



UNIVERSITAS INDONESIA

ANALISIS FUNDAMENTAL PT. ADARO ENERGY, TBK

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh Magister Manajemen

**ANTHONY SURYAPRATAMA
0906621041**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
DESEMBER 2010**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Anthony Suryapratama

NPM : 0906621041

Tanda Tangan : 

Tanggal : 22 Desember 2010

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Anthony Suryapratama
NPM : 0906621041
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Tesis : Analisis Fundamental PT. Adaro Energy, Tbk

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

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Prof. Dr. Adler Haymans Manurung

Penguji : Eko Rizkianto, ME

Penguji : Prof. Dr. Roy Sembel

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 23 Desember 2010



HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

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

Nama : Anthony Suryapratama
NPM : 0906621041
Program Studi : Magister Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Tesis

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

ANALISIS FUNDAMENTAL PT. ADARO ENERGY, TBK.

Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmediakan/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan mempublikasikan tesis saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta
Pada tanggal : 22 Desember 2010
Yang menyatakan,



(Anthony Suryapratama)

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis ucapkan kepada Tuhan Yang Maha Esa atas rahmat dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan penyusunan tesis ini yang berjudul **Analisis Fundamental PT. Adaro Energy, Tbk.**

Tesis ini merupakan tulisan hasil penelitian yang disusun untuk memenuhi sebagian syarat dalam menyelesaikan program studi S2 dan memperoleh gelar Magister Manajemen pada program studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

Dalam penyusunan tesis ini, penulis telah banyak mendapatkan bantuan, bimbingan dan dukungan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis dengan ketulusan hati ingin mengucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu dan memberikan dukungan dalam penyusunan tesis ini, yaitu:

1. Bapak Prof. Rhenald Kasali, PhD., selaku ketua program Magister Manajemen Indonesia.
2. Bapak Prof. Dr. Adler Haymans Manurung, S.E., M.E., M.Com., S.H., ChFC, RFC, sebagai pembimbing yang telah memberikan petunjuk, bimbingan, arahan, dan waktunya kepada penulis dalam menyelesaikan tesis ini.
3. Bapak Junino Jahja, S.E., M.B.A., selaku mentor yang telah memberikan dukungan serta membagikan pengalaman dan nasihatnya yang kepada penulis.
4. Seluruh staf pengajar di lingkungan Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia yang telah membagikan ilmu dan pengalamannya yang sangat berharga kepada penulis.
5. Seluruh staf administrasi pendidikan (adpen) dan staf perpustakaan Magister Manajemen UI yang selalu siap dan sabar menjawab pertanyaan penulis.
6. Kedua orang tua serta adik penulis yang telah memberikan dukungan moral serta doa kepada penulis.

7. Rekan-rekan penulis dari kelas A091, B091, KP091, yaitu Ganggas, Dedi, Hanniko, Aditya, Andhika, Aldo, Aldila, Enggar, Mba Ani, Arum, Agnes, Jones, Roy, Havizh, Ifrul, Rindra, Dody, Sasmoyo, Edo, Bang Piie, Ajeng, Adri, Gita, Cintami, Albert, Renya, Karima, Mba Dewi, Shindy, dan seluruh mahasiswa kelas pagi angkatan 2009 yang namanya tak dapat disebutkan satu persatu dalam tulisan ini.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna dan oleh karena itu, mengharapkan kritikan dan masukan yang bersifat membangun dari berbagai pihak. Selain itu, Penulis juga berharap tesis ini dapat memberikan manfaat bagi para pembacanya.

Jakarta,



Anthony Suryapratama

ABSTRAK

Nama : Anthony Suryapratama
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Analisis Fundamental PT. Adaro Energy, Tbk.

Kondisi pasar modal Indonesia yang sedang *bullish* sejak awal paruh kedua 2010 berdampak positif pada harga saham-saham yang diperdagang di bursa efek Indonesia. Banyak emiten yang melihat harganya saham naik pesat seiring dengan meningkatnya sentimen beli investor. Hal ini terutama berlaku untuk perusahaan pertambangan unggulan, seperti PT. Adaro Energy, Tbk. (ADRO) yang harga sahamnya melonjak sekitar 40% dalam waktu sekitar 2 bulan saja. Namun, saham ADRO yang kini dihargai dalam kisaran pertengahan dua ribuan menimbulkan pertanyaan baru bagi sebagian investor, yaitu apakah saham tersebut masih layak beli atau tidak. Tesis ini mencoba untuk menjawab pertanyaan tersebut dengan menganalisis fundamental perusahaan untuk mendapatkan nilai intrinsik dari saham perusahaan tersebut. Hasil valuasi menggunakan pendekatan *discounted cash flow* (DCF) dengan metode *free cash flow to firm* (FCFF) menunjukkan bahwa nilai intrinsik saham ADRO saat ini adalah sebesar Rp. 2,393 per lembar saham. Membandingkan hasil tersebut dengan harga penutupan ADRO sebesar Rp. 2,375 pada tanggal 3 Desember 2010 menunjukkan bahwa saat ini saham tersebut sudah *fairly valued*.

Kata Kunci:

Analisis Fundamental, *Free Cash Flow to the Firm*, Valuasi Saham, Investasi, *Discounted Cash Flow*, Nilai Intrinsik

ABSTRACT

Name : Anthony Suryapratama
Study Program : Magister Management
Title : Fundamental Analysis of PT. Adaro Energy, Tbk.

Indonesian capital market that has been in bullish condition since the beginning of second half of 2010 has had positive impact on the price of stocks traded in Indonesian stock exchange. Many listed companies have seen their stock prices soaring for the past few months as investors went in a buying frenzy. This is especially true for blue chip mining companies, such as PT. Adaro Energy, Tbk. (ADRO) whose stock price had risen approximately around 40% just within around 2 months. However, ADRO stocks currently priced at mid two thousands as of November 2010, now pose a new question for the investors as to whether it is still a good buy or not. This thesis tried to answer that question by analyzing the company's fundamentals to come up with an intrinsic value of the company's stock. Result of valuation using discounted cash flow (DCF) approach with free cash flow to firm (FCFF) method shows that ADRO stocks intrinsic value is currently at Rp. 2,393 per share. Comparing that to Rp. 2,375 ADRO closing price of December 3rd, 2010 shows that the stock is currently fairly valued.

Keywords:

Fundamental Analysis, Free Cash Flow to the Firm, Stock valuation, Investment, Discounted Cash Flow, Intrinsic Value

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	iv
KATA PENGANTAR.....	v
ABSTRAK.....	vii
ABSTRACT.....	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR PERSAMAAN.....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
BAB 1 PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	2
1.3. Tujuan Penelitian.....	3
1.4. Pembatasan Ruang Lingkup Penelitian.....	3
1.5. Metodologi Penelitian.....	4
1.6. Sistematika Penulisan.....	6
BAB 2 LANDASAN TEORI.....	7
2.1. Pendahuluan.....	7
2.2. Analisis Fundamental.....	7
2.3. Analisis Ekonomi Makro.....	8
2.3.1. Produk Domestik Bruto.....	8
2.3.2. Tingkat Inflasi.....	8
2.3.3. Tingkat Suku Bunga.....	9
2.3.4. Nilai Tukar Mata Uang.....	9
2.4. Analisis Industri.....	10
2.4.1. Analisis Struktural Industri.....	10
2.4.1.1. Tingkat Persaingan Antar Perusahaan Dalam Industri.....	11
2.4.1.2. Ancaman Pendetang Baru.....	11
2.4.1.3. Ancaman Produk Substitusi.....	12
2.4.1.4. Daya Tawar Pembeli.....	12
2.4.1.5. Daya Tawar Pemasok.....	12
2.4.2. Analisis Sensitivitas Industri Terhadap Siklus Bisnis.....	12
2.5. Analisis Laporan Keuangan Perusahaan.....	13
2.5.1. Analisis Komparatif.....	13
2.5.2. Analisis <i>Common Size</i>	13
2.5.3. Analisis Rasio.....	14
2.5.3.1. Rasio Aktivitas.....	14
2.5.3.2. Rasio Likuiditas.....	15
2.5.3.3. Rasio Solvabilitas.....	15
2.5.3.4. Rasio Profitabilitas.....	16
2.5.4. Analisis Prospektif.....	17
2.6. Valuasi.....	18
2.7. Metode <i>Free Cash Flow</i>	18

