinamakan disagregasi inflasi. Hal ini dilakukan agar dapat menghasilkan suatu indikator inflasi yang lebih menggambarkan pengaruh dari faktor yang bersifat fundamental. Di Indonesia, disagregasi inflasi tersebut dibagi menjadi (Bank Indonesia, 2012):

- Inflasi Inti (*Core Inflation*). Dalam inflasi inti ini termasuk komponen inflasi yang cenderung persisten di dalam pergerakan inflasi dan komponen tersebut dipengaruhi oleh faktor fundamental, diantaranya seperti :
 - Interaksi antara *supply-demand*.
 - Lingkungan eksternal seperti harga komoditi internasional, nilai tukar, inflasi mitra dagang.
 - Ekspektasi inflasi dari konsumen dan pedagang.
- Inflasi non inti (*Non Core Inflation*). Inflasi non inti ini termasuk didalamnya komponen inflasi yang cenderung tinggi volatilitasnya karena disebabkan oleh faktor-faktor selain fundamental. Komponen ini terdiri dari :
 - Inflasi komponen bergejolak (*Volatile Food*), inflasi yang dipengaruhi oleh *shocks* dalam kelompok bahan makanan seperti gangguan alam, panen atau faktor perkembangan harga komoditas pangan domestik maupun internasional.
 - Inflasi komponen harga yang diatur Pemerintah, inflasi yang dipengaruhi oleh *shocks* berupa kebijakan harga pemerintah, seperti tarif listrik, harga Bahan Bakar Minyak, tarif angkutan, dsb.

Inflasi ada yang dapat diantisipasi (*anticipated inflation*) dan ada yang tidak dapat diantisipasi (*unanticipated inflation*). Antisipasi terhadap inflasi dapat dilakukan dengan menetapkan indeksasi sehingga memungkinkan koreksi otomatis yang tidak membutuhkan antisipasi terhadap perubahan tingkat harga

dimasa yang akan datang. Selain itu inflasi yang tidak dapat diantisipasi terjadi pada saat inflasi tersebut lebih besar dari yang diperkirakan (Miles dan Scott, 2005).

Menurut Damodaran (2006), inflasi memiliki pengaruh yang signifikan dalam penentuan nilai suatu perusahaan. Dimana tingkat inflasi tersebut secara langsung mempengaruhi arus kas perusahaan dan tingkat diskonto. Oleh sebab itu, Inflasi akan mempengaruhi input penilaian yang akan kita gunakan pada saat kita melakukan valuasi terhadap suatu perusahaan, diantaranya:

- *Risk free rate.* *Risk free rate* adalah tingkat bunga pada obligasi yang bebas resiko dan nilai inflasi ini sangat berpengaruh pada nilai obligasi yang diterbitkan. Secara langsung, dampaknya dapat terlihat pada perhitungan biaya ekuitas dan biaya utang dimana nilai tersebut selalu berubah mengikuti tingkat inflasi.
- Tingkat pertumbuhan yang akan digunakan untuk melakukan proyeksi arus kas dimasa yang akan datang. Apabila inflasi semakin tinggi, maka biaya yang diperlukan perusahaan dalam rangka melakukan kegiatan operasinya akan menjadi semakin tinggi pula.

Dengan melakukan proyeksi nilai inflasi dimasa yang akan datang, maka kita dapat melakukan proyeksi terhadap arus kas perusahaan dimasa yang akan datang sehingga besarnya nilai suatu perusahaan akan menjadi sedikit lebih pasti dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan proyeksi nilai inflasi.

2.2.3 Tingkat Suku bunga

Tingkat suku bunga merupakan ukuran keuntungan investasi yang digunakan oleh pemilik modal atau investor, selain itu juga merupakan ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk menggunakan dana dari pemilik modal. Bank Indonesia menggunakan tingkat suku bunga sebagai salah satu alat untuk mengendalikan jumlah uang yang beredar dan juga untuk mendorong investasi di Indonesia (Bank Indonesia, 2009).

Kebijakan tingkat suku bunga rendah yang ditetapkan oleh Bank Indonesia akan membuat perusahaan-perusahaan akan lebih mudah mendapatkan modal

untuk melakukan investasi. Selain itu, diharapkan masyarakat dalam hal ini akan terdorong untuk melakukan investasi dan konsumsi daripada menabung sehingga akan meningkatkan permintaan terhadap produk sektor usaha yang pada akhirnya akan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Namun perlu diperhatikan dengan investasi yang meningkat, hal itu tentunya akan menambah jumlah uang yang beredar. Apabila jumlah peningkatan uang beredar terlalu tinggi, maka akan menyebabkan ekonomi terlalu ekspansif dan menyebabkan inflasi yang tinggi (Bank Indonesia, 2009).

Sebaliknya, dalam kondisi inflasi, Bank Indonesia akan melakukan kebijakan uang ketat dan meningkatkan suku bunga, hal ini akan menyebabkan naiknya biaya modal perusahaan yang akan berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan. Selain itu dengan naiknya tingkat suku bunga akan membuat masyarakat lebih suka menabung dibandingkan investasi atau konsumsi. Dalam jangka panjang, keadaan ini akan membuat perekonomian menjadi stagnan. Oleh sebab itu peranan Bank Indonesia sangat diperlukan dalam mengendalikan jumlah uang yang beredar dan inflasi melalui penetapan tingkat suku bunga atau *BI Rate* (Bank Indonesia, 2009).

Untuk menjaga stabilitas perekonomian, pada umumnya kebijakan Bank Indonesia yang terkait pada penetapan tingkat suku bunga adalah dengan menaikkan *BI Rate* apabila inflasi beberapa bulan ke depan diperkirakan akan melampaui sasaran yang sudah ditetapkan, demikian juga sebaliknya, Bank Indonesia akan menurunkan *BI Rate* apabila inflasi dalam beberapa bulan ke depan akan berada di bawah sasaran yang sudah ditetapkan (Bank Indonesia, 2009).

2.2.4 Nilai Tukar Rupiah

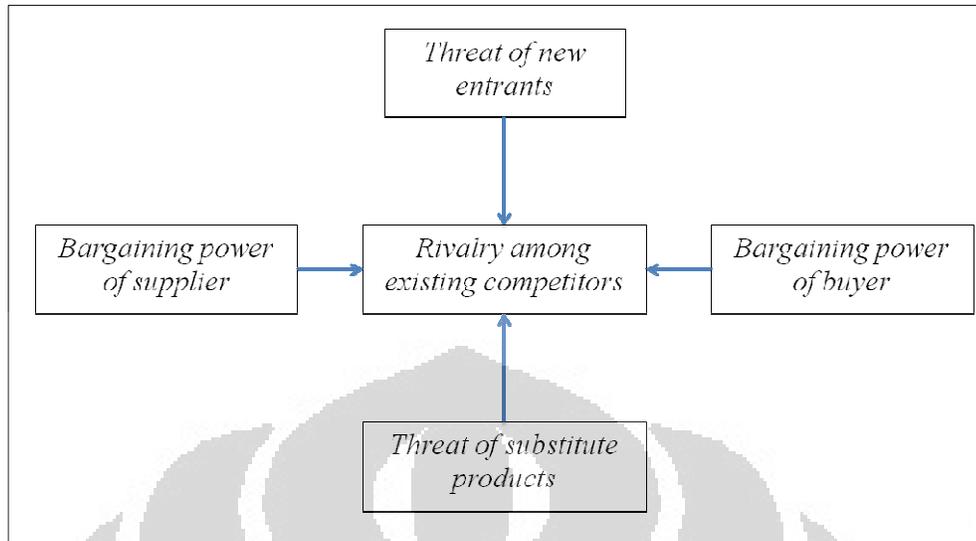
Nilai tukar rupiah yang dimaksud disini adalah harga rupiah terhadap mata uang Negara lain. Kebijakan nilai tukar ini ditetapkan untuk melakukan fungsi control atas arus barang dan jasa serta modal dari dan ke dalam Indonesia. Nilai tukar rupiah yang relatif rendah terhadap mata uang Negara lain (terutama dollar AS) akan mendorong peningkatan dibidang ekspor dikarenakan harga barang produksi Indonesia menjadi lebih murah dan hal tersebut biasanya akan mengurangi laju pertumbuhan impor. Selain itu melemahnya nilai tukar rupiah

akan menyebabkan melemahnya daya beli masyarakat yang pada akhirnya dapat memicu resesi karena menurunnya tingkat keuntungan dalam investasi dalam Rupiah yang pada akhirnya akan memicu naiknya tingkat suku bunga pasar (Miles dan Scott, 2005).

Dengan melemahnya daya beli masyarakat akibat melemahnya nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang negara lain, hal ini akan berdampak pada menurunnya permintaan terhadap produk perusahaan yang akan mempengaruhi profitabilitas perusahaan. Selain itu, pelemahan nilai tukar mata uang domestik tersebut juga akan meningkatkan biaya impor bahan baku dan meningkatkan suku bunga. Walaupun dengan melemahnya nilai tukar domestik suatu negara dapat meningkatkan nilai ekspor negara tersebut, namun apabila peningkatan nilai ekspor tersebut lebih rendah dibandingkan kenaikan harga bahan baku dan suku bunga, maka hal ini akan menyebabkan turunnya profitabilitas perusahaan (Miles dan Scott, 2005).

2.3 Analisis Industri

Setelah memahami kondisi ekonomi, investor diharapkan juga mampu memahami karakteristik Industri dari perusahaan yang akan dianalisis. Analisis industri pada penelitian ini menggunakan pendekatan *Porter's Five Competitive Forces*. Menurut Porter (2008), semua industri baik domestik maupun internasional, dalam berkompetisi dapat dituangkan dalam lima kekuatan bersaing (*the five competitive forces*). Mullins, Jr Walker dan Jr Boyd (2010) menggambarkan *porter's five competitive forces* seperti gambar di bawah ini.



Gambar 2.1 Porter's Five Competitive Forces

Sumber : Mullins, Jr Walker dan Jr Boyd (2010, p.82)

2.3.1 Persaingan antar perusahaan dalam Industri

Intensitas persaingan antar perusahaan dalam suatu industri tergantung kepada jumlah perusahaan yang ada dalam industri tersebut, ukuran relatif perusahaan, keberanian berkompetisi, tingkat pertumbuhan industri, dan karakteristik yang berhubungan. dalam beberapa industri, perusahaan-perusahaan bersaing secara agresif dengan merendahkan harga jual sehingga hampir mendekati atau bahkan lebih rendah dari *marginal cost*. Sedangkan dalam industri lain, ada yang mencari cara untuk mengkoordinasikan harga dan bersaing dengan pendekatan lain selain harga jual, seperti inovasi dan *brand image*.

Menurut Mullins, Walker dan Boyd (2010), beberapa faktor yang menentukan tingkat persaingan antar perusahaan dalam Industri:

Tingkat pertumbuhan industri. Jika industri tersebut tumbuh dengan cepat, maka perusahaan-perusahaan yang ada tidak perlu merebut pasar dari perusahaan lain untuk dapat tumbuh. Namun sebaliknya, apabila perusahaan tersebut berada pada industri yang pertumbuhannya statis, maka satu-satunya jalan bagi perusahaan agar bisa bertumbuh adalah dengan merebut pasar perusahaan lain dalam industri tersebut. Dalam kondisi seperti ini, kemungkinan besar akan terjadi perang harga antar perusahaan dalam industri tersebut.

Tingkat differensiasi dan *switching cost*. Apabila produk dari suatu perusahaan tidak memiliki tingkat differensiasi yang tinggi dengan produk lainnya di pasar, maka konsumen akan lebih mudah berpindah ke produk lainnya tergantung kepada harga yang ditawarkan. Selain itu, *switching cost* juga mempengaruhi konsumen untuk pindah ke produk lain, apabila *switching cost* rendah, maka kemungkinan besar bagi perusahaan-perusahaan yang terdapat dalam industri tersebut akan terlibat dalam persaingan harga.

Tingkat konsentrasi dalam industri. Tingkat konsentrasi ini ditentukan oleh jumlah perusahaan yang ada dalam industri serta besar perusahaan tersebut secara relatif. Tingkat konsentrasi mempengaruhi kemungkinan perusahaan-perusahaan dalam industri untuk melakukan koordinasi harga dan usaha-usaha kompetisi lainnya. Apabila ada satu perusahaan yang dominan dalam satu industri, maka secara tidak langsung perusahaan tersebut akan menetapkan aturan kompetisi yang berlaku. Demikian juga apabila terdapat dua atau tiga perusahaan yang hampir sama besarnya berada dalam satu industri, maka mereka dapat bekerja sama secara implisit untuk menghindari persaingan harga yang pada akhirnya akan merugikan perusahaan juga.

***Economics of scale* dan rasio antara *fixed cost* dengan *variable cost*.** Bila dalam industri terdapat *learning curve* yang landai maka dalam situasi ini, ukuran perusahaan menjadi faktor yang penting dalam industri. Dalam keadaan ini, maka perusahaan yang memiliki ukuran yang besar akan mendapatkan insentif untuk menguasai pasar. Selain itu rasio antara *fixed cost* dan *variable cost* juga berpengaruh, apabila rasio tersebut tinggi, maka perusahaan memiliki insentif untuk menurunkan harga.

Kelebihan kapasitas dan *exit barriers*. Jika dalam suatu industri terdapat perusahaan yang memiliki kapasitas produksi lebih besar dari permintaan konsumen, maka perusahaan tersebut memiliki insentif untuk menurunkan harga jual untuk memenuhi kapasitas produksinya. Masalah akan menjadi bertambah

berat, apabila terdapat penghalang yang tinggi bagi perusahaan untuk keluar dari industri, seperti produk yang sudah terspesialisasi, dan adanya peraturan yang membuat keluar dari industri akan menimbulkan biaya yang besar.

2.3.2 Ancaman pendatang baru

Apabila dalam suatu industri terdapat potensi mendapatkan *profit* yang tinggi, maka hal tersebut biasanya akan menarik pemain baru untuk masuk ke dalam industri. Semakin banyak pemain dalam industri, akan menyebabkan terjadinya persaingan dalam penentuan harga yang pada akhirnya akan berpengaruh kepada profitabilitas perusahaan. Oleh sebab itu, tingkat kemudahan perusahaan untuk masuk ke dalam industri merupakan salah satu faktor kunci yang terkait erat dengan profitabilitas perusahaan.

Menurut Mullins, Walker dan Boyd (2010), ada beberapa faktor yang menentukan tingginya hambatan bagi pemain baru untuk masuk ke dalam industri:

Economies of scale. Ketika dalam industri sudah terdapat *economies of scale* yang besar, maka pemain baru yang akan masuk ke industri memiliki pilihan untuk melakukan investasi dengan kapasitas besar yang akan memakan waktu atau masuk dengan menggunakan kapasitas di bawah titik optimum. Pilihan mana pun yang akan digunakan oleh pemain baru tersebut, pada akhirnya akan menimbulkan *cost disadvantage* dalam berkompetisi dengan perusahaan-perusahaan yang sudah ada.

Keuntungan bagi pelopor. Sebagai pelopor dalam industri memiliki beberapa keuntungan seperti kemampuan untuk menentukan standar industri dan juga dapat membuat kesepakatan dengan pemasok untuk mendapatkan bahan baku murah, selain pelopor juga memiliki kesempatan pertama untuk mendapatkan lisensi dari pemerintah. Selain itu, keuntungan bagi pelopor akan semakin besar ketika para konsumen memiliki *switching cost* karena mereka telah lebih dulu menggunakan produk dari perusahaan.

Akses ke saluran distribusi. Salah satu penghambat yang perlu diperhatikan oleh pemain baru adalah adanya kapasitas yang terbatas dalam saluran distribusi produk dan untuk membuat saluran distribusi tersebut memerlukan biaya dan juga waktu yang tidak sedikit.

Hambatan yang resmi. Dalam beberapa industri, terdapat hambatan-hambatan yang resmi yang dikeluarkan oleh pemerintah yang dapat menghambat masuknya pemain baru. Misal : paten dan *copyrights* dalam industri yang banyak berhubungan dengan riset.

2.3.3 Ancaman Produk Substitusi

Produk substitusi tidak hanya berarti produk yang memiliki bentuk yang sama dengan produk yang disubstitusikannya, namun biasanya suatu produk dapat dikatakan produk substitusi apabila memiliki fungsi atau kegunaan yang sama dengan produk yang sudah ada di pasar (Mullins, Walker dan Boyd, 2010).

Ancaman dari produk substitusi biasanya tergantung kepada *performance* dan harga relatif dari produk dan jasa yang disubstitusikannya. Hal ini berarti, ketika ada kenaikan harga dari suatu produk, apabila di pasar terdapat produk substitusi, maka konsumen memiliki pilihan untuk beralih kepada produk substitusi tersebut. Demikian sebaliknya, apabila di pasar tidak terdapat produk substitusi, maka tidak ada pilihan bagi konsumen selain membayar harga yang lebih tinggi tersebut untuk tetap menggunakan produk tersebut (Mullins, Walker dan Boyd, 2010).

2.3.4 Kekuatan Tawar-menawar pembeli

Kekuatan tawar-menawar pembeli adalah kekuatan pembeli untuk dapat mempengaruhi harga jual suatu produk atau mempengaruhi produsen untuk memberikan barang dengan kualitas yang lebih baik. Pembeli menjadi sensitif terhadap harga apabila produk yang ditawarkan tidak terdiferensiasi dan tidak terdapat *switching cost* yang tinggi (Mullins, Walker dan Boyd, 2010).

Sensitivitas pembeli juga tergantung kepada porsi biaya untuk membeli produk dalam struktur biaya pembeli. Ketika produk terdapat dalam porsi yang

besar dalam struktur biaya pembeli, maka pembeli akan cenderung untuk mencari penjual lain yang menjual dengan harga lebih rendah. Sebaliknya, apabila produk tersebut berada dalam porsi yang kecil, maka pembeli cenderung untuk tidak merasa perlu mencari penjual lain dengan harga yang lebih rendah. Selain itu, kualitas produk juga berpengaruh kepada sensitivitas harga pembeli (Mullins, Walker dan Boyd, 2010).

Walaupun sensitivitas harga pembeli tinggi, bukan berarti pembeli akan secara otomatis dapat membeli barang dengan harga yang rendah apabila mereka tidak memiliki kekuatan tawar-menawar yang kuat. Kekuatan tawar-menawar pembeli dapat ditentukan oleh volume pembelian produk, jumlah produk substitusi yang ada, *switching cost* yang sudah terbentuk, serta jumlah pembeli relatif terhadap jumlah penjual (Mullins, Walker dan Boyd, 2010).

2.3.5 Kekuatan Tawar-menawar Penjual

Kekuatan tawar-menawar pembeli adalah kemampuan para penjual untuk meningkatkan harga atau menurunkan kualitas barang untuk meningkatkan profitabilitas pemasok tersebut. Pada dasarnya sama seperti kekuatan tawar-menawar pembeli, dimana penjual memiliki posisi tawar-menawar yang lebih kuat dikarenakan produk mereka merupakan produk yang sangat penting bagi pembeli atau jumlah penjual dan produk substitusi yang tersedia di pasar sedikit (Mullins, Walker dan Boyd, 2010).

Porter's five forces mempengaruhi profitabilitas industri karena kelima kekuatan tersebut mempengaruhi harga, biaya dan tingkat investasi perusahaan dalam sebuah industri.

2.4 Penilaian Harga Saham

2.4.1 Estimasi *Discount Rates*

Estimasi *discount rates* merupakan salah satu tahap yang penting dalam proses valuasi. *Discount rates* diperlukan untuk mendiskontokan arus kas perusahaan dimasa yang akan datang. *Discount rates* dapat mencerminkan tingkat resiko dan umur aset perusahaan dimasa yang akan datang. Setidaknya dengan mendiskontokan arus kas sekarang, diharapkan perusahaan dapat memiliki kesiapan dalam menghadapi masa depan.

Apabila perusahaan menggunakan tingkat diskonto yang kurang tepat dalam proses penilaian, maka hasil yang diperoleh dari proses penilaian tersebut akan lebih banyak memberikan masalah bagi perusahaan karena hal ini terkait dengan arus kas perusahaan.

Pada umumnya, untuk memperkirakan tingkat resiko perusahaan dapat dilihat dari beberapa parameter utama, yaitu biaya ekuitas (*Cost of Equity*), biaya utang (*Cost of Debt*), biaya modal (*Cost of Capital*) dan beberapa indikator resiko lain yang digunakan di pasar (Bodie, Kane, dan Markus, 2009).

2.4.1.1 *Cost of Equity*

Cost of equity adalah tingkat pengembalian yang diinginkan oleh investor dalam melakukan investasi ekuitas pada perusahaan. Pada umumnya, perusahaan yang melakukan pengukuran resiko pada ekuitas dan merubah hasil pengukuran tersebut menjadi biaya ekuitas akan menemukan beberapa kesulitan yang antara lain disebabkan oleh biaya yang terdapat pada ekuitas umumnya tersembunyi dan sulit dihitung karena tidak dapat diamati, hal tersebut tidak terjadi pada saat kita akan menghitung biaya utang, dimana dalam menghitung biaya utang, dasar perhitungannya didasari pada perhitungan menggunakan tingkat bunga yang berlaku (Bodie, Kane, dan Markus, 2009).

Selain itu definisi dan besaran resiko ekuitas bagi masing-masing pemegang saham tidak akan sama. Perbedaan tersebut yang pada akhirnya akan menimbulkan harapan tingkat pengembalian (*expected return*) terhadap ekuitas (Damodaran, 2006).

Untuk menghitung harapan tingkat pengembalian terhadap ekuitas digunakan persamaan sebagai berikut (Damodaran, 2006, p.56):

$$E(r) = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (2.1)$$

dimana :

$E(r)$	= <i>expected return on stock.</i>
R_f	= <i>risk free rate.</i>
β	= <i>systematic risk.</i>
$R_m - R_f$	= <i>market risk premium.</i>
R_m	= <i>required rate of market return.</i>

Perhitungan biaya ekuitas dapat diperoleh dengan menggunakan model CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) yaitu model yang menggambarkan hubungan antara tingkat resiko pada aset dengan harapan tingkat pengembalian. Menurut Damodaran (2006), secara garis besar hubungan tersebut memiliki dua fungsi utama, yaitu:

- Model CAPM dapat memberikan perbandingan besaran setiap tingkat pengembalian untuk mengevaluasi besarnya investasi yang diperlukan.
- Model CAPM dapat digunakan sebagai alat bantu dalam melakukan prediksi terhadap *expected return* pada aset yang belum diperdagangkan di pasar.

Dalam menggunakan CAPM, kita perlu memperhatikan bagaimana menghitung *risk premium* yang akan digunakan dalam perhitungan *expected return on market index*, serta berapa nilai *risk free rate* dan beta yang tepat untuk digunakan dalam model. Selain itu *Risk free rate* yang digunakan dalam perhitungan risk premium harus konsisten dengan *risk free rate* yang digunakan dalam mencari *cost of equity*.

