



UNIVERSITAS INDONESIA

VALUASI SAHAM PT BAYAN RESOURCES Tbk.

TESIS

**DENNY FAJAR
1006793233**

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



UNIVERSITAS INDONESIA

VALUASI SAHAM PT BAYAN RESOURCES Tbk.

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Management

DENNY FAJAR

1006793233

**FAKULTAS EKONOMI
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
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 : Denny Fajar

NPM : 1006793233

Tanda Tangan :



Tanggal : 25 Juni 2012

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh:

Nama : Denny Fajar
NPM : 1006793233
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Tesis : VALUASI SAHAM PT BAYAN RESOURCES Tbk.

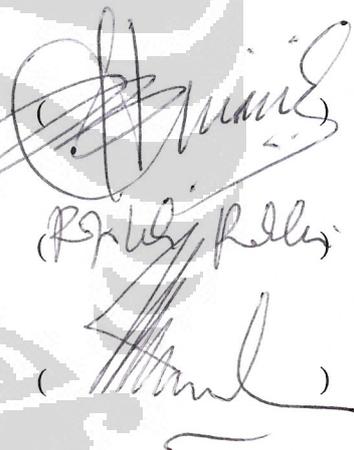
Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Prof. Dr. Adler Haymans Manurung

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

Penguji : Dr. Muh. Muslich



Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 25 Juni 2012

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

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

Nama : Denny Fajar
NPM : 1006793233
Program Studi : Magister Manajemen
Departemen : Ekonomi
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Tesis

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

VALUASI SAHAM PT BAYAN RESOURCES Tbk.

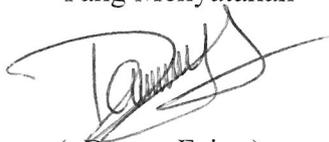
Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan hak bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (database), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada Tanggal : 25 Juni 2012

Yang Menyatakan


(Denny Fajar)

KATA PENGANTAR/UCAPAN TERIMAKASIH

Puji syukur kepada Tuhan Yesus Kristus atas berkat yang dilimpahkan sehingga tesis yang berjudul **Valuasi Saham PT Bayan Resources Tbk** dalam rangka pemenuhan syarat untuk dapat menyelesaikan program studi S2 untuk memperoleh gelar Magister Management pada program studi Magister Management, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, dapat diselesaikan tepat pada waktunya.

Pada kesempatan ini penulis secara tulus mengucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu, membimbing serta dukungan dari berbagai pihak, seperti:

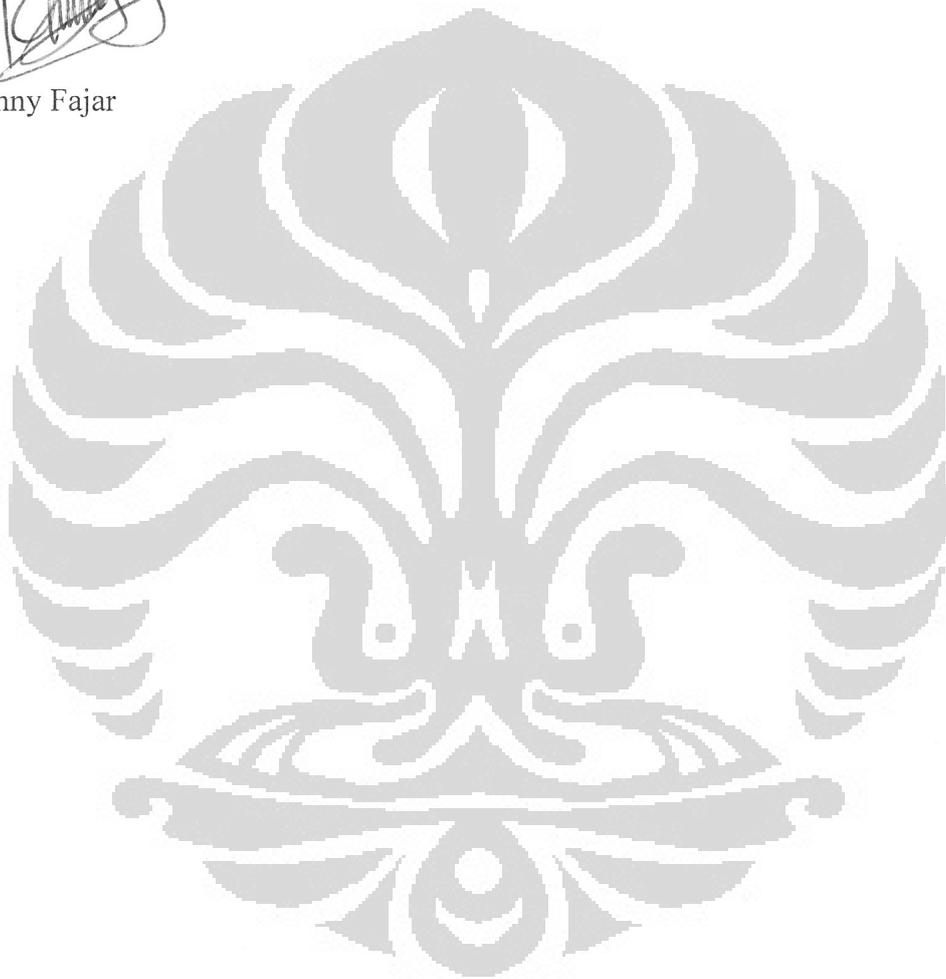
1. Bapak Prof. Rhenald Kasali, PhD., selaku ketua program Magister Management Universitas Indonesia.
2. Bapak Prof. Dr. Adler Haymans Manurung, S.E., M.E., M. Com., S.H., ChFC, RFC, selaku pembimbing yang telah meluangkan waktu untuk mengarahkan dan dan petunjuk sehingga tesis ini dapat diselesaikan dengan baik.
3. Priscilla dan Nicole Cecilia, *my beloved wife and daughter*, untuk pengorbanan waktu dan kesabarannya disaat penulis tidak dapat mendampingi kalian.
4. Mahdi Manfaluthi untuk mentoring nya dan Komalasari Nursalim untuk menjadi atasan yang pengertian.
5. Kelas F101, KS 101 dan semua angkatan 2010 malam, seluruh staff pengajar, administrasi pendidikan dan perpustakaan dan semua pihak yang mendukung kegiatan belajar mengajar di lingkungan Magister Manajemen Universitas Indonesia kampus Salemba.

Penulis sadar bahwa tulisan ini masih jauh dari sempurna, namun tetap berharap bahwa tulisan ini dapat berguna bagi pembaca.

Jakarta, 25 Juni 2012



Denny Fajar



ABSTRAK

Nama : Denny Fajar
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Valuasi Saham PT Bayan Resources Tbk.

Pada tahun 2008 PT Bayan Resources Tbk mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia dengan kode BYAN pada harga Rp 5.800/lembar, perusahaan yang menduduki peringkat ke 8 di Indonesia dalam kategori produksi tersebut juga melakukan aliansi strategis yaitu dengan masuknya pembeli mayoritas produk perusahaan sebagai pemegang saham dan pada tahun 2010 perusahaan melakukan *back door listing* di bursa Australia dengan melakukan akuisisi Kangaroo Resources. Namun *Volume* transaksi saham perusahaan sangat minim diperdagangkan dengan kenaikan harga yang sangat tinggi, harga penutupan saham pada tanggal 30 Desember 2011 adalah sebesar Rp18.000. Tesis ini mencoba melihat kewajaran harga saham perusahaan melalui model *free cash flow to the firm* kemudian membandingkannya dengan model *enterprise value to reserves* dan *price to earning ratio*, hasil perhitungan yang dilakukan dengan menggunakan ketiga model tersebut menunjukkan bahwa nilai wajar harga saham perusahaan adalah sebesar Rp 7.450.

Kata Kunci:

Discounted Cash Flow, Free Cash Flow to the Firm, Valuasi Saham, Investasi

ABSTRACT

Name : Denny Fajar
Study Program : Magister Management
Title : Share Valuation of PT Bayan Resources Tbk.

In 2008, PT Bayan Resources Tbk listed its shares in Bursa Efek Indonesia with code BYAN at Rp 5,800/share, the Company ranked eighth in production category in Indonesia is also made strategic alliances with its majority buyer to part of shareholders and in 2010 the Company made a back door listing on Australian stock exchange through the acquisition of Kangaroo Resources. However the transaction volume is very low with significant price increase, the closing price on December 30, 2011 was Rp 18,000 per share. This thesis tries to see the reasonableness of the company's stock price through free cash flow to the firm model and then compare it with enterprise value to reserves and the price to earnings ratio models, the results of calculations performed using those three models indicate that the fair value of the company's stock price is Rp 7,450.

Key Word:

Discounted Cash Flow, Free Cash Flow to the Firm, Share Valuation, Investment.

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI	iv
KATA PENGANTAR	v
ABSTRAK	vii
<i>ABSTRACT</i>	viii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR PERSAMAAN	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Identifikasi Masalah	5
1.3 Tujuan Penelitian	6
1.4 Manfaat Penelitian	7
1.5 Ruang Lingkup Penulisan	7
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	9
2.1 Pendahuluan	9
2.2 Perkembangan Penelitian Teori Valuasi	10
2.2.1 Penelitian Pennman dan Sougiannis (1995)	11
2.2.2 Penelitian Fernández (2002)	12
2.2.3 Penelitian Tham dan Wonder (2002)	15
2.3 Studi yang dilakukan Baurens (2010) mengenai penilaian perusahaan <i>metal & mining</i>	16
2.3.1 <i>Discounted Cash Flow</i> (DCF)	17
2.3.2 <i>Multiples</i>	18
BAB 3 PROFIL PERUSAHAAN	20
3.1 Sejarah Singkat Perusahaan	20
3.2 Visi dan Misi Perusahaan	21
3.3 Struktur Organisasi, Struktur Perusahaan dan Kepemilikan	21
3.3.1 Komisaris dan Direksi	22
3.3.2 Pemegang Saham	23
3.3.3 Anak Perusahaan	24
3.4 Strategi Bisnis	24
3.5 Kegiatan Usaha	25
3.6 Keunggulan dan Daya Saing Perusahaan	27

3.7 Pelanggan dan Pasar	28
3.8 Kerangka Pemikiran	30
BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN	33
4.1 <i>Mine Life Cycle</i> – Bayan Resources Tbk	33
4.2 Proyeksi Laporan Keuangan Konsolidasian	35
4.2.1 Proyeksi laporan Laba Rugi Komprehensif Konsolidasian (<i>Consolidated Statement of Comprehensive Income</i>)	36
4.2.2 Proyeksi Laporan Posisi Keuangan Konsolidasian (<i>Consolidated Statement of Financial Position</i>)	37
4.3 Pembuatan Proyeksi Laporan Keuangan	41
4.3.1 Asumsi Proyeksi Pendapatan	42
4.3.2 Proyeksi Biaya	46
4.4 Tingkat Diskonto	47
4.4.1 <i>Cost of Debt</i>	47
4.4.2 <i>Cost of Equity</i>	48
4.4.3 <i>Weighted Average Cost of Capital</i>	50
4.5 Perhitungan Nilai Saham dengan pendekatan FCFE	51
4.6 Pembandingan	54
4.6.1 <i>Enterprise Value (EV) to Reserves</i>	54
4.6.2 <i>Price to Earning Ratio</i>	57
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN	60
5.1 Kesimpulan	60
5.2 Saran	61
DAFTAR PUSTAKA	63
LAMPIRAN	68

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 3.1 Susunan Pemegang Saham	23
Tabel 4.1 Proyeksi Produksi dan Penjualan dalam <i>Metric Ton</i>	43
Tabel 4.2 Proyeksi Harga Jual Batubara Per <i>Metric Ton</i> (Dalam USD)	44
Tabel 4.3 Proyeksi Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD	45
Tabel 4.4 Perhitungan <i>Cost of Debt</i>	47
Tabel 4.5 Perhitungan <i>Beta</i>	49
Tabel 4.6 Perhitungan <i>Cost of Equity</i>	49
Tabel 4.7 Perhitungan <i>Weighted Average Cost of Capital</i>	51
Tabel 4.8 Perhitungan <i>EBITDA</i>	52
Tabel 4.9 Perhitungan <i>FCFF</i>	53
Tabel 4.10 Proyeksi Perhitungan <i>Enterprise Value to Reserves</i>	55
Tabel 4.11 Perbandingan <i>EV to Reserves</i>	56
Tabel 4.12 Perbandingan <i>PER</i>	58

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1.1 Persentase <i>return</i> Indeks saham Asia Pasifik	1
Gambar 1.2 Persentase <i>return</i> sub-sektor IHSG	2
Gambar 1.3 Persentase <i>return</i> sembilan perusahaan dari sub-sektor pertambangan	3
Gambar 1.4 <i>History</i> Harga Saham PT Bayan Resources Tbk	5
Gambar 2.1 Siklus Hidup Pertambangan	16
Gambar 2.2 Siklus Hidup Saham Pertambangan	17
Gambar 3.1 Struktur Organisasi	22
Gambar 3.2 Struktur Korporasi	24
Gambar 3.3 <i>Major Customer</i>	29
Gambar 3.4 <i>Geographic Distribution</i>	30
Gambar 3.5 <i>Flowchart</i> Kerangka Pemikiran	32
Gambar 4.1 <i>Persediaan, reserves</i> dan <i>resources</i>	34
Gambar 4.2 Kurs Penutupan BI dan Kurs Rata-rata 2007 - 2011	44

DAFTAR PERSAMAAN

	Halaman
Persamaan 2.1 Preposisi I	10
Persamaan 2.2 Preposisi I dengan pajak	10
Persamaan 2.3 Preposisi II	11
Persamaan 2.4 Preposisi II dengan pajak	11
Persamaan 2.5 <i>Market value Added</i>	12
Persamaan 2.6 <i>Economic Profit</i>	12
Persamaan 2.7 <i>Economic Profit</i> yang didiskontokan pada <i>Cost of Equity</i>	13
Persamaan 2.8 <i>Economic Value Added</i>	13
Persamaan 2.9 <i>Economic Value Added</i> yang didiskontokan pada WACC	13
Persamaan 2.10 <i>Cash Value Added</i>	13
Persamaan 2.11 <i>Cash Value Added</i> yang didiskontokan pada WACC	13
Persamaan 2.12 <i>Weighted Average Cost of Capital</i>	15
Persamaan 2.13 <i>Cost of Debt</i>	18
Persamaan 2.14 <i>Cost of Equity</i>	18
Persamaan 2.15 <i>Weighted Average Cost of Capital</i>	18
Persamaan 2.16 <i>Price to Earning ratio</i>	18
Persamaan 2.17 <i>Enterprise Value to EBITDA</i>	19
Persamaan 4.1 <i>Receivable Turnover</i>	37
Persamaan 4.2 <i>Inventory Turnover</i>	38
Persamaan 4.3 <i>Payable turnover</i>	40
Persamaan 4.4 <i>Cost of Equity</i>	48
Persamaan 4.5 <i>Beta Equity</i>	49
Persamaan 4.6 <i>Weighted Average Cost of Capital</i>	50
Persamaan 4.7 <i>Terminal Value Year 2016</i>	52
Persamaan 4.8 <i>Enterprise Value to Reserves</i>	54

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1. Indeks harga Saham Akhir Tahun di Beberapa Bursa Utama di Asia Pasifik	68
Lampiran 2. IDX: Indeks Penutupan Berdasarkan Sektor Industri	69
Lampiran 3. IDX: Mining Industri	70
Lampiran 4. Laporan Laba Rugi Komprehensif 2007 – 2011	71
Lampiran 5. Laporan Perubahan Posisi Keuangan 2007 – 2011	72
Lampiran 6. Proyeksi Laba Rugi Komprehensif 2012 – 2016	74
Lampiran 7. Proyeksi Perubahan Posisi Keuangan 2012 - 2016	75

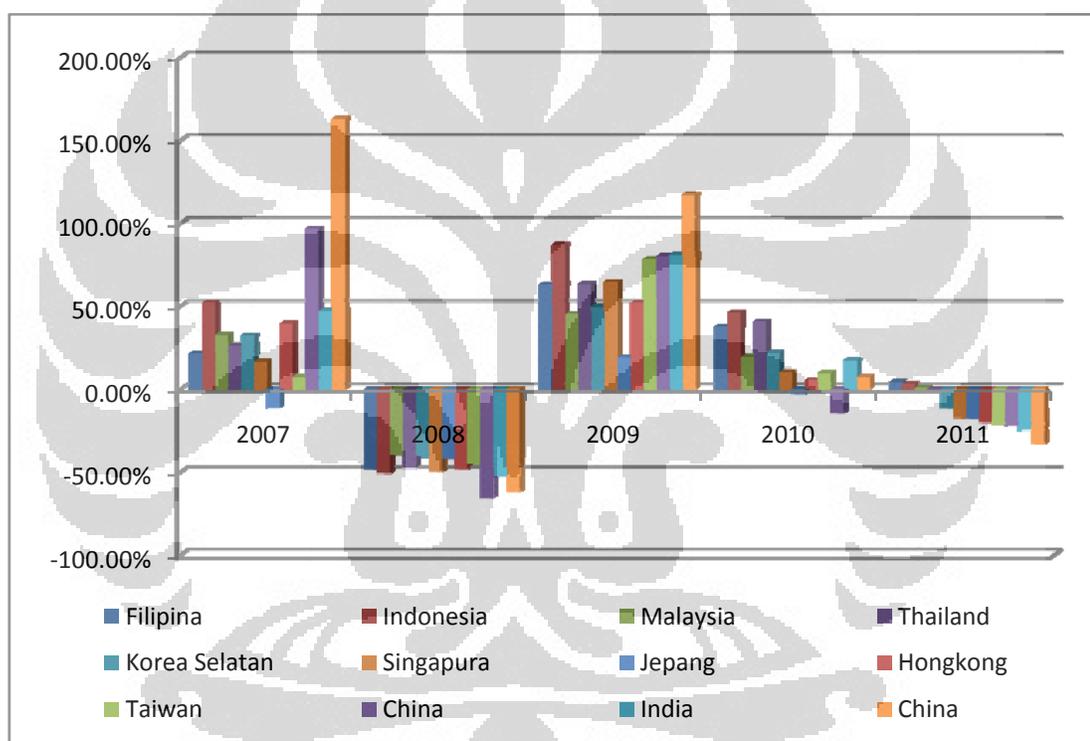


BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dibandingkan dengan negara lain dikawasan Asia Pasifik, selama periode 2007 – 2011 pasar modal Indonesia menawarkan potensi keuntungan yang sangat menarik.



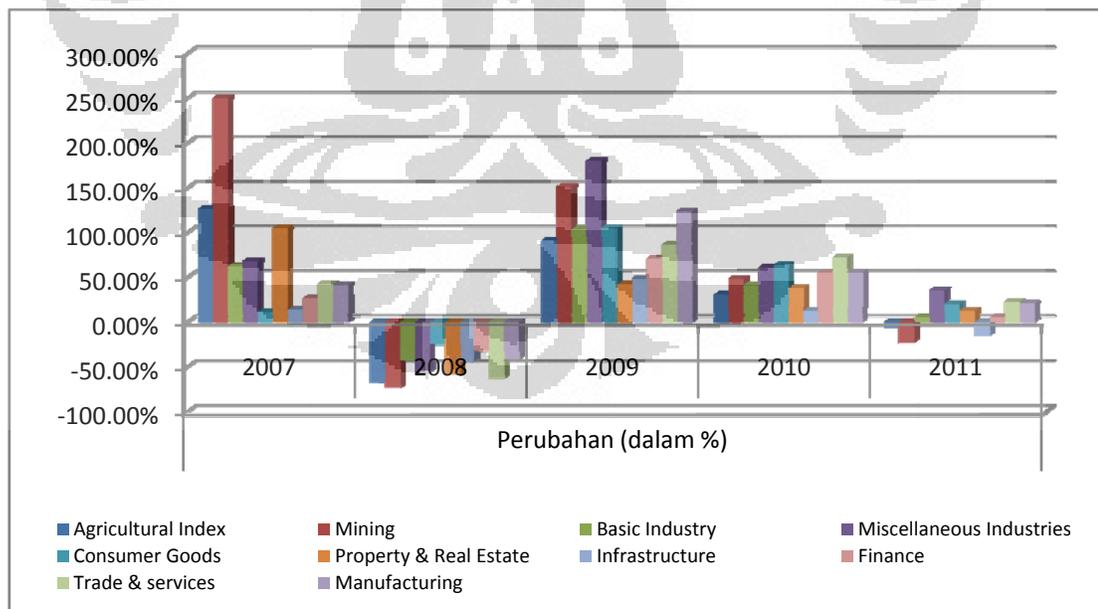
Gambar 1.1 Persentase *return* Indeks saham Asia Pasifik

Sumber: Bapepam Annual Report 2007 – 2011, data diolah penulis

Pengamatan yang dilakukan terhadap indeks harga saham di beberapa negara dikawasan Asia Pasifik seperti yang digambarkan dalam Gambar 1.1 diatas, menunjukkan bahwa pada tahun 2007 IHSG ditutup pada harga 2.745,83 atau meningkat 52,08% dibandingkan harga penutupan tahun 2006 atau nomor tiga tertinggi setelah index Shenzen dan Shanghai di China. Pada tahun 2008 ketika krisis ekonomi global harga penutupan IHSG mencatatkan penurunan sebesar 50,64%, pada

tahun 2009 IHSG ditutup pada harga 2.534,36 atau naik sebesar 86,98% kedua tertinggi setelah bursa Shenzhen di China kemudian pada tahun 2010 IHSG ditutup pada harga 3.703,51 meningkat 46,13% dibandingkan tahun 2009 dan menduduki nomor satu dalam bursa Asia Pasifik, begitu pula pada penutupan tahun 2011 ketika IHSG ditutup pada harga 3.821,99, naik sebesar 3,2% yang merupakan kedua tertinggi setelah Filipina. Dengan demikian, secara rata-rata kenaikan index saham Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 – 2011 adalah sebesar 27,55% nomor dua setelah bursa Shenzhen di China yang naik sebesar 38,55%.