2.7.1. <i>Free Cash Flow To Firm</i>	18
2.7.2. <i>Free Cash Flow To Equity</i>	20
2.7.3. Estimasi Tingkat Diskonto.....	22
2.6.3.1. <i>Cost of Debt</i>	22
2.6.3.2. <i>Cost of Equity</i>	22
2.6.3.3. <i>Weighted Average Cost of Capital</i>	23
2.8. <i>Relative Valuation</i>	24
BAB 3 PROFIL PERUSAHAAN.....	25
3.1. Sejarah Singkat Perusahaan.....	25
3.2. Visi dan Misi Perusahaan.....	26
3.3. Struktur Organisasi dan Kepemilikan.....	26
3.3.1. Komisaris dan Direksi.....	27
3.3.2. Pemegang Saham.....	28
3.4. Strategi Bisnis.....	29
3.5. Kegiatan Usaha.....	29
3.5.1. Penambangan dan Perdagangan Batubara.....	30
3.5.2. Jasa Kontraktor Penambangan.....	30
3.5.3. Logistik, Infrastruktur dan Pembangkit Listrik.....	31
3.6. Keunggulan Daya Saing Perusahaan.....	31
3.7. Pelanggan dan Pasar.....	32
BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	35
4.1. Pendahuluan.....	35
4.2. Analisis Ekonomi Makro.....	35
4.2.1. Analisis Ekonomi Makro Global.....	35
4.2.2. Analisis Ekonomi Makro Domestik.....	37
4.2.2.1. Produk Domestik Bruto.....	37
4.2.2.2. Tingkat Inflasi.....	38
4.2.2.3. Tingkat Suku Bunga.....	39
4.2.2.4. Nilai Tukar Mata Uang.....	40
4.3. Analisis Industri.....	42
4.3.1. Analisis Struktural Industri.....	42
4.3.1.1. Persaingan Antar Perusahaan Dalam Industri.....	42
4.3.1.2. Ancaman Pendetang Baru.....	43
4.3.1.3. Ancaman Barang Substitusi.....	45
4.3.1.4. Daya Tawar Pembeli.....	45
4.3.1.5. Daya Tawar Pemasok.....	47
4.3.2. Analisis Sensitivitas Industri Terhadap Siklus Bisnis.....	48
4.3.3. Prospek Industri Batubara.....	48
4.4. Analisis Laporan Keuangan Perusahaan.....	49
4.4.1. Penjualan dan Pendapatan.....	49
4.4.2. Beban Pokok Pendapatan dan Laba.....	51
4.4.3. Aset, Kewajiban dan Ekuitas.....	52
4.4.3.1. Aset.....	52
4.4.3.2. Kewajiban.....	53
4.4.3.3. Ekuitas.....	54
4.4.4. Analisis Rasio.....	54
4.4.4.1. Rasio Aktivitas.....	55
4.4.4.2. Rasio Likuiditas.....	56

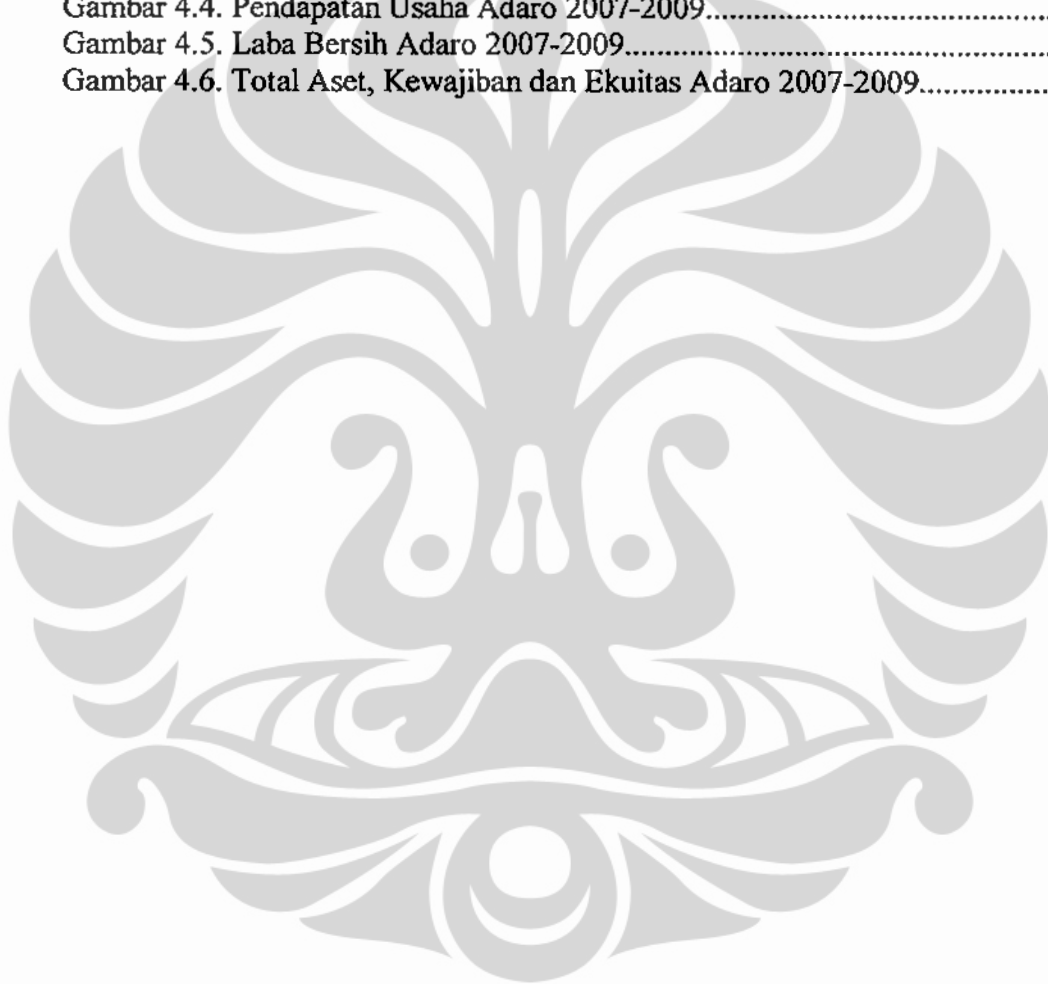
4.4.4.3. Rasio Solvabilitas.....	56
4.4.4.4. Rasio Profitabilitas.....	57
4.5. Proyeksi Laporan Keuangan.....	58
4.5.1. Proyeksi Laporan Laba Rugi.....	58
4.5.2. Proyeksi Neraca.....	60
4.6. Skenario Proyeksi.....	63
4.6.1. Asumsi Proyeksi Faktor Eksternal.....	64
4.6.2. Asumsi Proyeksi Faktor Internal.....	65
4.7. Perhitungan Tingkat Diskonto.....	69
4.7.1. <i>Cost of Debt</i>	69
4.7.2. <i>Cost of Equity</i>	69
4.7.3. <i>Weighted Average Cost of Capital</i>	70
4.8. Perhitungan Nilai Intrinsik Saham.....	71
4.8.1. Skenario A-1 (Eksternal <i>Optimist</i> & Internal <i>Most Likely</i>).....	72
4.8.2. Skenario A-2 (Eksternal <i>Optimist</i> & Internal <i>Pessimist</i>).....	73
4.8.3. Skenario A-3 (Eksternal <i>Optimist</i> & Internal <i>Optimist</i>).....	74
4.8.4. Skenario B-1 (Eksternal <i>Pessimist</i> & Internal <i>Most Likely</i>).....	75
4.8.5. Skenario B-2 (Eksternal <i>Pessimist</i> & Internal <i>Pessimist</i>).....	76
4.8.6. Skenario B-3 (Eksternal <i>Pessimist</i> & Internal <i>Optimist</i>).....	77
4.8.7. Perhitungan Harga Saham Berdasarkan Pembobotan Skenario.....	78
4.9. Perbandingan Nilai Intrinsik Dengan Harga Pasar.....	79
4.10. Analisis Sensitivitas Terhadap Tingkat Pertumbuhan.....	79
4.11. Metode Perbandingan.....	80
4.11.1. Metode <i>Free Cash Flow To Equity</i>	81
4.11.2. Metode <i>Price To Earnings Ratio</i>	81
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN.....	83
5.1. Kesimpulan.....	83
5.2. Saran.....	84
DAFTAR REFERENSI.....	86
LAMPIRAN.....	88