Dalam melakukan perhitungan *discount rates* dari mata uang dolar Amerika Serikat ke dalam mata uang Rupiah, berdasarkan teori *Purchasing Power Parity* (Eiteman, Stonehill, dan Moffett, 2010) kita perlu memperhatikan tingkat inflasi Amerika Serikat dan Indonesia. Berdasarkan teori paritas nilai tukar tersebut, perbedaan inflasi antara dua negara akan mempengaruhi nilai tukar mata uang

diantara kedua negara tersebut. Perubahan nilai tukar mata uang tersebut akan cenderung bergerak menuju rasio daya beli antara dua mata uang dalam jangka panjang. Pada saat tingkat inflasi domestik lebih tinggi dari tingkat inflasi asing (negara lain), maka keadaan ini akan menyebabkan kurs valuta asing akan meningkat (mata uang domestik akan mengalami depresiasi terhadap mata uang asing). Namun sebaliknya, bila tingkat inflasi domestik lebih rendah dari tingkat inflasi asing (negara lain), maka hal ini akan menyebabkan turunnya kurs valuta asing (mata uang domestik akan mengalami apresiasi).

Teori PPP ini erat berhubungan dengan *Law of One Price* yang menyatakan bahwa dalam pasar yang kompetitif yang bebas dari biaya transportasi dan hambatan-hambatan lain dalam perdagangan seperti tarif, maka barang-barang yang sama jenisnya akan dijual dengan harga yang sama apabila harganya dinyatakan dalam mata uang yang sama.

Menurut Damodaran (2006), dalam menghitung *risk premium*, perlu diperhatikan beberapa hal berikut:

- **Variance dalam ekonomi.** *Risk premium* untuk ekonomi yang *volatile* akan lebih besar dibandingkan pada ekonomi yang stabil. Jadi premium untuk pasar yang sedang tumbuh dengan pertumbuhan lebih tinggi dan beresiko lebih tinggi, akan lebih besar dari premium untuk pasar yang sudah maju.
- **Resiko politik.** *Risk premium* untuk pasar yang memiliki potensi untuk terkena instabilitas politik akan lebih besar bila dibandingkan pasar yang memiliki politik yang relatif stabil.
- **Struktur pasar.** Ada beberapa pasar dimana *risk premium* untuk berinvestasi dalam saham akan lebih rendah apabila perusahaan yang tercatat dalam bursa efek merupakan perusahaan besar, terdiversifikasi, dan stabil. Secara umum, semakin kecil dan semakin beresiko suatu perusahaan yang tercatat di bursa efek, *risk premium* rata-rata untuk berinvestasi disana akan semakin meningkat.

Menurut Damodaran (2006), Beta perusahaan ditentukan oleh beberapa variabel berikut:

- **Jenis Usaha dimana perusahaan beroperasi.** Dikarenakan beta mengukur resiko perusahaan secara relatif terhadap indeks pasar, semakin sensitif perusahaan terhadap kondisi pasar, semakin tinggi pula beta. Perusahaan yang siklikal, diharapkan memiliki beta yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang tidak siklikal dengan asumsi faktor-faktor lainnya dianggap sama.
- **Tingkat *Operating Leverage* suatu perusahaan.** Tingkat *operating leverage* merupakan fungsi struktur biaya perusahaan dan biasanya didefinisikan dalam bentuk hubungan antara *fixed cost* dengan *total cost*. Suatu perusahaan yang dikatakan memiliki *operating leverage* yang tinggi, yaitu dengan memiliki *fixed cost* yang relatif tinggi terhadap *total cost*, akan memiliki variabilitas dalam laba sebelum bunga dan pajak dibandingkan dengan perusahaan yang memproduksi produk yang sama dengan *operating leverage* yang lebih rendah. Semakin tinggi *variance* dalam laba operasi akan menyebabkan beta yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *variance* dalam laba operasi yang lebih rendah, dengan asumsi faktor-faktor lainnya dianggap sama.
- **Tingkat *Financial Leverage* suatu perusahaan.** Dengan asumsi faktor-faktor lainnya dianggap sama, peningkatan dalam *financial leverage* akan meningkatkan beta ekuitas dari perusahaan. Dapat disimpulkan bahwa pembayaran utang akan meningkatkan *variance* dari pendapatan bersih perusahaan, yaitu bila *financial leverage* perusahaan tersebut lebih tinggi maka pendapatan akan meningkat selama kondisi ekonomi baik dan pendapatan akan menurun dalam kondisi ekonomi buruk.

Dalam penilaian, beta yang digunakan adalah perhitungan beta *levered* yang dinyatakan dengan persamaan berikut (Damodaran, 2006, p.224):

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \left[1 + (1-t) \frac{D}{E} \right] \quad (2.2)$$

dimana:

$\beta_{unlevered}$ = *unlevered beta*

t = *marginal tax rate*

$\frac{D}{E}$ = *debt to equity ratio*

2.4.1.2 *Cost of Debt*

Untuk membiayai kebutuhan operasionalnya, sebuah perusahaan pada umumnya akan menggunakan pembiayaan dari utang. Bentuk dari pembiayaan utang tersebut dapat berupa penerbitan obligasi, pinjaman ke lembaga keuangan dan sebagainya. Penentuan biaya utang diperlukan untuk mengetahui berapa proporsi biaya terhadap utang yang harus dikeluarkan dibandingkan dengan keseluruhan biaya yang timbul dari modal. Dengan melakukan pengukuran biaya utang, maka investor dapat mengetahui tingkat resiko suatu perusahaan dibandingkan dengan perusahaan lain karena semakin besar utang yang dimiliki oleh suatu perusahaan, maka semakin tinggi resiko perusahaan tersebut.

Dalam melakukan pengukuran biaya utang, tentunya dipengaruhi oleh beberapa hal, antara lain tingkat bunga atau beban bunga yang ditanggung oleh perusahaan, tingkat pajak yang berlaku dan resiko *default* perusahaan. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2010) ada beberapa hal yang akan mempengaruhi biaya utang:

- Tingkat bunga yang berlaku di pasar pada saat ini. Apabila tingkat bunga yang berlaku di pasar meningkat, maka *cost of debt* perusahaan tersebut akan meningkat juga.
- Resiko *default* dari perusahaan. Apabila investor menilai resiko *default* perusahaan meningkat, maka biaya peminjaman utang juga akan

meningkat. Salah satu cara untuk mengukur resiko *default* dari suatu perusahaan adalah dengan menggunakan peringkat utang dari perusahaan. Semakin tinggi peringkat utang suatu perusahaan, maka akan semakin kecil *cost of debt* perusahaan tersebut. Sebaliknya, semakin rendah peringkat utang suatu perusahaan, maka *cost of debt* perusahaan tersebut akan semakin tinggi. Apabila peringkat utang tidak tersedia, maka resiko *default* perusahaan dapat diukur dengan melihat tingkat bunga pinjaman yang paling sering digunakan oleh perusahaan tersebut.

- Keuntungan pajak dari utang. Hal ini disebabkan karena biaya bunga dapat dikurangi dalam menghitung penghasilan kena pajak, oleh sebab itu *cost of debt* setelah pajak merupakan fungsi dari tarif pajak.

Nilai perhitungan *cost of debt* mengindikasikan besarnya resiko kebangkrutan suatu perusahaan, selain itu, nilai tersebut juga sebagai indikator tingkat suku bunga di pasar. Menurut Damodaran (2006), pendekatan yang dapat digunakan dalam perhitungan *cost of debt* diantaranya sebagai berikut:

- Menggunakan *yield to maturity* perusahaan tersebut.
- Menggunakan *rating* perusahaan dan memperkirakan *default spread* pada *rating* tersebut.

Dalam penilaian, perhitungan *cost of debt* yang digunakan adalah *cost of debt* setelah dikurangi dengan pajak dan dinyatakan dengan persamaan berikut (Damodaran, 2006, p.67):

$$k_d = k_{di} (1 - tc) \quad (2.3)$$

dimana :

k_d = *cost of debt after tax.*

k_{di} = *cost of debt before tax.*

tc = *tax rate.*

2.4.1.3 *Weighted Average Cost of Capital*

Dalam melakukan penilaian menggunakan *discounted cash flow*, arus kas yang diharapkan akan didiskon sebesar *cost of capital*. Apabila suatu perusahaan dapat menjaga arus kas tetap stabil dan menurunkan *cost of capital* nya, maka hal tersebut akan dapat memberikan perubahan yang positif terhadap *present value* perusahaan tersebut.

Pada umumnya biaya utang akan selalu lebih rendah bila dibandingkan dengan biaya ekuitas dalam dunia bisnis. Namun perlu diperhatikan, pada saat perusahaan memutuskan untuk meminjam dana lebih banyak, maka ekuitas perusahaan tersebut akan semakin beresiko. Walaupun jumlahnya setara dengan pendapatan bersih, namun perlu diperhatikan bahwa perusahaan juga harus melakukan pembayaran terhadap bunga pinjaman dan semakin beresiko pula pendapatan dari ekuitas perusahaan.

2.4.2 *Estimasi pertumbuhan (Growth)*

Dalam melakukan valuasi terhadap suatu perusahaan, tingkat pertumbuhan suatu perusahaan merupakan sesuatu yang perlu diproyeksikan sebagai dasar bagi perusahaan tersebut dalam melakukan operasi di masa depan. Semakin akurat estimasi tingkat pertumbuhan yang dibuat dengan tingkat pertumbuhan riil maka semakin tinggi pula nilai yang akan dihasilkan oleh perusahaan tersebut (Damodaran, 2006). Dengan melakukan estimasi tingkat pertumbuhan, perusahaan diharapkan dapat mengetahui pos-pos keuangan yang perlu dilakukan perbaikan atau efisiensi.

Untuk melakukan estimasi pertumbuhan, menurut Damodaran (2006) setidaknya dapat dilakukan melalui beberapa pendekatan:

- Menggunakan data historikal untuk melakukan proyeksi di masa yang akan datang.
- Menggunakan estimasi pihak lain. Hal ini biasa digunakan oleh para analis, dimana para analis cenderung untuk menggunakan suatu pembandingan untuk melakukan estimasi tingkat pertumbuhan. Salah satu keuntungan yang dimiliki oleh para analis adalah akses terhadap data perusahaan terbaru sehingga estimasi yang dihasilkan menjadi relatif lebih

relevan dan dapat diterima. Selain itu analisis juga memiliki metode-metode yang dikaitkan dengan pengalaman mereka dan analisis juga dapat menunjukkan kebijakan harga dan pertumbuhan di masa yang akan datang.

- Menggunakan parameter fundamental, estimasi dapat dilakukan dengan mempertimbangkan parameter yang memiliki hubungan yang erat dengan perusahaan. Parameter yang paling sering digunakan adalah perkembangan dan pertumbuhan ekonomi pada suatu Negara, kebijakan pemerintah dan faktor ekonomi lainnya.

Menurut Damodaran (2006), terdapat faktor penentu lainnya yang juga akan mempengaruhi pola pertumbuhan perusahaan, diantaranya sebagai berikut:

- Ukuran / *size* dari perusahaan. Semakin besar suatu perusahaan, maka semakin sulit bagi perusahaan untuk mempertahankan tingkat pertumbuhan yang tinggi secara terus menerus.
- *Barrier to entry* dan *differential advantage*. *Return* yang tinggi biasanya akan menghasilkan tingkat pertumbuhan yang tinggi pula, dimana *return* tersebut dapat disebabkan oleh faktor *barrier to entry* yang tinggi dan atau *differential advantage* yang memadai.
- Tingkat pertumbuhan pendapatan usaha di masa lalu. Walaupun pada umumnya, pertumbuhan perusahaan dimasa lalu, tidak selalu dapat digunakan sebagai indikator bahwa perusahaan tersebut akan memiliki pertumbuhan yang sama di masa yang akan datang. Namun biasanya terdapat korelasi antara pertumbuhan perusahaan pada masa lalu dengan pertumbuhan perusahaan pada masa yang akan datang. Dimana perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi pada saat ini memiliki potensi lebih besar untuk mencapai tingkat pertumbuhan yang tinggi pula di masa yang akan datang.

2.4.3 Estimasi *Cash Flow*

2.4.3.1 *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*

Menurut Damodaran (2006), *Free Cash Flow to Equity* dikenal juga dengan nama *dividen potential*. Hal ini disebabkan karena dalam model FCFE ini, sejumlah kas yang tersisa setelah digunakan untuk keperluan investasi dan kebutuhan operasional perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham. Oleh sebab itu, untuk mengukur tingkat pengembalian yang berasal dari ekuitas para investor maka dikembangkanlah model pendukung yang menggunakan uang kas yang tersisa setelah pajak, kebutuhan investasi dan utang sebagai input perhitungan model tersebut.

Berikut adalah persamaan yang digunakan untuk melakukan perhitungan *Free Cash Flow to Equity* (Damodaran, 2006, p.79):

$$\begin{aligned} FCFE &= \text{Net Income} - \text{reinvestments needs} - \text{debt from cashflow} \\ &= \text{Net Income} - (\text{capital expenditures} - \text{depreciation} + \text{change in cash} \\ &\quad \text{working capital} - (\text{principal repayments} - \text{new debt issues})) \end{aligned} \quad (2.4)$$

2.4.3.2 *Dividend Discount Model (DDM)*

Ada beberapa model pendekatan untuk menghitung nilai intrinsik saham menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2009) diantaranya dengan *Dividend Discount Model (DDM)*. Dividen merupakan bagian dari laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Dividen adalah pendapatan yang dapat diperkirakan sebelumnya, sedangkan *capital gain* lebih sulit diperkirakan. Pembayaran dividen yang tinggi memunculkan anggapan bahwa perusahaan emiten mempunyai prospek keuntungan yang baik, demikian sebaliknya. Akhirnya, harga saham cenderung mengikuti naik-turunnya pembayaran dividen.

Dalam DDM terdapat beberapa kasus yang berhubungan dengan pertumbuhan (*growth*) perusahaan, diantaranya :

- **Model Pertumbuhan Konstan.** Model pertumbuhan konstan ini disebut juga model Gordon. Gordon mengembangkan dan mempopulerkan model ini. Model ini digunakan untuk menentukan nilai saham jika dividen yang akan dibayarkan mengalami pertumbuhan secara konstan selama waktu tak terbatas.

Persamaan model pertumbuhan konstan ini dapat dituliskan sebagai berikut (Bodie, Kane, dan Marcus, 2009, p.591):

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+k)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k)^\infty} \quad (2.5)$$

dimana:

V_0 = nilai intrinsik saham

D_0 = *dividend this year*

g = *dividend growth rate*

k = *required rate of return*

Rumus tersebut dapat disederhanakan sebagai sebagai berikut:

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{(k-g)} \quad (2.6)$$

dimana:

V_0 = nilai instrinsik saham

D_0 = *dividend this year*

g = *dividend growth rate*

k = *required rate of return*

- ***Specific Holding Period.*** Untuk investasi saham dengan waktu yang terbatas (*specific holding period*) artinya saham dibeli dan kemudian dijual lagi dalam waktu tertentu (misal satu atau dua tahun). Ketika dilakukan penjualan maka didapat nilai ekspektasi nilai saham yang dijual pada saat tersebut (*terminal value*).

Untuk *specific holding period*, rumus *dividend discount model* yang digunakan adalah sebagai berikut (Bodie, Kane, dan Marcus, 2009, p.591):

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{\text{Terminal Value}}{(1+k)^n} \quad (2.7)$$

dimana:

V_0	= nilai intrinsik saham
D_0	= <i>dividend this year</i>
<i>Terminal Value</i>	= ekspektasi harga pelepasan saham
g	= <i>dividend growth rate</i>
k	= <i>required rate of return</i>

2.5 Metode Valuasi

Dalam melakukan valuasi, secara umum dapat dibedakan menjadi tiga pendekatan, yaitu:

- ***Discounted Cash Flow Valuation.*** Dalam pendekatan ini akan menghubungkan nilai suatu aset dari arus kas di masa yang akan datang dengan nilai sekarang.
- ***Relative Valuation.*** Dalam pendekatan ini akan melakukan estimasi nilai aset dengan melihat pada penentuan harga pada aset –aset yang sebanding secara relatif terhadap variabel – variabel yang umum seperti *earnings*, *cashflow*, *book value* atau *sales*.
- ***Contigent Claim Valuation.*** Dalam pendekatan ini akan menggunakan *option pricing model* untuk mengukur nilai suatu aset yang memiliki karakteristik option.

Dalam penulisan karya akhir ini, penulis akan mencoba untuk melakukan valuasi dengan menggunakan pendekatan *Discounted Cash Flow valuation*.

2.5.1 *Discounted Cash Flow Valuation Model.*

Menurut Damodaran (2006), model *Discounted Cashflow* merupakan salah satu model dari *income approach* yang memfokuskan pada penilaian saham untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *return* ke pemilik atau investor. Kemampuan perusahaan menghasilkan pendapatan dapat dilihat dari kinerja perusahaan di masa lalu, saat ini dan masa yang akan datang. Demikian juga halnya dengan penilaian pendapatan.

Bedasarkan pendekatan pendapatan, besarnya nilai suatu perusahaan tergantung pada kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas atau yang diproyeksikan akan dihasilkan oleh perusahaan tersebut di masa yang akan datang. Nilai perusahaan juga tergantung kepada tingkat kapitalisasi dan atau tingkat diskonto untuk mengkonversi pendapatan yang akan diterima pada masa yang akan datang menjadi nilai saat ini. Dengan demikian, maka asumsi yang biasa digunakan dalam menentukan nilai perusahaan adalah *going concern*, yaitu asumsi bahwa perusahaan akan tetap beroperasi dan menghasilkan keuntungan bagi para investor walaupun pemilik atau manajemen perusahaan berganti (Damodaran, 2006).

Model Discounted Cash Flow merupakan model yang paling sering digunakan dalam melakukan penilaian perusahaan, meskipun dalam penerapannya terdapat beberapa keterbatasan, yaitu model ini hanya dapat diterapkan untuk aset yang memiliki *earning* atau pendapatan yang positif dan stabil.

Menurut Damodaran (2006), langkah langkah dalam melakukan penilaian aset dengan menggunakan model ini adalah sebagai berikut :

- Melakukan estimasi besarnya tingkat pengembalian (*Discount rates*) yang akan digunakan dalam penilaian. *Discount rates* dapat berupa biaya ekuitas jika penilaian dilakukan terhadap suatu ekuitas atau biaya modal. Apabila penilaian dilakukan terhadap suatu perusahaan (*firm valuation*) maka *discount rates* yang digunakan dapat berupa nominal atau riil tergantung dari arus kas yang digunakan. Hal lain yang perlu diperhatikan adalah, *discount rates* juga akan berubah seiring dengan waktu, oleh sebab itu maka estimasi terhadap *discount rates* perlu ditinjau kembali secara periodik.

- Melakukan estimasi *current earnings* dan *cashflow* dari suatu aset, dalam penelitian ini yang akan diukur adalah *cashflow* untuk *equity* investor (*Cash Flow to Equity*).
- Melakukan estimasi *earnings* dan *cashflow* suatu aset dimasa yang akan datang. Hal ini dapat dilakukan setelah melakukan estimasi besarnya tingkat pertumbuhan dari *earnings* tersebut.
- Melakukan estimasi kapan perusahaan mencapai pertumbuhan yang stabil dan karakteristik perusahaan yang dimilikinya pada saat itu, termasuk didalamnya resiko dan *cashflow* perusahaan.
- Memilih model DCF yang sesuai untuk aset yang dimaksud dan melakukan penilai terhadap aset tersebut.

Rumus dasar untuk penilaian *discounted cash flow* adalah (Damodaran, 2002, p.13):

$$Value = \sum_{i=0}^{i=n} \frac{FCFi}{(1+r)^i} \quad (2.8)$$

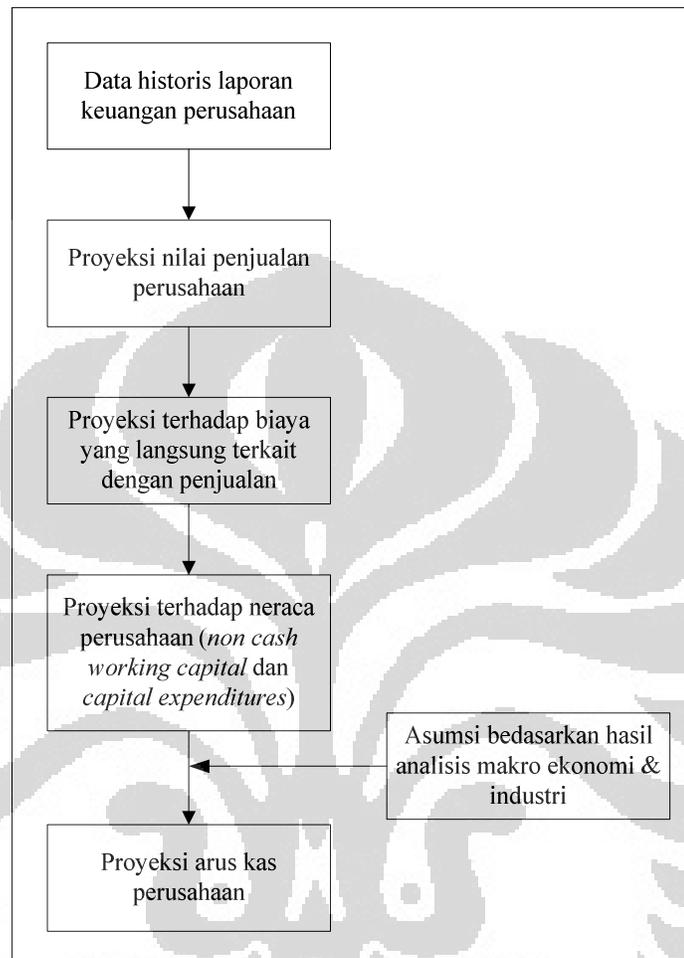
dimana :

Value = nilai perusahaan

FCFi = *Free Cash Flow* pada tahun ke – *i*

r = *discount rates (Cost of Equity* atau WACC)

2.6 Teknik Proyeksi Laporan Keuangan



Gambar 2.2 Alur Proyeksi Laporan Keuangan

Sumber: Hasil olahan penulis

Dalam melakukan proyeksi laporan perusahaan, elemen utama yang harus diproyeksikan adalah nilai penjualan dari perusahaan. Yang perlu dilakukan dalam melakukan proses proyeksi nilai penjualan adalah terkait dengan kemampuan perusahaan untuk memenuhi target penjualan yang sudah diproyeksikan. Salah satu cara yang paling sering digunakan adalah dengan melihat data historis penjualan perusahaan, dimana data historis tersebut dapat memberikan gambaran atas tren yang dapat digunakan oleh perusahaan sebagai alat bantu proyeksi.

Setelah proses proyeksi nilai penjualan selesai dibuat, berikutnya adalah pembuatan proyeksi terhadap pendapatan dan biaya yang mungkin terjadi dalam rangka pemenuhan proyeksi penjualan tersebut. Pendekatan yang biasa digunakan adalah membedakan antara biaya yang terkait langsung atau berpengaruh terhadap penjualan seperti beban bunga yang terkait dengan utang dan tingkat suku bunga, selain itu depresiasi juga merupakan salah satu komponen yang penting dan diproyeksikan sesuai dengan kebijakan depresiasi perusahaan. Kemudian tingkat pajak yang berlaku yang ditentukan oleh pemerintah. Selain itu proyeksi pendapatan dapat dilihat pada laporan rugi laba dan perlu di detailkan apa saja yang merupakan keuntungan perusahaan.