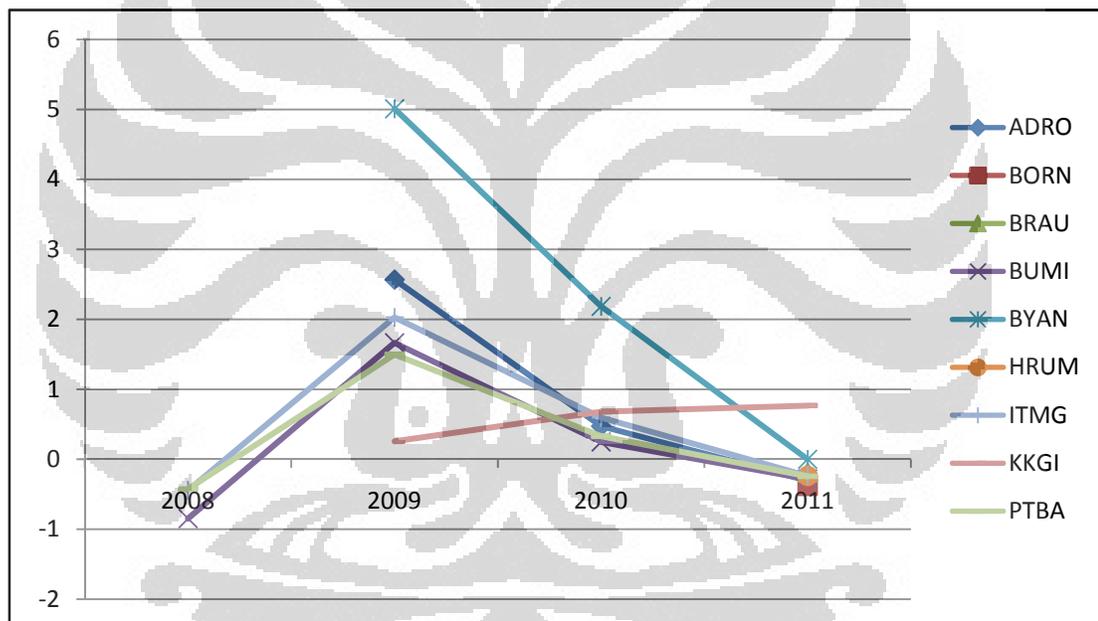
Pengamatan lebih jauh dilakukan dengan meneliti perubahan harga yang terjadi didalam sub-sektor yang ada (Gambar 1.2) seperti agrikultur, pertambangan, Industri dasar, *consumer goods*, *property and real estate*, infrastruktur, keuangan, perdagangan dan jasa, manufaktur, dan industri lainnya. Pada tahun 2007 pendorong kenaikan IHSG tertinggi berasal dari sektor pertambangan dengan kenaikan sebesar 250,41% kemudian agrikultur (126,09%) dan *property & real estate* (104,87%), tahun 2008 sektor pertambangan menyumbang penurunan tertinggi yaitu sebesar 73,16% kemudian agrikultur (66,65%) dan perdagangan dan jasa (62,18%).



Gambar: 1.2 Persentase *return* sub-sektor IHSG

Sumber: IDX Statistics 2007 - 2011, data diolah penulis

Tahun 2009 pendorong utama kenaikan IHSG berasal dari industri lainnya dengan kenaikan sebesar 179,84%, kemudian industri pertambangan (151,06%) dan manufaktur (123,65%). Tahun 2010 pendorong kenaikan IHSG berasal dari sektor perdagangan dan jasa (71,92%), *consumer goods* (63,06%) dan industri lainnya (60,78%), dan pada tahun 2011 pendorong kenaikan IHSG didorong oleh sektor industri lainnya (35,59%), perdagangan dan jasa (22,80%) dan manufaktur (20,57%). Rata-rata kenaikan dari masing-masing sektor industri yang menjadi pendorong kenaikan IHSG selama tahun 2007 – 2011 berasal dari industri pertambangan sebesar 70,85%, kemudian industri lainnya sebesar 57,85% dan manufaktur sebesar 40%.



Gambar: 1.3 Persentase *return* sembilan perusahaan dari sub-sektor pertambangan
Sumber: IDX Statistics 2007 - 2011, data diolah penulis

Gambar 1.3 diatas menggambarkan sejak tahun 2009 industri pertambangan umumnya mengalami penurunan harga yang cukup besar namun demikian seperti yang diungkapkan diatas, bahwa penggerak utama kenaikan IHSG selama periode 2007 – 2011 berasal dari sektor pertambangan.

Dari 11 perusahaan yang diteliti, secara rata-rata kenaikan harga saham penutupan tertinggi berasal dari PT Bayan Resources Tbk dengan kenaikan sebesar 239,88% selama periode 2008 – 2011, kedua PT Adaro Energy Tbk (91,17%) dan PT Resources Alam Indonesia Tbk (56,88%).

PT Bayan Resources Tbk merupakan perusahaan yang bergerak dalam industri pertambangan batubara yang melakukan *Initial Public Offering* pada bulan Agustus 2008 dengan *ticker* BYAN pada harga Rp. 5.800,- per lembar sahamnya. Berdasarkan data prospektus yang diterbitkan pada tahun 2008, area konsesi yang dimiliki perusahaan terdiri dari lima PKP2B dan tiga KP dengan luas lahan sebesar 81.265 hektar, sisa cadangan batubara yang dimiliki pada saat itu sebesar 477 juta metrik ton dengan kandungan kalori produk yang bervariasi.

Pada saat itu, PT Bayan Resources Tbk merupakan produsen batubara terbesar ke-8 di Indonesia dengan kapasitas produksi 11,9 juta Metrik Ton (MT) dan akan terus meningkat dengan estimasi bertumbuh menjadi 20 – 25 juta MT pada tahun 2013.

Kepercayaan didalam mencapai target produksi pada tahun 2013 tentunya didukung oleh kemampuan internal perusahaan seperti terminal batubara yang dinamakan Balikpapan Coal Terminal (BCT) dengan kapasitas 15 Juta MT yang diklaim terbesar di Indonesia yang terletak pada posisi yang sangat strategis di wilayah Kalimantan Timur serta *Floating Transfer Station* yang merupakan terminal terapung dengan kapasitas 50.000 MT sebelum batubara dipindahkan ke *mother vessel* untuk kemudian dikirim untuk dijual.

Selain itu PT Bayan Resources Tbk juga melakukan beberapa strategi seperti melakukan strategi aliansi dengan Enel Investment Holding BV dan Korea Electric Power Corporation, perusahaan energi yang berskala internasional dan juga merupakan pembeli produk perusahaan, sebagai bagian dari pemegang saham perusahaan serta melakukan akuisisi terhadap Kangaroo Resources Limited, sebuah perusahaan yang terdaftar dibursa efek Australia.



Gambar 1.4 History Harga Saham PT Bayan Resources tbk

Sumber: <http://finance.yahoo.com/q?s=BYAN.JK> (5 Maret 2012)

Harga saham yang ditawarkan perusahaan pada penawaran umum perdana sebesar Rp 5.800 per lembarnya. Pada masa krisis 2008 – 2009 harga saham perusahaan sempat mencapai harga terendahnya yaitu Rp 840 per lembar pada bulan Desember 2008, kemudian naik kembali hingga mencapai Rp 18.000 perlembar pada akhir tahun 2011 atau meningkat 210,34% dibandingkan harga penawaran perdana pada bulan Agustus 2008, namun kenaikan harga yang signifikan ini tidak didukung oleh volume transaksi perdagangan di bursa, volume transaksi saham perusahaan selama periode 2008 – 2011 seperti yang terlihat pada grafik diatas relative kecil.

1.2 Identifikasi Masalah

Profil perusahaan serta strategi yang dilakukan perusahaan dengan melakukan aliansi dengan pembeli serta akuisisi Kangaroo Resources seharusnya meningkatkan nilai perusahaan karena bertambahnya cadangan batubara yang tentunya akan meningkatkan potensi produksi perusahaan serta akses menuju *capital market* yang

lebih luas, akan tetapi gambar 1.4 diatas memberikan gambaran minimnya transaksi saham perusahaan di Bursa Efek Indonesia namun dengan kenaikan harga yang sangat signifikan.

Kenaikan harga yang cukup signifikan yang didukung oleh frekuensi transaksi yang sedikit, menimbulkan pertanyaan bagi penulis, apakah harga saham perusahaan yang ditransaksikan di Bursa Efek Indonesia mencerminkan nilai yang wajar?

1. Dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to the Firm*, berapakah nilai wajar saham PT Bayan Resources Tbk pada akhir tahun 2011 dan apakah harga saham dengan kode BYAN tersebut *over valued*, *under valued*, atau *fairly valued*?
2. Sebagai pembandingan dengan menggunakan perhitungan *Enterprise Value to Reserves* dan *Price to Earning Ratio* (PER), apakah kesimpulan yang didapat sama dengan perhitungan dengan model *Free Cash Flow to the Firm*?

1.3 Tujuan Penelitian

Secara umum penulisan ini adalah untuk:

1. Melakukan analisis kualitatif terhadap harga saham PT Bayan Resources Tbk pada akhir tahun 2011 melalui pendekatan model *discounted cash flow valuation - Free Cash Flow to the Firm* atas kewajaran harga saham PT Bayan Resources Tbk
2. Sebagai pembandingan kesimpulan yang didapat dari model *discounted cash flow valuation*, penulis menggunakan pendekatan *relative valuation* dengan model *Enterprise Value to Reserves* dan *Price to Earning Ratio* untuk melihat kewajaran harga saham PT Bayan Resources Tbk dibandingkan dengan perusahaan terbuka lain yang ada didalam industri pertambangan

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini dibuat dengan harapan dapat bermanfaat bagi:

1. Akademisi

Menjadi acuan bagi penelitian selanjutnya untuk dikembangkan didalam melakukan penelitian terhadap valuasi saham terutama pada sektor industri pertambangan di Indonesia.

2. Investor

Hasil perhitungan valuasi yang dilakukan penulis dapat dijadikan pertimbangan didalam memutuskan sebelum melakukan investasi saham, terutama atas obyek yang diteliti oleh penulis.

3. Perusahaan

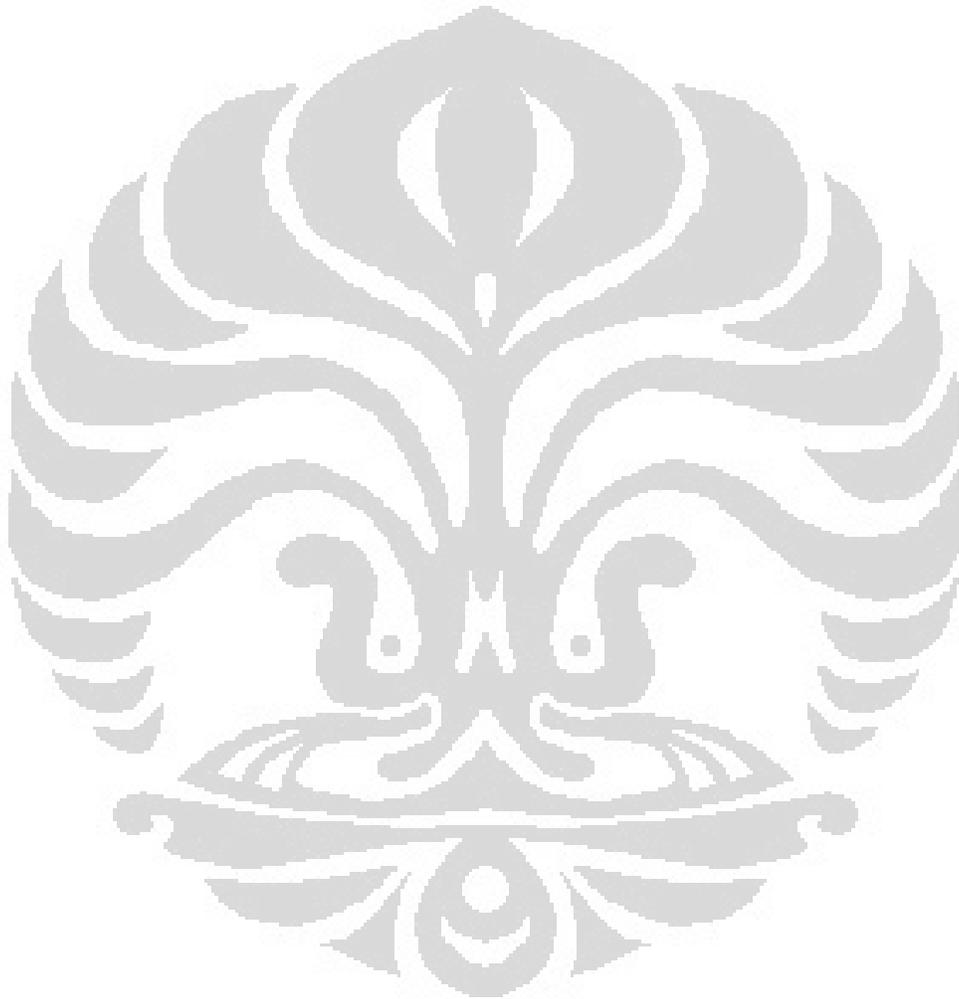
Memberikan gambaran bagi perusahaan mengenai posisi perusahaan didalam industri pertambangan serta menjadi alat bantu untuk mengambil keputusan strategis bagi pengembangan perusahaan bagi peningkatan nilai perusahaan dan menjadikan saham perusahaan lebih likuid di pasar Bursa Efek Indonesia.

1.5 Ruang Lingkup Penulisan

Didalam penyusunan tesis ini yang menjadi objek penulisan adalah saham PT Bayan Resources Tbk yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Penilaian saham dengan *ticker* BYAN ini dilakukan dengan menggunakan model *discounted cash flow to the firm* yang pengolahannya dilakukan dengan berdasarkan data-data eksternal yang diperoleh penulis seperti:

1. Data harga saham penutupan harian perusahaan sejak tanggal IPO pada tahun 2008 sampai dengan hari terakhir bursa pada tahun 2011.
2. Laporan Keuangan Konsolidasian Perusahaan dan Entitas Anak untuk tahun yang berakhir 31 Desember 2011 dan 2010 yang diaudit oleh KAP Tanudiredja, Wibisana & Rekan (PWC Indonesia)

3. Laporan tahunan perusahaan Tahun 2008, 2009, 2010 dan 2011
4. Prospektus PT Bayan Resources Tbk
5. Data pendukung lainnya seperti laporan tahunan perusahaan pertambangan lainnya yang digunakan sebagai pembanding.



BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Pendahuluan

Setiap aset baik itu aset fisik maupun aset keuangan memiliki nilai yang dinyatakan dalam bentuk satuan nilai tukar baik itu berupa aset fisik atau aset keuangan lain, namun pada umumnya dinyatakan dalam satuan nilai tukar dalam mata uang. Meskipun setiap aset dapat dinilai, akan tetapi karakter yang ada yang berbeda sehingga diperlukan pemahaman yang baik agar dapat menilainya dengan lebih baik (Damodaran 2002).

Didalam dunia keuangan, valuasi memiliki peran yang sangat penting. Bagi perusahaan yang akan melakukan merger dan akuisisi, valuasi diperlukan untuk memberikan informasi nilai wajar perusahaan yang akan diakuisisi, didalam *corporate finance* yang tujuan valuasi digunakan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan pengelolaan portofolio aset sehingga dapat memberikan imbal hasil yang memuaskan (*portfolio management*).

Konsep valuasi mula-mula dikembangkan oleh Graham dan Dodd (1949) konsep yang lebih dikenal dengan *value investing* ini merupakan cikal bakal analisa fundamental. Ia menyatakan bahwa didalam melakukan analisis ada empat elemen pokok didalam melakukan analisa yaitu:

- *The Person*; terkait dengan kemampuan finansial dari si calon pembeli, selain itu faktor pengetahuan finansial dan kompetensi, temperamen dan preferensinya.
- *The Time*; bahwa harga saham sangat dipengaruhi oleh pandangan saat ini atas kondisi keuangan dan bisnis dimasa depan.
- *The Price*; merupakan bagian yang terintegrasi dari setiap pertimbangan atas saham yang dipilih.

- *The Security* bahwa didalam melakukan pemilihan saham orang cenderung melihat bentuk investasi dan harga sebaiknya melihat perusahaan apa dan jangka waktu investasi yang ditanamkan.

Melakukan analisa saham melibatkan analisa terhadap bisnis perusahaan tersebut mulai dari pemahaman terhadap bisnis perusahaan serta prospeknya dimasa mendatang, faktor manajemen perusahaan dan trend pendapatan dimasa mendatang.

Teori investasi terus berkembang pesat setelah masa perang dunia kedua, Miller dan Modigliani mengembangkan teori yang mengungkapkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh volume dan struktur liabilitas.

2.2. Perkembangan Penelitian Teori Valuasi

Teori ini mula-mula dikemukakan oleh Duran (1952) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan dapat dilakukan dengan pendekatan *Net Operating Income Method* dan *Net Income Method*.

Miller dan Modigliani (1958) mengeluarkan teori investasi yang menyatakan bahwa dikenal dengan Preposisi I dan Preposisi II.

- Preposisi I

Preposisi I menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak akan berubah meskipun perusahaan merubah proposisi struktur modalnya sehingga nilai perusahaan ditentukan bukan oleh struktur modalnya melainkan dari *real assets*, sehingga diperoleh persamaan:

$$V = B + S \quad (2.1)$$

Dalam kondisi adanya pajak:

$$V_u = \frac{EBIT*(1-t_c)}{R_0} \quad (2.2)$$

- Preposisi II

Dalam preposisi II Modigliani dan Miller menyatakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh tiga faktor yaitu (1) *Required of return* dari aset perusahaan (R_S), (2) *Cost of Debt* (R_B), dan *Debt to Equity Ratio* (DER)).

$$R_S = R_0 + \frac{B}{S} (1 - t_c)(R_0 - R_B) \quad (2.3)$$

Dalam kondisi adanya pajak:

$$R_S = R_0 + \frac{B}{S} (R_0 - R_B) \quad (2.4)$$

- Myers (1974) memperkenalkan metode Adjusted Present Value (APV) yang menyatakan bahwa nilai dari *levered firms* sama dengan nilai perusahaan yang tidak memiliki bunga ditambah dengan *present value* dari *tax shield*.

Didalam perkembangannya teori ini terus berkembang, beberapa penelitian terkait dengan valuasi perusahaan

2.2.1. Penelitian Penman dan Sougiannis (1995)

Penelitian empiris yang dilakukan Penman dan Sougiannis (1995) ini berbeda dengan teknik *dividend discount model*, analisa *discounted cash flow* dan teknik-teknik yang didasarkan dari *accrual earning* ketika diterapkan pada penilaian yang berjangka waktu terbatas. Valuasi yang didasarkan pada *ex post payoffs* dalam waktu yang berbeda, dengan atau tanpa perhitungan *terminal value* yang dibandingkan dengan harga pasarnya untuk memberikan indikasi *error* dari masing-masing teknik dalam mempersingkat waktu. Perbandingan masing-masing *error* menunjukkan bahwa

accrual earnings technique mendominasi *free cash flow* dan *dividend discount approach*.

Penman dan Sougiannis mengungkapkan bahwa metode valuasi ekuitas yang didasarkan pada *forecasting GAAP* atau *accrual earning* dan nilai buku memiliki manfaat praktis dibandingkan *dividend discounting* dan *discounted cash flow analysis*, dan DCF yang melibatkan (*accrual*) laba operasi dalam perhitungan *terminal value* ekuivalen dengan *residual income accrual accounting*.

2.2.2. Penelitian Fernández (2002)

Fernández (2002) melakukan penelitian terhadap tiga model *residual income* yaitu *Economic Profit (EP)*, *Economic Value Added (EVA)* dan *Cash Value Added (CVA)* dan membandingkannya dengan *Discounted Cash Flows Valuation model*. Penelitiannya dilakukan dengan membuat proyeksi Neraca dan Laporan Laba Rugi perusahaan selama lima tahun dan membagi dua kondisi yaitu kondisi tanpa penciptaan nilai (*Investment without Value Creation*) dimana pembiayaan sepenuhnya dibiayai sendiri dan dengan penciptaan nilai (*Investment with Value Creation*) dimana sebagian pembiayaan diperoleh melalui pinjaman.

Fernández mendefinisikan *Market Value Added (MVA)* sebagai selisih antara nilai pasar dari ekuitas perusahaan dengan nilai buku ekuitas, asumsi yang digunakan disini adalah pada saat $t=0$ nilai MVA sama dengan nilai bukunya, sehingga diperoleh:

$$MVA = \text{Equity Market Value (Price)} - \text{Equity Book Value} \quad (2.5)$$

EP didefinisikan sebagai laba setelah pajak dikurangi dengan nilai buku ekuitas yang dikalikan dengan *required rate of return*.

$$EP_t = PAT_t - K_e Ebv_{t-1} \quad (2.6)$$

MVA merupakan nilai EP yang didiskontokan dengan *Cost of Equity*

$$MVA_0 = E_0 - Ebv_0 = PV(K_e; EP) \quad (2.7)$$

EVA dinyatakan dengan NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) dikurangi dengan nilai buku perusahaan dan dikalikan dengan WACC, atau dinyatakan sebagai:

$$EVA_t = NOPAT_t - (D_{t-1} Ebv_{t-1})WACC \quad (2.8)$$

Present value dari EVA yang didiskontokan dengan nilai WACC menghasilkan MVA, ini dapat dibuktikan dengan persamaan:

$$MVA_0 = [E_0 + D_0] - [Ebv_0 + D_0] = PV(WACC; EVA) \quad (2.9)$$

CVA didefinisikan sebagai NOPAT ditambahkan dengan nilai buku depresiasi dikurangi dengan nilai ekonomis depresiasi dikurangi *Cost of Capital Employed*.

$$CVA_t = NOPAT_t + DEP_t - ED - (D_0 + Ebv_0)WACC \quad (2.10)$$

Present value dari CVA yang didiskontokan dengan nilai WACC menghasilkan nilai yang sama dengan *present value* dari EVA yang didiskontokan dengan WACC (MVA)

$$MVA_0 = [E_0 + D_0] - [Ebv_0 + D_0] = PV(WACC; CVA) \quad (2.11)$$

- *Investment without Value Creation*

Investment without Value Creation didasarkan pada asumsi bahwa investasi dilakukan dengan pembiayaan sendiri sehingga *required return* ekuitas sama dengan IRR dan harga saham pada tahun ke nol sama dengan nilai bukunya.

Dalam kondisi tanpa pinjaman, EP sama dengan EVA dan WACC sama dengan *Cost of Equity* nilai *present value* EP yang didiskontokan dengan *Cost of Equity* menghasilkan nilai yang sama dengan nilai *present value* EVA yang didiskontokan dengan nilai WACC yang juga sama dengan hasil perhitungan *Market Value Added* (MVA) yang merupakan hasil dari perhitungan *present value* dari *Free Cash Flow* yang didiskontokan dengan nilai *Cost of Equity*.

- *Investment with Value Creation*

Investment with Value Creation didasarkan pada asumsi bahwa investasi dilakukan dengan pembiayaan sendiri dan hutang.

Dalam kondisi adanya pinjaman, EP lebih besar dari EVA dan nilai EP yang didiskontokan pada *Cost of Equity* menghasilkan nilai yang serupa dengan EVA yang didiskontokan dengan WACC, namun EP atau EVA ini tidak mengindikasikan *value creation* pada setiap periode akan tetapi *value creation* terbentuk pada awal periode ketika *expected return* lebih besar dari WACC. CVA yang didiskontokan dengan WACC menghasilkan MVA.

Kesimpulan yang didapat berdasarkan model yang dibuat menyatakan bahwa informasi yang dibutuhkan untuk melakukan valuasi dengan menggunakan metode EP, EVA dan CVA adalah sama dengan informasi yang diperlukan untuk membuat *discounted cash flow*, nilai *present value* dari EP, EVA dan CVA sama dengan MVA dan hasil valuasi yang diperoleh dari EP, EVA dan CVA menghasilkan nilai yang sama dengan *discounted cash flow*. Maksimasi *present value* EP, EVA dan CVA sama saja dengan memaksimalkan nilai perusahaan, namun maksimasi EP, EVA dan CVA pada tahun tertentu tidak bermanfaat bahkan dapat bertentangan dengan tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

2.2.3. Penelitian Tham dan Wonder (2002)

Tham & Wonder (2002) melakukan penelitian terhadap perhitungan model *Free Cash Flow* (FCF), model *Capital Cash Flow* (CCF) dan pendekatan *Adjusted Present Value* (APV) dengan waktu yang terbatas yaitu dalam jangka waktu lima tahun.