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1. Proporsi Kepemilikan Saham Adaro per 31 Desember 2009.....	28
Tabel 4.1. Pertumbuhan PDB Beberapa Negara di Dunia.....	36
Tabel 4.2. Proyeksi Pertumbuhan PDB Indonesia 2010-2014.....	37
Tabel 4.3. Data Inflasi Indonesia 2005-2009.....	38
Tabel 4.4. Data Historis BI Rate 2006-2009.....	40
Tabel 4.5. Data Historis Nilai Tukar Rupiah Terhadap US Dollar 2005-2009.....	41
Tabel 4.6. Rasio Keuangan Adaro 2007-2009.....	54
Tabel 4.7. Skema Skenario Proyeksi.....	64
Tabel 4.8. Rangkuman Asumsi Harga Jual Batubara dan Kurs IDR-USD.....	65
Tabel 4.9. Rangkuman Asumsi Pertumbuhan Penjualan dan Pendapatan.....	68
Tabel 4.10. Rangkuman Asumsi Proyeksi Laporan Laba Rugi.....	68
Tabel 4.11. Perhitungan <i>Cost of Debt</i>	69
Tabel 4.12. Rangkuman Tingkat WACC Untuk Tiap Skenario Proyeksi.....	70
Tabel 4.13. Perhitungan Nilai Intrinsik Adaro Skenario A-1.....	72
Tabel 4.14. Perhitungan Nilai Intrinsik Adaro Skenario A-2.....	73
Tabel 4.15. Perhitungan Nilai Intrinsik Adaro Skenario A-3.....	74
Tabel 4.16. Perhitungan Nilai Intrinsik Adaro Skenario B-1.....	75
Tabel 4.17. Perhitungan Nilai Intrinsik Adaro Skenario B-2.....	76
Tabel 4.18. Perhitungan Nilai Intrinsik Adaro Skenario B-3.....	77
Tabel 4.19. Pembobotan Hasil Perhitungan Skenario Proyeksi.....	78
Tabel 4.20. Hasil Perhitungan FCFF <i>Stable Growth</i> 3%.....	79
Tabel 4.21. Hasil Perhitungan FCFF <i>Stable Growth</i> 5%.....	80
Tabel 4.22. Hasil Perhitungan FCFE.....	81
Tabel 4.23. Perbandingan PER Produsen Batubara Indonesia.....	82

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1. <i>Flowchart</i> Penelitian.....	5
Gambar 3.1. Struktur Organisasi PT. Adaro Energy, Tbk.....	28
Gambar 3.2. Struktur Kepemilikan Perusahaan Dalam Grup Adaro.....	29
Gambar 3.3. Jenis Pelanggan Berdasarkan Volume Penjualan.....	33
Gambar 3.4. Proporsi Volume Penjualan Berdasarkan Negara.....	34
Gambar 4.1. Tingkat Inflasi Indonesia 2005-2009.....	39
Gambar 4.2. Produksi dan Konsumsi Batubara Dunia 2005-2009.....	49
Gambar 4.3. Volume Penjualan Batubara Adaro 2007-2009.....	50
Gambar 4.4. Pendapatan Usaha Adaro 2007-2009.....	50
Gambar 4.5. Laba Bersih Adaro 2007-2009.....	51
Gambar 4.6. Total Aset, Kewajiban dan Ekuitas Adaro 2007-2009.....	52



DAFTAR PERSAMAAN

Persamaan 2.1. <i>Inventory Turnover</i>	14
Persamaan 2.2. <i>Receivables Turnover</i>	14
Persamaan 2.3. <i>Total Asset Turnover</i>	15
Persamaan 2.4. <i>Current Ratio</i>	15
Persamaan 2.5. <i>Quick Ratio</i>	15
Persamaan 2.6. <i>Debt to Equity Ratio</i>	16
Persamaan 2.7. <i>Times Interest Earned</i>	16
Persamaan 2.8. <i>Gross Margin</i>	16
Persamaan 2.9. <i>Operating Margin</i>	16
Persamaan 2.10. <i>Net Profit Margin</i>	17
Persamaan 2.11. <i>Return on Asset</i>	17
Persamaan 2.12. <i>Return on Equity</i>	17
Persamaan 2.13. <i>Free Cash Flow To Firm</i>	19
Persamaan 2.14. <i>FCFF Stable Growth Model</i>	19
Persamaan 2.15. <i>FCFF 2-stages Model</i>	20
Persamaan 2.16. <i>Free Cash Flow To Equity</i>	20
Persamaan 2.17. <i>FCFE Stable Growth Model</i>	21
Persamaan 2.18. <i>FCFE 2-stages Model</i>	21
Persamaan 2.19. <i>Cost of Equity</i>	23
Persamaan 2.20. <i>Weighted Average Cost of Capital</i>	24
Persamaan 2.21. <i>Price To Earnings Ratio</i>	24
Persamaan 4.1. <i>Cost of Equity</i>	69
Persamaan 4.2. <i>Weighted Average Cost of Capital</i>	70

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Laporan Laba Rugi Adaro 2007-2009.....	88
Lampiran 2. Bentuk Umum Laporan Laba Rugi Adaro 2007-2009.....	89
Lampiran 3. Laporan Neraca Adaro 2007-2009.....	90
Lampiran 4. Laporan Arus Kas Adaro 2007-2009.....	92
Lampiran 5. Proyeksi Laporan Laba Rugi Adaro Skenario A-1.....	93
Lampiran 6. Proyeksi Laporan Neraca Skenario A-1.....	94
Lampiran 7. Proyeksi Laporan Laba Rugi Adaro Skenario A-2.....	96
Lampiran 8. Proyeksi Laporan Neraca Skenario A-2.....	97
Lampiran 9. Proyeksi Laporan Laba Rugi Adaro Skenario A-3.....	99
Lampiran 10. Proyeksi Laporan Neraca Skenario A-3.....	100
Lampiran 11. Proyeksi Laporan Laba Rugi Adaro Skenario B-1.....	102
Lampiran 12. Proyeksi Laporan Neraca Skenario B-1.....	103
Lampiran 13. Proyeksi Laporan Laba Rugi Adaro Skenario B-2.....	105
Lampiran 14. Proyeksi Laporan Neraca Skenario B-2.....	106
Lampiran 15. Proyeksi Laporan Laba Rugi Adaro Skenario B-3.....	108
Lampiran 16. Proyeksi Laporan Neraca Skenario B-3.....	109
Lampiran 17. Perhitungan Metode FCFE.....	111



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Berinvestasi pada saham pada dasarnya adalah membeli porsi kepemilikan dari perusahaan yang sahamnya ditawarkan sehingga mendapatkan hak atas sebagian pendapatan dan aset yang dimiliki oleh perusahaan. Karena itu, harga saham seharusnya mencerminkan nilai intrinsik dari perusahaan yang diwakilinya. Namun pada prakteknya di bursa, tidak semua harga saham mencerminkan nilai intrinsik perusahaan karena ada berbagai macam faktor, seperti sentimen pasar, yang bisa membuat harga saham menjadi bias. Di satu sisi, hal ini merugikan bagi calon investor karena tidak bisa mengukur nilai perusahaan dengan tepat berdasarkan harga sahamnya. Namun di sisi lain, hal ini memungkinkan investor yang jeli melihat perbedaan harga saham dibandingkan dengan potensi perusahaan yang sebenarnya untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar lagi.

Untuk mengetahui nilai wajar saham sebuah perusahaan dengan tepat, investor dapat melakukan valuasi terhadap nilai perusahaan berdasarkan kondisi perusahaan dan faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan. Analisis fundamental adalah teknik valuasi yang menilai perusahaan berdasarkan kondisi riil yang mempengaruhi kinerja perusahaan untuk mendapatkan nilai wajar dari saham. Dengan asumsi bahwa pada jangka panjang, pasar adalah rasional dan ketidakwajaran dalam harga saham akan dihilangkan melalui mekanisme pasar (*arbitrage*) maka nilai saham pada akhirnya akan kembali kepada nilai wajarnya. Oleh karena itu, hasil valuasi secara fundamental cocok dijadikan dasar pertimbangan yang lebih objektif untuk pengambilan keputusan investasi yang rasional.

Kondisi pasar modal Indonesia pada paruh kedua 2010 yang sedang bergairah dengan *trend* yang positif terus memacu kenaikan harga saham-saham yang diperdagangkan di bursa efek Indonesia. Menurut para pengamat, kenaikan yang terjadi pada harga saham di bursa adalah merupakan akibat dari derasnya modal asing yang masuk ke Indonesia, yang menunjukkan naiknya kepercayaan

investor asing terhadap Indonesia. Saham yang menjadi incaran para investor saat ini adalah saham *blue chips* terutama dari sektor pertambangan karena diyakini masih mempunyai prospek pertumbuhan yang baik. Hal ini tidak mengherankan karena industri yang berhubungan dengan eksploitasi sumber daya alam, memang sejak lama menjadi andalan Indonesia untuk mendukung pertumbuhan ekonominya.

Salah satu saham perusahaan pertambangan yang belakangan ini makin gencar diincar investor di bursa efek Indonesia adalah saham PT. Adaro Energy, Tbk. (ADRO). Perusahaan penambang batubara terbesar kedua di Indonesia ini pertama kali menawarkan sahamnya kepada publik (IPO) pada bulan Juli 2008 di mana sahamnya terjual dengan laris sampai terjadi kelebihan permintaan dengan banyak permintaan yang berasal dari investor asing. Dana yang berhasil dikumpulkan melalui IPO tersebut, yaitu sebesar Rp. 12.2 Triliun, dikatakan sebagai salah satu yang terbesar sepanjang sejarah pasar modal Indonesia. Volume perdagangan dan likuiditas saham Adaro juga tergolong tinggi, di mana saham Adaro menempati posisi sebagai salah satu saham indeks LQ-45 sejak bulan februari 2009 hingga saat ini.