Tahapan selanjutnya adalah melakukan proyeksi terhadap neraca perusahaan. Pada proses ini perlu dilakukan proyeksi secara individu atas akun yang ada. Sebagai contoh akun *operating working capital* dan akun aset jangka panjang sangat dipengaruhi oleh aktivitas penjualan jangka panjang. Apabila perencanaan manajemen untuk *capital expenditure* dijelaskan, maka hal ini akan mempermudah proses proyeksi terhadap akun-akun dalam neraca.

Tahapan terakhir adalah melakukan proyeksi terhadap arus kas perusahaan. Proses ini sangat terkait dengan proyeksi yang sudah dilakukan terhadap nilai penjualan dan neraca serta menggunakan asumsi yang sudah kita dapatkan berdasarkan analisis makro ekonomi dan industri.

BAB III

GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN

3.1 Riwayat Singkat Perusahaan

PT. Indocement Tunggul Prakarsa Tbk (Indocement) saat ini merupakan produsen semen terbesar kedua di Indonesia. Didirikan pada tahun 1985 atas penggabungan dari enam perusahaan semen yang memiliki delapan pabrik semen yaitu :

- PT. Distinct Indonesia Cement Enterprise.
- PT. Perkasa Indonesia Cement Enterprise.
- PT. Perkasa Indah Indonesia Cement Putih Enterprise.
- PT. Perkasa Agung Utama Indonesia Cement Enterprise.
- PT. Perkasa Inti Abadi Indonesia Cement Enterprise.
- PT. Perkasa Abadi Mulia Indonesia Cement Enterprise.

Kemudian pada tahun 1989, Indocement menjadi perusahaan publik dan mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia. Dalam perkembangannya, Indocement melakukan beberapa langkah pengembangan bisnisnya, antara lain dengan melakukan akuisisi dan pembangunan fasilitas produksi yang baru seperti:

- Tahun 1991 melakukan akuisisi pabrik ke-9 nya di Palimanan, Cirebon.
- Tahun 1996 pabrik ke-10 selesai dibangun di Cirebon.
- Tahun 1997 pabrik ke-11 di Citeureup, Bogor beroperasi dengan kapasitas 2,6 juta ton semen per tahun.
- Tahun 1998 penggabungan usaha dengan PT. Indo Kodeco Cement, menjadikan PT. Indocement memiliki pabrik ke-12 nya di Tarjun, Kalimantan Selatan.

Pada Tahun 2001, HeidelbergCement Group, produsen semen terkemuka di dunia yang berkantor pusat di Heidelberg, Jerman dan beroperasi di 40 negara, menjadi pemegang saham mayoritas Indocement sebesar 51 persen melalui anak perusahaannya Kimmeridge Enterprise Pte. Ltd.

3.2 Diversifikasi Usaha Perusahaan

Untuk menunjang kegiatan bisnisnya, Indocement selain bergerak dalam industri pembuatan semen, juga bergerak di bidang Beton siap pakai (*Ready-Mix Concrete/RMC*) dan tambang agregat. Langkah pengembangan bisnis ini dimulai sejak tahun 2007, ditandai dengan dibelinya 51 persen saham PT Gunung Tua Mandiri oleh Indocement. PT Gunung Tua Mandiri adalah sebuah perusahaan yang bergerak dalam bisnis agregat dengan estimasi cadangan sekitar 30 juta ton dan tingkat produksi sekitar 1,5 juta ton per tahun.

Selanjutnya di penghujung tahun 2007, Indocement kembali membeli bisnis agregat PT Handi Perkasa yang memiliki kapasitas produksi rata-rata 1.500 ton per hari dan diperkirakan memiliki cadangan sekitar 100 juta ton. Kedua langkah tersebut, menjadikan pangsa pasar Indocement untuk bisnis agregat pada tahun 2008 sekitar 10 persen.

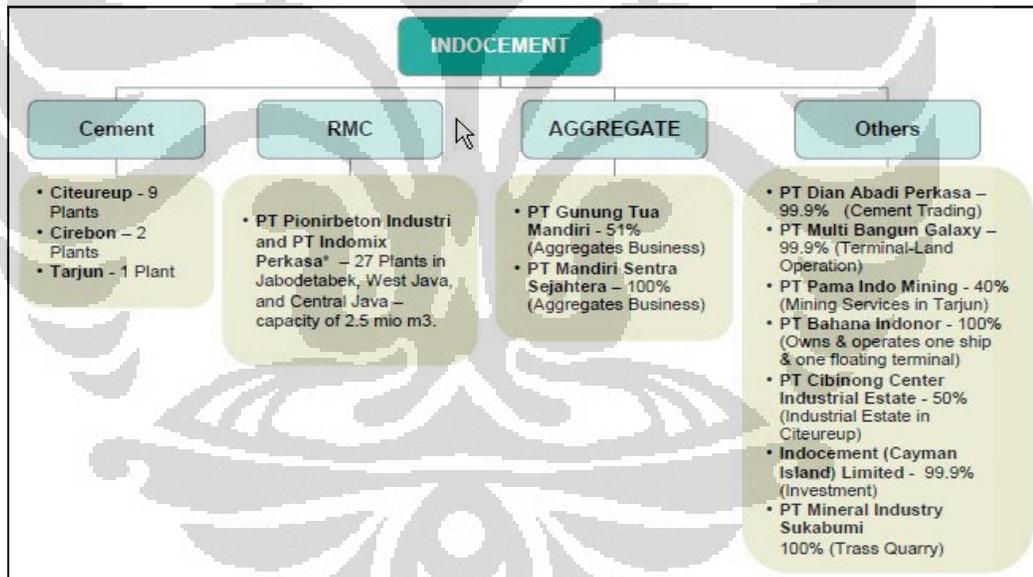
Kemudian pada tahun 2009, Indocement menjadi pemegang saham 100 persen PT Mandiri Sejahtera Sentra, sebuah perusahaan agregat yang jauh lebih besar dengan kapasitas sebesar 1,5 juta ton per tahun yang akan mulai beroperasi pada tahun 2012.

Selain melebarkan sayap bisnisnya ke bisnis tambang agregat, Indocement juga melakukan pengembangan bisnis ke bidang Beton siap pakai, dimana bidang usaha ini dikelola oleh PT Pionirbeton Industri dan PT Indomix Perkasa. Selama periode 2010 – 2011 PT. Indocement mencatat pertumbuhan lebih dari 70 persen yaitu dari 700.000 m³ pada tahun 2009 menjadi 2.400.000 m³ pada tahun 2011. Pangsa pasar beton siap-pakai ini tumbuh pesat di pasar utama Jakarta dan Jawa Barat.

Tabel 3.1 Anak Perusahaan Indocement

Nama Perusahaan	Lini Bisnis	Kepemilikan
PT Dian Abadi Perkasa	Distributor semen Domestik	99,96%
PT Gunung Tua Mandiri	Penambangan agregat	51,00%
PT Indomix Perkasa	Memproduksi dan menjual beton siap-pakai	99,99%
Indocement (Cayman Island) Ltd.	Investasi	99,99%
PT Lentara Abadi Sejahtera	Investasi	99,99%
PT Pionirbeton Industri	Memproduksi dan menjual beton siap-pakai	99,99%
PT Bahana Indonor	Memiliki dan mengoperasikan kapal "MV Tiga Roda" dan "Quantum One"	95,00%
PT Mandiri Sejahtera Sentra	Penambangan agregat	99,99%
PT Mineral Industri Sukabumi	Penambangan trass	99,98%
PT Sahabat Muliasakti	Pertambangan, perdagangan, bangunan, transportasi dan jasa	99,60%
PT Multi Bangun Galaxy	Pengelolaan terminal semen	99,00%
PT Cibinong Center Industrial Estate	Mengelola kawasan industri yang terletak di sekitar kompleks pabrik Citeureup	50,00%
PT Pama Indo Mining	Menyediakan jasa tambang tanah liat dan batu kapur	40,00%

Sumber : *Annual Report* PT. Indocement Tunggul Prakarsa (2012, p.114)



Gambar 3.1 Anak Perusahaan Indocement

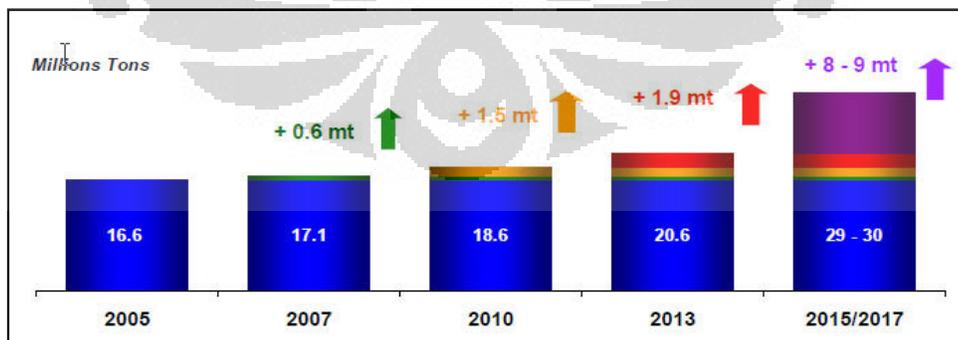
Sumber : *Public expose presentation slide*, Indocement (2012, p.7)

3.3 Rencana Pengembangan ke Depan

Untuk mengantisipasi tingginya permintaan semen domestik di masa yang akan datang, maka saat ini Indocement sedang membangun pabrik penggilingan semen baru di kompleks pabrik Citeureup yang rencananya akan selesai dan mulai beroperasi pada tahun 2013. Pabrik penggilingan semen ini akan menambah kapasitas produksi Indocement sebesar 1,9 juta ton per tahun. Di samping itu, pada lokasi yang sama Indocement juga sedang menyelesaikan tahap akhir untuk memulai pembangunan konstruksi sebuah pabrik semen baru dengan kapasitas 4,4 juta ton semen per tahun akan siap beroperasi pada tahun 2015.

Saat ini Indocement juga dalam tahap akhir studi kelayakan untuk membangun satu pabrik baru seluas 180 hektar yang berlokasi di Jawa Tengah dengan biaya investasi sebesar US\$ 500 juta. Dengan dibangunnya pabrik baru tersebut, diharapkan akan menambah kapasitas produksi sebesar 2 – 2,5 juta ton semen per tahun.

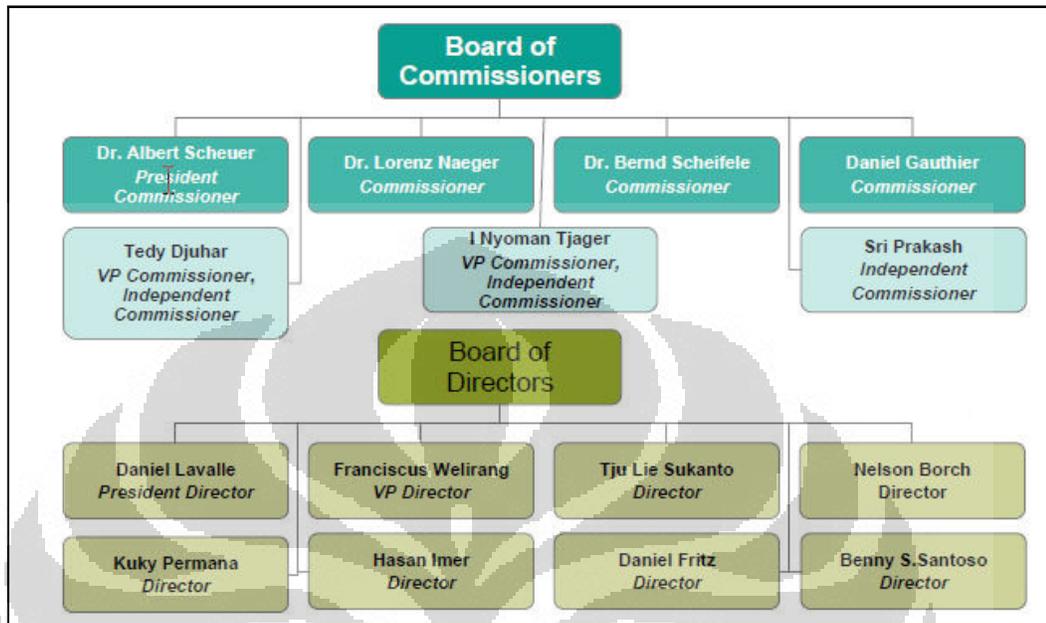
Untuk luar Jawa, Indocement saat ini juga sedang melakukan studi akhir pembangunan satu pabrik semen baru yang memiliki kapasitas produksi yang sama dengan pabrik yang akan dibangun di Jawa Tengah. Kedua pabrik tersebut diharapkan dapat mulai beroperasi 2016 – 2017. Oleh sebab itu, apabila semua rencana pengembangan pembangunan pabrik semen baru tersebut dapat terlaksana, maka pada tahun 2017, diperkirakan kapasitas produksi Indocement akan mencapai 29 – 30 juta ton per tahun.



Gambar 3.2 Proyeksi Pengembangan Kapasitas Produksi Indocement

Sumber : *Public expose presentation slide*, Indocement (2012, p.19)

3.4 Struktur Organisasi Perusahaan



Gambar 3.3 Struktur Organisasi Indocement

Sumber : *Public expose presentation slide*, Indocement (2012, p.6)

3.5 Kinerja Perusahaan

3.5.1 Kegiatan Produksi

Dalam melaksanakan kegiatan produksinya, saat ini Indocement memiliki tiga kompleks pabrik yang secara keseluruhan memiliki 12 pabrik semen. Yang pertama, kompleks pabrik Citeureup yang terletak di daerah Bogor dengan luas sekitar 200 hektar dan didalamnya terdapat 9 pabrik. Kompleks pabrik Indocement di Citeureup ini merupakan salah satu kompleks pabrik semen terbesar di dunia. Kedua, Kompleks pabrik Palimanan di Cirebon dengan luas 37 hektar dan memiliki 2 pabrik semen. Dan yang terakhir adalah kompleks pabrik Tarjun Kotabaru, terletak di daerah Kalimantan Selatan dengan 1 pabrik semen.

Pada tahun 2010, tercatat ada peningkatan kapasitas produksi Indocement. Hal ini dikarenakan mulai beroperasinya dua unit penggilingan semen baru dengan kapasitas produksi 1,5 juta ton per tahun di kompleks pabrik Palimanan pada Agustus 2010 dan modifikasi Pabrik ke-8 di Citeureup yang memberikan tambahan kapasitas produksi sebesar 600.000 ton semen per tahun. Sehingga

menjadikan total kapasitas produksi Indocement untuk saat ini mencapai 18,6 juta ton per tahun atau mencapai 34 persen dari total produksi semen di Indonesia.

Tabel 3.2 Kapasitas Produksi Indocement tahun 2010

Lokasi	Jumlah Pabrik	Total Kapasitas
Cietereup, Bogor, Jawa Barat	9 Pabrik	11,9 Juta Ton
Palimanan, Cirebon, Jawa Barat	2 Pabrik	4,1 Juta Ton
Tarjun, Kotabaru, Kalimantan Selatan	1 Pabrik	2,6 Juta Ton
Total	12 Pabrik	18,6 Juta Ton

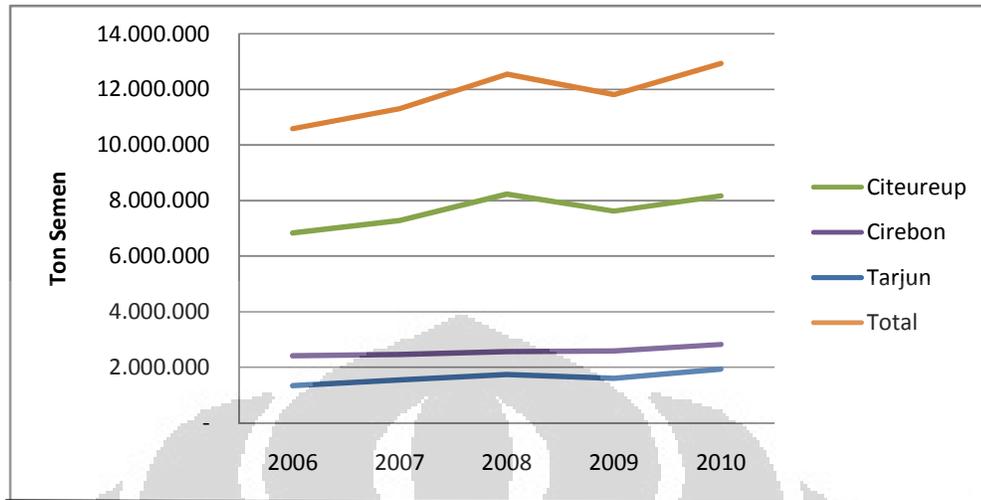
Sumber : *Annual Report* PT. Indocement Tunggal Prakarsa (2011), data diolah

Bedasarkan data produksi semen, pada tahun 2009 terjadi penurunan produksi semen apabila dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Hal ini disebabkan karena Indocement melakukan langkah pengurangan produksi untuk mengantisipasi turunnya permintaan akan semen yang disebabkan oleh perlambatan perekonomian dunia sebagai akibat dari krisis *subprime mortgage* yang dimulai di Amerika Serikat. Namun hal tersebut tidak berlangsung lama, dalam waktu satu tahun, yaitu pada tahun 2010, Indocement mampu menaikkan produksi menjadi 12,9 juta ton semen atau naik sekitar 9,5 persen dari total produksi semen tahun sebelumnya yaitu sebesar 11,8 juta ton.

Tabel 3.3 Produksi Semen Indocement 2006 – 2010 (Ton)

Pabrik	2006	2007	2008	2009	2010
Citeureup	6.827.191	7.279.702	8.235.402	7.614.242	8.169.815
Cirebon	2.416.175	2.471.462	2.570.859	2.591.375	2.824.960
Tarjun	1.334.145	1.548.093	1.738.175	1.599.823	1.937.257
Total	10.577.511	11.299.257	12.544.436	11.805.440	12.932.032

Sumber : *Annual Report* PT. Indocement Tunggal Prakarsa (2011), data diolah



Gambar 3.4 Produksi Semen Indocement Tahun 2006 - 2010

Sumber : *Annual Report* PT. Indocement Tunggal Prakarsa (2011), data diolah

Selain melakukan pembangunan infratraktur baru dan melakukan modifikasi pabrik dalam rangka peningkatan kapasitas produksinya, Indocement juga melakukan peningkatan utilisasi dari pabrik semen yang telah dimiliki. Pada tahun 2010, tingkat utilisasi pabrik Citeureup mencapai 67,4 persen, pabrik Palimanan 86,5 persen dan pabrik Tarjun sebesar 88,5 persen.

Tabel 3.4 Perkembangan Utilisasi Pabrik Indocement Tahun 2006 – 2010

Pabrik	2006	2007	2008	2009	2010
Citeureup	71,8%	77,1%	78,1%	65,5%	67,4%
Cirebon	86,0%	86,9%	84,5%	84,2%	86,5%
Tarjun	85,1%	93,0%	94,1%	78,5%	88,5%
Total	76,1%	81,1%	81,6%	70,4%	73,6%

Sumber : *Annual Report* PT. Indocement Tunggal Prakarsa (2011), data diolah

Produk Indocement dipasarkan dengan merk dagang “Tiga Roda” dan terdiversifikasi atas berbagai macam jenis semen, antara lain :

- Semen Portland Komposit (*Portland Composite Cement /PCC*).
- Semen Portland (*Ordinary Portland Cement /OPC*) Tipe I, II, dan V.
- Semen Sumur Minyak (*Oil Well Cement*).
- Semen Putih (*White Cement*).
- Semen Mortar Putih (*White Mortar TR30*).

Untuk menghemat konsumsi energi, Indocement terus berusaha memaksimalkan produksi pada pabrik yang paling efisien, hal tersebut dilakukan agar dapat meminimalkan konsumsi energi dan biaya pemeliharaan. Dalam beberapa tahun terakhir, Indocement secara konsisten selalu mengutamakan efisiensi energi untuk mengurangi biaya per ton semen. Penggunaan energi terbesar dalam proses produksi semen adalah pada tahap pengolahan klinker.

Indocement juga telah selesai melaksanakan proyek untuk meningkatkan kapasitas penggilingan dan pengeringan batubara sehingga secara bertahap Indocement dapat mengganti batubara berkalori tinggi dengan batubara berkalori rendah yang lebih murah harganya. Hal ini tentunya akan mengurangi biaya produksi semen.

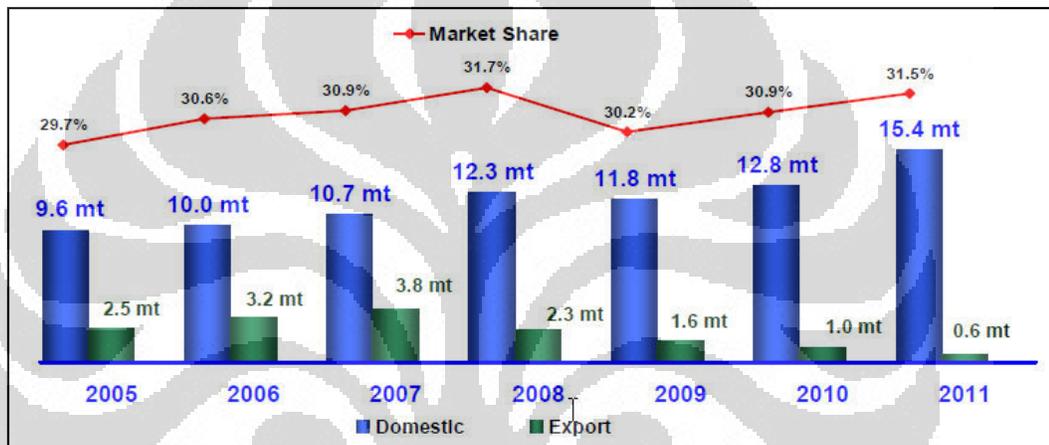
3.5.2 Kinerja Penjualan Perusahaan

Konsumsi semen domestik tercatat mengalami pertumbuhan yang signifikan pada tahun 2011 dari 40,8 juta ton di tahun 2010 menjadi 48 juta ton atau pertumbuhan sebesar 17,7 persen. Di sisi lain, *supply* semen domestik tidak mengalami perubahan selama dua tahun belakangan ini, dimana *supply* semen domestik tetap pada kisaran 53 juta ton semen per tahun. Dengan keadaan seperti itu, pada masa yang akan datang, kemungkinan besar Indonesia akan menghadapi kekurangan semen. Untuk menanggulangi hal tersebut, manajemen Indocement dalam beberapa tahun terakhir terlihat memusatkan konsentrasi pada peningkatan produksi dan penjualan pasar domestik.

Hal ini dapat terlihat dengan keputusan yang diambil oleh manajemen Indocement untuk memprioritaskan pasukan ke dalam pasar semen domestik dengan menurunkan nilai ekspor semennya, hal ini membuat nilai ekspor semen Indocement yang hanya 1 juta ton semen pada tahun 2010 kembali diturunkan

sebesar 41,5 persen di tahun 2011 atau hanya menjadi sekitar 500 ribu ton semen. Secara total keseluruhan, Volume penjualan Indocement meningkat sebesar 15,2 persen atau sekitar 16 juta ton semen pada tahun 2011.