- Model FCF yang digunakan Tham dan Wonder mendiskontokan nilai *free cash flow*-nya pada *adjusted* WACC yaitu:

$$WACC^{ME} = (1 + \rho) * \left(1 - \frac{\tau * r * \theta}{1 + r_f}\right) - 1 \quad (2.12)$$

Dimana:

ρ = *return to unlevered equity*

τ = *tax rate*

θ = *debt as percentage of the levered value*

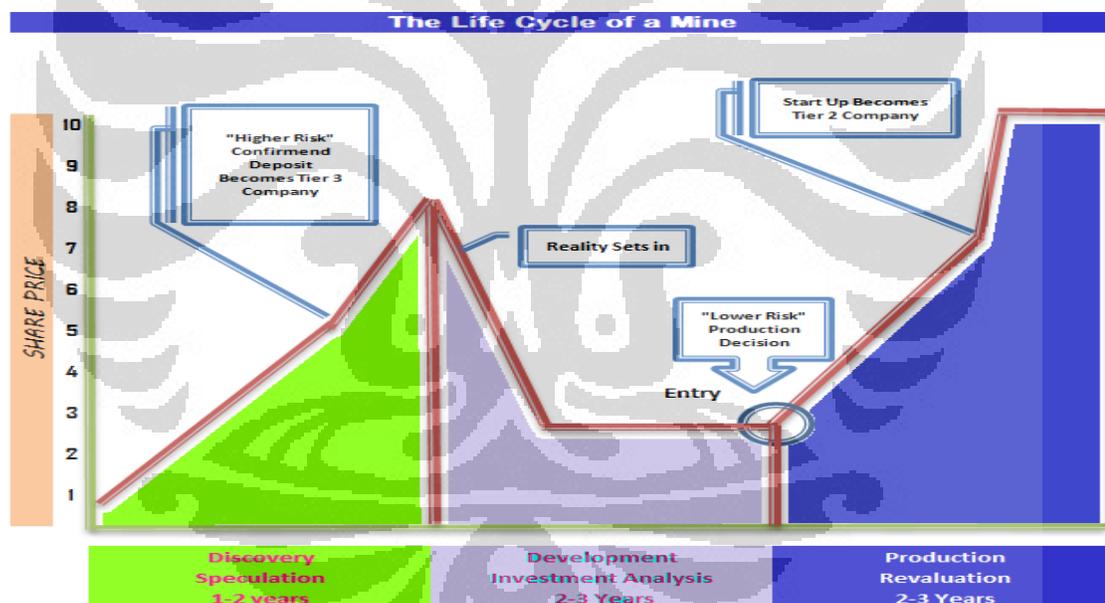
- Model CCF sama dengan penjumlahan dari *free cash flow* dan *tax shield*, dimana diskonto *tax shield* sama dengan tingkat pengembalian *unlevered equity* (ρ) sehingga nilai WACC sama dengan tingkat pengembalian *unlevered equity*.
- Pendekatan APV yang digunakan didasarkan pada asumsi yang juga digunakan oleh Miller dan Modigliani yaitu *levered value* sama dengan penjumlahan dari *unlevered value* ditambah dengan *tax shield* nya.

Tham dan Wonder (2002) mengungkapkan bahwa perhitungan yang dilakukan dengan menggunakan ketiga model diatas menghasilkan nilai yang sama asumsi yang penting adalah bagaimana nilai diskonto untuk menghitung *tax shield*.

2.3 Studi yang dilakukan Baurens (2010) mengenai penilaian perusahaan *metal & mining*

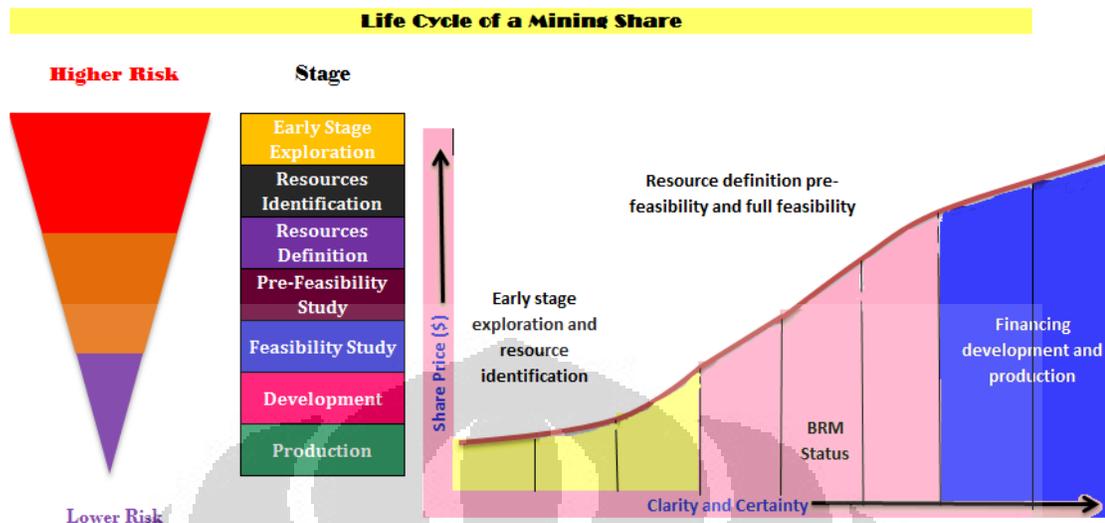
Studi yang dilakukan Baurens (2010) menggunakan model DCF, *Multiples* dan *Real Option Method*. Studi ini mengungkapkan bahwa didalam melakukan valuasi terhadap industri *metal* dan *mining*, selain harus memperhatikan siklus ekonomi siklus penting lain yang harus dipertimbangkan adalah siklus yang terkait dengan harga komoditi, karena perusahaan-perusahaan *metal* dan *mining* tidak dapat menentukan harga jual produk nya (*price taker*).

Di dalam melakukan valuasi perusahaan mining dapat dikelompokkan menjadi tiga katagori yaitu *exploration properties*, *development properties* dan *production properties*.



Gambar 2.1 Siklus Hidup Pertambangan

Sumber: http://www.basinvest.ch/upload/pdf/Valuation_of_Metals_and_Mining_Companies.pdf
Halaman 21



Gambar 2.2 Siklus Hidup Saham Pertambangan

Sumber: http://www.basinvest.ch/upload/pdf/Valuation_of_Metals_and_Mining_Companies.pdf
Halaman 22

Dalam *exploration properties* perusahaan dalam masa melakukan kegiatan eksplorasi dan cadangan batubara masih belum dapat dipastikan (*discovery stage*) (Gambar 2.1). Nilai asset yang dimiliki perusahaan pada masa ini dihitung berdasarkan potensinya untuk menemukan cadangan batubara yang secara ekonomis layak untuk ditambang. Dalam masa ini perhatian investor umumnya pada penemuan cadangan batubara, ketika cadangan batubara telah ditemukan harga saham perusahaan akan meningkat (Gambar 2.2). Dalam masa eksplorasi ini penilaian perusahaan menjadi sangat subjektif sehingga untuk menilai perusahaan didalam masa eksplorasi ini adalah ranah bagi para investor profesional yang memiliki kemampuan untuk mengakses dan melakukan perhitungan probabilitas akan *economic discovery*.

2.3.1 Discounted Cash Flow (DCF)

Faktor nilai diskonto sangat penting didalam melakukan penghitungan DCF, penghitungan faktor diskonto umumnya dilakukan berdasarkan *corporate cost of capital* namun penghitungan yang dihitung berdasarkan masing-masing proyek akan

lebih tepat karena perbedaan tingkat diskonto dapat menyebabkan perbedaan perhitungan sampai dengan 50%.

- *Cost of Debt*

Cost of Debt dihitung berdasarkan nilai setelah pajak, yang dinyatakan sebagai berikut:

$$C_d = (r_f + r_p) * (1 - t) \quad (2.13)$$

Dimana : $C_d = \text{Cost of debt}$

$r_f = \text{Risk free return}$

$r_p = \text{risk premium which adequately reflect risk of the project}$

$t = \text{the company's marginal tax rate expressed in percent}$

- *Cost of Equity*

Studi ini juga menggunakan pendekatan yang paling umum yang digunakan dalam menghitung *cost of equity*, yaitu:

$$C_e = r_f + \beta (r_m - r_f) \quad (2.14)$$

- *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*

$$WACC = \frac{(Equity * C_e) + (Debt * C_d)}{(Equity + Debt)} \quad (2.15)$$

2.3.2 Multiples

Penghitungan *multiples* yang digunakan didalam studi ini antara lain:

- *Price to Earnings Ratio (PER)* yang merupakan rasio harga pasar perlembar saham dengan laba perlembar saham, yang dinyatakan dengan:

$$PER = \frac{1 - \frac{g}{k}}{r - k} \quad (2.16)$$

Dimana : $g = \text{the long term rate in earnings and cash flows}$

$k = \text{the rate of return earned on new investment}$

$r = \text{discount rate}$

- *Enterprise value to EBITDA* yang merupakan total nilai pasar perusahaan setelah dikurangi kas dan setara kas terhadap laba sebelum bunga, pajak, depresiasi dan amortisasi.

$$\frac{EV}{EBITDA} \quad (2.17)$$

Dimana : $EV = \frac{FCF_1}{c-g}$

$c = \text{cost of capital}$

$g = \text{expected growth rate}$

BAB 3

PROFIL PERUSAHAAN

3.1 Sejarah Singkat Perusahaan

Sejarah PT Bayan Resources Tbk. (Bayan) dimulai pada bulan November 1997 saat pemilik perusahaan, Dato Low Tuck Kwong, memperoleh konsesi tambang batubara pertamanya di Muara Tae di Kalimantan Timur dengan melakukan akuisisi terhadap PT Gunungbayan PratamaCoal dari para pemegang saham sebelumnya.

Sejak itu, sejumlah konsesi baru telah diakuisisi melalui serangkaian transaksi yang sebagian besar telah diselesaikan pada tanggal 31 Maret 2008. Konsesi-konsesi ini dikonsolidasikan didalam perusahaan.

PT Bayan Resources didirikan pada tanggal 7 Oktober 2004 sebagai perusahaan non-investasi dan pada bulan Agustus 2006 diubah dari perusahaan non-investasi menjadi perusahaan terbatas di bidang investasi dalam negeri berdasarkan Undang-Undang Republik Indonesia.

Pada tanggal 12 Agustus 2008, Perusahaan telah melakukan Penawaran Umum Perdana (“IPO”) pada harga perdana sebesar Rp5.800 sebanyak 833.333.500 saham atau sebesar 25% dari jumlah saham yang ditempatkan dan disetor penuh. Dari jumlah yang ditawarkan ke publik tersebut sebanyak 333.333.500 saham dialokasikan kepada mitra strategis perusahaan yaitu Enel Investment Holding B.V., anak usaha dari Enel S.p.A, sebuah perusahaan pembangkit listrik terbesar di Italia.

Pada bulan Oktober 2008, Bayan melakukan pembelian 49% kepemilikan saham PT Kaltim Supacoal dari Bayan International Pte., Ltd, pihak berelasi. PT Kaltim Supacoal merupakan perusahaan pantungan dengan White Energy yang bergerak dalam bidang *coal upgrading & briquetting*.

Pada bulan Desember 2010 Bayan menandatangani perjanjian jual beli Sembilan konsesi batubara dan aset tambang di wilayah Kalimantan Timur, serta menandatangani perjanjian bersyarat untuk melakukan *backdoor* listing di bursa Australia.

3.2 Visi dan Misi Perusahaan

Visi PT bayan Resources Tbk. adalah untuk berperan sebagai perusahaan pertambangan batubara terkemuka yang berkomitmen untuk menyediakan produk bermutu, jasa berkualitas tinggi dan pertumbuhan jangka panjang yang berkesinambungan dengan tetap meminimalkan dampak lingkungan.

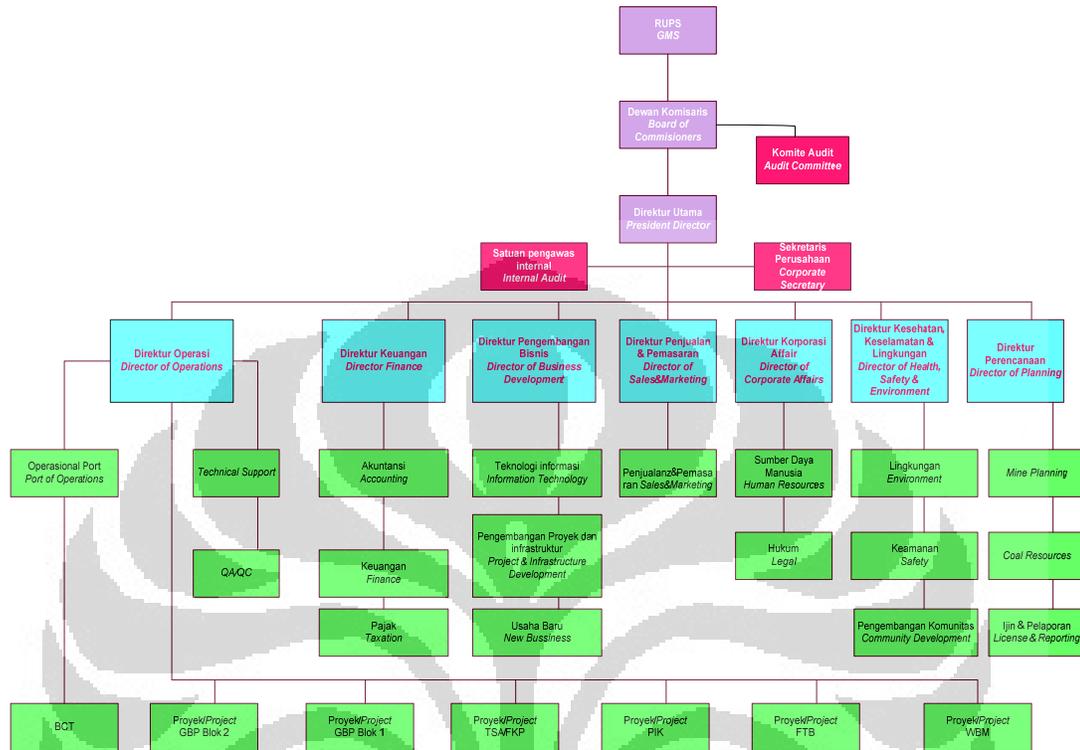
Dalam mencapai visi tersebut, Bayan menetapkan misi sebagai berikut:

- Mengoptimalkan nilai pemegang saham melalui pencapaian kinerja terbaik disemua operasinya.
- Memaksimalkan kompetensi inti melalui pelaksanaan praktik bisnis terbaik.
- Menjunjung Tanggung Jawab Sosial Bayan dengan fokus pada peningkatan kesejahteraan karyawan, standar kesehatan dan keselamatan yang tinggi, kebijakan lingkungan yang berkesinambungan dan pengembangan masyarakat yang bertanggung jawab.

3.3 Struktur Organisasi, Struktur Perusahaan dan Kepemilikan

PT Bayan Resources Tbk. merupakan perusahaan yang dipegang dan dikendalikan oleh pemegang saham utamanya. Hal ini terlihat dari komposisi dewan direksi dan dewan komisaris yang sebagian besar ditunjuk oleh pemilik.

3.3.1 Komisaris dan Direksi



Gambar 3.1 Struktur Organisasi

Sumber: Annual Report 2011 PT Bayan Resources Tbk (2012: 28-29)

Berdasarkan Laporan Keuangan Konsolidasian tahun 2011 yang diaudit, susunan Dewan Komisaris dan Direksi Bayan adalah sebagai berikut:

Dewan Komisaris

Komisaris Utama	: Low Tuck Kwong
Komisaris	: Michael Sumarijanto
Komisaris	: Carlos Eizaguirre Alvear
Komisaris Independen	: Rozik B. Soetjipto
Komisaris Independen	: Djanaidi Bimo Prakoso

Dewan Direksi

Direktur Utama	: Chin Wai Fong
Direktur Operasi	: Lim Chai Hock
Direktur Lingkungan, Kesehatan & Keselamatan	: Engki Wibowo
Direktur <i>Corporate Affairs & Corporate Secretary</i>	: Jenny Quantero
Direktur Penjualan & Pemasaran	: Low Yi Ngo
Direktur Keuangan	: Alastair McLeod
Direktur Pengembangan Bisnis	: Russell John Neil
Direktur tidak terafiliasi	: R. Soedjoko Tirtosoekotjo
Direktur	: Kim Young Saeng

3.3.2 Pemegang Saham

Berdasarkan Laporan Keuangan Konsolidasian yang telah diaudit, susunan pemegang saham PT Bayan Resources Tbk. pada tanggal 31 Desember 2011 adalah sebagai berikut:

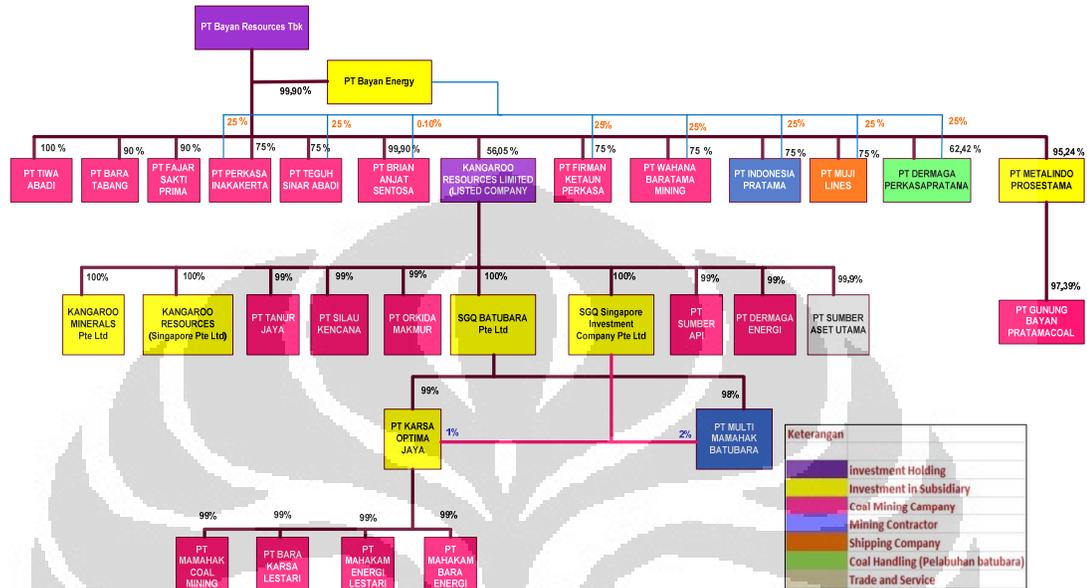
Tabel 3.1
Susunan Pemegang Saham

Pemegang Saham	Jumlah Lembar Saham	Persentase
Low Tuck Kwong	1.719.695.500	51,59%
Korea Electric Power Corporation	666.667.000	20,00%
Enel Investment Holding BV.	333.333.500	10,00%
Engki Wibowo	198.695.000	5,96%
Jenny Quantero	99.497.500	2,98%
Lim Chai Hock dan Dynamic Resources Corporation	88.868.000	2,67%
Chin Wai Fong dan Empire Management Corporation	53.427.000	1,60%
Low Yi Ngo	5.694.500	0,17%
Russell John Neil	300.000	0,01%
Alastair McLeod	300.000	0,01%
Michael Sumarijanto	300.000	0,01%
Masyarakat	166.555.500	5,00%
JUMLAH	3.333.333.500	100%

Sumber: Annual Report 2011 PT Bayan Resources Tbk (2012: 104-105)

3.3.3 Anak Perusahaan

Struktur kepemilikan Perusahaan dalam Grup Bayan adalah sebagai berikut:



Gambar 3.2 Struktur Korporasi

Sumber: Annual Report 2011 PT Bayan Resources Tbk (2012: 26-27)

3.4 Strategi Bisnis

Didalam menjalankan kegiatan usaha dan untuk memaksimalkan nilai bagi pemegang sahamnya, Bayan berpedoman pada tiga pilar yaitu:

- Menjalankan kegiatan bisnis yang efektif dengan membangun aliansi strategis dan pelanggan dengan mempertahankan produk dan jasa berkualitas tinggi, menerapkan pola pembiayaan yang efektif dan menghasilkan produk yang bernilai tambah, serta menjalankan tata kelola perusahaan yang baik.
- Melakukan etika tanggung jawab sosial dengan komitmen yang jelas untuk berinvestasi pada pengembangan sumber daya manusia untuk meningkatkan kondisi ketenagakerjaan melalui program pelatihan, skema insentif dan tunjangan untuk mewujudkan tingkat produktivitas yang lebih tinggi; menegakkan kepatuhan yang ketat terhadap praktik kesehatan dan keselamatan; menerapkan

standar praktik terbaik untuk mencapai kebijakan lingkungan yang berkesinambungan; dan mendukung pengembangan masyarakat melalui berbagai program sosial yang akan meningkatkan kesejahteraan masyarakat.

- Fokus pada pertumbuhan yang berkesinambungan dengan mendayagunakan cadangan batubara dan infrastruktur yang tersedia untuk mencapai pertumbuhan tingkat produksi yang berkesinambungan serta menyempurnakan portofolio aset berkualitas tinggi yang tersedia melalui akuisisi strategis cadangan batubara.

3.5. Kegiatan Usaha

Kegiatan pokok Bayan saat ini adalah penambangan batubara, namun demikian Bayan memiliki beberapa Entitas Anak yang sifatnya penunjang kegiatan inti Bayan, sehingga secara garis besar terbagi menjadi tiga yaitu:

Didalam struktur korporasi perusahaan pada tahun 2011 tercatat tiga puluh dua perusahaan yang berada didalam grup yang secara garis besar dapat terbagi menjadi tiga kelompok usaha yaitu:

- Perusahaan pertambangan batubara; merupakan unit usaha utama perusahaan, Laporan Tahunan 2011 menyebutkan ada delapan belas perusahaan pertambangan batubara yang dimiliki perusahaan dengan total luas area konsesi sebesar 143.584 Hektar yang terdiri dari delapan perusahaan yang berada dalam tahap produksi, tujuh perusahaan yang berada dalam tahap eksplorasi.
- Perusahaan jasa; yang terbagi menjadi dua perusahaan yang bergerak dalam bidang jasa pelabuhan dan perkapalan, dua perusahaan yang bergerak dalam bidang kontraktor pertambangan dan satu perusahaan yang bergerak dalam bidang jasa pertambangan, transportasi dan konstruksi.
- Perusahaan Investasi: terdiri dari delapan perusahaan investasi yang salah satunya tercatat didalam Bursa Efek Australia.