1.2. Perumusan Masalah

Saham golongan *blue chips* atau saham unggulan, pada umumnya adalah yang paling dulu merasakan dampak dari kondisi dan *trend* di pasar karena besar volume dan intensitas perdagangannya membuatnya mudah untuk dijadikan target dan sorotan pasar. Saham Adaro yang dapat dikategorikan sebagai saham unggulan tidak terlepas dari kecenderungan tersebut, dengan kenaikan harga saham yang cukup pesat sejak meningkatnya aktivitas pasar pada paruh kedua 2010. Terkait dengan pesatnya perubahan harga saham Adaro, maka yang menjadi pertanyaan bagi sebagian investor saat ini adalah apakah harga yang ada sekarang masih layak untuk berinvestasi atau tidak.

Berdasarkan uraian tersebut, dapat dirumuskan masalah dalam bentuk pertanyaan sebagai berikut:

- a. Berapakah nilai intrinsik saham PT. Adaro Energy, Tbk. (ADRO)?
- b. Apakah harga yang diberikan pasar kepada saham ADRO saat ini berada pada posisi *undervalued*, *fairly valued* atau *overvalued* terhadap nilai intrinsik tersebut?

1.3. Tujuan Penelitian

Secara umum, tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Melakukan analisis fundamental untuk mendapatkan informasi kondisi perusahaan secara menyeluruh untuk digunakan sebagai dasar penilaian harga saham
- b. Menentukan nilai intrinsik saham PT. Adaro Energy, Tbk. (ADRO) dengan melakukan perhitungan menggunakan metode valuasi *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF).
- c. Menentukan posisi harga saham PT. Adaro Energy, Tbk. saat ini dengan cara membandingkan nilai intrinsik saham hasil penelitian dengan harga pasar di bursa

1.4. Pembatasan Ruang Lingkup Penelitian

Dalam melakukan penelitian ini, penulis membatasi ruang lingkup pembahasan sebagai berikut:

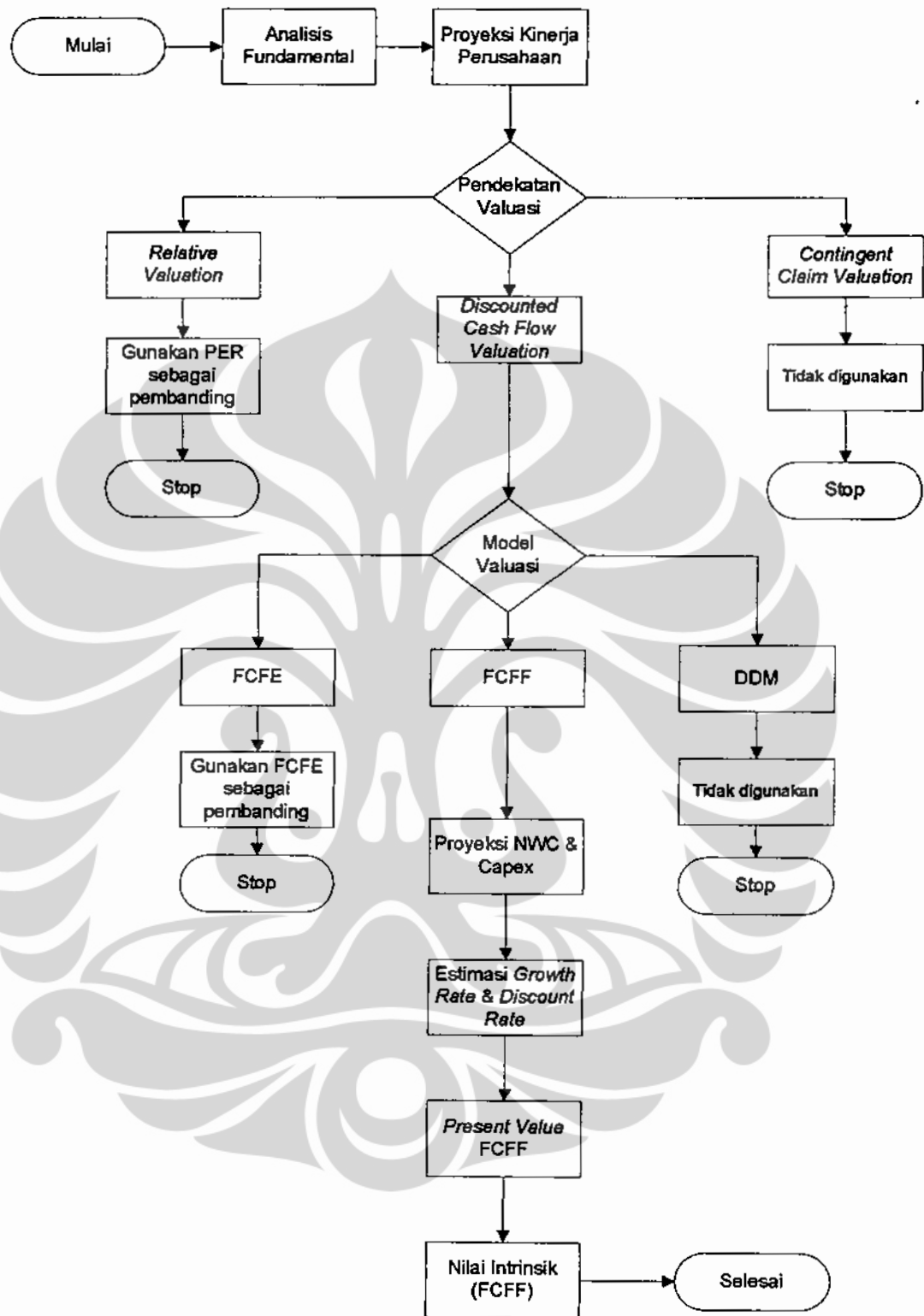
- a. Obyek penelitian akan dibatasi pada saham PT. Adaro Energy, Tbk.
- b. Proyeksi arus kas perusahaan dilakukan untuk periode tahun 2010-2012
- c. Metode valuasi yang digunakan dalam melakukan penilaian harga wajar saham adalah *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF).
- d. Data yang digunakan adalah data sekunder yang terdiri dari data yang dipublikasikan sendiri oleh pihak perusahaan serta data yang dipublikasikan oleh pihak-pihak lain yang dianggap relevan dalam melakukan penelitian.
- e. Data keuangan historis perusahaan didasarkan pada laporan keuangan tahunan perusahaan pada tahun 2008-2009 yang dianggap lebih mencerminkan kondisi perusahaan setelah melakukan penawaran saham perdana atau *initial public offering* (IPO).

1.5. Metodologi Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan analisis fundamental dengan pendekatan *top-down*. Analisis fundamental dimulai dari analisis faktor ekonomi makro dan industri kemudian untuk menilai kondisi dan prospek lingkungan operasional perusahaan. Setelah itu, analisis difokuskan kepada faktor internal perusahaan untuk menilai kondisi dan kemampuan perusahaan untuk berkembang ke depannya. Hasil dari analisis yang dilakukan kemudian dijadikan dasar asumsi untuk membuat proyeksi keuangan tiga tahun ke depan untuk mendapatkan nilai intrinsik perusahaan.

Analisis yang dilakukan pada penelitian ini menggunakan dua pendekatan, yaitu kualitatif dan kuantitatif. Analisis kualitatif digunakan untuk menganalisis variabel-variabel yang bersifat kualitatif seperti dampak perubahan faktor ekonomi makro dan kondisi lingkungan industri terhadap perusahaan. Sementara itu, analisis kuantitatif digunakan untuk mendapatkan nilai intrinsik perusahaan dengan menggunakan pendekatan valuasi *discounted cash flow* (DCF) dengan metode *free cash flow to firm* (FCFF). Valuasi dilakukan dengan menggunakan data keuangan hasil proyeksi, yang dibuat berdasarkan asumsi-asumsi yang didapatkan dari analisis fundamental.

Alur penelitian dapat dilihat melalui *flowchart* pada gambar 1.1 berikut ini.



Gambar 1.1. Flowchart Penelitian

Sumber: penulis

1.6. Sistematika Penulisan

Pembahasan masalah pada tesis ini dibagi menjadi 5 bab dengan sistematika sebagai berikut:

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini menguraikan tentang latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, ruang lingkup penelitian, metodologi penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab 2 Landasan Teori

Bab ini menjelaskan landasan teori yang dijadikan pedoman dalam penyusunan tesis ini.