Nilai penjualan domestik Indocement yang tercatat tumbuh sebesar 15,9 persen pada tahun 2011 menjadi 16 juta ton semen dari 13,8 juta ton semen di tahun 2010 dan hal ini menyebabkan Indocement dapat menguasai *market share* sebesar 31,5 persen pada akhir tahun 2011 naik dari 30,9 persen pada akhir tahun 2010.



Gambar 3.5 Volume Penjualan Indocement Tahun 2005 - 2011

Sumber : *Public expose presentation slide*, Indocement (2012, p.14)

Dalam hal pangsa pasar, pada akhir tahun 2011 pangsa pasar Indocement tercatat meningkat hampir disemua wilayah. Pangsa pasar di Jawa mencapai 40,7 persen, tercatat sedikit meningkat dari 40,1 persen pada tahun 2010. Sementara itu volume penjualan di Jawa meningkat sebesar 20,3 persen dari 8,8 juta ton semen menjadi 10,8 juta ton semen. Penjualan di Jawa mencapai lebih dari 70 persen dari penjualan domestik Indocement.

Dalam upaya untuk menghadapi tantangan logistik melalui jalur laut, Indocement memperkenalkan pendekatan baru yaitu pengiriman semen kantong dalam peti kemas. Terminal peti kemas dan dermaga di Tarjun, Kotabaru sudah mulai beroperasi pada tahun 2011. Hal ini memungkinkan Indocement untuk melakukan pemuatan 24 jam dalam segala cuaca dan selain itu juga menghindari hambatan dalam proses penerimaan semen di pelabuhan konvensional.

Sementara itu di luar Jawa, peningkatan pangsa pasar Indocement secara signifikan ada pada daerah Kalimantan, dari 26,1 persen menjadi 28,9 persen dengan volume penjualan di Kalimantan sebesar 973 ribu ton semen, meningkat 29,8 persen dari 749 ribu ton semen di tahun 2010. Tingginya kenaikan tersebut karena berhasilnya peningkatan sarana logistik dalam memberikan pelayanan yang lebih baik di wilayah yang berkembang pesat tersebut.

Tabel 3.5 Market Share Growth 2010 - 2011

Region	Market Volume ('000t)		Market Share		
	2011	2010	2011	2010	Growth
Jawa	26.515	21.923	40,70%	40,10%	0,60%
Sumatera	11.028	9.691	15,50%	15,60%	-0,10%
Kalimantan	3.361	2.872	28,90%	26,10%	2,80%
Sulawesi	3.527	3.047	13,60%	16,30%	-2,70%
Indonesia Timur	3.570	3.254	32,50%	32,10%	0,40%

Sumber : *Annual Report* PT. Indocement Tunggul Prakarsa (2012), data diolah

3.5.3 Kinerja Keuangan Perusahaan

Dengan pertumbuhan konsumsi domestik sebesar 17,7 persen pada tahun 2011, Indocement mencatatkan pertumbuhan sebesar 19,9 persen, lebih cepat daripada pertumbuhan konsumsi domestik. Hal ini menyebabkan pangsa pasar Indocement meningkat menjadi 31,5 persen.

**Tabel 3.6 Laporan Rugi Laba Indocement
Tahun yang berakhir pada 31 Desember 2011**

dalam jutaan rupiah

Description	2011	2010	2010 - 2011 Variance
Volume Penjualan (dalam ribuan ton)	16.009	13.892	15,2%
Pendapatan Neto	13.887,9	11.137,8	24,7%
Beban Pokok Pendapatan	(7.473,7)	(5.597,0)	33,5%
Laba Kotor	6.414,2	5.540,8	15,8%
% of Pendapatan Neto	46,2%	49,7%	
Beban Operasi	(1.987,2)	(1.520,7)	30,7%
Pendapatan / (Beban) Operasi lain	(9,0)	41,2	-121,8%
Laba Usaha	4.418,0	4.061,3	8,8%
% of Pendapatan Neto	31,8%	36,5%	
Biaya Keuangan	281,9	180,6	56,1%
Bagian atas laba neto entitas asosiasi - neto	8,3	6,6	25,8%
Laba Sebelum Pajak Penghasilan	4.708,2	4.248,5	10,8%
Beban Pajak Penghasilan Neto	(1.106,6)	(1.023,8)	8,1%
Laba Neto tahun berjalan	3.601,6	3.224,7	11,7%

Sumber : *Annual Report* PT. Indocement Tunggul Prakarsa (2012), data diolah

Likuiditas Indocement saat ini juga sedang berada pada nilai tertingginya dikarenakan sejak bulan maret 2011, Indocement tidak lagi memiliki pinjaman jangka pendek. Pada akhir 2011, Indocement memiliki kas dan setara kas sebesar hampir Rp 6.865 miliar. Dengan posisi kas tersebut dapat menjamin kelangsungan likuiditas dan memungkinkan peningkatan belanja modal dari sekitar Rp 568 miliar di tahun 2010 menjadi Rp 604 miliar di tahun 2011.

Pada tahun 2011, beban pokok pendapatan meningkat sebesar 33,5 persen dari Rp 5.597 miliar pada tahun 2010 menjadi Rp 7.474 miliar yang disebabkan oleh peningkatan nilai penjualan sebesar 24,7 persen dari Rp 11,137 miliar

menjadi Rp 13,887 miliar dan peningkatan biaya produksi per ton yang disebabkan oleh peningkatan harga batubara, bahan bakar dan kertas kraft.

Margin laba kotor pada tahun 2011 menurun dari 49,7 persen di tahun 2010 menjadi 46,2 persen, hal ini dikarenakan peningkatan harga jual yang tidak dapat sepenuhnya menutup peningkatan biaya produksi akibat kenaikan harga batubara dan bahan bakar. Namun secara total, laba kotor masih mengalami peningkatan sebesar 15,8 persen dari Rp 5.541 miliar di tahun 2010 menjadi Rp 6.414 miliar di tahun 2011 yang disebabkan oleh meningkatnya volume penjualan secara signifikan.

Margin laba usaha turun dari 36,5 persen menjadi 31,8 persen seiring dengan kenaikan harga yang masih belum dapat menutup kenaikan biaya. Laba usaha meningkat sebesar 8,8 persen dari Rp 4.061 miliar menjadi Rp 4.418 miliar.

**Tabel 3.7 Laporan Posisi Keuangan Indocement
Tahun yang berakhir pada 31 Desember 2011**

dalam jutaan rupiah

	2011	2010	2011 - 2010 Variance
Aset			
Aset Lancar			
Kas dan setara kas	6.864.567,00	4.684.870,00	46,53%
Piutang Usaha	1.936.416,00	1.355.228,00	42,88%
Pihak berelasi	27.891,00	64.329,00	-56,64%
Pihak ketiga	1.908.525,00	1.290.899,00	47,84%
Piutang Lain-lain	40.353,00	47.461,00	-14,98%
Pihak berelasi	6.619,00	13.240,00	-50,01%
Pihak ketiga	33.734,00	34.221,00	-1,42%
Aset lancar lainnya	1.473.237,00	1.397.248,00	5,44%
Persediaan - neto	1.327.720,00	1.299.549,00	2,17%
Uang muka dan jaminan	108.415,00	80.852,00	34,09%
Pajak dibayar dimuka	14.356,00	4.114,00	248,95%
Biaya dibayar dimuka	22.746,00	12.733,00	78,64%
Total Aset Lancar	10.314.573,00	7.484.807,00	37,81%
Lanjut			

**Laporan Posisi Keuangan Indocement
Tahun yang berakhir pada 31 Desember 2011**

dalam jutaan rupiah

	2011	2010	2011 - 2010 Variance
Lanjutan			
Aset Tidak Lancar			
Aset pajak tangguhan - neto	32.442,00	24.501,00	32,41%
Penyertaan jangka panjang dan uang muka kepada entitas anak	37.706,00	31.407,00	20,06%
Aset tetap - setelah dikurangi akumulasi penyusutan, amortisasi dan deplesi	7.638.064,00	7.702.770,00	-0,84%
Aset tidak lancar lainnya	128.546,00	102.661,00	25,21%
Total Aset Tidak Lancar	7.836.758,00	7.861.339,00	-0,31%
Total Aset	18.151.331,00	15.346.146,00	18,28%
Liabilitas dan Ekuitas			
Liabilitas Jangka Pendek			
Pinjaman jangka pendek	-	224.775,00	-100,00%
Utang usaha	596.429,00	399.425,00	49,32%
Utang lain-lain	880.168,00	723.506,00	
Utang lain-lain	239.839,00	173.130,00	38,53%
Uang jaminan pelanggan	55.023,00	38.991,00	41,12%
Biaya yang masih harus dibayar	293.320,00	281.902,00	4,05%
Utang pajak	247.006,00	197.089,00	25,33%
Utang sewa pembiayaan	44.980,00	32.394,00	38,85%
Total Liabilitas Jangka Pendek	1.476.597,00	1.347.706,00	9,56%
Liabilitas Jangka Panjang			
Utang sewa pembiayaan - setelah dikurangi bagian yang jatuh tempo dalam satu tahun	131.365,00	112.518,00	16,75%
Liabilitas pajak tangguhan - neto	575.787,00	590.878,00	-2,55%
Liabilitas imbalan kerja	177.903,00	138.450,00	28,50%
Provisi untuk pembongkaran aset	53.186,00	52.554,00	1,20%
Laba ditangguhkan atas transaksi penjualan dan penyewaan kembali - neto	2.542,00	3.442,00	-26,15%
Total Liabilitas jangka panjang	940.783,00	897.842,00	4,78%
Total Liabilitas	2.417.380,00	2.245.548,00	7,65%
Lanjut			

**Laporan Posisi Keuangan Indocement
Tahun yang berakhir pada 31 Desember 2011**

dalam jutaan rupiah

	2011	2010	2011 - 2010 Variance
Lanjutan			
Ekuitas			
Total Ekuitas	15.706.145,00	13.077.390,00	20,10%
Kepentingan Nonpengendali	27.806,00	23.208,00	19,81%
Total Ekuitas Neto	15.733.951,00	13.100.598,00	20,10%
Total Liabilitas dan Ekuitas	18.151.331,00	15.346.146,00	18,28%

Sumber : *Annual Report* PT. Indocement Tunggal Prakarsa (2012), data diolah

Aset lancar juga mengalami peningkatan secara signifikan sebesar 37,8 persen dari Rp 7.485 miliar menjadi Rp 10.315 miliar. Hal tersebut terutama disebabkan oleh peningkatan kas dan setara kas dari Rp 4.685 miliar menjadi Rp 6.865 miliar.

Sejalan dengan kenaikan volume penjualan, piutang usaha juga mengalami peningkatan sebesar 42,9 persen menjadi Rp 1.936 miliar. Peningkatan terjadi di luar jawa dan penjualan curah, dimana keduanya memiliki periode pembayaran yang lebih lama.

Secara Total Aset, pada tahun 2011 Indocement mencatatkan pertumbuhan sebesar 18,3 persen menjadi Rp 18.151 miliar dibandingkan dengan tahun 2010 sebesar Rp 15.346 miliar.

Pada tahun 2010, Indocement memiliki fasilitas pinjaman jangka pendek yang telah jatuh tempo pada tanggal 31 maret 2011. Pada akhir 2011, Indocement tidak lagi memiliki pinjaman jangka pendek. Utang usaha kepada pihak ketiga mengalami peningkatan sebesar 45,5 persen menjadi Rp 577 miliar pada tahun 2011.

Liabilitas jangka panjang mengalami kenaikan sebesar 4,8 persen dari Rp 898 miliar di tahun 2010 menjadi Rp 941 miliar pada tahun 2011. Total liabilitas, tercatat peningkatan sebesar 7,7 persen menjadi Rp 2.417 miliar pada tahun 2011 dari Rp 2.246 miliar pada tahun 2010.

Jumlah ekuitas neto pada akhir tahun 2011 sebesar Rp 15.734 miliar atau terjadi peningkatan sebesar 20,1 persen dibandingkan tahun 2010 sebagai akibat peningkatan secara signifikan pada laba neto.

Total belanja modal pada tahun 2011 mencapai Rp 604 miliar dimana pengeluaran utamanya antara lain :

- Pembangunan penggilingan semen baru di Pabrik Citeureup yang akan menambah kapasitas produksi sebesar 1,9 juta ton.
- Peningkatan fasilitas dermaga penanganan semen kantong di Tarjun.
- Pembelian *crushing plant* baru untuk meningkatkan kapasitas pada bisnis agregat.
- Pembangunan beberapa fasilitas *batching plant* serta pembelian *truck mixer* yang baru untuk memperkuat bisnis beton siap pakai.

Kapitalisasi pasar saham Indocement per 30 Desember 2011 mencapai Rp 62.765 miliar atau meningkat sebesar 6,9 persen dari Rp 58.716 miliar di tahun 2010. Kenaikan harga saham Indocement pada tahun 2011 sebesar 6,2 persen dimana pada awal tahun 2011 dibuka dengan harga Rp 16.050 dan pada penutupan 30 Desember 2011 diperdagangkan pada harga Rp 17.050. Kenaikan tersebut lebih baik apabila dibandingkan dengan kenaikan Indeks Harga Saham Gabungan 2011 sebesar 2,5 persen.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Makro Ekonomi

Suatu perusahaan dalam melakukan kegiatan operasionalnya selalu dipengaruhi oleh perubahan-perubahan yang terjadi pada lingkungan perusahaan, baik perubahan pada internal maupun external perusahaan tersebut. Pada saat ini, Perusahaan dituntut harus cepat dalam beradaptasi dengan perubahan-perubahan tersebut. Lingkungan luar tersebut dapat mencakup lingkup nasional, regional maupun global. Dimana perubahan-perubahan tersebut dapat menimbulkan peluang usaha ataupun menjadi ancaman usaha yang akan menimbulkan ketidakpastian yang mempengaruhi kinerja perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (Miles dan Scott, 2005). Oleh sebab itu, pemahaman terhadap perubahan-perubahan terutama yang terjadi dalam lingkungan luar tersebut sangat diperlukan terutama yang terkait dengan perubahan dibidang ekonomi serta hal-hal lain yang secara langsung maupun tidak langsung akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

Dinamika yang terjadi pada perekonomian Indonesia tentunya tidak akan terlepas dari perekonomian global. Pada tahun 2008 di Amerika Serikat terjadi krisis kredit macet perumahan beresiko tinggi (*subprime mortgage*) yang pada akhirnya berkembang menjadi krisis keuangan global dan dalam beberapa bulan menjadi krisis ekonomi dunia (Cinditya, 2012). Hal ini memicu perlambatan aktivitas ekonomi di negara-negara maju yang juga akan berimbas pada negara-negara berkembang terutama negara yang memiliki hubungan perdagangan dan financial yang erat dengan negara maju.

Proses pemulihan ekonomi global masih akan terus berlanjut sampai beberapa tahun kedepan. Proses pemulihan ekonomi di negara-negara berkembang seperti Indonesia berlangsung lebih cepat serta diiringi oleh tekanan inflasi yang meningkat. Hal tersebut merupakan hasil dari kebijakan negara-negara berkembang untuk menahan laju inflasi dengan melaksanakan pengetatan kebijakan moneter. Sementara itu, negara-negara maju tetap mempertahankan

kebijakan moneter yang sama seperti pada saat krisis ekonomi 2008 bermula (Cinditya, 2012).

4.1.1 Produk Domestik Bruto

Dampak krisis 2008 bagi Indonesia tidak separah pada krisis moneter tahun 1997, dimana Indonesia tercatat berhasil mencatat pertumbuhan ekonomi sebesar 4,5 persen di tahun 2009, 6,1 persen pada tahun 2010, dan menjadi 6,5 persen di tahun 2011.

Tabel 4.1 Laju Pertumbuhan PDB menurut Penggunaan (persen)

Jenis Penggunaan	Triwulan II-2011 terhadap Triwulan I-2011	Triwulan III-2011 terhadap Triwulan II-2011	Triwulan IV-2011 terhadap Triwulan III-2011	Triwulan IV-2011 terhadap Triwulan IV-2010
1. Konsumsi Rumah Tangga	1,3	2,3	0,8	4,9
2. Konsumsi Pemerintah	26,0	10,8	38,2	2,8
3. Pembentukan Modal Tetap Bruto	4,1	5,1	5,5	11,5
5. Ekspor	7,2	4,9	3,3	7,9
6. Dikurangi : Impor	6,5	2,2	6,1	10,1
Produk Domestik Bruto	2,9	3,4	(1,3)	6,5

Sumber :

http://www.bps.go.id/tab_sub/view.php?kat=2&tabel=1&daftar=1&id_subyek=11¬ab=50
, Senin, 19 maret 2012, 23:00

Khususnya pada tahun 2011, Pertumbuhan ekonomi Indonesia tercatat terjadi peningkatan sebesar 2,9 persen pada kuartal II dibandingkan dengan kuartal I, kemudian peningkatan sebesar 3,4 persen pada kuartal III, namun pada kuartal IV tercatat penurunan sebesar 1,3 persen. Secara keseluruhan, pada tahun 2011 terjadi pertumbuhan ekonomi sebesar 6,5 persen (*year-on-year*) di Indonesia.

Walaupun pada triwulan IV 2011, ekonomi Indonesia mengalami penurunan sebesar 1,3 persen bila dibandingkan dengan triwulan sebelumnya (*quarter-to-quarter*). Penurunan tersebut sesuai dengan pola triwulanan beberapa tahun terakhir yaitu terjadi kontraksi pada triwulan IV setelah kenaikan pada triwulan III. Hal tersebut didorong oleh penurunan secara signifikan sebesar 20,5 persen pada sektor Pertanian dikarenakan siklus musiman. Namun apabila kita membandingkan antara triwulan IV-2011 dan triwulan IV-2010 (*year-on-year*), maka tercatat kenaikan sebesar 6,5 persen dengan pertumbuhan sektor konstruksi sebesar 7,8 persen.

Tabel 4.2 Nilai PDB Menurut Lapangan Usaha Tahun 2009 – 2011

Lapangan Usaha	Atas Dasar Harga Berlaku (Triliun Rupiah)			Laju Pertumbuhan 2011 (persen)
	2009	2010	2011	
1. Pertanian, Peternakan, Kehutanan, dan Perikanan	857,2	985,4	1.093,5	3,0
2. Pertambangan dan Penggalian	592,1	718,1	886,3	1,4
3. Industri Pengolahan	1.477,5	1.595,8	1.803,5	6,2
4. Listrik, Gas, dan Air Bersih	46,7	49,1	55,7	4,8
5. Konstruksi	555,2	660,9	756,5	6,7
6. Perdagangan, Hotel, dan Restoran	744,5	882,5	1.022,1	9,2
7. Pengangkutan dan Komunikasi	353,7	423,2	491,2	10,7
8. Keuangan, Real Estat, dan Jasa Perusahaan	405,2	466,6	535,0	6,8
9. Jasa - jasa	574,1	654,7	783,3	6,7
Produk Dometik Bruto	5.606,2	6.436,3	7.427,1	6,5

Sumber :

http://www.bps.go.id/tab_sub/view.php?kat=2&tabel=1&daftar=1&id_subyek=11¬ab=1,

Senin, 19 maret 2012, 23:00

Pertumbuhan ekonomi Indonesia tersebut sejalan dengan prediksi Ekonom Senior Bank Dunia untuk Indonesia Enrique Blanco Armas yang pada awal tahun 2011 memprediksi pertumbuhan ekonomi Indonesia sebesar 6,4 persen – 7 persen. Menurut Enrique, target pertumbuhan tersebut dapat dicapai apabila pemerintah melakukan reformasi menyeluruh terutama di sektor infrastruktur, baik jalan tol, listrik, transportasi, telekomunikasi, minyak, dan gas bumi. Sementara itu Bank Indonesia juga memprediksi pertumbuhan ekonomi untuk tahun 2011 mencapai 6 – 6,5 persen, hal tersebut didukung oleh investasi yang terus meningkat sejak tahun 2010 dan diperkirakan dapat berlanjut sehingga dapat membuat struktur pertumbuhan ekonomi Indonesia lebih berimbang.

Tabel 4.3 Nilai PDB Menurut Penggunaan Tahun 2009 - 2011

Jenis Penggunaan	Atas Dasar Harga Berlaku (Triliun Rupiah)			Laju Pertumbuhan 2011 (Persen)
	2009	2010	2011	
1. Konsumsi Rumah Tangga	3.291,0	3.643,4	4.053,4	4,7
2. Konsumsi Pemerintah	537,6	581,9	667,4	3,2
3. Pembentukan Modal Tetap Bruto	1.744,4	2.065,0	2.378,3	8,8
4. a. Perubahan Inventori	(7,3)	31,6	55,6	98,0
b. Diskrepansi Statistik	(116,8)	6,3	167,5	-
5. Ekspor	1.354,4	1.584,7	1.955,4	6,3
6. Dikurangi : Impor	1.197,1	1.476,6	1.850,5	4,8
Produk Domestik Bruto	5.606,2	6.436,3	7.427,1	6,5

Sumber :

http://www.bps.go.id/tab_sub/view.php?kat=2&tabel=1&daftar=1&id_subyek=11¬ab=38
, Senin, 19 maret 2012, 23:00

Produk domestik bruto Indonesia secara keseluruhan pada tahun 2011 tercatat mengalami pertumbuhan sebesar 6,5 persen apabila dibandingkan dengan tahun 2010. Kenaikan tersebut tercatat terjadi pada semua sektor ekonomi. Sektor Pengangkutan dan komunikasi tercatat memiliki pertumbuhan tertinggi sebesar 10,7 persen, kemudian sektor Perdagangan, Hotel, dan Restoran sebesar 9,2 persen, Sektor Keuangan, Real Estat, dan Jasa Perusahaan sebesar 6,8 persen, Sektor industri pengolahan sebesar 6,2 persen, sektor konsumsi rumah tangga (Listrik, Gas, dan Air bersih) sebesar 4,7persen, Sektor Pertanian 3 persen, dan Sektor Pertambangan dan Penggalian sebesar 1,4 persen.

Menurut penggunaannya, Nilai Produk domestik Bruto pada tahun 2011 sebesar Rp 7.427,1 triliun sebagian besar digunakan untuk konsumsi rumah tangga (Rp 4.053,4 triliun), pengeluaran untuk konsumsi pemerintah sebesar Rp 667,4 triliun, pembentukan modal tetap bruto sebesar Rp 2.378,3 triliun, nilai transaksi ekspor sebesar Rp 1.955,4 triliun, dan nilai impor sebesar Rp 1.850,5 triliun.

PDB per kapita pada tahun 2011 diperkirakan sebesar Rp 30,8 juta (US\$ 3.542,9) merupakan peningkatan sebesar 13,8 persen apabila dibandingkan dengan tahun 2010 dengan nilai sebesar Rp 27,1 juta (US\$ 3.010,1). PNB per kapita juga mengalami peningkatan sebesar 13,7 persen dari Rp 26,3 juta (US\$ 2.925,4) di tahun 2010, menjadi Rp 29,9 juta (US\$ 3.441,9).

Pertumbuhan ekonomi untuk tahun 2012 diperkirakan pada kisaran 6,3 persen – 6,7 persen, kemudian pada tahun 2013 ekonomi diharapkan tumbuh pada kisaran 6,4 persen – 6,8 persen.