Bayan merupakan produsen batubara terpadu atas pertambangan, pengolahan dan operasi logistik batubara. Bayan bergerak dalam usaha pertambangan batubara terbuka/*surface open cut* untuk batubara *thermal*. Produksi batubaranya meliputi berbagai jenis yang mencakup batubara ramah lingkungan, batubara berkadar belerang rendah, batubara sub-bituminus dan *semi-soft coking*. Melalui *berbagai perusahaan*, Bayan memegang hak eksklusif untuk menambang berdasarkan lima (5) Perjanjian Kerjasama Pengusahaan Penambangan Batubara (PK2PB), tiga belas (13) Izin Usaha Pertambangan (IUP) dan empat (4) IUP tambahan setelah penyelesaian transaksi PT Ilthazbi Bara Utama (IBU)/Kangaroo Resources Limited (KRL). Total area konsesi diantisipasi seluas 143.584 hektar.

Bayan juga memiliki dan mengoperasikan infrastruktur pemuatan batubara. Pada tahun 1998, Bayan mengambil alih saham mayoritas atas Balikpapan Coal Terminal (BCT), yang saat itu memiliki kapasitas 2,5 juta MT per tahun. Pada tahun 2007, tahap ketiga ekspansi BCT diselesaikan sehingga meningkatkan kapasitas dari 9,0 juta MT hingga 15,0 juta MT per tahun.

Pada bulan September 2008, Bayan membeli Kalimantan Floating Transfer Station (KFT) yang diperuntukkan bagi proyek PT Wahana Baratama Mining (WBM) dan memungkinkan Bayan untuk melayani kapal hingga ukuran Capesize di wilayah Kalimantan Timur dan Selatan.

Bayan mengadakan perjanjian untuk membeli Sembilan (9) konsesi batubara di Kalimantan Timur pada akhir tahun 2010. Konsesi-konsesi tersebut berlokasi di dekat tambang Tabang Bayan dan telah memiliki infrastruktur sendiri. Bayan juga menandatangani perjanjian bersyarat untuk mengalihkan kesembilan (9) konsesi ini ke KRL dengan syarat penyelesaian uji tuntas dan persetujuan pemegang saham. Sebagai gantinya, KRL akan mengeluarkan saham-saham baru yang mewakili kepentingan mayoritas dan pengendali di KRL. KRL adalah perusahaan terbuka yang didirikan dan berkedudukan di Australia dengan konsesi batubara di Indonesia.

Pada tanggal 24 Agustus 2011, Bayan membayar 100% ekuitas satu Ijin Usaha Pertambangan (IUP) dan 99% ekuitas lima IUP berikut aset terkaitnya. Tiga IUP lainnya sedang menunggu persetujuan akhir yang akan memungkinkan Bayan membayar sisanya.

Pembelian ekuitas enam (6) IUP tersebut telah mendapat persetujuan untuk mengalihkan ekuitas tersebut kepada KRL sebagai imbalan atas saham pengendali di KRL. Bayan efektif menguasai saham KRL dan entitas anaknya dan telah menunjuk empat (4) direktur non-eksekutif ke Dewan Direksi KRL

Setelah menyelesaikan transaksi IBU/KRL, Bayan akan memiliki dua puluh dua (22) konsesi yang berlokasi di Kalimantan Timur dan Selatan.

3.6. Keunggulan Daya Saing Perusahaan

Hal-hal yang menjadi keunggulan perusahaan dibandingkan perusahaan lain yang sejenis adalah:

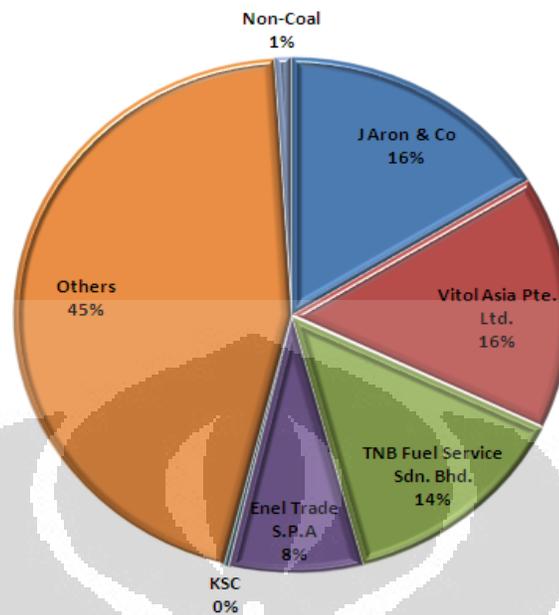
- Manajemen perusahaan yang telah memiliki pengalaman lebih dari 30 tahun dalam menjalankan usaha kontraktor pertambangan dan konstruksi serta menjalankan usaha pertambangan mulai dari nol.
- Perusahaan memiliki cadangan terbukti batubara sebanyak 835 juta *metric ton* dengan 125 juta *metric ton* diantaranya adalah cadangan dengan kalori diatas 6.000 sehingga dapat bersaing dengan produsen dari Australia dan Afrika Selatan.
- Perusahaan memiliki area penampungan batubara terbesar kedua di Indonesia, *Balikpapan Coal Terminal* (BCT) yang memiliki kapasitas 15 juta *metric ton* setahun dan mampu melakukan pencampuran tiga jenis batubara sekaligus sehingga dapat lebih cepat dalam melakukan pengapalan dengan kualitas yang diharapkan oleh pelanggan.

- Akses pelabuhan yang dimiliki perusahaan dapat dijangkau oleh kapal bermuatan besar (*mother vessel*) sehingga dapat melakukan pengiriman dengan jumlah dan kuantitas yang sangat besar.
- Strategi aliansi dengan pembeli, baik itu perusahaan komoditi (Enel *grop*) dan perusahaan pemakai batubara (Korean Electric Power Company), dengan menjadikannya bagian dari pemegang saham perseroan tentunya akan menguntungkan baik bagi perusahaan maupun pembeli.

3.7. Pelanggan dan Pasar

Transaksi jual-beli produk batubara perusahaan umumnya bersifat jangka panjang dengan standar kualitas tertentu pada harga jual yang ditetapkan oleh indeks internasional tertentu seperti *Barlow Jonker Index (BJI Index)*, *Argus Price Index (API4)* atau *Platts*, dalam hal ini baik pembeli maupun penjual hanyalah sebagai *price taker*.

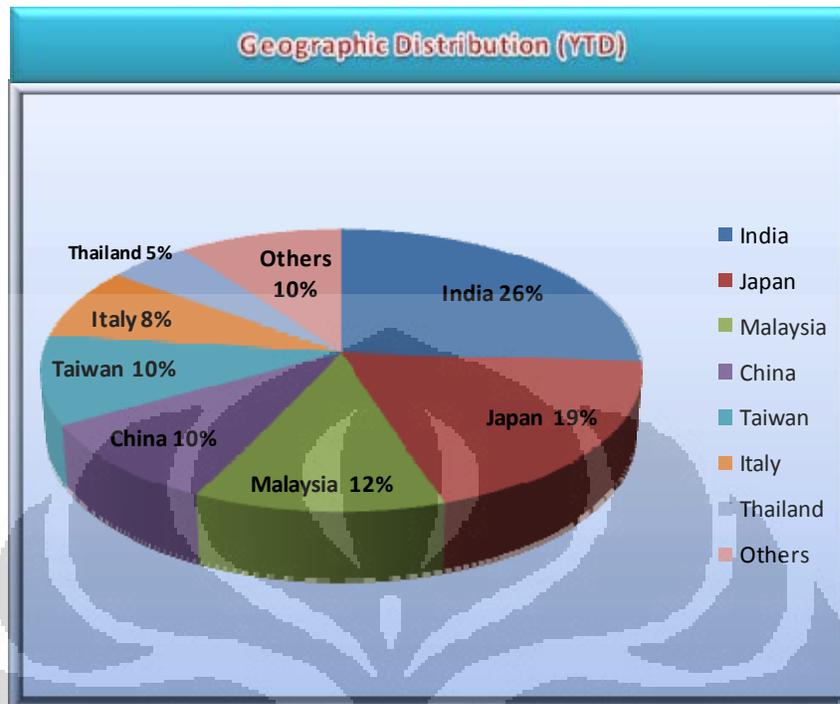
Pelanggan perusahaan sebagian besar adalah pedagang besar berskala internasional yang memiliki akses keseluruh dunia seperti J Aron & Co yang merupakan anak usaha Goldman Sachs, Vitol Asia Pte. Ltd. yang merupakan bagian dari Vitol group, yang merupakan salah satu pedagang besar komoditi dan TNB Fuel Service Sdn. Bhd. Total penjualan perusahaan kepada tiga pelanggan besar ini mencakup 46% dari pendapatan perusahaan pada tahun 2011.



Gambar 3.3 Major Costumer

Sumber: data diolah dari Annual Report 2011 PT Bayan Resources Tbk (2012: 180)

Sementara pada sector energi yang merupakan salah satu *end user* produk batubara adalah Enel Trade S.P.A yang merupakan bagian dari Enel *group* yang juga memiliki 10% saham perusahaan, penjualan kepada Enel Trade S.P.A tahun 2011 mencakup 8% dari penjualan perusahaan.



Gambar 3.3 Geographic Distribution

Sumber: data diolah dari Annual Report 2011 PT Bayan Resources Tbk (2012:53)

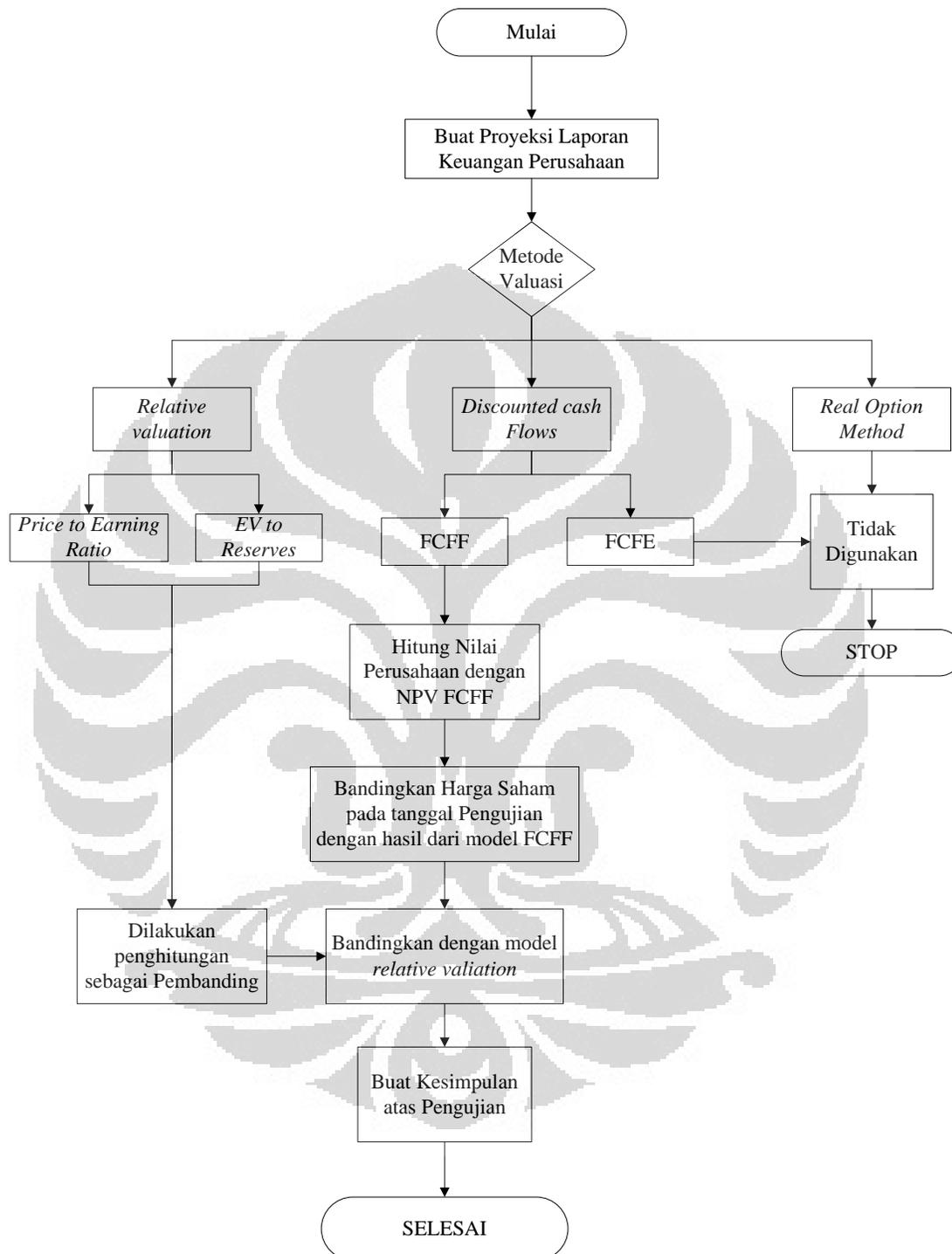
Laporan keuangan tahun 2011 mengungkapkan tiga tujuan pengiriman terbesar perusahaan adalah India yang mencakup 26% dari total pengiriman kemudian Jepang 19% dan Malaysia 12%.

3.8. Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran yang dilakukan penulis menitikberatkan pada analisa kuantitatif namun demikian didalam membuat asumsi serta estimasi, penulis menggunakan factor kualitatif seperti kondisi makro ekonomi, siklus harga komoditas dan siklus ekonomi, trend perubahan nilai tukar mata uang Rupiah terhadap US Dollar. Adapun langkah-langkah yang dilakukan didalam penulisan ini adalah:

1. Membuat proyeksi Laporan Keuangan Konsolidasian perusahaan yaitu dengan cara:
 - a. Membuat estimasi Laporan Laba Rugi Komprehensif Konsolidasian selama tahun 2012 – 2016, yaitu dengan membuat estimasi pendapatan dan biaya perusahaan.
 - b. Membuat estimasi Laporan Perubahan Posisi Keuangan Konsolidasian selama tahun 2012 – 2016 yaitu dengan membuat estimasi komponen aset lancar, aset tidak lancar, liabilitas jangka pendek, liabilitas jangka panjang dan ekuitas.
 - c. Membuat estimasi tingkat diskonto dan beta untuk menghitung *weighted average cost of equity*.
2. Melakukan penghitungan *Free Cash Flow to the Firm* berdasarkan asumsi yang telah dibuat dan *Net Present Value* nya.
3. Membandingkan hasil perhitungan *Net Present Value* dengan harga saham perusahaan pada akhir tahun 2011 untuk memperoleh kesimpulan apakah harga saham perusahaan *over valued*, *under valued*, atau *fairly valued*.
4. Menghitung nilai perusahaan dengan menggunakan model *relative valuation* yaitu *Price to Earning Ratio* dan *Enterprise Value to Reserves* kemudian bandingkan dengan perusahaan pertambangan lain yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk memperoleh kesimpulan apakah harga saham perusahaan *over valued*, *under valued*, atau *fairly valued* dibandingkan dengan perusahaan sejenis.
5. Bandingkan hasil kesimpulan yang diperoleh dari penghitungan FCFE dengan penghitungan *Price to Earning Ratio* dan *Enterprise Value to Reserves* lalu buat kesimpulan.

Untuk lebih mudah kerangka berfikir ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 3.4 Flowchart Kerangka Pemikiran

Sumber: Penulis

BAB 4

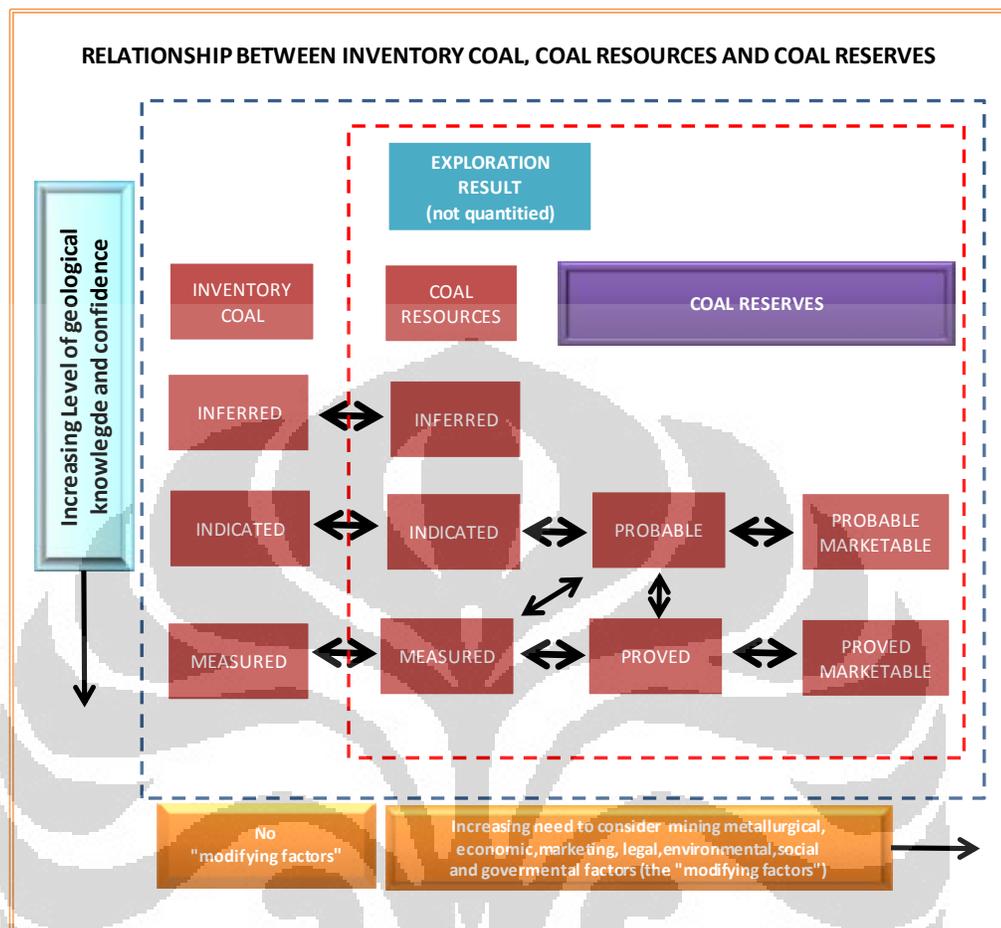
ANALISIS & PEMBAHASAN

4.1 *Mine life cycle* - *Bayan Resources Tbk*

Sebelum lebih jauh membahas mengenai siklus pertambangan, perlu untuk memahami status batubara itu sendiri sebelum menjadi produk yang dijual. *Joint Ore Reserves Committee* (JORC), yang merupakan lembaga profesional dari Australia yang melakukan penilaian terhadap potensi cadangan batubara, membedakan batubara hasil kegiatan eksplorasi menjadi dua kelompok besar (lihat gambar 4.1) yaitu:

- *Coal resources* yaitu bagian dari kandungan batubara yang berbentuk dan memiliki kualitas serta memiliki prospek untuk dilakukan penambangan secara ekonomis, yang termasuk didalam kategori ini adalah: *inferred*, *indicated* dan *measured*.
- *Coal reserves* merupakan cadangan batubara termasuk dalam kategori *indicated* dan *measured* yang secara ekonomis dapat ditambang.

Studi yang dilakukan Baurens (2010) yang menjelaskan siklus perusahaan pertambangan yang terbagi menjadi tiga tahapan yaitu:



Gambar 4.1 Persediaan, *reserves* dan *resources*

Sumber: <http://www.jorc.org/pdf/coalguidelines.pdf> (2012:8)

- *Discovery Speculation*

Dalam tahapan ini perusahaan berusaha mencari dan menemukan sumber daya batubara melalui kegiatan eksplorasi yang dimulai dari pemetaan dan survey permukaan tanah oleh geologis, setelah diindikasikan adanya potensi batubara maka proses selanjutnya adalah melakukan penyelidikan lebih lanjut terhadap area yang telah memiliki potensi itu seperti melakukan pengeboran untuk melihat komposisi batuan seperti kadar kalori dan kandungan mineral lainnya, melakukan survey kondisi lingkungan permukaan air tanah sampai dengan penemuan sumberdaya batubara (*Coal resources*).

Jika dilihat berdasarkan kriteria diatas, tidak ada proyek izin penambangan yang dimiliki PT Bayan Resources Tbk yang berada didalam kriteria ini.

- *Development Investment Analysis*

Tahap ini dimulai dengan dilakukannya penilaian dengan lebih detail terhadap sumberdaya batubara, membuat *feasibility study*, membuat perencanaan penambangan (*mine design*) sampai dengan pembuatan perhitungan cadangan batubara (*coal reserves*) serta melakukan kegiatan analisa terhadap dampak lingkungan jika melakukan kegiatan eksploitasi.

Beberapa proyek yang dimiliki PT Bayan Resources Tbk yang sudah masuk didalam tahapan ini yaitu: Dermaga Energi (DE), Tanur Jaya (TJ), Silau Kencana (SK), Sumber Api (SA), Tiwa Abadi (TA), Orkida Makmur (OM), Mahakam Energi (ME), Mahakam Bara Energi (MBE) dan Bara Karsa Lestari (BKL).

- *Production Revaluation*

Dalam masa ini ditandai dengan keputusan untuk melakukan produksi, dalam masa awal produksi yang dihasilkan umumnya masih sedikit karena didalam pekerjaan awal ini rasio aktual pengupasan tanah atau *overburden* sangat tinggi dan akan semakin menurun seiring dengan pengupasan tanah mencapai lapisan batubara pada kedalaman tertentu.

Proyek yang dimiliki Perusahaan yang berada dalam tahapan ini adalah Gunung Bayan PratamaCoal *Block I* dan Bayan PratamaCoal *Block II*, Perkasa Inaka Kerta (PIK), Teguh Sinar Abadi dan Firman Ketaun Perkasa (TSA dan FKP), Fajar Sakti Prima dan Bara Tabang (FSP dan BT) dan Wahana Baratama Mining (WBM).

4.2 Proyeksi Laporan Keuangan Konsolidasian

Untuk dapat menghitung nilai wajar perusahaan, diperlukan proyeksi terhadap laporan keuangan konsolidasian PT Bayan Resources Tbk (BYAN) yang dibuat selama lima tahun, yang di mulai dari tahun 2012 sampai dengan tahun 2017, laporan keuangan konsolidasian yang diproyeksikan adalah Laporan Laba Rugi Komprehensif Konsolidasian (*Consolidated Statement of Comprehensive Income*) dan Laporan Posisi Keuangan Konsolidasian (*Consolidated Statement of Financial*

Position), dari hasil proyeksi laporan tersebut kemudian dibuat estimasi *Free Cash Flows* selama periode estimasi dan *terminal value* pada akhir periode estimasi.

4.2.1 Proyeksi Laporan Laba Rugi Komprehensif Konsolidasian (*Consolidated Statement of Comprehensive Income*)

Asumsi dan metode yang digunakan oleh penulis didalam membuat proyeksi Laporan Laba Rugi Komprehensif PT Bayan Resources Tbk. adalah sebagai berikut:

1. Proyeksi terhadap pendapatan Perusahaan diperoleh dengan menjumlahkan dua jenis pendapatan perusahaan yaitu pendapatan yang berasal dari kegiatan utama perusahaan yaitu penjualan batubara dan pendapatan yang berasal dari penjualan non-batubara.
 - Proyeksi pendapatan yang berasal dari penjualan batubara dilakukan dengan memperkirakan pertumbuhan penjualan batubara dalam *metric ton* selama tahun 2012 sampai dengan tahun 2016 kemudian dikalikan dengan estimasi harga jual rata-rata batubara pada setiap periode proyeksi dengan mempertimbangkan perubahan nilai tukar mata uang Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat.
 - Proyeksi pendapatan perusahaan yang berasal dari penjualan non-batubara diestimasi tidak berubah selama masa proyeksi.
2. Biaya sehubungan pendapatan, beban penjualan dan beban administrasi dan umum.
 Biaya sehubungan pendapatan beban penjualan dan beban administrasi dan umum diproyeksikan berdasarkan nilai rata-rata biaya sehubungan pendapatan, beban penjualan dan beban administrasi dan umum terhadap pendapatan rata-rata perusahaan sejak tahun 2007 sampai dengan tahun 2011
3. Untuk bagian pendapatan/beban lain-lain, dilakukan dengan cara:
 - a. Untuk laba/rugi dari penjualan aset tetap dinilai sebesar nol.