Bab 3 Profil Perusahaan

Bab ini memberikan gambaran umum atas perusahaan yang menjadi objek penelitian dalam tesis ini. Gambaran umum yang diberikan mencakup sejarah singkat perusahaan, visi dan misi, struktur organisasi, kegiatan operasi serta strategi bersaing perusahaan.

Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Bab ini menguraikan berbagai tahapan dalam analisis fundamental dengan pendekatan *top-down* yang digunakan untuk mendapatkan nilai intrinsik perusahaan. Pembahasan dimulai dengan analisis ekonomi makro, industri dan laporan keuangan perusahaan lalu dilanjutkan dengan proyeksi kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Setelah itu, valuasi perusahaan dilakukan berdasarkan proyeksi tersebut dengan menggunakan metode *free cash flow to firm* (FCFF) untuk mendapatkan nilai intrinsik perusahaan.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Bab ini menjabarkan kesimpulan dari hasil analisis yang dilakukan disertai saran dan rekomendasi bagi investor dan perusahaan.

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1. Pendahuluan

Dalam bab ini penulis akan menjabarkan landasan teori yang digunakan untuk memperoleh nilai intrinsik saham perusahaan dalam penelitian ini. Landasan teori yang dijabarkan mencakup metode analisis dan penjelasan berbagai terminologi yang digunakan dalam penelitian untuk memberikan pemahaman yang lebih mendalam bagi pembaca.

2.2. Analisis Fundamental

Analisis fundamental adalah proses penentuan nilai dari sebuah perusahaan dengan cara menganalisa dan menerjemahkan faktor-faktor kunci dari ekonomi, industri, dan perusahaan (Wild et al, 2009). Dengan kata lain, analisis fundamental adalah proses analisis informasi yang relevan terhadap kondisi fundamental perusahaan dengan tujuan untuk mencari nilai intrinsik dari perusahaan. Nilai intrinsik diperlukan sebagai acuan atau pembandingan terhadap nilai atau harga yang diberikan oleh pasar kepada perusahaan untuk mengetahui kewajaran nilai pasar tersebut.

Pendekatan yang umumnya digunakan untuk melakukan analisis fundamental adalah pendekatan *top-down*, yaitu analisis dimulai dari faktor yang bersifat umum atau luas terlebih dahulu lalu diteruskan ke analisis faktor yang makin spesifik. Dalam pendekatan *top-down* faktor yang terlebih dahulu dianalisis adalah faktor ekonomi makro diikuti faktor industri untuk mendapatkan gambaran lingkungan operasional perusahaan. Analisis dilanjutkan dengan mempelajari kinerja historis serta strategi bersaing perusahaan untuk mendapatkan gambaran kemampuan spesifik perusahaan. Hasil dari semua analisis sebelumnya lalu digunakan sebagai landasan asumsi untuk membuat perkiraan kinerja perusahaan di masa yang akan datang untuk kemudian digunakan sebagai dasar proses penilaian saham perusahaan.

2.3. Analisis Ekonomi Makro

Analisis ekonomi makro dilakukan untuk mengukur kondisi lingkungan ekonomi di mana perusahaan beroperasi melalui analisa variabel-variabel ekonomi yang menjadi indikator keadaan ekonomi di suatu negara. Beberapa variabel ekonomi yang umum digunakan untuk mengukur kondisi ekonomi nasional adalah produk domestik bruto (PDB), tingkat inflasi, tingkat suku bunga, dan nilai tukar mata uang terhadap mata uang asing.

2.3.1. Produk Domestik Bruto

Produk domestik bruto (PDB) atau *gross domestic product* (GDP) adalah ukuran total produksi barang dan jasa yang dihasilkan oleh suatu ekonomi / negara pada suatu periode tertentu. Variabel ekonomi ini adalah indikator yang paling sering dijadikan acuan untuk pengukuran pertumbuhan ekonomi nasional. PDB itu sendiri dipengaruhi oleh lima faktor, yaitu konsumsi masyarakat, investasi swasta, belanja pemerintah, ekspor dan impor.

Pengukuran pertumbuhan ekonomi dengan menggunakan PDB dilakukan dengan membandingkan PDB periode tertentu dengan periode sebelumnya untuk mendapatkan tingkat pertumbuhan produksi atau *output*. Tingkat pertumbuhan PDB yang tinggi pada umumnya diasosiasikan dengan pertumbuhan kemakmuran dan daya beli masyarakat sehingga meningkatkan permintaan barang dan jasa yang berakibat pada meningkatnya pemasukan bagi produsen atau perusahaan.

2.3.2. Tingkat Inflasi

Inflasi adalah indikator ekonomi yang menunjukkan peningkatan harga rata-rata barang dan jasa yang diproduksi oleh sistem perekonomian. Tingkat inflasi yang terlalu tinggi pada umumnya akan menyebabkan turunnya daya beli masyarakat dan dapat mengakibatkan resesi ekonomi. Tingkat inflasi pada suatu negara umumnya dimonitor dan dijaga oleh lembaga yang bertanggung jawab atas urusan moneter, seperti Bank Indonesia.

Efek inflasi pada profitabilitas perusahaan bervariasi tergantung dari bagaimana perusahaan dapat menyesuaikan diri dengan tingkat inflasi yang ada. Pada sisi penjualan, inflasi dapat mendatangkan potensi peningkatan pendapatan bagi perusahaan akibat naiknya harga jual, tapi efek ini umumnya akan diimbangi dengan turunnya tingkat permintaan akibat melemahnya daya beli konsumen. Pada sisi ongkos, inflasi pada umumnya meningkatkan biaya-biaya yang harus dibayar, seperti gaji karyawan dan harga bahan baku. Jika kenaikan harga tidak dapat menutupi penurunan permintaan dan kenaikan biaya, maka profitabilitas perusahaan tentunya akan turun.

2.3.3. Tingkat Suku Bunga

Tingkat suku bunga adalah ukuran tingkat pengembalian yang dapat diperoleh dari modal yang ditanamkan oleh pemodal pada suatu investasi. Di sisi lain, tingkat suku bunga juga adalah tingkat biaya yang harus dikeluarkan oleh peminjam atau perusahaan untuk menggunakan modal dari pemodal. Tingkat suku bunga yang lazim dibahas ketika menganalisa indikator perekonomian adalah tingkat suku bunga bank karena lembaga penyalur pinjaman saat ini lebih didominasi oleh bank. Di Indonesia, tingkat suku bunga bank pada umumnya mengacu pada tingkat suku bunga yang diterbitkan oleh Bank Indonesia (BI).

Tingkat suku bunga berpengaruh kepada perusahaan melalui bunga yang harus dibayar ketika perusahaan meminjam uang dari lembaga pemberi pinjaman. Pembayaran bunga yang terlalu tinggi akan membebani keuangan perusahaan dan dapat menurunkan profitabilitas perusahaan. Secara umum, tingkat bunga yang rendah akan mendorong ekspansi dan peningkatan usaha serta meningkatkan profitabilitas bagi perusahaan, sedangkan tingkat bunga yang tinggi akan menurunkan aktivitas ekspansi dan menekan profitabilitas perusahaan.

2.3.4. Nilai Tukar Mata Uang

Nilai tukar mata uang adalah nilai atau harga mata uang dalam negeri terhadap mata uang negara lain. Perubahan nilai tukar mata uang adalah pedang bermata ganda yang dapat memberikan keuntungan sekaligus kerugian. Bagi

eksportir atau perusahaan yang menerima pendapatan dalam mata uang asing, penurunan nilai tukar akan memperbesar pendapatan mereka sedangkan bagi importir atau perusahaan yang membayar ongkos dan hutang dalam mata uang asing, penurunan nilai tukar justru akan membebani mereka. Oleh karena itu, secara ideal nilai tukar lebih diharapkan berada pada tingkat yang stabil dan tidak terlalu berfluktuasi supaya ekonomi dapat berkembang dengan seimbang.

2.4. Analisis Industri

Analisis industri dilakukan untuk mendapatkan gambaran atas kondisi industri di mana perusahaan berada untuk mengetahui karakteristik khusus atau unik yang ada pada industri tersebut. Pemahaman atas karakteristik dan pola persaingan serta pertumbuhan industri diperlukan untuk memperkirakan prospek usaha yang dijalankan oleh perusahaan. Perusahaan yang bergerak pada industri yang memiliki tingkat persaingan yang rendah dan pertumbuhan yang tinggi pada umumnya juga akan memiliki prospek pertumbuhan yang tinggi karena tingkat profitabilitasnya akan meningkat cukup pesat seiring dengan waktu.