4.1.2 Inflasi

Bank Indonesia menetapkan target inflasi 2012 sebesar 5 persen plus-minus 1 persen. Hal tersebut didasari pada inflasi Indonesia pada tahun 2011 hanya sebesar 3,79 persen, lebih rendah dari inflasi tahun 2010 yang mencapai 6,96 persen. Rendahnya inflasi tersebut disebabkan dukungan dari kebijakan moneter, nilai tukar yang dapat dikendalikan serta kebijakan pemerintah dalam menjaga kecukupan pasokan dan kelancaran distribusi, serta stabilisasi harga pangan.

Selain itu hal lain yang juga menyebabkan rendahnya inflasi pada tahun 2011 adalah kebijakan fiskal terkait subsidi energi seperti bahan bakar minyak, listrik dan elpiji menyebabkan inflasi pada subsidi energi sangat minim, namun perlu diingat bahwa saat ini harga pasar dari komoditi tersebut masih di bawah harga keekonomiannya sehingga apabila pemerintah menaikkan harga komoditi tersebut, maka akan ada resiko kenaikan inflasi. Sebagai contoh, pada tahun 2008 terjadi kelonjakan pada harga minyak dan komoditi pangan dunia yang menyebabkan pemerintah menaikkan harga bahan bakar minyak sebesar 28,7 persen yang pada akhirnya mengakibatkan inflasi Indonesia mencapai 11,06 persen.

Walaupun pada tahun 2011 terjadi kenaikan tarif tol sebesar 11 persen – 13 persen, namun kenaikan tarif tol tersebut ternyata tidak terlalu berpengaruh pada kenaikan laju inflasi. Selain itu sinergi kebijakan Bank Indonesia dan Pemerintah dalam meredam inflasi juga tidak terlepas dari semakin baiknya koordinasi antara keduanya.

**Tabel 4.4 Inflasi Indonesia Menurut Kelompok Komoditi,
Januari 2006-Mei 2008 (2002=100), Juni 2008-Februari 2012 (2007=100)**

Periode	Bahan Makanan	Makanan Jadi, Minuman, Rokok, dan Tembakau	Perumahan, Air, Listrik, Gas, dan Bahan Bakar	Sandang	Kesehatan	Pendidikan, Rekreasi dan Olahraga	Transpor, Komunikasi, dan Jasa Keuangan	Indeks Umum
2012	1,11	1,00	0,81	1,14	0,65	0,23	0,30	0,81
Jan	-0,73	0,34	0,27	1,22	0,15	0,08	0,06	0,05
Feb	1,85	0,65	0,54	-0,08	0,51	0,15	0,23	0,76
Mar	-0,33	0,46	0,20	0,15	0,16	0,07	0,10	0,07
Apr	0,12	0,62	0,24	-0,46	0,23	0,06	0,21	0,21
Mei	-0,15	0,40	0,18	-0,22	0,18	0,02	0,07	0,07
2011	3,64	4,51	3,47	7,57	4,26	5,16	1,92	3,79
Des	1,62	0,50	0,28	0,20	0,17	0,07	0,14	0,57
Nov	0,59	0,20	0,22	1,36	0,17	0,04	0,13	0,34
Okt	-0,35	0,26	0,20	-1,26	0,26	0,30	-0,41	-0,12
Sept	-0,09	0,48	0,26	0,97	0,22	0,54	0,18	0,27
Ags	1,07	0,46	0,33	3,07	0,26	2,14	0,80	0,93
Jul	1,84	0,42	0,19	0,62	0,27	0,97	0,17	0,67
Jun	1,27	0,41	0,30	0,57	0,41	0,18	0,15	0,55
Mei	-0,28	0,22	0,25	0,64	0,50	0,03	0,14	0,12
Apr	-1,90	0,20	0,21	0,75	0,38	0,08	0,07	-0,31
Mar	-1,94	0,32	0,29	0,38	0,38	0,17	0,08	-0,32
Feb	-0,33	0,47	0,40	-0,08	0,69	0,13	0,15	0,13
Jan	2,21	0,49	0,48	0,15	0,47	0,42	0,31	0,89
2010	15,64	6,96	4,08	6,51	2,19	3,29	2,69	6,96
2009	3,88	7,81	1,83	6,00	3,89	3,89	-3,67	2,78
2008	16,35	12,53	10,92	7,33	7,96	6,66	7,49	11,06
2007	11,26	6,41	4,88	8,42	4,31	8,83	1,25	6,59
2006	12,94	6,36	4,83	6,84	5,87	8,13	1,02	6,60

*) Sejak Juni 2008, IHK berdasarkan pola konsumsi didapat dari 2007 Survei Biaya Hidup di 66 kota (2007=100)

Sumber :

http://www.bps.go.id/tab_sub/view.php?kat=2&tabel=1&daftar=1&id_subyek=03¬ab=1 ,

Senin, 28 Juni 2012, 23:00

Untuk tahun 2012, target inflasi yang ditetapkan oleh BI adalah sebesar 5,3 persen. Hal tersebut dikarenakan masih berlanjutnya krisis Eropa dan masih melemahnya ekonomi di Amerika. Target tersebut dinilai masih dapat dicapai apabila tidak terjadi kejadian yang signifikan terhadap kondisi perekonomian di Indonesia. Namun dengan adanya rencana kenaikan harga bahan bakar minyak dan tarif dasar listrik pada tahun 2012, maka inflasi kembali beresiko naik. Oleh karena itu Pemerintah merevisi target inflasi dalam RAPBN-P 2012 menjadi 7 persen (Fajarwati, 2012).

Menurut IMF, pertumbuhan ekonomi dunia pada tahun 2012 akan sebesar 3,3 persen, turun dari pertumbuhan 2011 sebesar 3,8 persen. Hal ini terkait dengan masih berlanjutnya krisis Eropa dan stabilitas beberapa negara ekonomi maju. Namun IMF memprediksi pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat sebesar 2,1 persen, China sebesar 8,2 persen (melambat dari 9,2 persen) dan Jepang sebesar 2 persen (dibandingkan 0,7 persen dari tahun lalu akibat bencana tsunami) (Koestanto, 2012).

4.1.3 Tingkat Suku Bunga

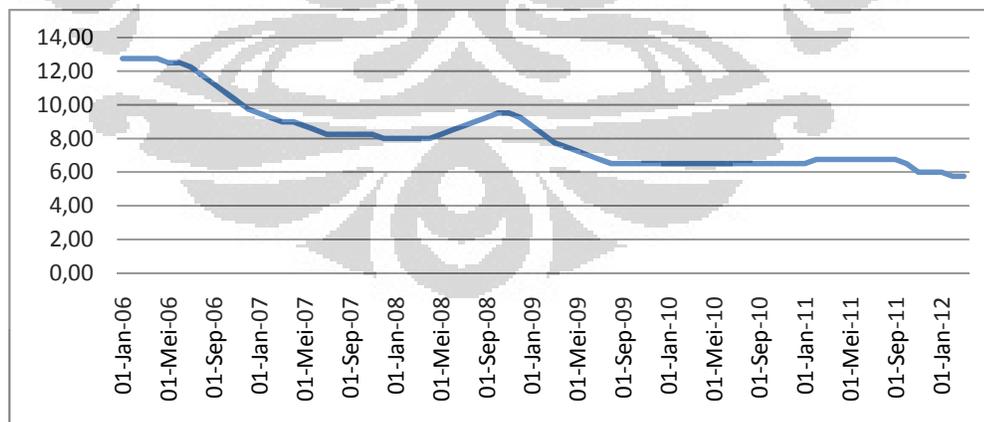
Pada akhir tahun 2011, pemerintah menurunkan tingkat suku bunga dikarenakan kondisi ekonomi makro membaik yang ditandai dengan relatif stabilnya pergerakan kurs rupiah, serta laju inflasi yang semakin menurun dan dapat dikendalikan. Pada awal tahun 2011, tercatat tingkat suku bunga sebesar 6,5 persen, kemudian terjadi kenaikan sebesar 0,25 persen sejak Pebruari 2011 dan bertahan sampai dengan bulan September 2011. Kemudian suku bunga tersebut mengalami penurunan 0,25 persen pada bulan Oktober dan diturunkan lagi sebesar 0,50 persen pada bulan November 2011 menjadi 6,0 persen. Penurunan tersebut dilakukan oleh pemerintah dalam rangka untuk mengurangi dampak memburuknya ekonomi global yang ditandai dengan indikator produksi dan konsumsi negara-negara maju yang masih melambat terhadap perkenonomian Indonesia.

Tabel 4.5 Perkembangan BI Rate Tahun 2009 - 2012

dalam persen

Tanggal	BI Rate	Tanggal	BI Rate
09-Feb-12	5,75	05-Jul-10	6,50
12-Jan-12	6,00	03-Jun-10	6,50
08-Des-11	6,00	05-Mei-10	6,50
10-Nop-11	6,00	06-Apr-10	6,50
11-Okt-11	6,50	04-Mar-10	6,50
08-Sep-11	6,75	04-Feb-10	6,50
09-Agust-11	6,75	06-Jan-10	6,50
12-Jul-11	6,75	03-Des-09	6,50
09-Jun-11	6,75	04-Nop-09	6,50
12-Mei-11	6,75	05-Okt-09	6,50
12-Apr-11	6,75	03-Sep-09	6,50
04-Mar-11	6,75	05-Agust-09	6,50
04-Feb-11	6,75	03-Jul-09	6,75
05-Jan-11	6,50	03-Jun-09	7
03-Des-10	6,50	05-Mei-09	7,25
04-Nop-10	6,50	03-Apr-09	7,5
05-Okt-10	6,50	04-Mar-09	7,75
03-Sep-10	6,50	04-Feb-09	8,25
04-Agust-10	6,50	07-Jan-09	8,75

Sumber : <http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/BI+Rate/Data+BI+Rate/>, selasa, 20 Maret 2012, 23:00, data diolah

**Gambar 4.1 Perkembangan BI Rate Tahun 2006 - 2012**

Sumber : <http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/BI+Rate/Data+BI+Rate/>, selasa, 20 Maret 2012, 23:00, data diolah

Pada akhir tahun 2011, pemerintah menurunkan tingkat suku bunga dikarenakan kondisi ekonomi makro membaik yang ditandai dengan relatif stabilnya pergerakan kurs rupiah, serta laju inflasi yang semakin menurun dan dapat dikendalikan. Pada awal tahun 2011, tercatat tingkat suku bunga sebesar 6,5 persen, kemudian terjadi kenaikan sebesar 0,25 persen sejak Pebruari 2011 dan bertahan sampai dengan bulan September 2011. Kemudian suku bunga tersebut mengalami penurunan 0,25 persen pada bulan Oktober dan diturunkan lagi sebesar 0,50 persen pada bulan November 2011 menjadi 6,0 persen. Penurunan tersebut dilakukan oleh pemerintah dalam rangka untuk mengurangi dampak memburuknya ekonomi global yang ditandai dengan indikator produksi dan konsumsi negara-negara maju yang masih melambat terhadap perkenonomian Indonesia.

Selain itu penurunan tingkat suku bunga sepanjang tahun 2011 selain disebabkan oleh tekanan inflasi yang juga terus menurun seiring dengan penurunan harga komoditas global dan pasokan yang memadai, selain itu terjaganya stabilitas industri perbankan yang dicerminkan dengan tingginya rasio kecukupan modal (*CAR/ Capital Adequacy Ratio*) yang berada jauh di atas batas minimum 8 persen dan juga rendahnya rasio kredit bermasalah (*NPL/ Non Performing Loan*) di bawah 5 persen juga ikut mendukung penurunan tingkat suku bunga tersebut (Bank Indonesia, 2012).

Untuk tahun 2012, Tingkat Suku Bunga Bank Indonesia diasumsikan sebesar 6 persen, hal ini disebabkan oleh prediksi inflasi pada tahun 2012 yang masih rendah dan melihat kondisi nilai tukar rupiah yang masih dapat dikendalikan (Bank Indonesia, 2012). Walaupun hal tersebut masih dibayangi oleh rencana kenaikan BBM dan Tarif Daftar Listrik di tahun 2012 yang dapat menyebabkan naiknya inflasi di Indonesia.

4.1.4 Nilai Tukar Rupiah

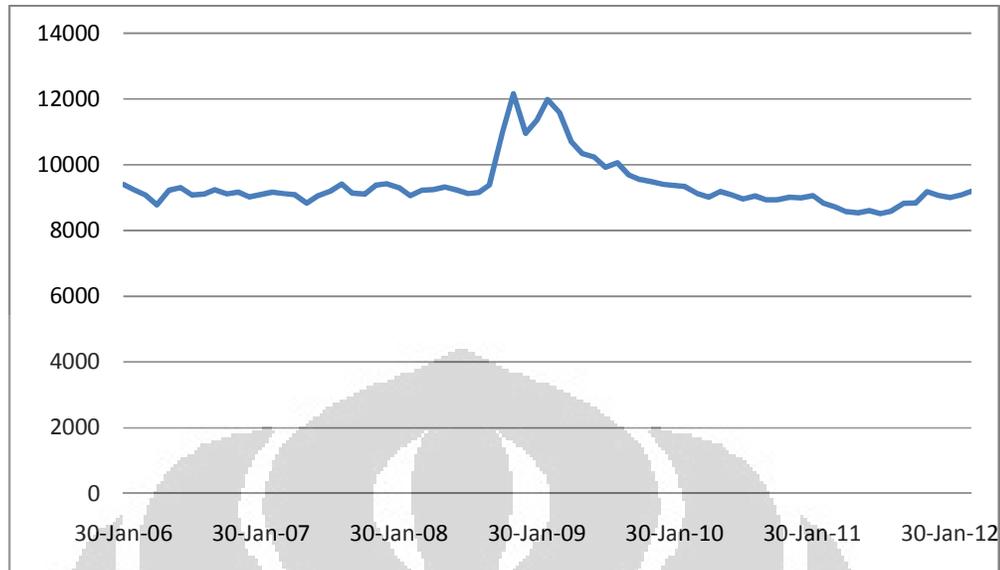
Ancaman krisis global yang saat ini masih berlanjut tidak banyak berpengaruh terhadap nilai tukar rupiah sepanjang tahun 2011. Pada semester pertama 2011, nilai rupiah sempat melemah ke level Rp 9.073 namun terus bergerak menguat ke level Rp 8.500 – Rp 8.600. Memasuki kuartal III tahun 2011, tercatat rupiah sempat menguat ke level Rp 8.464 yang merupakan rekor terendah dalam tujuh tahun terakhir.

Tabel 4.6 Perkembangan Nilai Tukar Rupiah terhadap USD Tahun 2009 - 2012

dalam rupiah

Tanggal	Nilai Tukar Rupiah terhadap USD	Tanggal	Nilai Tukar Rupiah terhadap USD
29-Feb-12	9.085	30-Jul-10	8.952
31-Jan-12	9.000	30-Jun-10	9.083
30-Des-11	9.068	31-Mei-10	9.180
30-Nop-11	9.170	30-Apr-10	9.012
31-Okt-11	8.835	31-Mar-10	9.115
30-Sep-11	8.823	25-Feb-10	9.335
26-Agust-11	8.578	29-Jan-10	9.365
29-Jul-11	8.508	31-Des-09	9.400
30-Jun-11	8.597	30-Nop-09	9.480
31-Mei-11	8.537	30-Okt-09	9.545
29-Apr-11	8.574	30-Sep-09	9.681
31-Mar-11	8.709	31-Agust-09	10.060
28-Feb-11	8.823	31-Jul-09	9.920
31-Jan-11	9.057	30-Jun-09	10.225
31-Des-10	8.991	29-Mei-09	10.340
30-Nop-10	9.013	30-Apr-09	10.713
29-Okt-10	8.928	31-Mar-09	11.575
30-Sep-10	8.924	27-Feb-09	11.980
31-Agust-10	9.041	30-Jan-09	11.355

Sumber : <http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/Kurs+Bank+Indonesia/Kurs+Transaksi/> , selasa, 20 Maret 2012, 23:00, data diolah



Gambar 4.2 Perkembangan Nilai Tukar Rupiah terhadap USD Tahun 2006 - 2012

Sumber : <http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/Kurs+Bank+Indonesia/Kurs+Transaksi/> , Selasa, 20 Maret 2012, 23:00, data diolah

Penguatan nilai tukar rupiah selain disebabkan oleh kondisi makro ekonomi Indonesia yang membaik pada tahun 2011, juga disebabkan oleh banyaknya *capital inflow* yang masuk ke Indonesia dikarenakan masih menariknya perbedaan suku bunga nominal, dimana dana yang masuk lebih terkonsentrasi pada penanaman jangka pendek di pasar uang, yang setiap saat dapat ditarik dan menimbulkan arus keluar (*capital outflow*) secara mendadak dan berpotensi mengganggu stabilitas nilai tukar rupiah.

Memasuki bulan September, laju penguatan rupiah sempat tertahan dan mulai melemah ke level Rp 8.800 – Rp 9.100 per dollar. Penurunan nilai tukar rupiah pada akhir tahun 2011 lebih disebabkan oleh perlambatan perekonomian dunia yang disebabkan oleh ketidakpastian pemulihan ekonomi dan keuangan di Eropa dan Amerika Serikat. Krisis utang di kawasan Eropa seperti Yunani, Irlandia, Portugal dan Spanyol yang semakin berlarut-larut dan juga belum pulihnya kondisi ekonomi dan tingkat pengangguran yang tinggi di Amerika Serikat. Agar dapat menahan laju pelemahan nilai tukar rupiah tersebut, Bank Indonesia menggunakan dana cadangan devisa Indonesia yang jumlahnya US\$ 124,6 miliar untuk melakukan operasi pasar pada saat terjadi kepanikan di pasar

yang disebabkan oleh ancaman krisis utang di Eropa yang membuat para investor menarik sebagian investasinya dengan tujuan untuk menghindari resiko (Bank Indonesia, 2012).

Walaupun rupiah sempat tertekan, namun secara keseluruhan, sepanjang tahun 2011, rupiah hanya mengalami depresiasi sebesar 0,81 persen terhadap dolar AS. Berdasarkan data kementerian keuangan, rata-rata nilai tukar rupiah sepanjang 2011 adalah Rp 8.779 per dolar AS. Hal ini disebabkan oleh pertumbuhan ekonomi sebesar 6,5 persen yang diantaranya didukung oleh permintaan domestik yang masih menguat serta kinerja ekspor yang masih terjaga. Selama tahun 2011, pergerakan nilai tukar rupiah masih konsisten dengan pergerakan nilai tukar di kawasan (Bank Indonesia, 2012).

Dikarenakan makro ekonomi yang membaik maka rupiah hanya sempat diperdagangkan pada level Rp 9.158 pada akhir tahun 2011 atau melemah 1,8 persen dibandingkan dengan posisi akhir tahun 2010 di Rp 8.996. Untuk tahun 2012, diperkirakan nilai tukar rupiah akan berada pada level Rp 9.000 – Rp 9.300 hal tersebut dikarenakan *capital inflow* dalam jangka pendek yang masih akan terus berlanjut (Bank Indonesia, 2012).

4.1.5 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Ketidakpastian penyelesaian krisis utang di Eropa dan pemulihan ekonomi yang lambat di Amerika Serikat menyebabkan banyak investor yang mengalihkan investasinya ke negara berkembang dengan pertumbuhan ekonomi yang kuat termasuk Indonesia. *Capital inflow* tersebut menyebabkan penguatan pada nilai tukar Rupiah dan juga penguatan di IHSG. Hal ini dibuktikan dengan kenaikan IHSG sebesar 46,13 persen pada tahun 2010 dimana Bapepam mencatat nilai transaksi saham yang dilakukan oleh investor asing mencapai Rp 20,98 trilyun, naik tajam dari sebelumnya sebesar Rp 13,78 trilyun. Dan pada tahun 2011, nilai transaksi saham yang dilakukan investor asing kembali meningkat menjadi Rp 23,87 trilyun (Hermansyah, 2011).

Tabel 4.7 Pergerakan Nilai Penutupan Index Harga Saham Gabungan BEI Tahun 2009 – 2012

Tanggal	Nilai Penutupan	Tanggal	Nilai Penutupan
02/04/2012	4.154,07	02/08/2010	3.081,88
01/03/2012	4.121,55	01/07/2010	3.069,28
01/02/2012	3.985,21	01/06/2010	2.913,68
03/01/2012	3.941,69	03/05/2010	2.796,96
01/12/2011	3.821,99	01/04/2010	2.971,25
01/11/2011	3.715,08	01/03/2010	2.777,30
03/10/2011	3.790,85	01/02/2010	2.549,03
02/09/2011	3.549,03	04/01/2010	2.610,80
01/08/2011	3.841,73	01/12/2009	2.534,36
01/07/2011	4.130,80	02/11/2009	2.415,84
01/06/2011	3.888,57	01/10/2009	2.367,70
02/05/2011	3.836,97	01/09/2009	2.467,59
01/04/2011	3.819,62	03/08/2009	2.341,54
01/03/2011	3.678,67	01/07/2009	2.323,24
01/02/2011	3.470,35	01/06/2009	2.026,78
03/01/2011	3.409,17	01/05/2009	1.916,83
01/12/2010	3.703,51	01/04/2009	1.722,77
01/11/2010	3.531,21	02/03/2009	1.434,07
01/10/2010	3.635,32	02/02/2009	1.285,48
01/09/2010	3.501,30		

Sumber : www.idx.co.id selasa, 20 Maret 2012, 23:00 dan data diolah

Pada awal perdagangan BEI pada tahun 2011, IHSG berada pada level 3.727,52 dan sama seperti bursa saham-saham dunia lainnya, sepanjang 2011 BEI juga mengalami gejolak dan fluktuasi. Poin tertinggi berhasil dicapai oleh IHSG pada 1 Agustus 2011 dengan posisi 4.193,44 poin dengan titik terendah berada pada 4 Oktober 2011 di posisi 3.269,45. IHSG ditutup pada level 3.821,99 pada akhir tahun 2011 (Hermansyah, 2011).

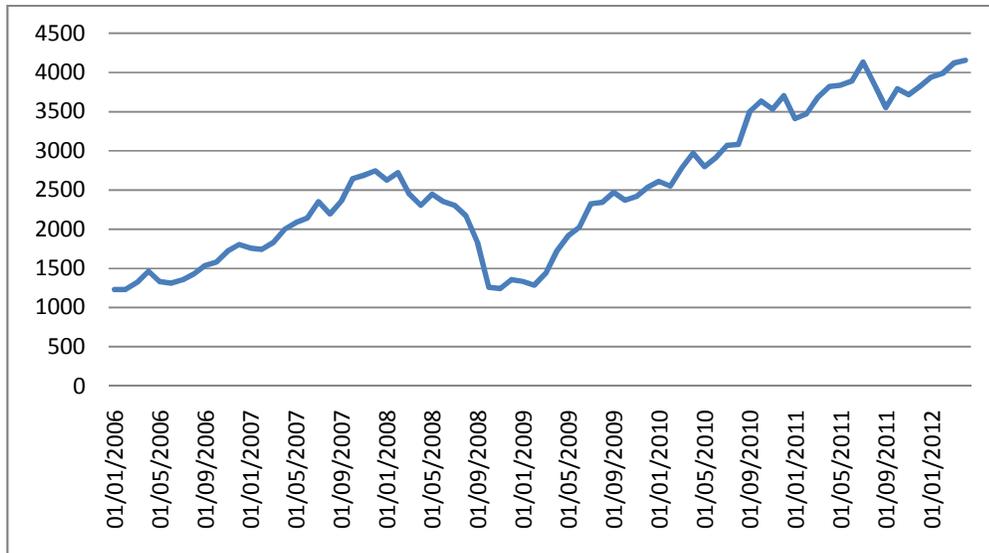
Sepanjang 2011, IHSG cenderung berada dalam tekanan, sejumlah krisis politik yang terjadi di Mesir, Libya dan gempa besar yang diikuti oleh tsunami di Jepang dan juga kenaikan harga minyak sebagai akibat dari krisis di kawasan Timur Tengah. Selain itu kepanikan investor juga kembali memuncak pada saat Yunani diberitakan berpotensi gagal bayar utang (*default*) yang pada akhirnya

menyebabkan domino efek terhadap negara-negara sekitar seperti Portugal, Spanyol, Italia, Irlandia dan juga Perancis.