- b. Pendapatan/biaya lain-lain diproyeksikan berdasarkan nilai rata-rata beban/pendapatan lain-lain terhadap pendapatan rata-rata perusahaan dari tahun 2007 sampai dengan tahun 2011.
 - c. Nilai lain didalam akun beban/pendapatan lain-lain diproyeksikan tidak berubah.
4. Tingkat pajak yang digunakan dalam perhitungan adalah 25%, sesuai dengan ketentuan Perjanjian Karya Pengusahaan Pertambangan Batubara (PKP2B) generasi kedua serta Ijin Usaha Pertambangan (IUP) yang dimiliki perusahaan.
 5. Pos-pos yang terkait dengan transaksi yang merupakan kejadian luar biasa dan bukan merupakan kegiatan operasional perusahaan dinilai sebesar nol.
 6. Hak Minoritas atau kepentingan non-pengendali diperoleh dengan mengalikan laba sebelum minoritas dengan persentase hak minoritas pada tahun 2011 yaitu sebesar 1,99%

4.2.2 Proyeksi Laporan Posisi Keuangan Konsolidasian (*Consolidated Statement of Financial Position*)

Dibawah ini adalah asumsi dan metode yang digunakan didalam membuat proyeksi Laporan Posisi Keuangan Konsolidasian Perusahaan, yaitu:

1. Aset Lancar
 - Kas dan setara kas dan kas dan setara kas yang dibatasi penggunaannya dihitung paling terakhir, merupakan faktor penyeimbang antara jumlah Aset dan jumlah Liabilitas dan Ekuitas.
 - Piutang usaha diproyeksikan berdasarkan rata-rata rasio *receivables turnover* pada tahun 2010 dan 2011 yang diperoleh dengan persamaan:

$$\text{Projected Revenue} / \frac{\text{Sales 2011}}{(\text{Receivables 2010} + \text{Receivables 2011})/2} \quad (4.1)$$

Berdasarkan perhitungan diatas diperoleh *receivables turnover* sebesar 19,95X.

- Persediaan diproyeksikan berdasarkan rata-rata rasio *inventory turnover* pada tahun 2010 dan 2011.

$$\text{Projected COGS} / \frac{\text{COGS 2011}}{(\text{Inventory 2010} + \text{Inventory 2011})/2} \quad (4.2)$$

Berdasarkan perhitungan diatas diperoleh *inventory turnover* sebesar 9,77X.

- Amortisasi atas biaya mobilisasi ditangguhkan diproyeksikan berdasarkan penurunan penurunan biaya amortisasi yang ditangguhkan pada tahun 2010 dan 2011
 - Nilai lain dalam aset lancar diasumsikan sama dengan nilai pada akhir tahun 2011.
2. Aset Tidak Lancar
- Pajak dibayar dimuka jangka panjang dihitung berdasarkan rata-rata kenaikan pajak dibayar dimuka tahun 2010 dan 2011.
 - Aset tetap dan aset pertambangan dijadikan satu sebagai bagian dari aset tetap. Pertumbuhan aset tetap tahun 2012 didasarkan pada *2012 Guidance* yaitu sebesar USD 255 Juta sedangkan untuk proyeksi pengeluaran belanja modal taun 2013 sampai dengan tahun 2016 diperoleh dari rata-rata *capex / sales* tahun 2011.
 - Akumulasi penyusutan aset tetap dan properti pertambangan dihitung dari jumlah akumulasi penyusutan tahun sebelumnya ditambah dengan penyusutan tahun berjalan yang terbagi menjadi dua yaitu:
 - Untuk aset tetap yang berasal dari saldo awal aset tetap tahun 2012 disusutkan berdasarkan penambahan biaya penyusutan tahun 2011 atau sampai dengan nilai sisa buku aset tetap itu bernilai nol.

- Aset dalam penyelesaian diasumsikan telah menjadi aset tetap pada akhir tahun 2012, penyusutan dimulai pada tahun 2013 dan tidak ada penambahan aset dalam penyelesaian dalam masa proyeksi.
- Aset tetap perusahaan diasumsikan meningkat berdasarkan rasio perbandingan antara *capital expenditure to sales* 2010 - 2011.
 - Bangunan dan Fasilitas Pelabuhan bertumbuh 49%
 - Mesin dan Peralatan disusutkan selama 10 tahun
 - Alat Pengangkutan disusutkan selama 4 tahun
 - Peralatan dan Perlengkapan lain disusutkan selama 4 tahun
 - Peralatan Lain disusutkan selama 4 tahun
- Aset tetap yang diperoleh pada masa proyeksi disusutkan pada tahun berikutnya dengan metode garis lurus yang dinyatakan sebagai berikut:
 - Bangunan dan Fasilitas Pelabuhan disusutkan selama 20 tahun
 - Mesin dan Peralatan disusutkan selama 10 tahun
 - Alat Pengangkutan disusutkan selama 4 tahun
 - Peralatan dan Perlengkapan lain disusutkan selama 4 tahun
 - Peralatan Lain disusutkan selama 4 tahun
- Akun biaya eksplorasi dan pengembangan yang ditangguhkan diasumsikan tidak berubah, semetara amortisasi biaya eksplorasi dan pengembangan yang ditangguhkan dihitung berdasarkan selisih antara jumlah amortisasi biaya eksplorasi dan pengembangan yang ditangguhkan tahun 2010 dengan jumlah amortisasi biaya eksplorasi dan pengembangan yang ditangguhkan tahun 2011.
- Biaya pengupasan tanah yang ditangguhkan dihitung berdasarkan rasio rata-rata *stripping cost turnover* tahun 2010 dan 2011.
- Akun lain dalam kategori aset tidak lancar diasumsikan sama dengan nilai yang tercatat dalam laporan keuangan tahun 2011.

3. Liabilitas Jangka Pendek

- Hutang usaha dihitung berdasarkan rasio rata-rata dari *payable turnover* tahun 2010 dan 2011.

$$\text{Projected COGS} / \frac{\text{COGS 2011}}{(\text{Payables 2010} + \text{Payables 2011})/2} \quad (4.3)$$

Berdasarkan perhitungan diatas diperoleh *payables turnover* sebesar 7,43X.

- Kewajiban lancar yang masuk kedalam kategori hutang berbunga (*interest bearing*) diproyeksikan tidak berubah, termasuk didalamnya adalah pinjaman jangka panjang yang akan jatuh tempo dalam satu tahun – pihak ketiga dan pinjaman jangka pendek – pihak ketiga.
- Beban yang masih harus dibayar dihitung berdasarkan rata-rata *turnover accrued expense* tahun 2010 dan 2011.
- Akun lain didalam liabilitas jangka pendek diasumsikan tidak berubah (sama dengan saldo pada akhir tahun 2011).

4. Liabilitas Jangka Panjang

- Pinjaman jangka panjang setelah dikurangi bagian yang akan jatuh tempo dalam satu tahun – pihak ketiga diproyeksikan tidak berubah
- Akun lain didalam liabilitas jangka panjang diasumsikan tidak berubah (sama dengan saldo pada akhir tahun 2011).

5. Ekuitas

- Modal saham yang ditempatkan dan disetor penuh diasumsikan tidak berubah (sama dengan saldo pada akhir tahun 2011).
- Laba ditahan yang dicadangkan dan tidak dicadangkan digabungkan menjadi laba ditahan, dihitung berdasarkan jumlah laba ditahan tahun sebelumnya ditambah dengan laba komprehensif tahun berjalan dan dikurangi dengan dividen yang dibagikan pada tahun yang bersangkutan.

- Akun lain didalam akun ekuitas diasumsikan tidak berubah (sama dengan saldo pada akhir tahun 2011).

4.3 Pembuatan Proyeksi Laporan Keuangan

Untuk melakukan penghitungan nilai wajar PT Bayan Resources Tbk diperlukan proyeksi atas laporan keuangan, penulis menggunakan proyeksi lima tahun sebagai dasar untuk dapat memperhitungkan arus kas. Beberapa asumsi yang digunakan penulis dalam pembuatan proyeksi laporan keuangan perusahaan seperti asumsi bahwa perusahaan penambahan aset tetap yang diproyeksikan bukan untuk kegiatan akuisisi wilayah tambang baru baik itu melalui pembukaan lahan baru (*Greenfield*) maupun melalui pembelian ijin Kuasa Pertambangan (*brownfield*) serta melakukan merger dan akuisisi yang dapat meningkatkan kemampuan produksi perusahaan dengan signifikan. Proyeksi keuangan disusun melalui data publikasi perusahaan dan berdasarkan faktor-faktor yang mempengaruhi keuntungan perusahaan, baik itu faktor eksternal maupun faktor internal.

Faktor eksternal merupakan faktor yang tidak dapat dikendalikan oleh manajemen perusahaan baik itu kondisi makroekonomi maupun faktor lain seperti cuaca. Perubahan nilai tukar mata uang, harga jual batubara dan harga bahan bakar merupakan faktor eksternal yang paling mempengaruhi profitabilitas dan arus kas perusahaan karena sebagian besar transaksi yang dilakukan perusahaan didalam mata uang Dollar Amerika Serikat. Biaya pengupasan tanah dan bahan bakar, pertambangan dan pengangkutan batubara mencakup 70% dari biaya sehubungan dengan pendapatan perusahaan atau *Cost of Goods Sold* pada tahun 2011. Tidak seperti perusahaan pada umumnya dimana harga jual produk perusahaan dapat ditetapkan oleh perusahaan dan meskipun penjualan perusahaan didasarkan pada kontrak jangka panjang, harga jual batubara perusahaan mengacu pada harga batubara di bursa komoditi internasional seperti BJI, API4 dan *platts*.

Faktor internal adalah faktor yang berasal dari dalam perusahaan, faktor ini umumnya dapat dikendalikan oleh manajemen perusahaan seperti peningkatan jumlah *metric ton* yang di produksi dan penghematan biaya. Didalam laporan keuangan perusahaan, pengaruh dari faktor internal ini dapat berupa penurunan biaya, perubahan didalam struktur biaya dan kenaikan pendapatan.

4.3.1 Asumsi Proyeksi Pendapatan

Didalam melakukan proyeksi pendapatan batubara, ada tiga faktor utama yang sangat berpengaruh terhadap pendapatan batubara perusahaan yaitu penjualan dalam *metric ton*, harga jual batubara dan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat:

- **Penjualan dalam *Metric Ton***

Perkiraan penjualan *metric ton* batubara untuk tahun 2012 didasarkan pada *2012 guidance report* yang diterbitkan perusahaan produksi perusahaan yaitu 20,4 juta *metric ton* atau meningkat sebanyak 35,95% kenaikan jumlah *Metric Ton* penjualan ini terutama disebabkan karena adanya tambahan produksi dari area baru yaitu Bara Tabang, Pakar South dan Mamahak.

Estimasi produksi pada tahun 2013 meningkat dengan persentase yang lebih kecil yaitu sebesar 26,60%, kenaikan ini dihitung berdasarkan rata-rata pertumbuhan aktual penjualan batubara perusahaan sejak tahun 2007 sampai dengan tahun 2011 dan estimasi penjualan tahun 2012. Untuk proyeksi terhadap produksi pada tahun 2014 sampai dengan tahun 2016 tumbuh sebesar 15% setiap tahunnya.

Tabel dibawah ini menunjukkan hasil lengkap perhitungan estimasi proyeksi produksi dan penjualan:

Tabel 4.1
Proyeksi Produksi dan Penjualan dalam Metric Ton

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
% Kenaikan MT penjualan	31,36%	26,60%	15,00%	15,00%	15,00%
MT Penjualan (dalam Jutaan)	20,40	25,80	29,70	34,20	39,30

Sumber: *Coal mining outlook presentation dan diolah penulis*

- Perubahan Harga Jual Batubara

Batubara merupakan produk komoditas yang unik dan perusahaan sebagai pihak penjual tidak dapat menetapkan sendiri harga jual batubara yang diproduksinya, selain itu faktor kualitas yang dinyatakan dalam satuan kalori, terutama bagi batubara jenis *thermal*, juga menjadi faktor penentu tinggi atau rendahnya harga jual batubara. Dalam *2012 Guidance Report* yang dipublikasikan Perusahaan dinyatakan bahwa 27,9% penjualan perusahaan didasarkan pada kontrak jangka panjang dengan harga jual yang nilainya tetap, sementara sisanya sebesar 72,1% merupakan harga *on the spot* yang mengacu kepada indeks API 4 atau *platts*. Estimasi untuk penjualan pada tahun 2012 sampai dengan 2014 mengacu pada harga yang ditetapkan dari estimasi berdasarkan index API 4 yaitu sebesar USD 112,00, USD 117,75 dan USD 122,00 atau naik sebesar 14,05% pada tahun 2012 kemudian pertumbuhan harga melambat, dengan kenaikan harga sebesar 5,13% dan 3,61% masing-masing pada tahun 2013 dan 2014.

Untuk estimasi tahun 2015 dan 2016 pertumbuhan harga jual diestimasi sebesar persentase estimasi pertumbuhan tahun 2014 yaitu sebesar 3,61% sehingga harga jual batubara perusahaan pada tahun 2015 dan 2016 masing-masing sebesar USD 126,40 dan USD 130,96.

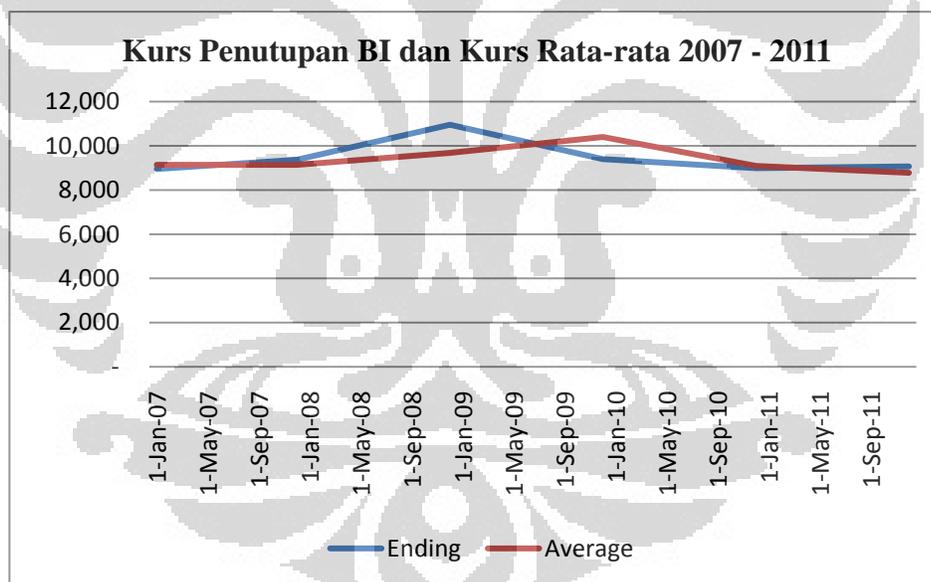
Tabel 4.2
Proyeksi Harga Jual Batubara Per *Metric Ton* (Dalam USD)

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
% Kenaikan harga Jual	14,05%	5,13%	3,61%	3,61%	3,61%
Harga Jual Rata-rata Batubara	112,00	117,75	122,00	126,40	130,96

Sumber: www.Argusmedia.com (Diakses pada 26 April 2012) dan estimasi penulis

- Perubahan Nilai Kurs Dollar terhadap Rupiah

Kurs nilai tukar rata-rata Rupiah terhadap USD didalam masa pengamatan penulis, selama tahun 2007 sampai dengan 2011 berada pada kisaran harga Rp 8.779 sampai dengan Rp 10.398/USD 1 seperti dapat dilihat digambar dibawah ini:



Gambar: 4.2 Kurs Penutupan BI dan Kurs Rata-rata 2007 - 2011

Sumber: <http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/Kurs+Bank+Indonesia/Kurs+Transaksi/>
(diakses pada 26 April 2012), data diolah penulis

Data historis diatas yang diperoleh dari kurs tengah Bank Indonesia pada awal Januari 2007 dan kurs tengah akhir bulan Bank Indonesia mulai bulan Januari

2007 sampai dengan 31 Desember 2011. Nilai rata-rata kurs tengah dari data yang diperoleh diatas menunjukkan bahwa nilai kurs tengah Rupiah terhadap US Dollar pada penutupan akhir bulan Sejak Januari 2007 sampai dengan 31 Desember 2011 adalah sebesar Rp 9.369/USD 1, atau sebesar Rp 9.172/USD 1 jika tanpa mempertimbangkan perubahan nilai tukar yang cukup signifikan selama periode kuartal ke empat 2008 sampai dengan kuartal kedua 2009, sementara rata-rata kurs tengah Bank Indonesia selama tahun 2011 adalah sebesar Rp 8.997/USD 1.

penulis mengasumsikan depresiasi Rupiah terhadap USD yang didasarkan pada asumsi bahwa nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar akan mendekati harga rata-ratanya pada tahun 2016 yaitu pada Rp 9.369/USD 1, atau sebesar Rp 9.172/USD 1 jika tanpa mempertimbangkan perubahan nilai tukar yang cukup signifikan selama periode kuartal ke empat 2008 sampai dengan kuartal kedua 2009 sehingga proyeksi kenaikan diestimasi sebesar 1% setiap tahunnya sehingga pada akhir tahun 2016 nilai tukar Rupiah sebesar Rp 9.227/USD 1.

Tabel 4.3
Proyeksi Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
% Kenaikan Nilai Tukar	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Kurs Tukar (IDR/USD 1)	8.867	8.956	9.046	9.136	9.227

Sumber: Estimasi Penulis

Komponen pendapatan non-batubara selama masa proyeksi diasumsikan tidak berubah dari pendapatan non batubara pada tahun 2011 yaitu sebesar Rp 128.960 juta.

4.3.2 Proyeksi Biaya

Asumsi-asumsi biaya yang terkait dengan kegiatan perusahaan dinyatakan sebagai berikut:

- Biaya sehubungan dengan pendapatan selama masa proyeksi dihitung berdasarkan rata-rata persentase biaya sehubungan dengan pendapatan terhadap pendapatan perusahaan dari tahun 2007 sampai dengan tahun 2011 yaitu sebesar 76,44%.
- Beban penjualan selama masa proyeksi dihitung berdasarkan rata-rata persentase Beban penjualan terhadap pendapatan perusahaan sejak tahun 2007 sampai dengan tahun 2011 yaitu sebesar 7,59%.
- Beban administrasi dan umum selama masa proyeksi dihitung berdasarkan rata-rata persentase Beban administrasi dan umum terhadap pendapatan perusahaan sejak tahun 2007 sampai dengan tahun 2011 yaitu sebesar 3,84%.
- Laba/rugi penjualan aset tetap diestimasi sebesar nol sepanjang masa proyeksi.
- (Beban) / Pendapatan lain-lain bersih diproyeksikan berdasarkan nilai rata-rata beban/pendapatan lain-lain terhadap pendapatan rata-rata perusahaan dari tahun 2007 sampai dengan tahun 2011 atau sebesar 0,41% dari pendapatan perusahaan.
- Pajak penghasilan dihitung berdasarkan tarif pasal 17 pajak yang berlaku menurut Undang Undang Republik Indonesia No. 36 tahun 2008 tentang Perubahan Keempat Atas Undang Undang No 7 Tahun 1983 Tentang Pajak Penghasilan, yaitu sebesar 25% dari laba sebelum pajak.
- Hak Minoritas selama masa proyeksi dihitung berdasarkan rata-rata persentase hak minoritas terhadap laba (rugi) sebelum hak minoritas pada tahun 2011 dan 2010 yaitu sebesar 2,21%

4.4 Tingkat Diskonto

Didalam *Free Cash Flow Model*, tingkat diskonto menggambarkan risiko yang melekat pada suatu investasi. Didalam *discounted cash flow model* nilai diskonto digunakan sebagai faktor untuk menghitung nilai saat ini atas arus kas masa depan.

4.4.1 *Cost of Debt*

Cost of Debt (Kd) merupakan biaya yang harus dikeluarkan oleh seseorang/perusahaan/institusi, umumnya berupa bunga sebagai imbal hasil atas pinjaman yang diperolehnya. Nilai *Cost of Debt* perusahaan diperoleh dengan menghitung persentase beban keuangan dibandingkan dengan nilai rata-rata hutang yang berbunga antara tahun bersangkutan dengan tahun sebelumnya. Didalam masa proyeksi, jumlah total hutang berbunga perusahaan diasumsikan tidak berubah dari jumlah hutang berbunga yang dilaporkan pada akhir tahun 2011 yaitu sebesar Rp 3.591.064 juta Rupiah.

Cost of Debt dihitung dari beban keuangan tahun 2011 sebesar Rp 120.809 juta dibagi rata-rata jumlah hutang berbunga selama tahun 2011 dan 2010 sebesar Rp 3.011.691 juta sehingga diperoleh nilai *Cost of Debt* sebesar 4,01%. Dibawah ini perhitungan *Cost of Debt* perusahaan:

Tabel 4.4
Perhitungan *Cost of Debt*

	2011	2010
Jumlah hutang berbunga - Jk Pendek	2.859.171	520.583
Jumlah hutang berbunga - Jk Panjang	731.893	1.911.734
Jumlah Hutang Berbunga	3.591.064	2.432.317
Rata-Rata Jumlah Hutang Berbunga		3.011.691
Beban keuangan		120.809
<i>Total Cost of Debt</i>		4,01%

Sumber: Laporan Keuangan Tahun 2011 - 2010 yang diolah

Nilai *cost of debt* ini lebih rendah dibandingkan tingkat SBI selama tahun 2011 yang berada dikisaran 6,5%, hal ini disebabkan karena pinjaman yang diperoleh perusahaan dalam mata uang Dollar.

4.4.2 *Cost of Equity*

Cost of Equity merupakan risiko yang ditanggung perusahaan ketika perusahaan menggunakan dananya sendiri yang berasal dari laba ditahan dalam melakukan *financing*. *Cost of Equity* perusahaan diperoleh melalui pendekatan perhitungan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* yaitu:

$$K_e = R_f + \beta X (R_m - R_f) \quad (4.4)$$

Dimana:

Risk free return (R_f) diperoleh dengan mengacu pada rekap tahunan *US Treasury with constant maturities* berjangka waktu 1 bulan pada saat penelitian ini dibuat yaitu sebesar 0,1% ditambah dengan faktor *country risk* yaitu sebesar 3,9% sehingga diperoleh nilai *risk free return* sebesar 4%.