2.4.1. Analisis Struktural Industri

Analisis struktur industri dilakukan untuk menilai tingkat persaingan di mana perusahaan berada terhadap tingkat profitabilitas perusahaan di masa yang akan datang. Pendekatan yang umum digunakan untuk melakukan analisis struktural industri adalah konsep *five forces* atau lima kekuatan yang dikemukakan oleh Michael Porter (1980). Menurut konsep tersebut, ada lima kekuatan dalam industri yang dapat mempengaruhi tingkat profitabilitas perusahaan, yaitu tingkat persaingan antar perusahaan dalam industri (*rivalry among existing competitors*), ancaman pendatang baru (*threat of new entrants*), ancaman produk substitusi (*threat of substitute products*), daya tawar pembeli (*bargaining power of buyers*), dan daya tawar penjual (*bargaining power of suppliers*).

2.4.1.1. Tingkat Persaingan Antar Perusahaan Dalam Industri

Tingkat dan pola persaingan antar perusahaan dalam industri sangat mempengaruhi tingkat profitabilitas perusahaan karena mempunyai efek yang besar terhadap margin keuntungan yang bisa didapatkan perusahaan. pada umumnya, perusahaan yang bergerak pada industri yang memiliki tingkat persaingan tinggi akan mengalami tekanan pada harga jual produk atau jasanya karena harus menyesuaikan harga dengan pesaing. Beberapa faktor yang dapat meningkatkan tingkat persaingan antar perusahaan dalam industri adalah:

- a. Tingkat pertumbuhan industri yang stagnan
- b. Konsentrasi kompetitor yang rendah dan ukuran kompetitor yang relatif seimbang
- c. Tingkat diferensiasi yang rendah dan ongkos berpindah produk (*switching cost*) yang kecil bagi pelanggan
- d. Adanya keuntungan skala ekonomis yang mendorong perusahaan untuk agresif mengembangkan operasinya
- e. Kebutuhan atas tingkat utilisasi kapasitas yang tinggi sehingga mendorong perusahaan bersaing dengan cara menurunkan harga
- f. Kelebihan kapasitas industri yang dapat diperparah dengan adanya hambatan untuk keluar dari industri (*exit barrier*)

2.4.1.2. Ancaman Pendetang Baru

Munculnya pendatang baru akan mengurangi profitabilitas perusahaan karena kehadirannya meningkatkan tingkat persaingan dan mempunyai potensi memperkecil pangsa pasar pemain yang sudah lebih dahulu berada di dalam industri. Beberapa faktor yang dapat menurunkan besarnya tingkat ancaman pendatang baru dengan membangun rintangan di dalam industri adalah:

- a. Adanya keuntungan skala ekonomis dari operasi yang lebih besar
- b. Adanya keuntungan sebagai pelopor
- c. Akses yang terbatas ke dalam saluran distribusi
- d. Hambatan legal

2.4.1.3. Ancaman Produk Substitusi

Produk substitusi adalah produk yang dapat menggantikan suatu produk lain karena memiliki kesamaan atau kemiripan fungsi dengan produk yang digantikan. Adanya produk substitusi akan mengancam tingkat profitabilitas perusahaan karena pelanggan akan mempunyai lebih banyak pilihan dan dapat beralih ke produk substitusi jika mereka tidak cocok lagi dengan produk perusahaan. Pada dasarnya, produk substitusi dapat dianggap sebagai tambahan pesaing walaupun secara tidak langsung.

2.4.1.4. Daya Tawar Pembeli

Daya tawar pembeli mempengaruhi profitabilitas perusahaan dengan membatasi harga produk atau jasa yang bisa dipasang oleh perusahaan. Tingkat daya tawar pembeli itu sendiri dapat dipengaruhi oleh dua faktor, yaitu:

- a. Sensitivitas terhadap harga
- b. Daya tawar relatif yang tergantung pada posisi dan kebutuhan pembeli atas produk yang ditawarkan

2.4.1.5. Daya Tawar Pemasok

Daya tawar pemasok mempengaruhi profitabilitas perusahaan dengan mempengaruhi besarnya ongkos yang harus ditanggung perusahaan untuk beroperasi. Pemasok yang memiliki posisi kuat akan dapat memasang harga yang tinggi untuk pasokan barang atau jasa yang mereka sediakan sehingga akan mengurangi margin keuntungan perusahaan.

2.4.2. Analisis Sensitivitas Industri Terhadap Siklus Bisnis

Sensitivitas industri terhadap siklus bisnis mengukur besarnya dampak perubahan dalam siklus kondisi ekonomi makro terhadap performa industri dan perusahaan yang berada di dalamnya. Secara umum, industri dapat dikategorikan menjadi dua macam berdasarkan sensitivitasnya terhadap siklus ekonomi, yaitu industri *defensive* dan industri *cyclical*. Industri *defensive* adalah industri yang

tidak terpengaruh siklus ekonomi karena umumnya adalah merupakan penghasil barang atau jasa kebutuhan pokok yang tidak bisa ditawar atau dihentikan penggunaannya. Sebaliknya, industri *cyclical* adalah industri yang sensitif terhadap siklus ekonomi, di mana industri akan langsung merasakan dampak tiap perubahan yang terjadi pada ekonomi makro.

2.5. Analisis Laporan Keuangan Perusahaan

Analisis laporan keuangan perusahaan dilakukan dengan mempelajari hubungan antara berbagai faktor atau komponen untuk menilai posisi dan kinerja perusahaan pada masa lalu dengan tujuan untuk memperkirakan posisi dan kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Ada beberapa metode yang dapat digunakan dalam menganalisis laporan keuangan, yaitu analisis komparatif, analisis *common size*, dan analisis rasio.

2.5.1. Analisis Komparatif

Analisis komparatif atau dikenal juga sebagai analisis horizontal dilakukan dengan membandingkan laporan keuangan perusahaan pada suatu periode dengan periode yang lainnya. Informasi utama yang bisa didapatkan melalui analisis ini adalah *trend* atau kecenderungan. Menurut Wild, Subramanyam dan Halsey (2009) perbandingan laporan laporan keuangan selama beberapa periode dapat menunjukkan arah, kecepatan, dan intensitas *trend* yang diamati.

2.5.2. Analisis *Common Size*

Analisis bentuk umum (*common size*) atau dikenal juga sebagai analisis vertikal dilakukan dengan membandingkan proporsi suatu akun terhadap akun lain dalam laporan keuangan. Pada analisis *common size* laporan neraca, biasanya akun dinyatakan proporsinya terhadap total aset atau total kewajiban dan ekuitas. Sementara dalam analisis *common size* laporan laba-rugi, biasanya akun dinyatakan proporsinya terhadap pendapatan usaha atau penjualan untuk menunjukkan efek besar penjualan terhadap biaya atau keuntungan perusahaan.

2.5.3. Analisis Rasio

Analisis rasio adalah metode analisis laporan keuangan yang paling sering digunakan untuk memberikan ukuran atas kondisi perusahaan. Metode analisis ini menggambarkan hubungan antar akun dalam laporan keuangan dengan menggunakan operasi matematika sederhana. Walaupun begitu, interpretasi rasio untuk mendapatkan informasi yang bermakna memerlukan pengetahuan yang memadai atas kondisi tiap akun yang membentuk rasio dan juga keadaan perusahaan serta lingkungan operasinya. White, Sondhi dan Field (2003) membagi rasio laporan keuangan menjadi empat kategori yaitu rasio aktivitas, rasio likuiditas, rasio solvabilitas dan rasio profitabilitas.

2.5.3.1. Rasio Aktivitas

Rasio aktivitas mengevaluasi pendapatan dan *output* yang dihasilkan oleh aset perusahaan (White et al, 2003). Analisis atas rasio ini dapat menunjukkan efisiensi pengelolaan aset perusahaan untuk menghasilkan pendapatan. Beberapa rasio yang termasuk dalam kategori ini adalah:

a. *Inventory turnover*

Inventory turnover mengukur kemampuan perusahaan dalam mengatur inventori atau persediaan barangnya. Nilai rasio yang semakin besar umumnya mengindikasikan perputaran barang yang makin cepat dari perolehan atau produksi hingga ke penjualan.

$$\text{Inventory Turnover} = \frac{\text{Cost of Goods Sold}}{\text{Inventory}} \quad (2.1)$$

b. *Receivables turnover*

Receivables turnover mengukur berapa kali piutang dapat tertagih dalam satu periode untuk mengetahui kebijakan dan kemampuan perusahaan dalam pengaturan piutang.

$$\text{Receivables Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Account Receivable}} \quad (2.2)$$

c. *Total asset turnover*

Total asset turnover mengukur efisiensi perusahaan dalam menggunakan aset yang dimilikinya untuk menghasilkan pendapatan.

$$\text{Total Asset Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}} \quad (2.3)$$

2.5.3.2. Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas mengukur kecukupan aset kas perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya (White et al, 2003). Analisis atas rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar hutang lancarnya. Beberapa rasio yang termasuk dalam kategori ini adalah:

a. *Current Ratio*

Current ratio mengukur kecukupan aset lancar perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya.