Tahun 2011 IHSG Bursa Efek Indonesia mencatat kenaikan tipis sebesar 3,2 persen. Pada periode yang sama beberapa indeks acuan utama dunia mengalami penurunan seperti Nikkei 225 Jepang yang mengalami penurunan sebesar 34,08 persen, Hang Seng mengalami penurunan sebesar 20,13 persen, Straits Times Singapura mengalami penurunan sekitar 16,21 persen, Shanghai Composite China mengalami penurunan sebesar 7,74 persen (Suprpto dan Sukirno, 2011).

Kenaikan ini lebih dikarenakan kondisi ekonomi makro Indonesia yang masih baik sepanjang tahun 2011. Kenaikan IHSG pada tahun 2011 ini menempatkan Bursa Efek Indonesia sebagai bursa terbaik kedua setelah Filipina yang mencatat kenaikan sebesar 4,07 persen dari posisi 4.201,14 menjadi 4.371,96 pada periode yang sama (Suprpto dan Sukirno, 2011).

Saham-saham yang menjadi penopang indeks positif pada tahun 2011 antara lain: ASII, GGRM, BBCA, BBRI dan UNVR. Sedangkan saham-saham yang menjadi penggerus indeks antara lain : PGAS, ADRO, BNII, TLKM, dan BUMI. Nilai kapitalisasi pasar dan transaksi saham di BEI juga mengalami peningkatan dari Rp 3.257,10 triliun pada akhir Desember 2010 menjadi Rp 3.524,48 triliun pada penutupan 29 Desember 2011 atau naik sekitar 8,54 persen (Suprpto dan Sukirno, 2011).



Gambar 4.3 Pergerakan Index Saham Gabungan Tahun 2006 – 2012

Sumber : www.idx.co.id selasa, 20 Maret 2012, 23:00 dan data diolah

4.2 Produsen Semen Indonesia

Industri semen di Indonesia dimulai sejak didirikannya pabrik semen di Padang pada tanggal 18 maret 1910 yang bernama NV Nederland Indische Portland Cement Masschappij oleh pemerintah Belanda. Dalam perkembangannya pada 5 Juli 1958, perusahaan tersebut dinasionalisasi oleh Pemerintah Indonesia menjadi PT. Semen Padang (Semen Padang, 2012).

Saat ini di Indonesia terdapat Sembilan pabrik semen yang tergabung dalam Asosiasi Semen Indonesia (ASI), tiga perusahaan perusahaan milik pemerintah yang tergabung dalam Semen Gresik Group (GSG) yaitu PT. Semen Gresik, PT. Semen Padang, dan PT. Semen Tonasa, dan sisanya 6 perusahaan swasta yaitu PT. Indocement Tunggul Prakarsa, PT. Holcim Indonesia, PT. Semen Andalas Indonesia, PT. Semen Baturaja, PT. Semen Bosowa Maros, dan PT. Semen Kupang (Semen Gresik, 2012).

4.2.1 Sejarah Singkat Produsen Semen Indonesia

PT. Semen Padang, didirikan pada tanggal 18 Maret 1910 dengan nama NV Nederlandsch Indische Portland Cement Maatschappij (NV NIPCM) yang merupakan pabrik semen pertama di Indonesia. Pada 5 Juli 1958, perusahaan tersebut dinasionalisasi oleh pemerintah menjadi PT Semen Padang. Kemudian pada tahun 1995, pemerintah mengalihkan kepemilikan sahamnya di PT Semen Padang ke PT Semen Gresik (Persero) Tbk. Komposisi kepemilikan sampai saat ini PT Semen Gresik (Persero) Tbk 99,99 persen dan Koperasi Keluarga Besar Semen Padang dengan saham 0,01 persen (Semen Padang, 2012).

PT. Semen Gresik (Persero) Tbk , didirikan pada tanggal 7 Agustus 1957 dengan kapasitas terpasang sebesar 250.000 ton semen per tahun. Komposisi kepemilikan sampai saat ini adalah Pemerintah Republik Indonesia 51,01 persen, Blue Valley Holdings PTE Ltd 24,90 persen, dan masyarakat 24,09 persen (Semen Gresik, 2012).

PT. Semen Tonasa, didirikan pada 2 November 1968 dengan kapasitas terpasang 110.000 ton semen per tahun yang merupakan proyek kerjasama antara Pemerintah Indonesia dengan Pemerintah Cekoslowakia di Desa Tonasa, Sulawesi Selatan. Komposisi kepemilikan sampai saat ini adalah PT Semen Gresik (Persero) Tbk 99,99 persen dan Koperasi Karyawan Semen Tonasa saham 0,01 persen (Semen Gresik, 2012).

PT. Semen Baturaja, didirikan pada 14 November 1974 oleh PT Semen Gresik dengan saham sebesar 45 persen dan PT Semen Padang 55 persen dengan kapasitas terpasang 500.000 ton semen per tahun. Sejak tahun 1991 diambil secara keseluruhan oleh Pemerintah Republik Indonesia (Semen Baturaja, 2012).

PT. Holcim Indonesia Tbk, sebelumnya bernama PT. Semen Cibinong, berdiri pada 14 Agustus 1975 dengan kapasitas terpasang 600.000 ton semen per tahun di Cibinong , Jawa Barat. Pada tanggal 13 Desember 2001 Holcim Inc, perusahaan semen asal Swiss mengakuisisi PT. Semen Cibinong dengan membeli 77,33 persen saham PT. Semen Cibinong, dan pada tahun 2006 PT. Semen Cibinong resmi berganti nama menjadi PT. Holcim Indonesia Tbk.komposisi kepemilikan sampai saat ini adalah Holcim Group 80,65 persen, investor asing 11,93 persen dan masyarakat 7,42 persen (Holcim, 2012).

PT. Semen Kupang, didirikan pada 14 Agustus 1983 di Nusa Tenggara Timur dengan kapasitas produksi sebesar 120.000 ton semen per tahun. Pada tahun 1991 perusahaan tersebut menjadi Badan Usaha Milik Negara dengan komposisi saham Pemerintah Republik Indonesia 61,48 persen, Bank Mandiri 35,39 persen dan Pemda Nusa Tenggara Timur 1,12 persen. Sejak Maret 2008, PT Semen Kupang berhenti beroperasi dikarenakan kondisi keuangan yang tidak sehat (Semen Gresik, 2012).

PT. Semen Andalas Indonesia, didirikan oleh Circle Industries PLC (Perusahaan Inggris) dan Cementia Holding AG (Perusahaan Swiss) pada tahun 1983 di Banda Aceh tercatat memiliki kapasitas produksi sebesar 1 juta ton semen per tahun. pada tahun 2001 menjadi anak perusahaan Lafarge (perusahaan Perancis) sehingga dikenal juga sebagai PT Lafarge Cement Indonesia (Lafarge Cement Indonesia, 2012).

PT. Indocement Tungal Prakarsa, didirikan pada 16 Januari 1985 yang terdiri atas penggabungan 6 perusahaan semen yaitu PT. Distinct Indonesia Cement Enterprise, PT. Perkasa Indonesia Cement Enterprise, PT. Perkasa Indah Indonesia Cement Putih Enterprise, PT. Perkasa Agung Utama Indonesia Cement Enterprise, PT. Perkasa Inti Abadi Indonesia Cement Enterprise, dan PT. Perkasa Abadi Mulia Indonesia Cement Enterprise. Komposisi kepemilikan sampai saat ini adalah Birchwood Omnia Limited, England 51 persen, PT. Mekar Perkasa 13,03 persen dan masyarakat 35,97 persen (Indocement, 2012).

PT. Semen Bosowa Maros, didirikan pada tahun 1999 dan pada tahun 2007 mencatat kapasitas produksi sebesar 1,8 juta ton semen per tahun dan merupakan salah satu unit usaha dari Bosowa Corporation di Maros (Bosowa, 2012).



Gambar 4.4 Peta Produsen Semen Indonesia

Sumber : Hasil olahan penulis

4.2.2 Kapasitas Produksi Produsen Semen Indonesia

Kapasitas produksi terbesar di Indonesia dimiliki oleh Semen Gresik Group dengan total kapasitas produksi sebesar 20,2 juta ton per tahun atau 37 persen dari total produksi semen di Indonesia yang terbagi atas PT. Semen Padang dengan kapasitas produksi sebesar 6,1 juta ton dengan 4 pabrik yang berlokasi di Indarung Sumatera Barat, PT. Semen Gresik 10 juta ton dengan 3 pabrik yang berlokasi Tuban Jawa Timur dan PT. Semen Tonasa 4,1 juta ton dengan 3 pabrik yang berlokasi di Pangkep Sulawesi Selatan (Gresik, 2012).

Pada peringkat kedua ditempati oleh PT. Indocement Tunggal Prakarsa (Indocement) yang saat ini memiliki tiga kompleks pabrik yang secara keseluruhan meliputi 12 pabrik. Kompleks pabrik di Citeureup Bogor memiliki 9 pabrik yang merupakan salah satu kompleks pabrik semen terbesar di dunia. Kompleks lainnya berlokasi di Palimanan, Cirebon dengan 2 pabrik dan Tarjun Kotabaru, Kalimantan Selatan dengan 1 pabrik. Kapasitas produksi Indocement untuk saat ini mencapai 18,6 juta ton per tahun atau mencapai 34 persen dari total produksi semen di Indonesia (Indocement, 2012).

PT. Holcim Indonesia mengoperasikan 2 pabrik yang berlokasi di Narogong Jawa Barat dan Cilacap Jawa Tengah. Saat ini total kapasitas produksi PT. Holcim Indonesia sebesar 8,5 juta ton per tahun. PT. Semen Andalas memiliki

kapasitas produksi 1,6 juta ton, PT. Semen Baturaja dengan 1,3 juta ton, PT. Semen Bosowa Maros dengan 3,8 juta ton dan terakhir PT. Semen Kupang dengan 0,5 juta ton per tahun (Holcim, 2012).

4.3 Porter's Five Competitive Forces Analysis

4.3.1 Persaingan antar produsen semen di Indonesia

Bedasarkan market share domestik, saat ini Semen Gresik Group memiliki market share terbesar dengan 41 persen, di peringkat kedua PT. Indocement Tunggal Prakarsa dengan 31,3 persen, PT. Holcim Indonesia dengan 15,6 persen, PT. Semen Bosowa Maros dengan 5,8 persen, PT. Semen Andalas sebesar 3,7 persen dan sisanya 2,7 persen dimiliki oleh PT. Semen Baturaja (*Public expose*, Gresik, 2012).

Secara regional, Semen Gresik memimpin hampir diseluruh wilayah di Indonesia, hanya wilayah Jawa dimana PT. Indocement berhasil mengalahkan Semen Gresik dengan market share Indocement di Jawa sebesar 40,4 persen dan Semen Gresik sebesar 36,3 persen. Jumlah konsumsi semen tertinggi di Indonesia masih terkonsentrasi di wilayah Jawa dengan total konsumsi sebesar 21,99 juta ton diikuti oleh Sumatera sebesar 9,6 juta ton per tahun pada tahun 2010. Pola ini mengikuti pola sebaran populasi penduduk di Indonesia (Gresik, 2012).

Apabila kita membandingkan konsumsi semen Indonesia dengan negara-negara lainnya, maka kita dapat melihat bahwa konsumsi semen kita yang hanya sekitar 172 kg per kapita masih rendah apabila dibandingkan dengan Thailand yang mencapai 400 kg per kapita atau Malaysia dengan 600 kg per kapita (Gresik, 2012).

4.3.2 Ancaman Pendetang Baru

Menurut Kementerian Perindustrian, konsumsi semen akan terus bertumbuh seiring dengan pertumbuhan proyek infrastruktur. Konsumsi semen nasional tumbuh 16 persen pada tahun 2011 dan jika pertumbuhan pada tahun 2012 melampaui 10 persen atau diperkirakan sebesar 52,8 juta ton, maka dengan kapasitas produksi produsen semen di Indonesia yang hanya mencapai 56,8 juta ton, maka dalam beberapa tahun yang akan datang Indonesia akan mengalami kekurangan pasokan semen (Kemenperin, 2012).

Besarnya pasar semen Indonesia tersebut menjadi magnet investasi bagi perusahaan asing. Dengan pertumbuhan yang dinamis, pasar semen di Indonesia mengundang para investor asing untuk berlomba masuk dan memperebutkan kue profit yang cukup besar. Walaupun Industri semen merupakan industri yang padat modal, namun karena *spread* keuntungan yang dapat dihasilkan cukup lumayan dan ditambah dengan pertumbuhan kebutuhan semen domestik yang masih akan terus meningkat, hal ini tentunya akan menarik pemain baru untuk masuk dan melakukan investasi di Indonesia.

Anhui Conch Cement Company Ltd yang merupakan perusahaan BUMN produsen semen terbesar kedua di China dengan kapasitas produksi sebesar 140 juta ton per tahun berencana untuk membangun empat pabrik semen di Indonesia dengan total investasi sebesar 2,35 miliar dollar AS yang mencakup (<http://www.duniaindustri.com/berita-industri-semen-indonesia/539-bumn-china-anhui-cement-bangun-4-pabrik-us-23-miliar.html>, 2011):

- Pabrik di Kalimantan Selatan dengan kapasitas 6.400 ton klinker per hari dan dilengkapi dengan pabrik penggilingan semen, pelabuhan, pembangkit listrik dengan daya 60 megawatt berikut fasilitas produksi dan pendukungnya. Investasi ini dapat mencapai 400 juta dollar AS.
- Selain itu Anhui Conch juga berencana untuk membangun pabrik semen di daerah Sepinang, Kalimantan Timur dengan kapasitas produksi 10.000 ton klinker per hari dengan nilai investasi sebesar 600 juta dollar AS.
- Untuk pabriknya di Pontianak, Kalimantan Barat, yang dirancang serupa dengan pabrik semen di Kalimantan Timur. Nilai investasi pabrik semen di Pontianak ini juga sebesar 600 juta dollar AS.
- Untuk memenuhi kebutuhan semen di Indonesia bagian timur, perusahaan juga akan melakukan investasi di Papua Barat dengan nilai sebesar 750 juta dollar AS.

Sementara itu, produsen semen asal Cina lainnya, China Triumph International Engineering Company (CTIEC) juga sedang mempertimbangkan untuk membangun pabrik semen dengan kapasitas 2 juta ton per tahun di wilayah Grobogan, Jawa Tengah dan investasi ini diperkirakan akan menelan biaya

investasi sebesar 350 juta dollar AS (<http://duniaindustri.com/berita-industri-indonesia/439-bumn-china-serbu-indonesia.html>, 2011).

4.3.3 Ancaman Produk Substitusi

Sebagai bahan bangunan, sampai saat ini semen masih belum dapat tergantikan. Sehingga sampai saat ini, belum ada ancaman produk substitusi bagi semen. Produk substitusi terdekat untuk semen sebagai bahan bangunan adalah kayu, namun dari sisi kekuatan dan keawetan, kayu masih kalah bila dibandingkan dengan semen.

4.3.4 Kekuatan Tawar-menawar Pembeli dan Penjual

Dengan jumlah produsen yang tetap selama beberapa tahun terakhir serta bentuk pasar oligopoli yang sudah terbentuk dalam industri semen di Indonesia, maka semua keputusan yang terkait dengan harga dan penawaran barang dalam industri semen di Indonesia ditentukan oleh produsen.

Dalam hal ini, konsumen tidak memiliki kekuatan tawar-menawar dalam menentukan harga semen di Indonesia. Namun untuk melindungi konsumen dari para pelaku bisnis yang melakukan praktik usaha tidak sehat, maka pemerintah mengeluarkan Undang Undang no. 5 Tahun 1999 mengenai praktik monopoli dan persaingan usaha tidak sehat. Melalui undang-undang ini, pemerintah akan melindungi konsumen di Indonesia dengan cara membentuk lembaga independen untuk mengawasi para pelaku bisnis terutama dari praktik usaha yang akan merugikan konsumen dalam pasar oligopoli tersebut (Apindo, 2010).

4.4 Valuasi Perusahaan

Valuasi perusahaan akan dilakukan dengan menggunakan metode *free cash flow to equity* dan *dividend discounted model*. Sebelum dilakukan valuasi terhadap harga saham perusahaan, perlu dilakukan proyeksi terhadap laporan keuangan perusahaan dengan menggunakan asumsi yang mendasari proyeksi tersebut (Damodaran, 2006).

4.4.1 Asumsi Dasar

Dalam melakukan valuasi terhadap nilai intrinsik PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk, digunakan dua kondisi. Asumsi-asumsi yang mendasari dalam pembuatan proyeksi laporan keuangan perusahaan yang di dapat dari website Indocement periode 2012 – 2017 adalah sebagai berikut:

- Tidak ada perubahan kebijakan perusahaan yang berdampak secara signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- Kondisi politik, sosial, dan ekonomi cukup stabil sehingga tidak mempengaruhi kinerja perusahaan secara signifikan.

4.4.2 Perhitungan *Cost of Equity*

Dalam melakukan perhitungan *discount rates* pada perhitungan FCFE dan DDM digunakan rumus CAPM (Damodaran, 2006, p.56) yaitu:

$$Re = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

Perhitungan *discount rates* dimulai dengan perhitungan *discount rates* dalam dollar AS dengan menggunakan rumus di atas. *Riskfree (Rf)* yang digunakan adalah tingkat suku bunga *t-bonds* AS untuk 30 tahun sebesar 3,125 persen. β *levered* yang digunakan adalah hasil perhitungan antara *unlevered* beta untuk *emerging countries* yang diambil dari damodaran per maret 2012 untuk industri bahan bangunan sebesar 0,47 dan rasio *Debt to Equity* Indocement sebesar 13,34 persen serta memperhitungkan *corporate tax rate* sebesar 25 persen sehingga menghasilkan nilai sebesar 0,52. nilai risk premium didapat dari damodaran untuk *country risk premium* Indonesia sebesar 9,6 persen.

Dari data yang ada, diperoleh hasil *discount rates* dalam dollar AS sebesar:

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \left[1 + (1-t) \frac{D}{E} \right]$$

$$\beta_{levered} = 0,47(1 + (1-0,25) * 13,34) = 0,5169$$

$$Re \text{ in US\$} = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

$$Re \text{ in US\$} = 3,125 \% + 0,52 (9,6 \%) = 8,09 \%$$

Setelah itu, untuk menghitung *discount rates* dalam rupiah, *discount rates* tersebut kita nominalkan dengan menggunakan tingkat inflasi dollar AS sebesar 1,21 persen dan tingkat inflasi rupiah sebesar 6,47 persen sehingga hasil yang diperoleh adalah sebesar 13,71 persen.

$$Re \text{ in IDR} = (1 + Re \text{ in US\$}) * \left(\frac{1 + IDR \text{ Inflation}}{1 + US\$ \text{ Inflation}} \right) - 1$$

$$Re \text{ in IDR} = (1 + 8,09 \%) * \left(\frac{1 + 6,47\%}{1 + 1,21\%} \right) - 1 = 13,71 \%$$

4.4.3 Free Cash Flow to Equity

4.4.3.1 Asumsi Dalam Perhitungan FCFE

Asumsi yang digunakan dalam melakukan perhitungan FCFE adalah sebagai berikut :

a. Kondisi I

- Pertumbuhan laba neto perusahaan pada kondisi ini menggunakan asumsi 10 persen lebih rendah dari pertumbuhan laba neto perusahaan yang dirata-ratakan selama periode 2006 – 2011 yaitu menggunakan asumsi pertumbuhan sebesar 11,03 persen per tahun. Pertumbuhan periode 2012 – 2017 diasumsikan stabil.

- Pertumbuhan ekonomi Indonesia menggunakan asumsi 10 persen lebih rendah dari pertumbuhan ekonomi Indonesia yang dinominalkan yaitu menggunakan asumsi pertumbuhan sebesar 9,98 persen. Dimana pertumbuhan ekonomi nominal ini akan digunakan dalam melakukan perhitungan *terminal value* perusahaan.

b. Kondisi II

- Pertumbuhan laba neto perusahaan pada kondisi ini diasumsikan sama dengan pertumbuhan laba neto perusahaan yang dirata-ratakan selama periode 2006 – 2011 yaitu sebesar 12,25 persen per tahun. Pertumbuhan periode 2012 – 2017 diasumsikan stabil.
- Pertumbuhan ekonomi Indonesia juga menggunakan asumsi sama dengan pertumbuhan ekonomi Indonesia yang dinominalkan yaitu sebesar 11,08 persen. Dimana pertumbuhan ekonomi nominal ini akan digunakan dalam melakukan perhitungan *terminal value* perusahaan.

4.4.3.2 Hasil Proyeksi FCFE

Dengan menggunakan data dan asumsi di atas, maka dilakukan proyeksi perhitungan FCFE selama lima tahun dari tahun 2012 – 2016. Berdasarkan perhitungan FCFE dengan menggunakan asumsi kondisi I, diperoleh hasil sesuai dengan Tabel 4.5.

Tabel 4.8 Hasil Perhitungan FCFE berdasarkan Kondisi I

(dalam jutaan rupiah)

	P2012	P2013	P2014	P2015	P2016
Net Income	3.998.626	4.439.523	4.929.033	5.472.518	6.075.929
Net Capital Expenditure	(64.210)	(65.627)	(67.074)	(68.554)	(70.066)
Changes in NCWC	700.682	820.034	959.715	1.123.189	1.314.509
Net Capital Expenditure (1-d)	(57.379)	(58.645)	(59.939)	(61.261)	(62.612)
change NCWC (1-d)	626.140	732.795	857.616	1.003.699	1.174.665
FCFE	3.429.865	3.765.373	4.131.356	4.530.080	4.963.876

Sumber : Hasil olahan penulis

Sedangkan berdasarkan kondisi II, maka diperoleh hasil sesuai dengan Tabel 4.6.