Beta (β) diperoleh dari informasi keuangan yang didapat dari *bloomberg* yang diakses penulis pada tanggal 27 April 2012 (<http://www.bloomberg.com/quote/BYAN:IJ/key-statistics>) yaitu dengan *beta* sebesar 1,5686, namun *beta* sebesar 1,5686 ini merupakan *leveraged beta* sementara perhitungan *cost of equity* memerlukan *beta* yang *unlevered*, untuk itu berdasarkan informasi *levered beta* maka *unlevered beta* diperoleh dengan rumus:

$$\beta_{Equity} = \left(1 + \frac{(1-t_c)Debt}{Equity}\right)\beta_{Unlevered} \quad (4.5)$$

Tabel 4.5
Perhitungan Beta

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
<i>Tax Rate</i>	25%	25%	25%	25%	25%
<i>Unlevered Beta</i>	1,5686	1,5686	1,5686	1,5686	1,5686
<i>Total Debt (In Million IDR)</i>	3.591.064	3.591.064	3.591.064	3.591.064	3.591.064
<i>Total Equity (In Million IDR)</i>	6.328.602	8.528.582	11.207.337	14.463.487	18.406.935
<i>Levered Beta</i>	1,6676	1,4954	1,3770	1,2921	1,2295

Sumber: Bloomberg.com dan data yang diolah penulis

Risk premium (R_m) diperoleh dari referensi *Damodaran online* yaitu sebesar 9,6%, nilai tersebut sudah mencerminkan *country risk premium* di Indonesia yang sebesar 3,6%.

Tabel 4.6
Perhitungan Cost of Equity

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
<i>Risk Free Return (R_f)</i>	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
<i>Beta β</i>	1,6676	1,4954	1,3770	1,2921	1,2295
<i>Risiko Pasar (R_m)</i>	9,60%	9,60%	9,60%	9,60%	9,60%
<i>Cost of Equity (K_e)</i>	20%	18%	17%	16%	16%

Sumber: Data yang diolah penulis

Berdasarkan perhitungan pada tabel diatas, maka diperoleh *cost of equity* yang semakin menurun dimana *cost of equity* pada tahun 2012 sebesar 20%, kemudian

pada tahun 2013 menurun 2% sehingga menjadi 18%, tahun 2014 turun 1% menjadi 17% dan pada tahun 2015 dan 2016 menjadi sebesar 16%.

4.4.3 *Weighted Average Cost of Capital*

Perhitungan WACC BYAN dilakukan dengan menggunakan rumus:

$$WACC = \left[K_e \times \frac{E}{(D+E)} \right] + \left[K_d \times (1 - T) \times \frac{D}{(D+E)} \right] \quad (4.6)$$

Besaran *Cost of Debt (Kd)* dan *Cost of Equity (Ke)* telah diketahui melalui perhitungan diatas. Tarif pajak (T) yang dikenakan di BYAN adalah tarif pajak yang berlaku umum yang berdasarkan Undang Undang Republik Indonesia No. 36 tahun 2008 tentang Perubahan Keempat Atas Undang Undang No 7 Tahun 1983 Tentang Pajak Penghasilan yaitu sebesar 25%. Proporsi Liabilitas diperoleh dengan membagi jumlah liabilitas perusahaan dengan liabilitas ditambah dengan ekuitas begitu juga proporsi ekuitas yang dipeoleh dengan membagi jumlah ekuitas dengan liabilitas ditambah dengan ekuitas.

Tabel 4.7
Perhitungan *Weighted Average Cost of Capital*

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
<i>Tax Rate (T)</i>	25%	25%	25%	25%	25%
<i>Total Debt (In Million IDR)</i>	3.591.064	3.591.064	3.591.064	3.591.064	3.591.064
<i>Total Equity (In Million IDR)</i>	6.328.602	8.528.582	11.207.337	14.463.487	18.406.935
<i>Cost of Equity (Ke)</i>	20,01%	18,36%	17,22%	16,40%	15,80%
<i>Cost of Debt (Kd)</i>	4,01%	4,01%	4,01%	4,01%	4,01%
<i>Weighted Average Cost of Capital (WACC)</i>	13,85%	13,81%	13,77%	13,74%	13,71%

Sumber: Data yang diolah penulis

Dari tabel 4.7 diatas, maka diperoleh WACC Perusahaan pada tahun 2012 sampai dengan tahun 2016 masing-masing sebesar 13,85%, 13,81%, 13,77%, 13,74 dan 13,71%, rata-rata penurunan WACC sepanjang masa proyeksi adalah sebesar 0,03% hal ini disebabkan karena semakin menurunnya *cost of equity* perusahaan, hal ini terutama dipengaruhi oleh proporsi dari sumber pendanaan yang dimiliki perusahaan yaitu proporsi liabilitas dan modal.

4.5 Perhitungan Nilai Saham dengan pendekatan FCFE

Sebelum menghitung nilai saham dengan menggunakan metode *free cash flow to the Firm* (FCFE), langkah pertama yang harus dilakukan adalah menghitung *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) yaitu dari laba bersih kemudian ditambahkan kembali komponen bunga, biaya pajak, biaya depresiasi dan amortisasi terhadap estimasi Laporan Perubahan Posisi Keuangan yang telah dibuat.

Tabel 4.8
Perhitungan EBITDA

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
<i>Net Income</i>	1.602.643	2.199.980	2.678.755	3.256.150	3.943.448
-/- <i>Tax Expense</i>	(546.313)	(749.935)	(913.142)	(1.109.965)	(1.344.253)
-/- <i>Interest expense</i>	(144.041)	(144.041)	(144.041)	(144.041)	(144.041)
+/+ <i>Depreciation</i>	362.333	781.398	905.309	955.211	1.145.738
+/+ <i>Amortization</i>	19.485	19.485	19.485	19.485	19.485
EBITDA	2.674.815	3.894.839	4.660.732	5.484.851	6.596.965

Sumber: Data yang diolah penulis

Perhitungan EBITDA pada Tabel 4.8 menunjukkan nilai EBITDA tahun 2012 sebesar Rp 2.674.815 juta kemudian meningkat 46% pada tahun 2013 menjadi Rp 3.894.839 juta, jumlah yang terus meningkat dari 2014 sampai tahun 2016 hingga Rp 6.596.965 pada tahun 2016. Setelah EBITDA yang diperoleh, dilakukan penghitungan *Terminal value* pada tahun 2016 yang dihitung dengan *perpetuity* yang diperoleh dengan rumus:

$$Terminal\ Value_{2016} = \frac{FCF_{2016}}{r_{WACC} - g} \quad (4.7)$$

Berdasarkan perhitungan diatas, r yang digunakan adalah 13,71% dengan tingkat pertumbuhan laba perusahaan pada akhir tahun 2016 yaitu sebesar 8,28% sehingga diperoleh terminal value sebesar Rp 13.166.484 Juta.

Perhitungan FCFF diperoleh dari EBITDA yang telah dihasilkan kemudian dikurangi dengan perubahan *net working capital* dan *Capital Expenditure* selama periode proyeksi sehingga diperoleh FCFF yang kemudian didiskontokan dengan *Weighted Average Cost of Capital* sehingga diperoleh *net present value of free cash flow of the firm*.

Nilai *present value of FCFF* kemudian ditambahkan dengan nilai *terminal value* sehingga diperoleh *Value of the Firm*. Harga teoritis saham atas proyeksi yang dilakukan diperoleh dengan membagi *Value of the Firm* dengan jumlah saham perusahaan yang beredar pada saat valuasi dilakukan yaitu sebesar 3.333.333.500 lembar saham.

Tabel 4.9
Perhitungan FCFF

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
<i>EBITDA</i>	2.674.815	3.894.839	4.660.732	5.484.851	6.596.965
<i>-/-Change in NWC</i>	(3.146.343)	(1.968.808)	(182.825)	1.953.304	4.646.155
<i>-/-Capex</i>	2.261.085	709.259	853.758	1.028.020	1.235.452
<i>FCFF</i>	3.560.073	5.154.388	3.989.800	2.503.528	715.358
<i>WACC</i>	13,85%	13,81%	13,77%	13,74%	13,71%
<i>PV FCFF</i>	3.126.870	3.979.524	2.709.339	1.495.907	376.220
<i>Terminal Value</i>					13.166.484
<i>Value of the Firm</i>					24.854.344
<i>Outstanding Shares</i>					3.333.333.500
<i>BYAN Price Per Share</i>					7.456

Tabel 4.9 diatas diperoleh *present value* tahun 2012 sebesar Rp 3.126.870 juta yang diperoleh dari *free cash flow* tahun 2012 yang didiskontokan pada WACC sebesar 13,85%, tahun 2013 diperoleh nilai *present value* sebesar Rp 3.979.524 juta yang berasal dari *free cash* 2013 sebesar Rp 5.154.388 pada tingkat diskonto 13,81%. Pada tahun 2014 *free cash flow* sebesar Rp 3.989.800 juta didiskontokan sebesar 13,77% sehingga diperoleh nilai *present value* sebesar Rp 2.709.339 juta. Tahun 2015 *free cash flow* sebesar Rp 2.503.528 juta didiskonto dengan WACC sebesar 13,74% sehingga menghasilkan Rp 1.495.907 juta dan *free cash flow* tahun 2016 sebesar Rp 715.358 juta didiskontokan sebesar 13,71% menjadi Rp 376.220 juta ditambah nilai *terminal value* yang telah dihitung sebelumnya sehingga nilai *present value* tahun 2016 menjadi Rp 13.166.484 juta.

Jumlah dari *present value of free cash flow* dari tahun 2012 sampai dengan tahun 2016, termasuk nilai terminal value menghasilkan nilai intrinsik perusahaan sebesar Rp 24.854.344 juta atau sebesar Rp 7.456 per lembar sahamnya atau ekuivalen dengan Rp 7.450 perlembar saham..

Pada tanggal 30 Desember 2011 harga penutupan saham perusahaan yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia sebesar Rp 18.000 per lembar sahamnya atau 142% lebih tinggi dari harga yang dihitung berdasarkan proyeksi yang dilakukan penulis.

4.6 Pembandingan

Untuk lebih meyakinkan perhitungan yang dilakukan, sebagai pembandingan penulis menggunakan dua pendekatan dari model *relative valuation* yaitu *Enterprise Value to Reserves* dan *Price to Earning Ratio* untuk melihat kewajaran harga saham dengan *ticket* BYAN dibanding perusahaan lain yang sejenis.

4.6.1 *Enterprise Value (EV) to Reserves*

Perhitungan *Enterprise Value to Reserves* merupakan salah satu model perhitungan *relative valuation*. Monk dan Lajoux (2011) mengungkapkan bahwa model perhitungan ini sangat sederhana karena tidak memerlukan estimasi ataupun asumsi namun tidak dapat digunakan sebagai model valuasi utama akan tetapi merupakan *benchmark* yang berguna. *EV to reserves* pada hakekatnya menilai perusahaan yang didasarkan pada *mineable reserves* atau cadangan batubara yang dapat ditambang oleh perusahaan.

Rumus yang digunakan dalam model ini adalah:

$$EV\ to\ reserves = \frac{Market\ Cap + Net\ Debt + Minority\ Interest - Cash}{Reserves} \quad (4.8)$$

Market Capitalization diperoleh dari perkalian antara jumlah saham yang beredar dengan harga saham pada tanggal terakhir transaksi pada tahun 2011 yaitu tanggal 30 Desember 2011 yaitu sebesar Rp 18.000.

Net debt dan *minority interest* diperoleh dari jumlah hutang berbunga yang diperoleh dari Laporan Posisi Keuangan Konsolidasian dikurang saldo kas dan setara kas dan kas yang dibatasi penggunaannya pada tanggal 31 Desember 2011 yaitu masing-masing sebesar Rp 2.063.129 juta dan Rp 1.705.561. Perhitungan *EV to Reserves* dapat dilihat pada tabel perhitungan dibawah:

Tabel 4.10
Proyeksi Perhitungan *Enterprise Value to Reserves*

	2011
<i>Outstanding Shares</i>	3.333.333.500
<i>Price Per Share as of Dec 31, 2011</i>	18.000
<i>Market Capitalization (In Million)</i>	60.000.003
<i>Net Debt (In Million)</i>	2.063.129
<i>Minority Interest (In Million)</i>	1.705.561
<i>Enterprise Value (In Million)</i>	63.768.693
<i>Reserves (In Million)</i>	835,27
Price/Shares	76.345

Sumber: Data diolah

Sebagai pembandingan, penulis menggunakan perusahaan batubara yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia yang diklasifikasikan oleh Koran Kontan pada tanggal 2 Januari 2012 serta mengungkapkan adanya cadangan batubara didalam Laporan Keuangan untuk Tahun 2011.

Berdasarkan kriteria yang dibuat oleh Koran Kontan yang terbit pada tanggal 2 Januari 2012, terdapat 17 perusahaan yang termasuk didalam kategori perusahaan pertambangan batubara, namun hanya ada sebelas perusahaan yang melaporkan

memiliki cadangan batubara didalam laporan keuangan 2011. Dibawah ini pembandingan perusahaan-perusahaan tersebut berdasarkan perhitungan *Enterprise Value to Reserves*.

Tabel 4.11
Pembandingan *EV to Reserves*

<i>Ticker</i>	<i>Price (IDR)</i>	<i>Enterprise Value</i>	<i>Reserves</i>	<i>EV to reserves</i>	<i>Increase Amount</i>	<i>Increase %</i>
ADRO)*	1.770	70.680.582	889	79.476	77.706	4.390%
BORN	830	13.770.921	132	104.483	103.653	12.488%
BRAU)*	415	17.231.530	326	52.825	52.410	12.629%
BUMI)*	2.175	45.217.218	1.463	30.898	28.723	1.321%
BYAN	18.000	62.570.239	835	74.910	56.910	316%
HRUM	6.850	17.345.450	103	168.076	161.226	2.354%
ITMG)*	38.650	43.604.065	252	172.950	134.300	347%
KKGI	6.540	25.731.700	68	376.482	369.942	5.657%
PTBA	17.350	132.103.607	1.733	76.224	58.874	339%
ARII	1.520	6.597.144	29	225.930	224.410	14.764%
GEMS	2.725	14.177.485	911	15.558	12.833	471%
						5.007%

*) Dikonversi dengan menggunakan kurs tengah BI pada akhir tahun 2011 sebesar Rp 9.068/USD 1
Sumber: Data diolah penulis dari laporan Keuangan Audit Perusahan Tahun yang Berakhir Desember 31, 2011 dan 2010

Tabel perhitungan 4.11 menunjukkan ada tiga perusahaan yang memiliki potensi kenaikan harga yang berada diatas rata-rata, dua perusahaan yang berada di dalam kelompok rata-rata dan enam perusahaan yang berada dibawah rata-rata.

Potensi kenaikan harga yang paling tinggi berdasarkan perhitungan *Enterprise Value to Reserves* pada tabel diatas adalah PT Atlas Resources Tbk (ARII) dengan harga Rp 225.930 atau naik sebesar 14.764%, kemudian PT Berau Coal Energy Tbk (BRAU) dan PT Borneo Lumbung Energi dan Metal Tbk (BORN) dengan harga masing-masing sebesar Rp 52.825 dan Rp 104.483 atau meningkat sebesar 12.629% dan 12.488%.

Nilai intrinsik PT Resource Alam Indonesia Tbk (KKGI) sebesar Rp 376.482 naik 5.657% dari harga penutupan tanggal 30 Desember 2011 yang sebesar Rp 6.540, sementara PT Adaro Energy Tbk (ADRO) bernilai Rp 79.476 perlembar sahamnya naik 4.390% dibanding harga penutupan yang sebesar Rp 1.770.

Untuk saham yang potensi kenaikannya dibawah rata-rata industrinya adalah PT Harum Energy Tbk (HRUM) dengan potensi kenaikan sebesar 2.354% menjadi Rp 168.076 kemudian PT Bumi Resources Tbk (BUMI) dengan potensi kenaikan 1.321% menjadi Rp 30.898, PT Golden Energy Mines Tbk (GEMS), PT Indo Tambangraya Megah Tbk (ITMG) dan PT Tambang Batu Bara Bukit Asam (Persero) Tbk (PTBA) dengan kenaikan masing-masing sebesar 471%, 347% dan 339% dengan target harga masing-masing sebesar Rp 15.558, Rp172.950 dan Rp 76.224.

Sementara itu nilai wajar saham PT Bayan Resources Tbk (BYAN) berdasarkan perhitungan *Enterprise Value to Reserves* adalah sebesar Rp 74.910, naik Rp 56.910 atau 316% dari harga penutupan tanggal 30 Desember 2011 yang sebesar Rp 18.000, berada pada urutan yang paling rendah diantara perusahaan lainnya sehingga meskipun harga sahamnya *undervalued* berdasarkan perhitungan *Enterprise Value to Reserves* namun potensi kenaikannya menjadi tidak menarik dibandingkan dengan perusahaan tambang lain.

4.6.2 Price to Earning Ratio

Pembandingan kedua yang dilakukan adalah dengan model pembandingan yang paling umum digunakan yaitu dengan *Price to Earning Ratio*. Kriteria perusahaan yang digunakan sebagai pembandingan adalah sama dengan penghitungan *Enterprise Value to Reserves* yaitu pada perusahaan yang bergerak dalam industri yang sama yang merujuk kepada Koran Kontan yang terbit pada tanggal 2 Januari 2012 yang termasuk didalam kategori perusahaan pertambangan batubara dan yang memiliki cadangan batubara yang dilaporkan didalam laporan keuangan 2011.

Tabel 4.12
Pembandingan PER

<i>Ticker</i>	<i>Price (IDR)</i>	EPS	PER
ADRO*)	1.770	156	11,34
BORN	830	103	8,06
BRAU*)	415	34	12,04
BUMI*)	2.175	94.04	23,13
BYAN	18.000	550	32,73
HRUM	6.850	542	12,64
ITMG*)	38.650	4.353	8,88
KKGI	6.540	450	14,53
PTBA	17.350	1.339	12,96
ARII	1.520	17	89,41
GEMS	2.725	56	48,89
Rata-Rata			24,96

*) Dikonversi dengan menggunakan kurs tengah BI pada akhir tahun 2011

Sumber: Data diolah penulis dari laporan Keuangan Auditan Perusahaan Tahun yang Berakhir Desember 31, 2011 dan 2010

Berdasarkan perhitungan PER yang dihitung dari tabel 4.12 diatas, PER rata-rata perusahaan sebesar 24,96X terdapat tujuh perusahaan yang memiliki PER yang *undervalued*, satu perusahaan yang *fairly valued* dan tiga perusahaan yang *overvalued*.

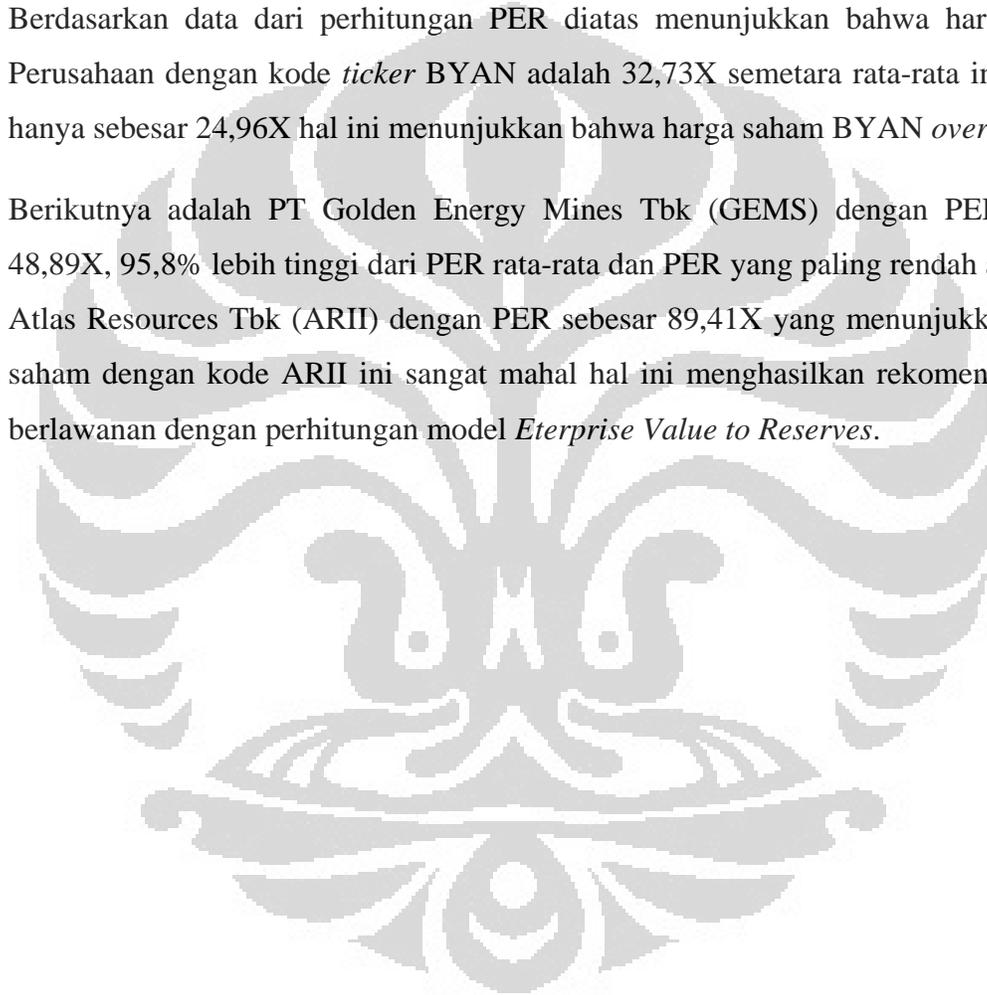
Potensi keuntungan yang paling tinggi berdasarkan perhitungan PER adalah PT Borneo Lumbang Energi dan Metal Tbk (BORN) dengan nilai PER sebesar 8,06X lebih rendah 67,7% dari nilai PER rata-rata, kedua PT Indo Tambangraya Megah Tbk (ITMG) dengan PER sebesar 8,88X lebih rendah 64,4%, selanjutnya PT Adaro Energy Tbk (ADRO) dan PT Berau Coal Energy Tbk (BRAU) dengan PER masing-masing sebesar 11,34X dan 12,04X dengan potensi 54,6% dan 51,8% dari rata-rata PER dan tiga berikutnya adalah PT Harum Energy Tbk (HRUM), PT Tambang Batu Bara Bukit Asam (Persero) Tbk (PTBA) dan PT Resource Alam Indonesia Tbk

(KKGI) dengan PER masing-masing sebesar 12,64X, 12,96X dan 14,53X dengan potensi 49,4%, 48,1% dan 41,8%.

Berdasarkan perhitungan, PER PT Bumi Resources Tbk (BUMI) adalah sebesar 23,13X naik sebesar 7,3%, nilai yang mendekati nilai rata-rata PER sehingga dapat dikatakan bahwa harga saham BUMI *fairly priced*.

Berdasarkan data dari perhitungan PER diatas menunjukkan bahwa harga saham Perusahaan dengan kode *ticker* BYAN adalah 32,73X semetara rata-rata industrinya hanya sebesar 24,96X hal ini menunjukkan bahwa harga saham BYAN *overvalued*.