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}} \quad (2.4)$$

b. *Quick Ratio*

Quick ratio atau disebut juga *acid-test ratio* mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan aset lancar tergolong sangat likuid yang dimilikinya.

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{Marketable Securities} + \text{Account Receivable}}{\text{Current Liabilities}} \quad (2.5)$$

2.5.3.3. Rasio Solvabilitas

Rasio solvabilitas mengevaluasi struktur modal perusahaan termasuk komposisi sumber pendanaannya dan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya (White et al, 2003). Beberapa rasio yang termasuk dalam kategori ini adalah:

a. *Debt to equity ratio*

Debt to equity ratio mengukur perbandingan modal atau pendanaan perusahaan yang berasal dari hutang terhadap modal yang berasal dari ekuitas.

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \quad (2.6)$$

b. *Times interest earned*

Times interest earned mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar bunga atas hutang yang dipinjamnya. Rasio ini menunjukkan besar perlindungan bagi kreditur dengan melihat seberapa besar pendapatan dibandingkan beban bunga perusahaan.

$$\text{Times Interest Earned} = \frac{\text{Earnings Before Interest \& Taxes}}{\text{Interest Expense}} \quad (2.7)$$

2.5.3.4. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas mengukur laba perusahaan relatif terhadap pendapatan dan modal yang diinvestasikan (White et al, 2003). Analisis atas rasio ini dapat menunjukkan kemampuan dan efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba. Beberapa rasio yang termasuk dalam kategori ini adalah:

a. *Gross margin*

Gross margin mengukur seberapa besar laba kotor yang bisa didapatkan dari setiap satuan penjualan.

$$\text{Gross Margin} = \frac{\text{Gross Profit}}{\text{Sales}} \quad (2.8)$$

b. *Operating margin*

Operating margin mengukur seberapa besar laba operasi yang bisa didapatkan dari setiap satuan penjualan.

$$\text{Operating Margin} = \frac{\text{Operating Income}}{\text{Sales}} \quad (2.9)$$

c. *Net profit margin*

Net profit margin mengukur seberapa besar laba bersih yang bisa didapatkan dari setiap satuan penjualan.

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Sales}} \quad (2.10)$$

d. *Return on asset*

Return on asset mengukur tingkat pengembalian hasil (*return*) atas aset yang dimiliki perusahaan.

$$\text{Return on Asset} = \frac{\text{Net Income} + \text{After Tax Interest Cost}}{\text{Total Assets}} \quad (2.11)$$

e. *Return on equity*

Return on equity mengukur tingkat pengembalian hasil (*return*) atas modal yang ditanamkan oleh pemilik atau investor ekuitas.

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Equity}} \quad (2.12)$$

2.5.4. Analisis Prospektif

Analisis prospektif atau *forecasting* adalah tahap terakhir dalam analisis laporan keuangan yang hanya dapat dilakukan setelah menyelesaikan tahap-tahap sebelumnya. Proyeksi atau *forecast* dilakukan dengan mempertimbangkan data-data historis dan kondisi perusahaan untuk mengestimasi akun-akun dalam laporan keuangan perusahaan di masa depan. Hasil proyeksi dari analisis prospektif dapat digunakan untuk berbagai keperluan, termasuk di antaranya adalah valuasi sekuritas dan pertimbangan pemberian kredit.

Dalam melakukan proyeksi, perlu diperhatikan bahwa selalu ada faktor ketidakpastian atas asumsi-asumsi yang digunakan. Asumsi bisa menjadi kurang tepat jika terjadi perubahan pada lingkungan operasi perusahaan ataupun pada kondisi internal perusahaan itu sendiri. Salah satu cara yang dapat dilakukan untuk mengurangi ketidakpastian tersebut adalah dengan menggunakan skenario pada proyeksi yang dilakukan. Penggunaan skenario pada proses proyeksi memungkinkan analisis untuk melihat sensitivitas hasil perhitungan terhadap perubahan asumsi. Pada aplikasi valuasi sekuritas, hasil dari masing-masing skenario dapat digunakan untuk mengetahui jangkauan nilai intrinsik saham perusahaan.

2.6. Valuasi

Dalam melakukan valuasi sekuritas ada beberapa pendekatan yang dapat digunakan, di antaranya adalah *discounted cash flow valuation*, *relative valuation*, dan *contingent claim valuation*. Dari berbagai pendekatan valuasi tersebut, yang saat ini paling banyak digunakan adalah pendekatan *discounted cash flow* (DCF) karena merupakan dasar dari semua pendekatan valuasi yang lain. Menurut Damodaran (2002), dasar dari pendekatan *discounted cash flow* adalah *present value*, di mana nilai dari aset apapun adalah nilai masa kini (*present value*) dari ekspektasi arus kas di masa yang akan datang yang dihasilkan aset tersebut.

Pendekatan DCF sendiri memiliki berbagai varian metode yang disesuaikan dengan kebutuhan valuasi. Namun secara umum, metode valuasi DCF yang sering digunakan adalah metode *dividend discount model* (DDM) dan metode *free cash flow* (FCF). Metode DDM digunakan ketika perusahaan membagikan dividen secara konstan dengan jumlah yang benar-benar mencerminkan kemampuan perusahaan. Sementara itu, metode FCF digunakan ketika perusahaan tidak membagikan dividen secara konstan atau jika dividen yang dibagikan belum benar-benar mencerminkan kemampuan perusahaan.

2.7. Metode *Free Cash Flow*

Pendekatan valuasi DCF dengan metode *free cash flow* (FCF) mempunyai 2 varian, yaitu *free cash flow to equity* (FCFE) dan *free cash flow to firm* (FCFF). Metode FCFE umumnya digunakan ketika struktur modal perusahaan relatif stabil, sedangkan metode FCFF umumnya digunakan ketika struktur modal perusahaan diperkirakan akan berubah-ubah. Dalam penyusunan tesis ini, metode yang digunakan adalah FCFF karena struktur modal perusahaan diperkirakan akan berubah seiring dengan waktu.

2.7. 1. *Free Cash Flow To Firm*

Free cash flow to firm (FCFF) dapat didefinisikan sebagai jumlah arus kas untuk semua pemegang klaim dalam perusahaan, yaitu pemegang saham

(*stockholders*), kreditur (*bondholders*) dan pemegang saham preferensi (*preferred stockholders*) (Damodaran, 2002). Besar *free cash flow* yang tersedia bagi perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan rumus berikut ini:

$$\text{FCFF} = [\text{EBIT} \times (1 - T)] - (\text{Capex} - \text{D\&A}) - \Delta\text{WC} \quad (2.13)$$

Keterangan:

EBIT = *Earnings before interest & taxes*

T = *Tax rate*

Capex = *Capital expenditure*

D&A = *Depreciation & amortization*

ΔWC = *Change in working capital*

Capital Expenditure atau belanja modal adalah dana yang dialokasikan atau digunakan oleh perusahaan untuk melakukan pemeliharaan (*maintenance*) dan juga pembelian aset operasional perusahaan. Sementara itu, *depreciation & amortization* adalah penyusutan aset perusahaan akibat penggunaannya untuk kebutuhan operasi perusahaan. Perubahan modal kerja atau *change in working capital* merupakan selisih antara modal kerja tahun berjalan dengan modal kerja tahun sebelumnya, sedangkan modal kerja itu sendiri adalah selisih aset lancar non kas perusahaan dengan kewajiban lancar non hutang perusahaan.

Ada beberapa model yang dapat digunakan untuk melakukan perhitungan valuasi FCFF, yaitu *stable growth model*, *2-stages model*, dan *n-stages model*. Penggunaan masing-masing model disesuaikan dengan perkiraan tingkat pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang.

a. *Stable growth model*

Model ini digunakan jika perusahaan diperkirakan akan mengalami tingkat pertumbuhan yang stabil ke depannya.

$$\text{Value of The Firm} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{FCFF}_t}{(1+\text{WACC})^t} \quad (2.14)$$

Keterangan:

FCFF_t = *Free cash flow to firm* pada tahun t

WACC = *Weighted average cost of capital*

b. *2-stages model*

Model ini digunakan jika perusahaan diperkirakan akan mengalami periode pertumbuhan yang tinggi (*high growth*) lalu diikuti oleh periode pertumbuhan yang stabil seterusnya.

$$\text{Value of The Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1+\text{WACC}_{hg})^t} + \frac{[\text{FCFF}_{n+1}/(\text{WACC}_{st}-g_n)]}{(1+\text{WACC}_{hg})^n} \quad (2.15)$$

Keterangan:

FCFF_t = *Free cash flow to firm* pada tahun t

g_n = tingkat pertumbuhan pada periode *stable growth*

WACC = *Weighted average cost of capital*
(hg : *high growth*; st : *stable growth*)

c. *n-stages model*

Model ini sama dengan *2-stages model* tetapi tingkat pertumbuhan perusahaan sebelum memasuki periode pertumbuhan stabil ada lebih dari satu, sehingga perhitungan periode *high growth* ada lebih dari satu.