Tabel 4.9 Hasil Perhitungan FCFE berdasarkan Kondisi II

(dalam jutaan rupiah)

	P2012	P2013	P2014	P2015	P2016
Net Income	4.042.750	4.538.040	5.094.010	5.718.094	6.418.637
Net Capital Expenditure	(64.210)	(65.627)	(67.074)	(68.554)	(70.066)
Changes in NCWC	700.682	820.034	959.715	1.123.189	1.314.509
Net Capital Expenditure (1-d)	(57.379)	(58.645)	(59.939)	(61.261)	(62.612)
change NCWC (1-d)	626.140	732.795	857.616	1.003.699	1.174.665
FCFE	3.473.989	3.863.891	4.296.333	4.775.656	5.306.584

Sumber : Hasil olahan penulis

4.4.3.3 Discounted Cash Flow

Untuk mendapatkan nilai instrinsik perusahaan dapat diperoleh dengan cara mem-*present value*-kan *free cash flow to equity* dengan *cost of equity* perusahaan tersebut. Namun sebelumnya terlebih dahulu dilakukan perhitungan *terminal value*. Sehingga dengan data FCFE di tahun kelima untuk kondisi I dan kondisi II masing-masing sebesar Rp 4.963.876 juta dan Rp 5.306.584 juta, serta menggunakan *cost of equity* sebesar 13,7 persen, dan tingkat pertumbuhan sebesar masing-masing sebesar 11,08 persen untuk kondisi I, sedangkan untuk kondisi II sebesar 9,98 persen, maka akan diperoleh *terminal value* dan nilai instrinsik perusahaan sebagai berikut :

- **Kondisi I**

$$Terminal Value = \frac{FCFEn + 1}{(ke, st - gn)}$$

$$Terminal value = \frac{4.963.876 \text{ juta}}{(13,7 \% - 11,08\%)} = 158.851.647 \text{ juta}$$

Setelah diperoleh *terminal value*, maka untuk menghitung nilai intrinsik perusahaan dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$Value = PV \text{ of } FCFE + PV \text{ of } terminal \text{ value}$$

Dari perhitungan diperoleh nilai intrinsik perusahaan sebesar Rp 87.586.745 juta. Apabila dibandingkan dengan jumlah saham yang beredar per Desember 2011 sebanyak 8.000 juta lembar saham, maka diperoleh nilai *equity* per lembar saham perusahaan sebesar Rp 10.948.

- **Kondisi II**

$$Terminal \text{ Value} = \frac{FCFEn + 1}{(ke, st - gn)}$$

$$Terminal \text{ value} = \frac{5.306.584 \text{ juta}}{(13,7 \% - 11,08\%)} = 263.158.153 \text{ juta}$$

Setelah diperoleh *terminal value*, maka untuk menghitung nilai intrinsik perusahaan dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$Value = PV \text{ of } FCFE + PV \text{ of } terminal \text{ value}$$

Dari perhitungan diperoleh nilai intrinsik perusahaan sebesar Rp 136.419.217 juta. Apabila dibandingkan dengan jumlah saham yang beredar per Desember 2011 sebanyak 8.000 juta lembar saham, maka diperoleh nilai *equity* per lembar saham perusahaan sebesar Rp 17.052.

4.4.4 *Dividend Discount Model*

Perhitungan nilai instrinsik perusahaan dengan menggunakan metode *dividend discount model* dilakukan dengan menghitung Laba Bersih terhadap Jumlah Ekuitas (ROE) dari perusahaan dengan cara membandingkan Laba Bersih Tahun Berjalan dengan Jumlah Ekuitas. Tahap selanjutnya adalah menghitung *Dividend Payout Ratio* (DPR) dengan membandingkan antara Dividen Tunai per Saham dengan Laba Bersih per Saham.

Setelah hasil didapat, maka tahap selanjutnya adalah menghitung *Sustainable Growth Rate* (SGR) dengan persamaan (Bodie, Kane, dan Marcus, 2009):

$$SGR = ROE * (1 - DPR)$$

4.4.4.1 Asumsi Dalam Perhitungan DDM

Asumsi yang digunakan dalam menentukan harga pelepasan saham dalam 1 tahun kedepan dengan menggunakan dua kondisi sebagai berikut:

- **Kondisi I**

Asumsi harga pelepasan saham 1 tahun kedepan adalah 10 persen dibawah harga pelepasan saham dengan *growth* dividen sebesar 30 persen. Harga pelepasan saham kondisi I, dalam hal ini adalah:

$$\text{Harga pelepasan saham dengan growth dividen 30 persen} = \text{Rp } 17.050 + (0,3 * \text{Rp } 263) = \text{Rp } 17.128$$

$$\text{Harga pelepasan kondisi I} = 0,9 * \text{Rp } 17.128 = \text{Rp } 15.416$$

- **Kondisi II**

Asumsi harga pelepasan saham 1 tahun kedepan adalah harga pelepasan saham dengan *growth* dividen sebesar 30 persen. Pertumbuhan dividen ini sesuai dengan rata-rata pertumbuhan dividen yang dibagikan dalam beberapa tahun terakhir. Harga pelepasan saham kondisi II dalam hal ini adalah $\text{Rp } 17.050 + (0,3 * \text{Rp } 263) = \text{Rp } 17.128$.

Setelah diperoleh harga pelepasan saham satu tahun kedepan, maka selanjutnya menghitung nilai saham dengan menggunakan persamaan model pertumbuhan konstan sebagai berikut (Bodie, Kane, dan Marcus, 2009, p.591):

$$V_0 = \frac{D_0 (1 + g)}{(1 + k)^1} + \frac{D_0 (1 + g)^2}{(1 + k)^2} + \dots + \frac{D_0 (1 + g)^\infty}{(1 + k)^\infty}$$

D_0 adalah dividen yang dibagikan perusahaan pada tahun 2011, *growth* yang digunakan adalah rata-rata pertumbuhan SGR selama periode 2007 – 2011, *required of return* sesuai dengan perhitungan *cost of equity* sebelumnya yaitu 13,7 persen dan asumsi harga pelepasan saham satu tahun ke depan sesuai dengan kondisi yang digunakan.

4.4.4.2 Hasil Perhitungan *Dividend Discount Model*

- **Kondisi I**

Tabel 4.10 Hasil Perhitungan DDM Berdasarkan Kondisi I

Dividen tahun terakhir 2011	263.00
Average Sustainable Growth Rate ("SGR")	16,84%
required rate of return "k"	13,70%
Asumsi harga pelepasan saham 1 tahun depan - kondisi I	15,416.01
Nilai Intrinsik saham "Vo" (1 tahun kedepan)	13,828.75

Sumber : Hasil olahan penulis

Dengan asumsi harga pelepasan saham 1 tahun ke depan sebesar Rp 15.416, maka nilai intrinsik yang diperoleh untuk setiap lembar saham perusahaan adalah sebesar Rp 13.829.

- **Kondisi II**

Tabel 4.11 Hasil Perhitungan DDM Berdasarkan Kondisi II

Dividen tahun terakhir 2011	263.00
<i>Average Sustainable Growth Rate ("SGR")</i>	16,84%
<i>required rate of return "k"</i>	13,70%
Asumsi harga pelepasan saham 1 tahun depan – kondisi II	17,128.90
Nilai Intrinsik saham "Vo" (1 tahun kedepan)	15,335.25

Sumber : Hasil olahan penulis

Dengan asumsi harga pelepasan saham 1 tahun ke depan sebesar Rp 17.128, maka nilai intrinsik yang diperoleh untuk setiap lembar saham perusahaan adalah sebesar Rp 15.335.

4.4.5 Analisis Hasil

Dari hasil valuasi kedua metode tersebut, diperoleh perbandingan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.12 Perbandingan Hasil Perhitungan Valuasi dengan Nilai Pasar

	Nilai Intrinsik/lb saham	Harga Pasar/lb saham per 31 Mei 2012	Overvalued / Undervalued
Metode			
FCFE			
- Kondisi I	Rp 10.948	Rp 17.800	<i>Overvalued</i>
- Kondisi II	Rp 17.052	Rp 17.800	<i>Overvalued</i>
Dividend Discount Model			
- Kondisi I	Rp 13.829	Rp 17.800	<i>Overvalued</i>
- Kondisi II	Rp 15.355	Rp 17.800	<i>Overvalued</i>

Sumber : Hasil olahan penulis

Hasil valuasi dari nilai intrinsik PT Indocement Tunggul Prakarsa dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity* dan *Dividend Discount Model* pada kondisi I sama-sama menunjukkan nilai yang lebih rendah dari pada harga pasar per lembar saham per tanggal 31 Mei 2012 atau dengan kata lain nilai saham PT. Indocement Tunggul Prakarsa saat ini sedang dalam kondisi *overvalued*.

Selanjutnya dalam kondisi II juga tidak terdapat perbedaan hasil antara menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity* dan *Dividend Discount Model*, kedua metode tersebut sama-sama menghasilkan kesimpulan bahwa nilai saham PT. Indocement Tunggul Prakarsa per tanggal 31 Mei 2012 berada dalam kondisi *overvalued* dikarenakan harga yang terbentuk di pasar lebih tinggi daripada nilai intrinsik saham perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Bedasarkan pembahasan dan hasil analisis yang telah dilakukan pada bab-bab sebelumnya, maka dapat disimpulkan:

1. Berdasarkan hasil penilaian dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity*, maka diperoleh nilai intrinsik saham PT. Indocement Tunggal Prakarsa sebagai berikut :

Tabel 5.1 Perbandingan Hasil Perhitungan Valuasi dengan Nilai Pasar Metode Free Cash Flow to Equity

	Nilai Intrinsik Perusahaan (Juta Rp)	Jumlah Lb saham (Juta lembar)	Nilai Intrinsik/lb saham	Harga Pasar/lb saham per 31 Mei 2012	Overvalued / Undervalued
- Kondisi I	87.586.744	8.000	Rp 10.948	Rp 17.800	<i>Overvalued</i>
- Kondisi II	136.419.217	8.000	Rp 17.052	Rp 17.800	<i>Overvalued</i>

Sumber : Hasil olahan penulis

- a. Nilai intrinsik perusahaan yang diperoleh dengan menggunakan metode FCFE pada kondisi I adalah sebesar Rp 87.586.744 juta, apabila dibandingkan dengan jumlah saham yang beredar per Desember 2011 sebanyak 8.000 juta lembar, maka diperoleh nilai intrinsik per lembar saham perusahaan sebesar Rp 10.948. Nilai tersebut bila dibandingkan dengan nilai pasar yang terbentuk pada 31 Mei 2012 sebesar Rp 17.800 per lembar saham, maka harga saham perusahaan yang terbentuk di pasar berada dalam kondisi *overvalued* karena harga pasar berada di atas nilai intrinsik.

- b. Nilai intrinsik perusahaan yang diperoleh dengan menggunakan metode FCFE pada kondisi II adalah sebesar Rp 136.419.217 juta, apabila dibandingkan dengan jumlah saham yang beredar per Desember 2011 sebanyak 8.000 juta lembar, maka diperoleh nilai intrinsik per lembar saham perusahaan sebesar Rp 17.052. Nilai tersebut bila dibandingkan dengan nilai pasar yang terbentuk pada 31 Mei 2012 sebesar Rp 17.800 per lembar saham, maka harga saham perusahaan yang terbentuk di pasar berada dalam kondisi *overvalued* karena harga pasar berada di atas nilai intrinsik.
2. Hasil penilaian harga dengan menggunakan metode *Dividend Discount Model*, maka diperoleh nilai intrinsik saham PT. Indocement Tunggul Prakarsa sebagai berikut :

Tabel 5.2 Perbandingan Hasil Perhitungan Valuasi dengan Nilai Pasar Metode Dividend Discount Model

	Asumsi harga pelepasan saham 1 tahun kedepan	Nilai Intrinsik/lb saham	Harga Pasar/lb saham per 31 Mei 2012	Overvalued / Undervalued
Kondisi I	Rp 15.416	Rp 13.829	Rp 17.800	<i>Overvalued</i>
Kondisi II	Rp 17.128	Rp 15.355	Rp 17.800	<i>Overvalued</i>

Sumber : Hasil olahan penulis

- a. Dengan menggunakan metode DDM pada kondisi I yang menggunakan asumsi harga pelepasan saham 1 tahun kedepan sebesar Rp 15.416, maka diperoleh nilai intrinsik per lembar saham perusahaan sebesar Rp 13.948. Nilai tersebut bila dibandingkan dengan nilai pasar yang terbentuk pada 31 Mei 2012 sebesar Rp 17.800 per lembar saham, maka harga saham perusahaan berada dalam kondisi *overvalued* karena harga pasar berada di atas nilai intrinsik.

- b. Dengan menggunakan metode DDM pada kondisi II yang menggunakan asumsi harga pelepasan saham 1 tahun kedepan sebesar Rp 17.128, maka diperoleh nilai intrinsik per lembar saham perusahaan sebesar Rp 15.355. Nilai tersebut bila dibandingkan dengan nilai pasar yang terbentuk pada 31 Mei 2012 sebesar Rp 17.800 per lembar saham, maka harga saham perusahaan yang berada dalam kondisi *overvalued* karena harga pasar berada di atas nilai intrinsik.
3. Bila kita membandingkan hasil yang didapat antara metode valuasi *Free Cash Flow to Equity* dan metode valuasi *Dividend Discount Model* untuk menghitung nilai intrinsik saham PT. Indocement Tunggal Prakarsa, maka hasilnya akan sebagai berikut:

Tabel 5.3 Analisis Sensitivitas Hasil Perhitungan metode FCFE dan DDM

Asumsi	Metode FCFE		Metode DDM	
	Kondisi I	Kondisi II	Kondisi I	Kondisi II
Discount Rates	13,71%	13,71%	13,71%	13,71%
Metode FCFE				
Pertumbuhan Laba Neto perusahaan	11,03%	12,25%		
Pertumbuhan Ekonomi Indonesia	9,98%	11,08%		
Metode DDM				
Pertumbuhan Dividen			30,00%	30,00%
<i>Average sustainable growth rate</i>			16,84%	16,84%
Harga Pelepasan Saham 1 thn kedepan			15.416	17.128
Nilai intrinsik per lembar saham	10.948	17.052	13.829	15.335
Harga saham per 31 Mei 2012	17.800	17.800	17.800	17.800
Overvalued / Undervalued	<i>Overvalued</i>	<i>Overvalued</i>	<i>Overvalued</i>	<i>Overvalued</i>

Sumber : Hasil olahan penulis

Dari data di atas, dapat disimpulkan harga pasar per lembar saham PT Indocement Tunggal Prakarsa per tanggal 31 Mei 2012 apabila dibandingkan dengan nilai intrinsik harga saham perusahaan yang diperoleh dengan perhitungan metode FCFE dan DDM baik dengan menggunakan kondisi I maupun kondisi II

berada dalam kondisi *overvalued*. Hal tersebut dapat dilihat dari harga pasar per lembar saham yang lebih tinggi bila dibandingkan dengan nilai intrinsik per lembar saham. Perbedaan hasil yang didapat antara kedua metode didasari dari perbedaan asumsi yang digunakan untuk masing-masing metode. Dalam metode FCFE, maka asumsi yang mempengaruhi perhitungan nilai intrinsik saham perusahaan adalah asumsi pertumbuhan laba neto perusahaan dan asumsi pertumbuhan ekonomi Indonesia. Untuk metode DDM, maka asumsi yang menyebabkan perbedaan nilai intrinsik tersebut adalah asumsi harga pelepasan saham dalam satu tahun kedepan.

5.2 Saran

Bagi Investor, hasil dari penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai salah satu acuan untuk mempertimbangkan investasinya pada saham PT. Indocement Tungal Prakarsa, selama kondisi makro ekonomi, industri semen dan kinerja perusahaan sesuai dengan asumsi kualitatif dan kuantitatif yang dipakai dalam tulisan ini.

Apabila harga saham perusahaan yang terbentuk di pasar berada di atas nilai intrinsik saham perusahaan, maka dapat dikatakan bahwa harga saham perusahaan di pasar berada dalam kondisi *overvalued* dan disarankan kepada investor untuk tidak membeli saham tersebut.

Namun sebaliknya apabila harga saham perusahaan yang terbentuk di pasar lebih rendah dari nilai intrinsik saham perusahaan, maka harga saham perusahaan di pasar dalam kondisi *undervalued* dan disarankan untuk membeli saham tersebut.

Bagi penelitian selanjutnya, hasil dari penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan pembanding dengan menggunakan metode penilaian saham yang lain.

DAFTAR REFERENSI

- Bodie, Z., Kane, A., and Marcus, A.J. (2009). *Investments* (8th ed). New York: Irwin McGraw-Hill.
- Brigham, F. Eugene dan Michael C. Ehrhardt. (2010) *Financial management: Theory and practice*. South Western. Ohio.
- Damodaran, A. (2002) *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. New York : John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2006) *Damodaran on valuation: Security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. New York : John Wiley & Sons, Inc.
- Eiteman, David K., Stonehill, Arthur I., and Moffet, Michael H. (2010) *Multinational business finance*. 12th ed. Pearson.
- McKinsey & Company, Inc., Copeland, T. , Koller, T., Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. 3rd ed. John Wiley & Sons, Inc. New York.
- Miles, David and Andrew Scott. (2005). *Macroeconomics: Understanding the wealth of nations*. John Willey & Sons. Western Sussex. England.
- Monks., R.A.G., Lajoux, A.R. (2011). *Corporate valuation for portfolio investment – analyzing assets, earnings, cash flow, stock price, governance, and special situations*. Canada: Bloomberg Press.
- Mullins, J., Walker, O., Boyd, H. (2010). *Marketing management: A strategic decision-making approach*. McGraw-Hill, New York.
- Porter, Michael E., (1980). *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. Macmillan Publishing Co., Inc., New York.
- Ross S. A., Westerfield R.W., and Jaffe J.F. (2009). *Corporate finance*. 8th ed. McGraw-Hill, New York.
- Saunders, Anthony and Arcia Millon Cornett. (2008). *Financial institutions management: A risk management approach*. McGraw-Hill International. New York.

Publikasi Elektronik

- Asosiasi Pengusaha Indonesia. (2010). Undang-undang Republik Indonesia no. 5 tahun 1999. 23 Maret 2012.
<http://apindo.or.id/index.php/regulations/38-undang-undang/149-undang-undang-republik-indonesia-no-5-tahun-1999>
- Badan Pusat Statistik. (2012). Berita Resmi Statistik-Pertumbuhan ekonomi Indonesia. 16 Maret 2012.
http://www.bps.go.id/brs_file/pdb_06feb12.pdf
- Badan Perencanaan Pembangunan Nasional. (2011). Bank dunia paparkan ekonomi Indonesia. 18 Januari 2012.
<http://bappenas.go.id/node/116/2979/bank-dunia-paparkan-ekonomi-indonesia-2011-2012/>
- Bank Indonesia. (2009). Outlook ekonomi Indonesia 2009 – 2014 : krisis finansial global dan dampaknya terhadap perekonomian Indonesia. 12 Maret 2012.
http://www.bi.go.id/web/id/Publikasi/Kebijakan+Moneter/Outlook+Ekonomi+Indonesia/oei_0109.htm
- Bank Indonesia. (2012). Data inflasi. 12 April 2012.
<http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/Inflasi/Data+Inflasi/>
- Bank Indonesia. (2012). Introduction to inflation. 12 April 2012.
<http://www.bi.go.id/web/en/Moneter/Inflasi/Pengenalan+Inflasi/disagregasi.htm>
- Bank Indonesia. (2012). Laporan perekonomian Indonesia 2011. 28 April 2012.
http://www.bi.go.id/web/id/Publikasi/Laporan+Tahunan/Laporan+Perekonomian+Indonesia/lpi_2011.htm
- Bosowa. (2012). Unit usaha semen. 16 Maret 2012.
<http://www.bosowa.co.id/content/view/26/34/lang,indonesia/>
- Departemen Keuangan. (2011). *Masterplan* percepatan dan perluasan pembangunan ekonomi Indonesia 2011 – 2025, 11 April 2012.
http://www.depkeu.go.id/ind/others/bakohumas/BakohumasKemenKo/MP3EI_revisi-complete_%2820mei11%29.pdf
- Cinditya, Anggita. (2012, Januari 3). Menelusuri krisis Eropa. 15 Maret 2012.
<http://ekonomi.kompasiana.com/moneter/2012/01/03/menelusuri-krisis-eropa/>

- Fajarwati, Mosi Retnani. (2012, Maret 7). Pemerintah revisi target inflasi 2012 jadi 7%. 15 April 2012.
<http://ekonomi.inilah.com/read/detail/1838196/pemerintah-revisi-target-inflasi-2012-jadi-7>
- FitchRatings. (2011, December 15). *Fitch upgrades Indonesia to 'BBB-'; Outlook stable*. 15 Maret 2012.
http://www.fitchratings.com/creditdesk/press_releases/detail.cfm?pr_id=736556
- Hermansyah. (2011, December 31). Bursa saham-IHSG terbaik kedua dia Asia-Pasifik. 12 Maret 2012.
<http://www.seputar-indonesia.com/ediscetak/content/view/456376/38/>
- Holcim Indonesia. (2012). *Annual reports 2011*. 15 Maret 2012.
http://www.holcim.co.id/fileadmin/templates/ID/doc/2011_Holcim_Annual_Report.pdf
- Kementerian Perindustrian Republik Indonesia. (2012). Konsumsi terus meningkat, industri semen tumbuh 16 %. 16 Maret 2012.
<http://www.kemenperin.go.id/artikel/3612/Konsumsi-Terus-Meningkat,-Industri-Semen-Tumbuh-16>
- Koestanto, Robertus Benny Dwi. (2012, Januari 25). IMF koreksi pertumbuhan ekonomi dunia. 15 April 2012.
<http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2012/01/25/08564540/IMF.Koreksi.Pertumbuhan.Ekonomi.Dunia>
- Moody's Investors Service. (2012, Januari 18). *Moody's upgrade Indonesia's sovereign rating to Baa3; outlook stable*. 15 Maret 2012.
http://www.moodys.com/research/Moodys-upgrades-Indonesias-sovereign-rating-to-Baa3-outlook-stable--PR_235456
- PT Indocement Tungal Prakarsa, Tbk. (2012). *2011 Annual Report*. 18 Januari 2012.
<http://www.indocement.co.id/userfiles/file/Annual%20Report/2011/INDOCEMENT%20Annual%20Report%202011-web.pdf>
- PT Indocement Tungal Prakarsa, Tbk. (2011). *2010 Annual Report*. 18 Januari 2012.
http://www.indocement.co.id/userfiles/file/Annual%20Report/2010/AR%20Indocement%202010_web%281%29.pdf
- PT Indocement Tungal Prakarsa, Tbk. (2010). *2009 Annual Report*. 18 Januari 2012.
<http://www.indocement.co.id/en/upload/others/annual-30.pdf>