Berikutnya adalah PT Golden Energy Mines Tbk (GEMS) dengan PER sebesar 48,89X, 95,8% lebih tinggi dari PER rata-rata dan PER yang paling rendah adalah PT Atlas Resources Tbk (ARII) dengan PER sebesar 89,41X yang menunjukkan bahwa saham dengan kode ARII ini sangat mahal hal ini menghasilkan rekomendasi yang berlawanan dengan perhitungan model *Eterprise Value to Reserves*.



BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Kesimpulan dari analisa, proyeksi dan perhitungan yang telah dilakukan dapat diambil kesimpulan bahwa:

- Nilai wajar saham dengan kode BYAN yang dihitung berdasarkan model FCFE adalah sebesar Rp 7.450 perlembar saham menunjukkan harga saham PT Bayan Resources Tbk saat ini *over valued* sebesar Rp 10.550 atau 141,61% lebih rendah dari harga saham penutupan pada tanggal 30 Desember 2011 yang sebesar Rp 18.000.
- Perhitungan yang dilakukan dengan pendekatan *relative valuation* dengan menggunakan *Enterprise Value to Reserves* menunjukkan hasil yang berbeda, dimana harga saham perusahaan cenderung *under valued* dengan potensi kenaikan sebesar 316%, lebih jauh analisa dilakukan dengan melakukan perhitungan serupa pada perusahaan batubara lain yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia lalu menghitung potensi kenaikannya serta membuat rata-rata *return*. Hasil perhitungan yang dilakukan menghasilkan kesimpulan yang menunjukkan bahwa meskipun harga saham BYAN *under valued*, namun berada dibawah rata-rata industrinya yaitu 50 kali dari harga penutupan pada akhir tahun 2011 sehingga dapat disimpulkan bahwa harga saham BYAN sudah mahal. Begitupula Hasil perhitungan dengan model *Price to Earning Ratio*, menghasilkan perhitungan PER PT Bayan Resources Tbk sebesar 32,73X sementara rata-rata industri sebesar 24,96X, menunjukkan bahwa harga saham ini sudah *over valued*.

5.2 Saran

Beberapa saran terkait dengan penulisan ini.

- Akademisi

Penghitungan yang dilakukan melalui pendekatan *relative valuation* dengan model *Enterprise Value to Reserve* menghasilkan perbedaan nilai yang signifikan dibandingkan dengan pendekatan FCFE dan seperti yang telah diungkapkan oleh Monk dan Lajoux (2011), model yang digunakan dapat digunakan sebagai model valuasi yang utama. Namun demikian valuasi dengan menggunakan *reserves* sebagai *benchmark* dalam menilai kewajaran harga saham perusahaan batubara seharusnya sangat representative namun hasil kesimpulan yang diperoleh penulis sangat tinggi sehingga perlu perbaikan atas model yang dibuat saat ini.

Hal lain yang harus diperhatikan didalam penggunaan *reserves* sebagai model perhitungan adalah mengenai kondisi cadangan itu sendiri, di Indonesia belum semua perusahaan batubara menghitung potensi *mineable reserves* nya, sehingga diperlukan perhatian khusus.

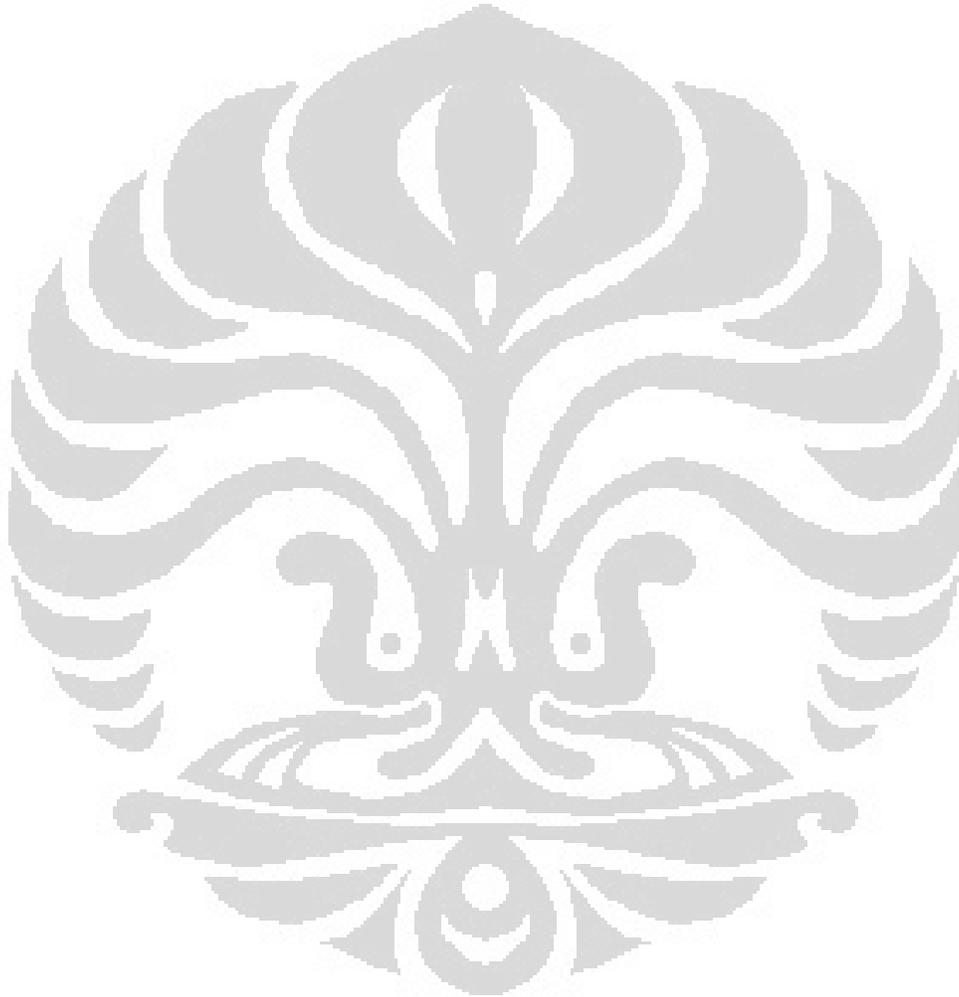
- Investor

Nilai valuasi yang dibuat penulis hanya merupakan acuan didalam melakukan pemilihan saham terutama bagi mereka yang tertarik terhadap saham dengan *ticker* BYAN namun demikian perhitungan valuasi ini bukan merupakan harga mutlak yang menilai bahwa harga saham BYAN adalah sebesar hasil valuasi penulis karena didalam pembuatannya banyak asumsi-asumsi yang digunakan yang tentunya berbeda bagi tiap-tiap orang. Keputusan untuk melakukan investasi tetap berada ditangan investor.

- Perusahaan

Valuasi yang dilakukan penulis banyak didasarkan pada asumsi-asumsi yang diperoleh berbagai referensi yang diperoleh penulis, hal yang penting adalah dengan adanya penulisan ini perusahaan dapat mempertimbangkan untuk

memberikan informasi yang lebih informatif didalam website perusahaan (<http://www.bayan.com.sg/>) sehingga investor dapat melihat dan membaca informasi yang bukan sekedar informasi yang disyaratkan oleh pembuat kebijakan tetapi lebih dari itu sehingga dapat menimbulkan kepercayaan bagi calon investor untuk melakukan investasi diperusahaan.



DAFTAR PUSTAKA

- Argus media. Argus Coal Daily International. (n.d.). 26 April 2012.
<http://www.argusmedia.com>
- BAPEPAM-LK. (2008). *Annual Report 2007*. 16 Mei 2012.
http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/annual_report_pm/index.htm.
Hal 26.
- BAPEPAM-LK. (2009). *Annual Report 2008*. 16 Mei 2012.
http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/annual_report_pm/index.htm.
Hal 21.
- BAPEPAM-LK. (2010). *2009 Annual Report*. 16 Mei 2012.
http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/annual_report_pm/index.htm.
Hal 35.
- BAPEPAM-LK. (2011). *2010 Annual Report*. 16 Mei 2012.
http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/annual_report_pm/index.htm.
Hal 38.
- BAPEPAM-LK. (2012). *Annual Report 2011*. 16 Mei 2012.
http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/annual_report_pm/index.htm.
Hal 37.
- Baurens, Svetlana. (2010). *Valuation of Metals and Mining Companies*. 5 Maret 2012.
http://www.basinvest.ch/upload/pdf/Valuation_of_Metals_and_Mining_Companies.pdf
- Damodaran, Aswath. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets (2nd Edition)*. New York: John Wiley & Sons.
- Fernández, Pablo. (2002). *Three Residual Income Valuation Methods and Discounted Cash Flow Valuation*. 26 April 2012.
http://pruss.narod.ru/ThreeIncome_OneDCF.pdf
- Graham, Benjamin (2003) *The intelligent Investor: The Definitive Book of Value Investing (Revised Edition)*. New York: HarperCollins.

- Indonesian Stock Exchange. (n.d.). *IDX Statistics 2007*. 16 Mei 2012. <http://www.idx.co.id/Home/Publication/Statistic/tabid/140/language/id-ID/Default.aspx>. Hal 2-38.
- Indonesian Stock Exchange. (n.d.). *IDX Statistics 2008*. 16 Mei 2012. <http://www.idx.co.id/Home/Publication/Statistic/tabid/140/language/id-ID/Default.aspx>. Hal 2-33.
- Indonesian Stock Exchange. (n.d.). *IDX Statistics 2009*. 16 Mei 2012. <http://www.idx.co.id/Home/Publication/Statistic/tabid/140/language/id-ID/Default.aspx> Hal 2-35
- Indonesian Stock Exchange. (n.d.). *IDX Statistics 2010*. 16 Mei 2012. <http://www.idx.co.id/Home/Publication/Statistic/tabid/140/language/id-ID/Default.aspx>. Hal 2-35
- Indonesian Stock Exchange. (n.d.). *IDX Statistics 2011*. 16 Mei 2012. <http://www.idx.co.id/Home/Publication/Statistic/tabid/140/language/id-ID/Default.aspx>. Hal 2-34
- Jakarta Stock Exchange. (n.d.). *JSX Summary 2006*. 16 Mei 2012. <http://www.idx.co.id/Home/Publication/Statistic/tabid/140/language/id-ID/Default.aspx>
- Kamandanu, Bob. (14 April 2011). *Indonesian Coal Mining Outlook*. Paper Presented at the IEA Workshop “Coal Market’s Outlook”, Oriental Bay International Hotel, Beijing P.R. China. 29 April 2012. http://www.iea.org/work/2011/WEO_Coal/05_02_KAMANDANU.pdf
- Modigliani, Franco., & Miller, Merton H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review. 29 April 2012. <http://www.his.se/PageFiles/17648/modiglianiandmiller1958.pdf>
- 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.
- PT Adaro Energy, Tbk. (2012). Laporan Keuangan Konsolidasian 31 Desember 2011 dan 2010. (2012). 16 Mei 2012. http://202.155.2.90/corporate_actions/new_info_jsx/jenis_informasi/01_laporan_keuangan/02_Soft_Copy_Laporan_Keuangan/Laporan%20Keuangan%20Tahun%202011/Audit/ADRO/

PT Atlas Resources, Tbk. (2012). Laporan Keuangan Konsolidasian 31 Desember 2011, 2010 dan 2009. 30 April 2012.

http://202.155.2.90/corporate_actions/new_info_jsx/jenis_informasi/01_laporan_keuangan/02_Soft_Copy_Laporan_Keuangan/Laporan%20Keuangan%20Tahun%202011/Audit/ARII/

PT Bayan Resources, Tbk. (2008). Prospektus. 10 Januari 2012.

<http://www.bayan.com.sg/dlw/prospectus/Buku%20BAYAN%202008.pdf>

PT Bayan Resources, Tbk. (2009). *ANNUAL REPORT – Laporan Tahunan 2008*. 10 Januari 2012.

http://www.bayan.com.sg/dlw/annual/Annual%20Report%202008_BYAN.pdf

PT Bayan Resources, Tbk. (2010). *ANNUAL REPORT – Laporan Tahunan 2009*.

10 Januari 2012. <http://www.bayan.com.sg/dlw/annual/AR%20BAYAN%2009.pdf>

PT Bayan Resources, Tbk. (2011). *ANNUAL REPORT – Laporan Tahunan 2010*.

10 Januari 2012. http://www.bayan.com.sg/dlw/annual/AR_Byan_2010.pdf

PT Bayan Resources, Tbk. (2011). *2012 Guidance*. 25 April 2012.

<http://www.bayan.com.sg/dlw/IU/2012%20Guidance.pdf>

PT Bayan Resources, Tbk. (2012). *2011 Annual Report*. 19 Mei 2012.

http://202.155.2.90/corporate_actions/new_info_jsx/jenis_informasi/01_laporan_keuangan/04_Annual%20Report/2011/BYAN/BYAN_AR%202011.pdf

PT Berau Coal Energy Tbk. (2012). Laporan Keuangan Konsolidasian 31 Desember 2011 dan 2010. 16 Mei 2012.

http://202.155.2.90/corporate_actions/new_info_jsx/jenis_informasi/01_laporan_keuangan/02_Soft_Copy_Laporan_Keuangan/Laporan%20Keuangan%20Tahun%202011/Audit/BRAU/

PT Borneo Lumbang Energi dan Metal, Tbk. (2012). Laporan Keuangan Konsolidasian 31 Desember 2011 dan 2010. 16 Mei 2012.

http://202.155.2.90/corporate_actions/new_info_jsx/jenis_informasi/01_laporan_keuangan/02_Soft_Copy_Laporan_Keuangan/Laporan%20Keuangan%20Tahun%202011/Audit/BORN/

- PT Bumi Resources Tbk. (2012). Laporan Keuangan Konsolidasian 31 Desember 2011, 2010 dan 1 Januari 2010. 16 Mei 2012.
http://202.155.2.90/corporate_actions/new_info_jsx/jenis_informasi/01_laporan_keuangan/02_Soft_Copy_Laporan_Keuangan/Laporan%20Keuangan%20Tahun%202011/Audit/BUMI/
- PT Golden Energy Mines Tbk. (2012). Laporan Keuangan Konsolidasian 31 Desember 2011 dan 2010. 29 April 2012
http://202.155.2.90/corporate_actions/new_info_jsx/jenis_informasi/01_laporan_keuangan/02_Soft_Copy_Laporan_Keuangan/Laporan%20Keuangan%20Tahun%202011/Audit/GEMS/
- PT Harum Energy Tbk. (2012). Laporan Keuangan Konsolidasian 31 Desember 2011 dan 2010. 28 April 2012.
http://202.155.2.90/corporate_actions/new_info_jsx/jenis_informasi/01_laporan_keuangan/02_Soft_Copy_Laporan_Keuangan/Laporan%20Keuangan%20Tahun%202011/Audit/HRUM/
- PT Indo Tambangraya Megah Tbk. (2012). Laporan Keuangan Konsolidasian 31 Desember 2011 dan 2010. 24 April 2012.
http://202.155.2.90/corporate_actions/new_info_jsx/jenis_informasi/01_laporan_keuangan/02_Soft_Copy_Laporan_Keuangan/Laporan%20Keuangan%20Tahun%202011/Audit/ITMG/
- PT Resource Alam Indonesia Tbk. (2012).). Laporan Keuangan Konsolidasian 31 Desember 2011, 2010 dan 1 Januari 2010. 16 Mei 2012.
http://202.155.2.90/corporate_actions/new_info_jsx/jenis_informasi/01_laporan_keuangan/02_Soft_Copy_Laporan_Keuangan/Laporan%20Keuangan%20Tahun%202011/Audit/KKGI/
- PT Tambang Batu Bara Bukit Asam (Persero), Tbk (2012). Laporan Keuangan Konsolidasian 31 Desember 2011 dan 2010. 16 Mei 2012.
http://202.155.2.90/corporate_actions/new_info_jsx/jenis_informasi/01_laporan_keuangan/02_Soft_Copy_Laporan_Keuangan/Laporan%20Keuangan%20Tahun%202011/Audit/PTBA/
- Penman, Stephen H., & Sougiannis, Theodore. (1995). *A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approached to Equity Valuation*. 26 April 2012
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=15043

Ross, Stephen A., Westerfield. Randolph W. dan Jaffe. Jeffrey (2010). *Corporate Finance (9th Edition)*. Singapore:McGraw-Hill International.

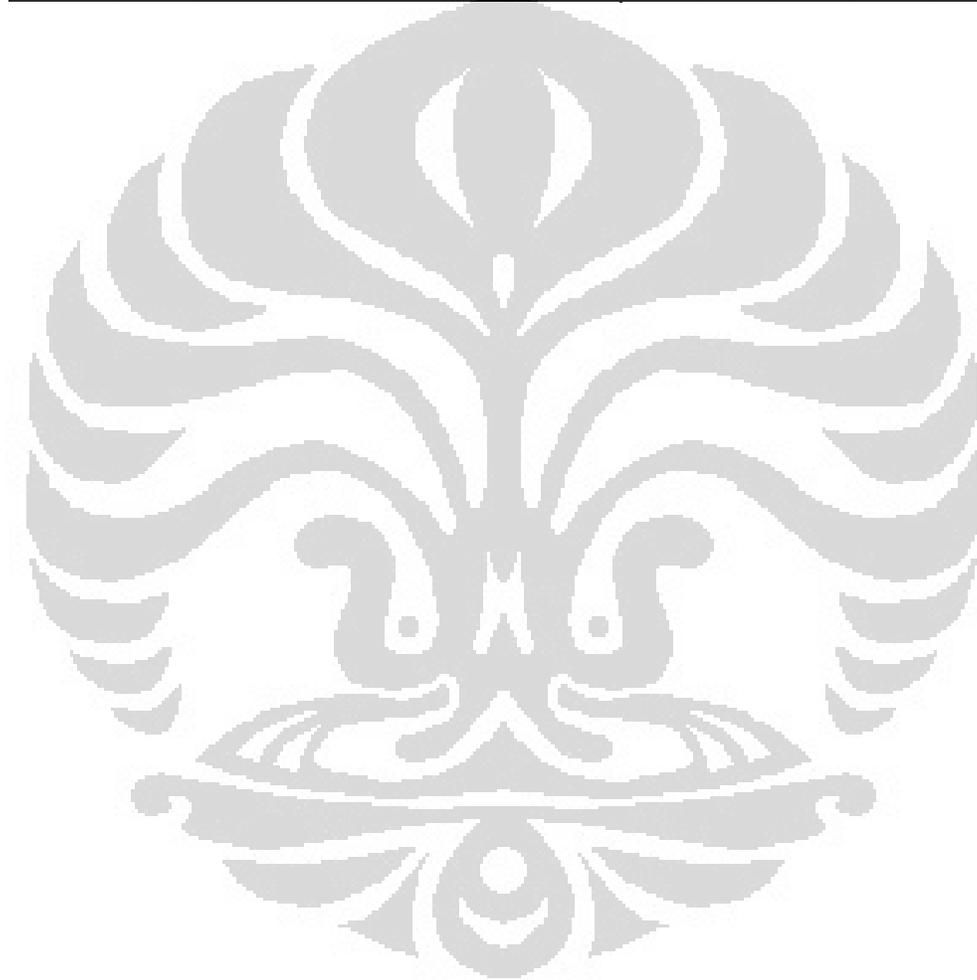
Tham, Joseph. & Wonder, Nicholas X. (2002). *Equivalence between the FCF Method, the CCF Method and the APV Approach*. 26 April 2012.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=301381

The Coal Fields Geology Council of New South Wales and the Queensland Mining Council (2003), *Australian Guidelines for Estimating and Reporting of Inventory Coal, Coal Resources and Coal Reserves*. 28 Mei 2012
<http://www.jorc.org/pdf/coalguidelines.pdf>



Indeks Harga Saham Akhir Tahun di Beberapa Bursa Utama di Asia Pasifik
2006 - 2011

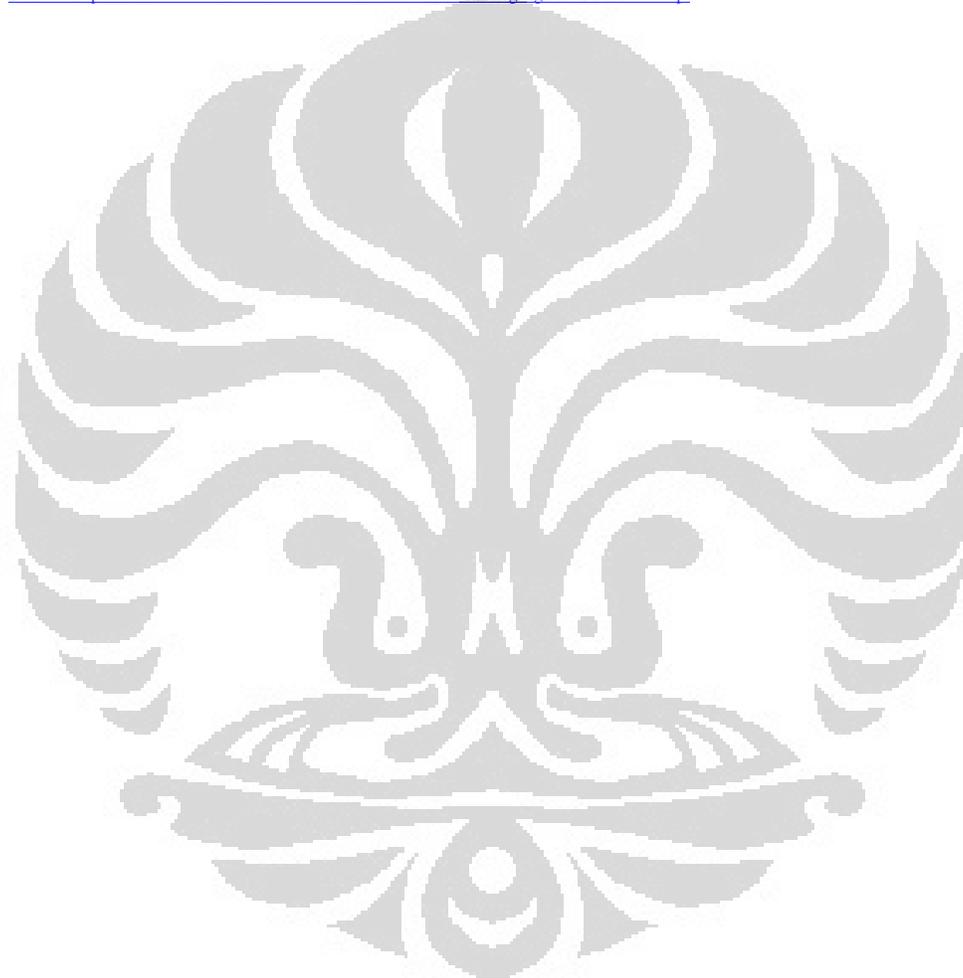
Negara	Akhir Tahun						Perubahan (dalam %)					Rata-rata
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011	
Philipina	2,982.54	3,621.60	1,872.85	3,052.68	4,201.14	4,371.96	21.43%	-48.29%	63.00%	37.62%	4.07%	15.56%
Indonesia	1,805.52	2,745.83	1,355.41	2,534.36	3,703.51	3,821.99	52.08%	-50.64%	86.98%	46.13%	3.20%	27.55%
Malaysia	1,096.24	1,455.03	876.75	1,272.78	1,518.91	1,530.73	32.73%	-39.74%	45.17%	19.34%	0.78%	11.65%
Thailand	679.84	858.10	449.96	734.54	1,032.76	1,025.32	26.22%	-47.56%	63.25%	40.60%	-0.72%	16.36%
Korea Selatan	1,434.46	1,897.13	1,124.47	1,682.77	2,051.00	1,825.74	32.25%	-40.73%	49.65%	21.88%	-10.98%	10.42%
Singapura	2,985.83	3,482.30	1,761.56	2,897.62	3,190.04	2,646.35	16.63%	-49.41%	64.49%	10.09%	-17.04%	4.95%
Jepang	17,225.83	15,307.78	8,859.56	10,546.44	10,228.92	8,455.35	-11.13%	-42.12%	19.04%	-3.01%	-17.34%	-10.91%
Hongkong	19,964.72	27,812.65	14,387.48	21,872.50	23,035.45	18,434.39	39.31%	-48.27%	52.02%	5.32%	-19.97%	5.68%
Taiwan	7,823.72	8,396.95	4,591.22	8,188.11	8,972.50	7,072.08	7.33%	-45.32%	78.34%	9.58%	-21.18%	5.75%
China	2,675.47	5,261.56	1,820.81	3,277.14	2,808.08	2,199.42	96.66%	-65.39%	79.98%	-14.31%	-21.68%	15.05%
India	13,786.91	20,286.99	9,647.31	17,464.81	20,509.09	15,454.92	47.15%	-52.45%	81.03%	17.43%	-24.64%	13.70%
China	550.59	1,447.03	553.30	1,201.34	1,290.87	866.65	162.81%	-61.76%	117.12%	7.45%	-32.86%	38.55%