- PT Indocement Tungal Prakarsa, Tbk. (2009). *2008 Annual report*. 18 Januari 2012.
<http://www.indocement.co.id/en/upload/others/annual-29.pdf>
- PT Indocement Tungal Prakarsa, Tbk. (2008). *2007 Annual Report*. 18 Januari 2012.
<http://www.indocement.co.id/en/upload/others/annual-23.pdf>
- PT Indocement Tungal Prakarsa, Tbk. (2007). *2006 Annual Report*. 18 Januari 2012.
<http://www.indocement.co.id/en/upload/others/annual-21.pdf>
- PT Indocement Tungal Prakarsa, Tbk. (2012). *Public expose Report*. 12 April 2012.
http://www.indocement.co.id/asp/uplfile/Indocement_Press_Release_Performance_2011_ENG_Final_%2826Mar2012%29.pdf
- PT Semen Gresik (Persero) Tbk. (2012). *SMGR corp presentation*. 15 Maret 2012.
http://www.semengresik.com/ina/file.axd?file=05.%20SMGR%20CORP%20PRESENTATION_6%20Oct%202011_Public%20Expose.pdf
- PT Semen Gresik (Persero) Tbk. (2012). *Annual report 2011*. 15 Maret 2012.
<http://www.semengresik.com/ina/file.axd?file=SMGR2011-part1.pdf>
- PT Semen Padang. (2012). *Sejarah perusahaan*. 15 Maret 2012.
<http://www.semenpadang.co.id/?mod=profil&kat=&id=1>
- PT Semen Tonasa. (2012). *Sejarah perusahaan*. 15 Maret 2012.
<http://www.sementonasa.co.id/?page=7>
- Suprpto, Hadi dan Sukirno. (2011, December 30). *Peringkat 2, bursa RI kalah dari Filipina*. 12 Maret 2012.
<http://bisnis.vivanews.com/news/read/276072-no-2--bursa-indonesia--kalah-dari-filipina>

Lampiran I : Historikal data keuangan Indocement

**INDOCEMENT
HISTORICAL FINANCIAL DATA**

dalam jutaan rupiah

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Income	592.802,02	980.103,09	1.745.500,94	2.746.654,07	3.224.941,88	3.601.516,00
Depreciation	564.421,83	598.747,87	598.747,87	569.488,77	621.438,00	664.308,00
Amortization	-	-	-	-	-	-
Capital Expenditures	394.342,15	464.344,66	618.239,86	699.979,15	567.557,95	604.328,00
Net Debt	(532.363,74)	(1.111.985,68)	(792.937,03)	(527.485,93)	(55.908,00)	(291.225,00)
Change in Non-Cash Working Capital	-	275.674,80	(424.560,57)	201.134,57	513.846,70	521.177,37
FCFE	230.517,95	(273.154,19)	1.357.632,49	1.887.543,20	2.709.067,24	2.849.093,63
Equity Reinvested	362.284,06	1.253.257,27	387.868,44	859.110,87	515.874,65	752.422,37
Reinvestment Rate (RR)	0,00%	61,11%	127,87%	22,22%	31,28%	16,00%
Average RR	51,70%					
EBIT	301.027,93	1.618.841,69	2.456.420,70	3.836.110,39	4.264.559,64	4.732.004,00
Effective Tax Rate	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
BV OF Debt	2.279.910,99	1.607.171,55	1.001.246,27	341.935,44	369.686,75	176.345,00
BV OF Equity	6.032.762,33	6.893.500,40	8.500.193,56	10.680.725,40	13.077.390,16	15.733.951,00
ROC	2,72%	14,28%	19,39%	26,10%	23,79%	22,31%
ROE	9,83%	14,22%	20,53%	25,72%	24,66%	22,89%
% ROE to RR	0,00%	8,69%	26,26%	5,71%	7,71%	3,66%
Average % ROE to RR	10,41%					
Equity Change	-	860.738,06	1.606.693,16	2.180.531,84	2.396.664,75	2.656.560,84
% Equity Change to Net Income	0,00%	87,82%	92,05%	79,39%	74,32%	73,76%
Interest Expense	301.027,93	206.271,92	123.633,78	39.783,52	16.083,82	23.848,00
Book Interest Rate	0,13	0,13	0,12	0,12	0,04	0,14
Book D/E	0,38	0,23	0,12	0,03	0,03	0,01
ROE	-	15,37%	20,58%	26,66%	24,37%	22,44%
Growth (RRxROE)	-	9,39%	26,32%	5,92%	7,62%	3,59%
	100,00%	109,39%	126,32%	105,92%	107,62%	103,59%
Average Growth (RRxROE)	10,29%					
Average D/E	0,13					
Revenue	6.325.329,03	7.323.643,81	9.780.498,33	10.576.456,34	11.137.805,27	13.887.892,00
Revenue Change	-	998.314,78	2.456.854,52	795.958,02	561.348,92	2.750.086,73
Revenue Growth	0,00%	15,78%	33,55%	8,14%	5,31%	24,69%
	100,00%	115,78%	133,55%	108,14%	105,31%	124,69%
Average Revenue Growth	17,03%					
NCWC	886.136,13	1.161.810,93	737.250,36	938.384,93	1.452.231,63	8.837.976,00
NCWC as % of Revenue	14,01%	15,86%	7,54%	8,87%	13,04%	63,64%
ΔNCWC as % Δrevenue	#DIV/0!	0,27614016	-0,172806559	0,252694944	0,915378442	0,189513068
Average ΔNCWC as % Δrevenue	29,62%					
Debt Ratio	27,43%	18,91%	10,54%	3,10%	2,75%	1,11%
Average Debt Ratio	10,64%					

Lampiran II : Historikal data keuangan Indocement (lanjutan)

INDOCEMENT
HISTORICAL FINANCIAL DATA

dalam jutaan rupiah

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT	301.027,93	1.618.841,69	2.456.420,70	3.836.110,39	4.264.559,64	4.732.004,00
Tax Rate	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
EBIT (1-t)	225.770,95	1.214.131,27	1.842.315,52	2.877.082,79	3.198.419,73	3.549.003,00
Net Capex	(170.079,68)	(134.403,21)	19.491,99	130.490,38	(53.880,05)	(59.980,00)
% Capex	-75,33%	-11,07%	1,06%	4,54%	-1,68%	-1,69%
Average % Capex	-1,77%					
Cash	43.386,26	307.758,76	790.140,95	2.623.472,83	4.684.869,69	6.864.567,00
Equity Reinvested EBIT	(170.079,68)	141.271,60	(405.068,58)	331.624,95	459.966,65	461.197,37
RR EBIT	-0,753328451	0,116356114	-0,219869278	0,115264304	0,143810595	0,129951249
ROC EBIT	0,027302348	0,148192864	0,211485744	0,342542968	0,365024434	0,392340186
Growth EBIT	-0,020567635	0,017243146	-0,046499218	0,039482977	0,052494381	0,050985097
	0,979432365	1,017243146	0,953500782	1,039482977	1,052494381	1,050985097
Average Growth EBIT	2,21%					
% Net Debt	3,130084352	-7,871261481	1,957537709	-1,590609914	-0,121547944	-0,631454161
Average % Net Debt	-1,651467158					
Net Income Growth	0	1,653339662	1,780936067	1,573562073	1,174134711	1,116769272
Average Net Income Growth	1,459748357					

Lampiran III : Perhitungan penunjang

WORKING CAPITAL

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Current Assets	1.741.702,40	2.248.589,50	3.471.276,00	5.341.089,15	7.484.807,06	10.314.573,00
Current Liabilities	812.180,01	779.019,81	1.943.884,69	1.779.231,39	1.347.705,75	1.476.597,00
Cash	43.386,26	307.758,76	790.140,95	2.623.472,83	4.684.869,69	6.864.567,00
Non cash	886.136,13	1.161.810,93	737.250,36	938.384,93	1.452.231,63	1.973.409,00
Delta Working Capital	-	275.674,80	(424.560,57)	201.134,57	513.846,70	521.177,37
Net Working Capital	929.522,40	1.469.569,69	1.527.391,31	3.561.857,76	6.137.101,32	8.837.976,00

NET DEBT

Proceeds from Short Term Loan	352.164,80	90.720,00	228.825,00	-	-	-
Payments of Short Term and Long Term Loans	(872.572,01)	(1.030.135,72)	(937.575,00)	(467.900,00)	-	(220.575,00)
Payment Obligations Under Capital Lease	(11.956,54)	(172.569,95)	(84.187,03)	(59.585,93)	(55.908,00)	(70.650,00)
Payments of Interest Expense	-	-	-	-	-	-
Net Debt	(532.363,74)	(1.111.985,68)	(792.937,03)	(527.485,93)	(55.908,00)	(291.225,00)

BOOK VALUE OF DEBT

Short Term Loan	45.100,00	-	273.750,00	235.000,00	224.775,00	-
Current Maturities of Obligations Under Finance Lease	2.993,55	67.121,48	80.483,21	68.875,94	32.393,66	44.980,00
Current Maturities of Long-Term Debt	252.930,77	-	547.500,00	-	-	-
Loans from Banks	1.972.974,16	1.412.850,00	-	-	-	-
Obligations Under Finance Lease	5.912,50	127.200,07	99.513,06	38.059,50	112.518,08	131.365,00
Book Value of Debt	2.279.910,99	1.607.171,55	1.001.246,27	341.935,44	369.686,75	176.345,00

EBIT

Income Before Corporate Income Tax	862.197,11	1.412.569,77	2.332.786,92	3.796.326,87	4.248.475,83	4.708.156,00
Interest Expense	301.027,93	206.271,92	123.633,78	39.783,52	16.083,82	23.848,00
Ebit	1.163.225,04	1.618.841,69	2.456.420,70	3.836.110,39	4.264.559,64	4.732.004,00

Lampiran IV : Perhitungan penunjang (lanjutan)

Debt to Equity Ratio

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Debt	2.279.910,99	1.607.171,55	1.001.246,27	341.935,44	369.686,75	176.345,00
Equity	6.032.762,33	6.893.500,40	8.500.193,56	10.680.725,40	13.077.390,16	15.733.951,00
Debt to Equity Ratio	37,79%	23,31%	11,78%	3,20%	2,83%	1,12%
Average Debt to Equity Ratio	13,34%					
Liabilities	-	-	-	-	-	-
Longterm Liabilities	2.753.337,99	2.343.950,61	821.091,68	793.090,06	897.841,88	940.783,00
Current Liabilities	812.180,01	779.019,81	1.943.884,69	1.779.231,39	1.347.705,75	1.476.597,00
Hak Minorities	-	21.455,70	21.536,93	23.468,78	23.207,89	-
Total Liabilities + Equity	9.598.280,33	10.037.926,51	11.286.706,86	13.276.515,63	15.346.145,68	18.151.331,00
Debt Portion	23,75%	16,01%	8,87%	2,58%	2,41%	0,97%
Average Debt Portion	9,10%					

Cost of Equity

CORPORATE TAX	25,00%
Inflation IDR	6,47%
Inflation USD	1,21%
Cost of Debt	
Indonesia Government	0,50%
Cost of Equity	
Risk Free (T-Bills 30 years)	3,13%
UL Beta (Emerging Countries)	29,95%
Risk Premium Indonesia	9,60%
D/E Ratio Indocement	13,34%
Levered Beta	32,94%
ke in USD	7,52%
ke in Rupiah	13,11%

Economic Growth 2011

Indonesia Economic Growth	6,30%
Indonesia Inflation	4,50%
Economic Growth - Nominal	11,08%

Lampiran V : Proyeksi dengan metode FCFE kondisi I

INTP – Kondisi I

Assumptions

Net Income Growth Rate 11,03%

Economic Growth Rate 9,98%

dalam jutaan rupiah

	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015	P 2016	P 2017
Net Income	3.998.626,25	4.439.522,65	4.929.033,16	5.472.518,06	6.075.928,67	6.745.872,53
Depresiasi	-	-	-	-	-	-
Amortisasi	-	-	-	-	-	-
Capital Expenditures	-	-	-	-	-	-
Net Debt	-	-	-	-	-	-
Change in Non-Cash Working Capital	-	-	-	-	-	-
Total Equity Reinvested	1.861.837,37	2.067.127,22	2.295.052,74	2.548.109,77	2.829.069,37	3.141.008,13

Average Equity Reinvestment rate 51,70%

	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015	P 2016	P 2017
Revenue	16.253.502,87	19.022.062,93	22.262.209,02	26.054.269,31	30.492.254,77	35.686.189,85
Revenue Change	2.365.610,87	2.768.560,06	3.240.146,09	3.792.060,29	4.437.985,46	5.193.935,08
Non-Cash Working Capital	4.814.205,86	5.634.239,43	6.593.954,42	7.717.143,61	9.031.652,60	10.570.070,06
Changes in NCWC	700.682,05	820.033,57	959.714,98	1.123.189,20	1.314.508,99	1.538.417,46
	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015	P 2016	P 2017
EBIT (1-t)	3.627.289,98	3.707.303,89	3.789.082,81	3.872.665,69	3.958.092,30	4.045.403,33
Capital Expenditure	(64.210,41)	(65.626,82)	(67.074,47)	(68.554,06)	(70.066,29)	(71.611,87)
	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015	P 2016	P 2017
Net Income	3.998.626,25	4.439.522,65	4.929.033,16	5.472.518,06	6.075.928,67	-
Capital Expenditure	(64.210,41)	(65.626,82)	(67.074,47)	(68.554,06)	(70.066,29)	(71.611,87)
Changes in NCWC	700.682,05	820.033,57	959.714,98	1.123.189,20	1.314.508,99	1.538.417,46
Capital Expenditure (1-d)	(57.379,40)	(58.645,13)	(59.938,77)	(61.260,95)	(62.612,30)	-
change NCWC (1-d)	626.140,16	732.794,50	857.615,94	1.003.698,99	1.174.665,27	-
FCFE	3.429.865,49	3.765.373,27	4.131.355,99	4.530.080,02	4.963.875,70	158.851.647,42

NPV 2012 Rp87.586.745,00

Discount Rate 13,70%

Jumlah saham 8.000.000.000,00

Harga per lembar saham Rp10.948,34

Lampiran VI : Proyeksi dengan metode FCFE kondisi II

INTP – kondisi II

Assumptions

Net Income Growth Rate	12,25%
Economic Growth Rate	11,08%

dalam jutaan rupiah

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Net Income	4.042.749,61	4.538.040,20	5.094.010,47	5.718.094,50	6.418.637,12	7.205.005,52
Depresiasi	-	-	-	-	-	-
Amortisasi	-	-	-	-	-	-
Capital Expenditures	-	-	-	-	-	-
Net Debt	-	-	-	-	-	-
Change in Non-Cash Working Capital	-	-	-	-	-	-
Total Equity Reinvested	1.861.837,37	2.089.937,21	2.345.982,31	2.633.396,34	2.956.022,41	3.318.174,47

Average Equity Reinvestment rate 51,70%

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Revenue	16.253.502,87	19.022.062,93	22.262.209,02	26.054.269,31	30.492.254,77	35.686.189,85
Revenue Change	2.365.610,87	2.768.560,06	3.240.146,09	3.792.060,29	4.437.985,46	5.193.935,08
Non-Cash Working Capital	4.814.205,86	5.634.239,43	6.593.954,42	7.717.143,61	9.031.652,60	10.570.070,06
Changes in NCWC	700.682,05	820.033,57	959.714,98	1.123.189,20	1.314.508,99	1.538.417,46
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT (1-t)	3.627.289,98	3.707.303,89	3.789.082,81	3.872.665,69	3.958.092,30	4.045.403,33
Capital Expenditure	(64.210,41)	(65.626,82)	(67.074,47)	(68.554,06)	(70.066,29)	(71.611,87)
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Net Income	4.042.749,61	4.538.040,20	5.094.010,47	5.718.094,50	6.418.637,12	-
Capital Expenditure	(64.210,41)	(65.626,82)	(67.074,47)	(68.554,06)	(70.066,29)	(71.611,87)
Changes in NCWC	700.682,05	820.033,57	959.714,98	1.123.189,20	1.314.508,99	1.538.417,46
Capital Expenditure (1-d)	(57.379,40)	(58.645,13)	(59.938,77)	(61.260,95)	(62.612,30)	-
change NCWC (1-d)	626.140,16	732.794,50	857.615,94	1.003.698,99	1.174.665,27	-
FCFE	3.473.988,85	3.863.890,82	4.296.333,30	4.775.656,46	5.306.584,15	263.158.152,68

NPV 2012 - 2016	136.419.217,67
Discount Rate	13,70%
Jumlah saham	8.000.000.000,00
Harga per lembar saham	Rp17.052,40

Lampiran VII : Perhitungan nilai intrinsik dengan menggunakan metode DDM
kondisi I

PT INDOCEMENT TUNGGAL PRAKARSA, Tbk

KINERJA KEUANGAN INTP (Dlm Jutaan)	31-Des	2011	2010	2009	2008	2007	2006
a. NERACA (dalam jutaan Rupiah)							
Jumlah Kas		6.864.567	4.684.870	2.623.473	790.141	307.759	43.386
Jumlah Aktiva Lancar		10.314.573	7.484.807	5.341.089	3.471.276	2.248.589	1.741.702
Jumlah Aktiva Tidak Lancar		7.836.758	7.861.339	7.935.426	7.815.431	7.789.337	7.856.578
Jumlah Aktiva		18.151.331	15.346.146	13.276.515	11.286.707	10.037.926	9.598.280
Jumlah Ekuitas		15.733.951	15.346.146	10.704.194	8.521.731	6.914.956	6.032.762
b. LABA RUGI (dalam jutaan Rupiah),							
Penjualan bersih		13.887.892	11.137.805	10.576.456	9.780.498	7.323.644	6.325.329
Beban Usaha		7.473.669	5.597.043	5.468.018	5.755.935	4.561.396	4.177.533
Laba Kotor		6.414.223	5.540.762	5.108.438	4.024.563	2.762.248	2.147.796
Laba Usaha		4.418.023	4.061.213	3.693.305	2.459.869	1.593.416	1.067.676
Laba Sebelum Pajak		4.708.156	4.248.476	3.796.327	2.332.787	1.412.570	862.197
Laba Bersih Tahun Berjalan		3.601.516	3.224.681	2.746.654	1.745.501	980.103	592.802
Laba Bersih per Saham (dalam satuan Rupiah)		977	876	746	474	266	161,03
Dividen		968.163,00	828.277	552.185	147.249	110.437	184.062
Dividen tunai per saham (dalam satuan Rupiah)		263,00	225	150	40	30	50
c. RATIO PERTUMBUHAN							
Kas & setara Kas		46,53%	78,58%	232,03%	156,74%	609,35%	
Aktiva		18,28%	15,59%	17,63%	12,44%	4,58%	
Ekuitas		2,53%	43,37%	25,61%	23,24%	14,62%	
Penjualan bersih		24,69%	5,31%	8,14%	33,55%	15,78%	
Beban Usaha		33,53%	2,36%	-5,00%	26,19%	9,19%	
Laba Usaha		8,79%	11,91%	62,74%	65,14%	63,83%	
Laba Bersih		11,69%	17,40%	57,36%	78,09%	65,33%	
e. RATIO KEUANGAN							
Laba Bersih terhadap Jumlah Pendapatan		25,93%	28,95%	25,97%	17,85%	13,38%	
Laba Bersih terhadap Jumlah Ekuitas ("ROE")		22,89%	21,01%	25,66%	20,48%	14,17%	
Laba Bersih terhadap Jumlah Aktiva ("ROA")		19,84%	21,01%	20,69%	15,47%	9,76%	

g. Dividend Payout Ratio ("DPR")		26,92%	25,68%	20,10%	8,44%	11,27%
h. Sustainable Growth Rate ("SGR")	16,84%	16,73%	15,62%	20,50%	18,76%	12,58%
i. required rate of return "k"	13,70%					

j. Karena berdasarkan past performance 5 th terakhir, SGRnya cukup fluktuatif, maka rumus Dividend Discount Model adalah sbb :

$$V_0 = D_0/(1+k)^1 + D_2/(1+k)^2 + \dots + (D_h+P_h)/(1+k)^h$$

k. Asumsi harga pelepasan saham 1 tahun depan –
Kondisi I

15.416 Kondisi I

m. Nilai Intrinsik saham "Vo" (1 tahun kedepan) 13.829

n. Closing price saham 31 Desember 2011 17.050

Lampiran VIII : Perhitungan nilai intrinsik dengan menggunakan metode DDM
kondisi II

PT INDOCEMENT TUNGGAL PRAKARSA, Tbk

KINERJA KEUANGAN INTP (Dim Jutaan)	31-Des	2011	2010	2009	2008	2007	2006
a. NERACA (dalam jutaan Rupiah)							
Jumlah Kas		6.864.567	4.684.870	2.623.473	790.141	307.759	43.386
Jumlah Aktiva Lancar		10.314.573	7.484.807	5.341.089	3.471.276	2.248.589	1.741.702
Jumlah Aktiva Tidak Lancar		7.836.758	7.861.339	7.935.426	7.815.431	7.789.337	7.856.578
Jumlah Aktiva		18.151.331	15.346.146	13.276.515	11.286.707	10.037.926	9.598.280
Jumlah Ekuitas		15.733.951	15.346.146	10.704.194	8.521.731	6.914.956	6.032.762
b. LABA RUGI (dalam jutaan Rupiah),							
Penjualan bersih		13.887.892	11.137.805	10.576.456	9.780.498	7.323.644	6.325.329
Beban Usaha		7.473.669	5.597.043	5.468.018	5.755.935	4.561.396	4.177.533
Laba Kotor		6.414.223	5.540.762	5.108.438	4.024.563	2.762.248	2.147.796
Laba Usaha		4.418.023	4.061.213	3.693.305	2.459.869	1.593.416	1.067.676
Laba Sebelum Pajak		4.708.156	4.248.476	3.796.327	2.332.787	1.412.570	862.197
Laba Bersih Tahun Berjalan		3.601.516	3.224.681	2.746.654	1.745.501	980.103	592.802
Laba Bersih per Saham (dalam satuan Rupiah)		977	876	746	474	266	161.03
Dividen		968.163,00	828.277	552.185	147.249	110.437	184.062
Dividen tunai per saham (dalam satuan Rupiah)		263,00	225	150	40	30	50
c. RATIO PERTUMBUHAN							
Kas & setara Kas		46,53%	78,58%	232,03%	156,74%	609,35%	
Aktiva		18,28%	15,59%	17,63%	12,44%	4,58%	
Ekuitas		2,53%	43,37%	25,61%	23,24%	14,62%	
Penjualan bersih		24,69%	5,31%	8,14%	33,55%	15,78%	
Beban Usaha		33,53%	2,36%	-5,00%	26,19%	9,19%	
Laba Usaha		8,79%	11,91%	62,74%	65,14%	63,83%	
Laba Bersih		11,69%	17,40%	57,36%	78,09%	65,33%	
e. RATIO KEUANGAN							
Laba Bersih terhadap Jumlah Pendapatan		25,93%	28,95%	25,97%	17,85%	13,38%	
Laba Bersih terhadap Jumlah Ekuitas ("ROE")		22,89%	21,01%	25,66%	20,48%	14,17%	
Laba Bersih terhadap Jumlah Aktiva ("ROA")		19,84%	21,01%	20,69%	15,47%	9,76%	

g. Dividend Payout Ratio ("DPR")		26,92%	25,68%	20,10%	8,44%	11,27%
h. Sustainable Growth Rate ("SGR")	16,84%	16,73%	15,62%	20,50%	18,76%	12,58%
i. required rate of return "k"	13,70%					

j. Karena berdasarkan past performance 5 th terakhir, SGRnya cukup fluktuatif, maka rumus Dividend Discount Model adalah sbb :

$$V_0 = D_0/(1+k) + D_1/(1+k)^2 + \dots + (D_h + P_h)/(1+k)^h$$

k. Asumsi harga pelepasan saham 1 tahun depan **17.128,90**

l. Nilai Intrinsik saham "Vo" (1 tahun kedepan) 15.335

m. Closing price saham 31 Desember 2011 **17.050**