**IDX: Index Penutupan Berdasarkan Sektor Industri
 2006 - 2011**

Index	Akhir Tahun						Perubahan (dalam %)				
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
Agricultural Index	1218.45	2754.76	918.766	1753.09	2284.319	2146.036	126.09%	-66.65%	90.81%	30.30%	-6.05%
Mining	933.213	3270.09	877.678	2,203.48	3,274.16	2,532.38	250.41%	-73.16%	151.06%	48.59%	-22.66%
Basic Industry	147.101	238.053	134.987	273.932	387.254	408.273	61.83%	-43.30%	102.93%	41.37%	5.43%
Miscellaneous Industries	284.121	477.354	214.937	601.469	967.023	1,311.15	68.01%	-54.97%	179.84%	60.78%	35.59%
Consumer Goods	392.459	436.039	326.843	671.305	1,094.65	1,315.96	11.10%	-25.04%	105.39%	63.06%	20.22%
Property & Real Estate	122.918	251.816	103.489	146.8	203.097	229.254	104.87%	-58.90%	41.85%	38.35%	12.88%
Infrastructure	771.624	874.065	490.349	728.528	819.209	699.446	13.28%	-43.90%	48.57%	12.45%	-14.62%
Finance	206.566	260.568	176.334	301.424	466.669	491.776	26.14%	-32.33%	70.94%	54.82%	5.38%
Trade & services	275.082	392.242	148.329	275.758	474.08	582.186	42.59%	-62.18%	85.91%	71.92%	22.80%
Manufacturing	284.829	403.006	236.54	529.023	823.14	992.465	41.49%	-41.31%	123.65%	55.60%	20.57%

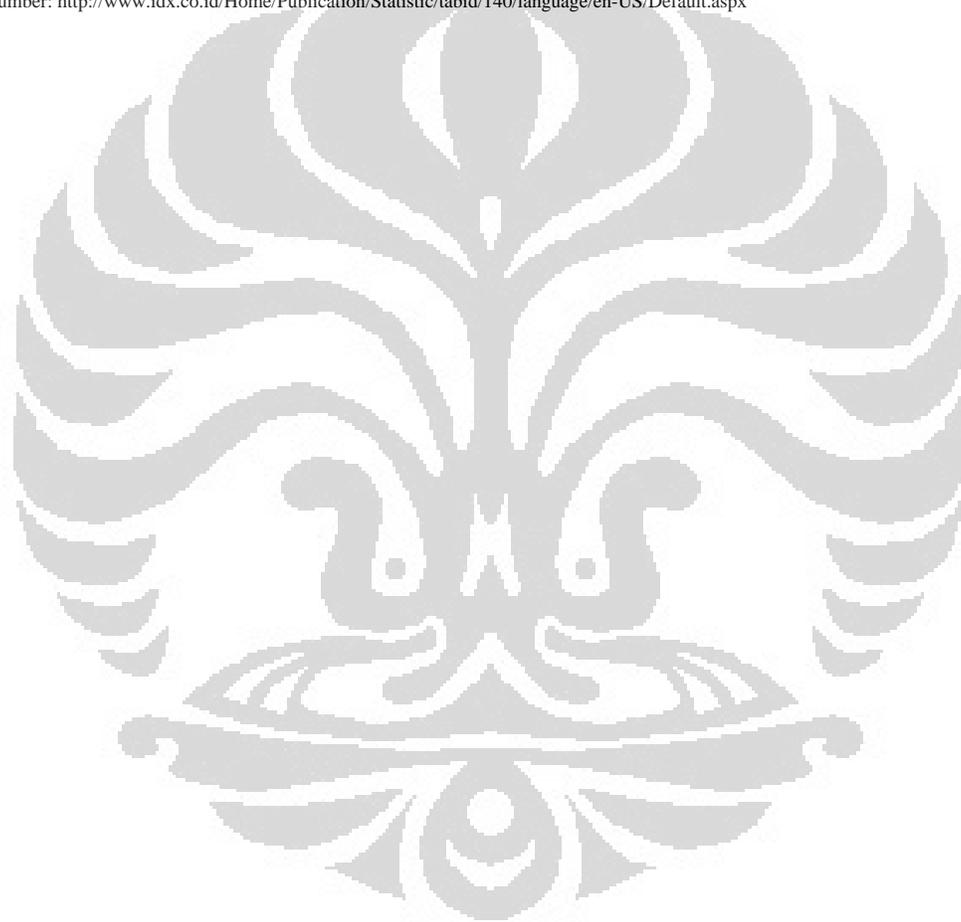
Sumber: <http://www.idx.co.id/Home/Publication/Statistic/tabid/140/language/en-US/Default.aspx>



IDX: Mining Industry
 2007 - 2011

Kode Saham	Akhir Tahun					Perubahan (dalam %)				
	2007	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	Rata-rata
ADRO		485	1,730	2,550	1,770		256.70%	47.40%	-30.59%	91.17%
BORN				1,340	830				-38.06%	-38.06%
BRAU				510	415				-18.63%	-18.63%
BUMI	6,000	910	2,425	3,025	2,175	-84.83%	166.48%	24.74%	-28.10%	128.99%
BYAN		940	5,650	18,000	18,000		501.06%	218.58%	0.00%	239.88%
HRUM				9,000	6,850				-23.89%	-23.89%
ITMG	18,900	10,500	31,800	50,750	38,650	-44.44%	202.86%	59.59%	-23.84%	48.54%
KKGI	420	1,750	2,200	3,700	6,540	316.67%	25.71%	68.18%	76.76%	121.83%
PTBA	12,000	6,900	17,250	22,950	17,350	-42.50%	150.00%	33.04%	-24.40%	71.31%
ARII					1,520					#DIV/0!
GEMS					2,725					#DIV/0!

Sumber: <http://www.idx.co.id/Home/Publication/Statistic/tabid/140/language/en-US/Default.aspx>



PT Bayan Resources Tbk
Laporan Laba Rugi Komprehensif Konsolidasian
(Dalam Jutaan Rupiah)

	2007	2008	2009	2010	2011
Penjualan	3,439,492	4,876,938	7,752,866	8,745,624	13,235,877
Biaya Sehubungan Pendapatan	(2,484,473)	(3,937,482)	(6,575,570)	(6,702,532)	(9,386,628)
LABA KOTOR	955,019	939,456	1,177,296	2,043,092	3,849,249
Beban Penjualan	(451,402)	(522,685)	(594,937)	(543,263)	(774,386)
Beban Administrasi dan Umum	(93,108)	(215,618)	(217,337)	(191,997)	(743,892)
Jumlah Beban Usaha	(544,510)	(738,303)	(812,274)	(735,260)	(1,518,278)
LABA USAHA	410,509	201,153	365,022	1,307,832	2,330,971
Laba/(Rugi) Penjualan Aset Tetap	87,915	108,588	323	38	-
Laba / (Rugi) Selisih Kurs	(47,567)	(79,389)	(77,392)	55,173	(103,907)
Pendapatan Keuangan	3,049	33,914	56,818	31,700	43,352
Beban Keuangan	(118,694)	(141,699)	(122,985)	(130,427)	(120,809)
Laba / (Rugi) transaksi derivatif, bersih	-	-	-	-	361,152
Lain-lain - Bersih	32,553	(22,497)	(24,484)	(67,289)	(73,578)
Jumlah (Beban) / Pendapatan Lain-lain	(42,744)	(101,083)	(167,720)	(110,805)	106,210
Bagian (Laba) Rugi Perusahaan Asosiasi	-	(1,267)	(5,956)	(117,246)	118,726
Laba Sebelum Pajak Penghasilan	367,765	98,803	191,346	1,079,781	2,555,907
Beban pajak Penghasilan	(112,889)	(60,306)	(35,146)	(299,062)	(682,697)
Laba Sebelum Hak Minoritas	254,876	38,497	156,200	780,719	1,873,210
Hak Minoritas atas Laba Bersih Anak Perusahaan	(2,136)	(17,787)	(19,913)	(39,925)	(41,485)
LABA BERSIH	252,740	20,710	136,287	740,794	1,831,725

PT Bayan Resources Tbk
Laporan Perubahan Posisi Keuangan Konsolidasian
(Dalam Jutaan Rupiah)

	2007	2008	2009	2010	2011
ASET LANCAR					
Kas dan Setara kas	291,444	1,531,696	900,013	1,444,684	1,437,163
Kas yang dibatasi penggunaannya	-	-	-	-	90,832
Piutang Usaha - Bersih	401,161	275,117	561,184	648,144	678,783
Piutang Lain-lain	20,256	186,684	13,014	38,871	22,522
Piutang derivatif	-	-	27,989	63,219	21,811
Persediaan - Bersih	135,193	596,605	724,126	621,547	1,299,844
Pajak Dibayar Dimuka - Jk. Pendek	53,125	40,407	11,543	10,985	15,614
uang Muka dan Biaya Dibayar Dimuka	50,980	78,777	48,995	26,807	68,040
Biaya Mobilisasi Ditangguhkan - Jk. Pendek	-	18,622	14,362	31,262	32,822
Aset Lancar Lainnya	-	11,060	41,454	25,602	-
JUMLAH ASET LANCAR	952,159	2,738,968	2,342,680	2,911,121	3,667,431
ASET TIDAK LANCAR					
Piutang Lain-lain	4,461	21,861	60,327	76,255	10,807
Kas yang Dibatasi Penggunaannya	46,157	187,021	257,281	102,928	3,627
Pajak Dibayar Dimuka - Jk. Panjang	22,613	373,389	930,462	1,342,415	1,803,897
Uang muka dan Biaya Dibayar Dimuka - Jk. Panjang	-	-	-	-	522,903
Pinjaman Hubungan Istimewa	-	309,776	372,246	367,430	-
Investasi pada Perusahaan Asosiasi	-	4,476	-	-	-
Aset Tetap - Biaya Perolehan	2,061,680	3,095,494	3,433,903	3,571,963	8,295,775
Aset Tetap - Akumulasi Penyusutan	(970,310)	(1,172,436)	(1,471,871)	(1,718,970)	(2,095,397)
Biaya Eksplorasi dan Pengembangan Ditangguhkan - Bersih	233,352	276,100	263,961	229,048	209,563
Aset Pajak Tangguhan - Bersih	58,732	189,669	336,078	408,187	353,666
Biaya Pengupasan Tanah yang Ditangguhkan - Jk. Panjang	428,127	569,957	521,007	1,040,040	1,555,926
Biaya Mobilisasi Ditangguhkan - Jk. Panjang	-	85,446	70,206	24,830	11,100
Biaya Keuangan Ditangguhkan	-	36,254	-	-	-
Aset tidak Lancar Lainnya	764	31,220	18,286	16,832	46,943
JUMLAH ASET TIDAK LANCAR	1,885,576	4,008,227	4,791,886	5,460,958	10,718,810
JUMLAH ASET	2,837,735	6,747,195	7,134,566	8,372,079	14,386,241

PT Bayan Resources Tbk
Laporan Perubahan Posisi Keuangan Konsolidasian
(Dalam Jutaan Rupiah)

	2007	2008	2009	2010	2011
KEWAJIBAN LANCAR					
Hutang Usaha	431,715	1,103,867	1,356,469	1,187,360	1,340,912
Hutang Pajak	109,082	360,018	192,362	228,557	331,850
Beban yang Masih Harus Dibayar	296,364	530,329	633,082	625,725	963,568
Pinjaman Jangka Panjang yang Jatuh Tempo Dalam Satu Tahun	353,715	2,576,757	383,207	520,583	2,859,171
Sewa Pembiayaan yang Jatuh Tempo Dalam Satu Tahun	13,587	15,143	5,194	402	60
Kewajiban Derivatif yang Jatuh Tempo Dalam Satu Tahun	205,183	91,588	58,285	370,655	65,081
Kewajiban Lain-lain	22,519	19,649	45,277	12,006	46,250
JUMLAH KEWAJIBAN LANCAR	1,432,165	4,697,351	2,673,876	2,945,288	5,606,892
KEWAJIBAN TIDAK LANCAR					
Pinjaman Jangka Panjang Setelah Dikurangi Bagian yang Jatuh Tempo dalam Satu Tahun	1,067,398	1,378	1,909,979	1,911,734	731,893
Investasi pada Perusahaan Asosiasi	-	-	1,480	118,726	-
Sewa Pembiayaan Setelah Dikurangi Bagian yang Jatuh Tempo dalam Satu Tahun	10,669	4,250	543	-	-
Penyisihan Imbalan Kerja Karyawan	8,882	9,431	13,814	20,239	29,240
Biaya Pengupasan Tanah yang Ditangguhkan - Bersih	-	-	-	-	-
Kewajiban Derivatif Setelah Dikurangi Bagian yang Jatuh Tempo dalam Satu Tahun	70,434	11,316	6,261	154,593	-
Kewajiban Pajak Tangguhan - Bersih	30,513	6,201	23,027	152,008	1,535,489
Penyisihan Untuk Pembongkaran, Pemindahan, Reklamasi dan Restorasi	-	4,420	31,562	31,268	51,207
Kewajiban Lain-lain - Jk. Panjang	1,400	-	-	-	-
JUMLAH KEWAJIBAN TIDAK LANCAR	1,189,296	36,996	1,986,666	2,388,568	2,347,829
Hak Minoritas	2,559	20,358	58,892	98,817	1,705,561
EKUITAS					
Modal Saham	300,000	333,333	333,333	333,333	333,333
Agio Saham	-	1,763,137	1,763,137	1,763,137	1,763,137
Modal Donasi	457	457	457	457	457
Selisih Kurs dari Penjabaran Laporan Keuangan	1,285	(49,333)	167,528	166,011	165,025
Selisih Nilai Transaksi Restrukturisasi Entitas Sepengendali	(77,690)	(82,260)	(82,260)	(82,260)	(82,260)
Selisih Nilai Transaksi atas Penambahan Modal Anak Perusahaan	(20,896)	(20,896)	(20,896)	(20,896)	(20,896)
Cadangan Nilai Wajar Lindung Nilai	(226,423)	(93,210)	(23,716)	(238,719)	(16,239)
Laba Ditahan	236,982	141,262	277,549	1,018,343	2,583,402
JUMLAH EKUITAS	213,715	1,992,490	2,415,132	2,939,406	4,725,959
JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS	2,837,735	6,747,195	7,134,566	8,372,079	14,386,241

PT Bayan Resources Tbk
Proyeksi Laporan Laba Rugi Komprehensif Konsolidasian
 (Dalam Jutaan Rupiah)

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Penjualan	20,388,282	27,336,840	32,906,236	39,622,792	47,617,819
Biaya Sehubungan Pendapatan	(15,585,154)	(20,896,752)	(25,154,094)	(30,288,345)	(36,399,882)
LABA KOTOR	4,803,128	6,440,088	7,752,142	9,334,447	11,217,937
Beban Penjualan	(1,546,730)	(2,073,873)	(2,496,388)	(3,005,930)	(3,612,462)
Beban Administrasi dan Umum	(783,339)	(1,050,310)	(1,264,293)	(1,522,350)	(1,829,527)
Jumlah Beban Usaha	(2,330,069)	(3,124,183)	(3,760,681)	(4,528,280)	(5,441,989)
LABA USAHA	2,473,059	3,315,905	3,991,461	4,806,167	5,775,948
Laba / (Rugi) Selisih Kurs	(103,907)	(103,907)	(103,907)	(103,907)	(103,907)
Pendapatan Keuangan	43,352	43,352	43,352	43,352	43,352
Beban Keuangan	(144,041)	(144,041)	(144,041)	(144,041)	(144,041)
Lain-lain - Bersih	(83,210)	(111,569)	(134,299)	(161,711)	(194,340)
Jumlah (Beban) / Pendapatan Lain-lain	(287,806)	(316,165)	(338,895)	(366,307)	(398,936)
Laba Sebelum Pajak Penghasilan	2,185,253	2,999,740	3,652,566	4,439,860	5,377,012
Beban pajak Penghasilan	(546,313)	(749,935)	(913,142)	(1,109,965)	(1,344,253)
Laba Sebelum Hak Minoritas	1,638,940	2,249,805	2,739,424	3,329,895	4,032,759
Hak Minoritas atas Laba Bersih Anak Perusahaan	(36,297)	(49,825)	(60,669)	(73,745)	(89,311)
LABA BERSIH	1,602,643	2,199,980	2,678,755	3,256,150	3,943,448

PT Bayan Resources Tbk

Proyeksi Laporan Perubahan Posisi Keuangan Konsolidasian

(Dalam Jutaan Rupiah)

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
ASET LANCAR					
Kas dan Setara kas	442,161	1,444,659	3,090,656	5,057,645	7,548,863
Piutang Usaha - Bersih	1,021,986	1,370,290	1,649,463	1,986,138	2,386,898
Piutang Lain-lain	22,522	22,522	22,522	22,522	22,522
Piutang derivatif	21,811	21,811	21,811	21,811	21,811
Persediaan - Bersih	1,595,098	2,138,725	2,574,452	3,099,929	3,725,428
Pajak Dibayar Dimuka - Jk. Pendek	15,614	15,614	15,614	15,614	15,614
uang Muka dan Biaya Dibayar Dimuka	68,040	68,040	68,040	68,040	68,040
Biaya Mobilisasi Ditangguhkan - Jk. Pendek	31,262	29,702	28,142	26,582	25,022
JUMLAH ASET LANCAR	3,218,494	5,111,364	7,470,700	10,298,280	13,814,198
ASET TIDAK LANCAR					
Piutang Lain-lain	10,807	10,807	10,807	10,807	10,807
Kas yang Dibatasi Penggunaannya	3,627	3,627	3,627	3,627	3,627
Pajak Dibayar Dimuka - Jk. Panjang	2,265,379	2,726,861	3,188,343	3,649,825	4,111,307
Uang muka dan Biaya Dibayar Dimuka - Jk. Panjang	522,903	522,903	522,903	522,903	522,903
Aset Tetap - Biaya Perolehan	10,556,860	11,266,119	12,119,877	13,147,896	14,383,348
Aset Tetap - Akumulasi Penyusutan	(2,457,730)	(3,239,128)	(4,144,436)	(5,099,647)	(6,245,385)
Biaya Eksplorasi dan Pengembangan Ditangguhkan - Bersih	190,078	170,593	151,108	131,623	112,138
Aset Pajak Tanguhan - Bersih	353,666	353,666	353,666	353,666	353,666
Biaya Pengupasan Tanah yang Ditangguhkan - Jk Panjang	2,060,999	2,763,411	3,326,407	4,005,366	4,813,563
Biaya Mobilisasi Ditangguhkan - Jk. Panjang	11,100	11,100	11,100	11,100	11,100
Aset tidak Lancar Lainnya	46,943	46,943	46,943	46,943	46,943
JUMLAH ASET TIDAK LANCAR	13,564,632	14,636,902	15,590,344	16,784,109	18,124,017
JUMLAH ASET	16,783,126	19,748,266	23,061,044	27,082,390	31,938,215

PT Bayan Resources Tbk
Proyeksi Laporan Perubahan Posisi Keuangan Konsolidasian
(Dalam Jutaan Rupiah)

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
KEWAJIBAN LANCAR					
Hutang Usaha	2,098,917	2,814,252	3,387,606	4,079,057	4,902,123
Hutang Pajak	331,850	331,850	331,850	331,850	331,850
Beban yang Masih Harus Dibayar	963,568	963,568	963,568	963,568	963,568
Pinjaman Jangka Panjang yang Jatuh Tempo Dalam Satu Tahun	2,859,171	2,859,171	2,859,171	2,859,171	2,859,171
Kewajiban Derivatif yang Jatuh Tempo Dalam Satu Tahun	65,081	65,081	65,081	65,081	65,081
Kewajiban Lain-lain	46,250	46,250	46,250	46,250	46,250
JUMLAH KEWAJIBAN LANCAR	6,364,837	7,080,172	7,653,526	8,344,977	9,168,043
KEWAJIBAN TIDAK LANCAR					
Pinjaman Jangka Panjang Setelah Dikurangi Bagian yang Jatuh Tempo dalam Satu Tahun	731,893	731,893	731,893	731,893	731,893
Penyisihan Imbalan Kerja Karyawan	29,240	29,240	29,240	29,240	29,240
Kewajiban Pajak Tangguhan - Bersih	1,535,489	1,535,489	1,535,489	1,535,489	1,535,489
Penyisihan Untuk Pembongkaran, Pemandahan, Reklamasi dan Restorasi	51,207	51,207	51,207	51,207	51,207
JUMLAH KEWAJIBAN TIDAK LANCAR	2,347,829	2,347,829	2,347,829	2,347,829	2,347,829
Hak Minoritas	1,741,858	1,791,683	1,852,352	1,926,097	2,015,408
EKUITAS					
Modal Saham	333,333	333,333	333,333	333,333	333,333
Agio Saham	1,763,137	1,763,137	1,763,137	1,763,137	1,763,137
Modal Donasi	457	457	457	457	457
Selisih Kurs dari Penjabaran Laporan Keuangan	165,025	165,025	165,025	165,025	165,025
Selisih Nilai Transaksi Restrukturisasi Entitas Sepengendali	(82,260)	(82,260)	(82,260)	(82,260)	(82,260)
Selisih Nilai Transaksi atas Penambahan Modal Anak Perusahaan	(20,896)	(20,896)	(20,896)	(20,896)	(20,896)
Cadangan Nilai Wajar Lindung Nilai	(16,239)	(16,239)	(16,239)	(16,239)	(16,239)
Laba Ditahan	4,186,045	6,386,025	9,064,780	12,320,930	16,264,378
JUMLAH EKUITAS	6,328,602	8,528,582	11,207,337	14,463,487	18,406,935
JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS	16,783,126	19,748,266	23,061,044	27,082,390	31,938,215