2.7.2. *Free Cash Flow To Equity*

Free cash flow to equity (FCFE) dapat didefinisikan sebagai jumlah arus kas untuk pemegang saham (*stockholders*) perusahaan (Damodaran, 2002). Besar *free cash flow* yang tersedia bagi pemegang saham dapat dihitung dengan menggunakan rumus berikut ini:

$$\text{FCFE} = \text{NI} - ((\text{Capex} - \text{D\&A}) \times (1 - \delta)) - (\Delta\text{WC} \times (1 - \delta)) \quad (2.16)$$

Keterangan:

NI = *Net Income*

Capex = *Capital expenditure*

D\&A = *Depreciation & amortization*

ΔWC = *Change in working capital*

δ = *Debt Ratio*

Capital Expenditure atau belanja modal adalah dana yang dialokasikan atau digunakan oleh perusahaan untuk melakukan pemeliharaan (*maintenance*)

dan juga pembelian aset operasional perusahaan. Sementara itu, *depreciation & amortization* adalah penyusutan aset perusahaan akibat penggunaannya untuk kebutuhan operasi perusahaan. Perubahan modal kerja atau *change in working capital* merupakan selisih antara modal kerja tahun berjalan dengan modal kerja tahun sebelumnya, sedangkan modal kerja itu sendiri adalah selisih aset lancar non kas perusahaan dengan kewajiban lancar non hutang perusahaan.

Ada beberapa model yang dapat digunakan untuk melakukan perhitungan valuasi FCFE, yaitu *stable growth model*, *2-stages model*, dan *n-stages model*. Penggunaan masing-masing model disesuaikan dengan perkiraan tingkat pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang.

a. *Stable growth model*

Model ini digunakan jika perusahaan diperkirakan akan mengalami tingkat pertumbuhan yang stabil ke depannya.

$$Value = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} \quad (2.17)$$

Keterangan:

$FCFE_t$ = Free cash flow to equity pada tahun t

K_e = Cost of equity

b. *2-stages model*

Model ini digunakan jika perusahaan diperkirakan akan mengalami periode pertumbuhan yang tinggi (*high growth*) lalu diikuti oleh periode pertumbuhan yang stabil seterusnya.

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+K_{e_{hg}})^t} + \frac{[FCFE_{n+1}/(K_{e_{st}}-g_n)]}{(1+K_{e_{hg}})^n} \quad (2.18)$$

Keterangan:

$FCFE_t$ = Free cash flow to equity pada tahun t

g_n = tingkat pertumbuhan pada periode *stable growth*

K_e = Cost of equity

(*hg: high growth; st: stable growth*)

c. *n-stages model*

Model ini sama dengan *2-stages model* tetapi tingkat pertumbuhan perusahaan sebelum memasuki periode pertumbuhan stabil ada lebih dari satu, sehingga perhitungan periode *high growth* ada lebih dari satu.

2.7.3. Estimasi Tingkat Diskonto

Dalam melakukan valuasi dengan pendekatan *discounted cash flow*, diperlukan tingkat diskonto (*discount rate*) yang digunakan untuk mengubah nilai arus kas masa depan menjadi nilai masa kini (*present value*). Tingkat diskonto yang digunakan tergantung dari metode valuasi yang digunakan. Metode *free cash flow to equity* (FCFE) menggunakan *cost of equity* sebagai tingkat diskonto karena arus kas yang dinilai adalah arus kas untuk investor ekuitas. Sementara itu, metode *free cash flow to firm* (FCFF) menggunakan *weighted average cost of capital* (WACC) sebagai tingkat diskonto karena arus kas yang dinilai adalah arus kas untuk semua pemberi modal, yaitu kreditur dan investor ekuitas.

2.7.3.1. *Cost of Debt*

Cost of debt (K_d) adalah biaya yang harus dibayar perusahaan akibat meminjam dana dalam bentuk hutang. Pada umumnya biaya tersebut dibayar dalam bentuk bunga (*interest*) yang besarnya tergantung dari tingkat suku bunga yang diminta oleh kreditur. Besar tingkat suku bunga yang dikenakan pada perusahaan biasanya mempertimbangkan dua faktor utama, yaitu tingkat suku bunga yang berlaku di pasar dan resiko gagal bayar (*default risk*) perusahaan. Karena suatu perusahaan dapat mempunyai lebih dari satu pinjaman dengan tingkat suku bunga yang berbeda-beda, maka *cost of debt* biasanya diukur sebagai rata-rata tertimbang dari seluruh biaya pinjaman perusahaan.

2.7.3.2. *Cost of Equity*

Cost of equity (K_e) adalah tingkat pengembalian hasil yang diharapkan oleh investor ketika menanamkan modal dalam bentuk ekuitas pada perusahaan. Cara yang paling umum digunakan untuk menghitung *cost of equity* adalah

dengan menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Berikut ini adalah rumus yang digunakan untuk menghitung *cost of equity* (K_e) dengan CAPM:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (2.19)$$

Berdasarkan rumus di atas, ada 3 data yang diperlukan sebagai *input* untuk CAPM, yaitu:

a. *Risk free rate* (R_f)

Risk free rate adalah tingkat pengembalian hasil (*return*) pada investasi yang dinilai tidak beresiko. Pada umumnya, acuan yang digunakan untuk *risk free rate* adalah surat hutang pemerintah (*treasury bills*) yang kemungkinan gagal bayarnya dinilai sangat kecil.

b. *Beta* (β)

Beta mengukur sensitivitas saham perusahaan terhadap resiko sistematis. Pada CAPM, resiko sistematis didefinisikan sebagai resiko pasar secara keseluruhan. Sejalan dengan konsep hubungan antara resiko dengan tingkat pengembalian hasil (*return*), maka *beta* juga dapat dikatakan mengukur keterkaitan antara tingkat *return* saham perusahaan dengan tingkat *return* pasar.

c. *Risk premium* ($R_m - R_f$)

Risk premium adalah perbedaan antara tingkat pengembalian hasil rata-rata dari pasar dengan tingkat pengembalian hasil rata-rata dari investasi bebas resiko (*risk free*). Menurut Damodaran (2002), tingkat *risk premium* antara tiap negara dapat berbeda-beda karena adanya perbedaan keadaan ekonomi, resiko politik, dan struktur pasar. Dalam perhitungan CAPM, perbedaan tingkat resiko antar negara dapat diakomodasi dengan menambahkan *country risk premium*, yaitu tambahan *premium* sebagai kompensasi atas resiko yang unik atau khusus pada suatu negara.

2.7.3.3. *Weighted Average Cost Of Capital*

Weighted average cost of capital (WACC) adalah rata-rata tertimbang atas seluruh biaya modal perusahaan yang meliputi biaya hutang (*cost of debt*) dan

biaya ekuitas (*cost of equity*). Berikut ini adalah rumus yang digunakan untuk menghitung WACC:

$$\text{WACC} = \left[K_e \times \frac{E}{(D+E)} \right] + \left[K_d \times (1 - T) \times \frac{D}{(D+E)} \right] \quad (2.20)$$

Keterangan:

K_e = *Cost of Equity*

K_d = *Cost of Debt*

T = *Tax rate*

$\frac{E}{(D+E)}$ = Proporsi Ekuitas

$\frac{D}{(D+E)}$ = Proporsi Hutang

2.8. *Relative Valuation*

Pendekatan valuasi sekuritas dengan menggunakan *relative valuation* pada dasarnya adalah membandingkan nilai suatu aset atau saham relatif terhadap nilai aset atau saham yang sejenis. Dalam valuasi sekuritas, perbandingan tersebut biasanya dilakukan dengan membandingkan *multiples*, yaitu ukuran berapa kali harga saham perusahaan dibandingkan dengan suatu faktor atau akun tertentu dalam laporan keuangan perusahaan. Contoh faktor atau akun dalam laporan keuangan perusahaan yang umum digunakan sebagai faktor perhitungan *multiples* adalah *earning per share* (EPS), *book value of equity*, *sales*, dan lain-lain.

Salah satu model *relative valuation* yang paling sering digunakan adalah model *price-earnings ratio* (PER). Model ini menggunakan *earnings multiples*, yang didapatkan dengan cara membagi harga saham dengan pendapatan atau *earnings per saham*. Berikut ini adalah rumus yang digunakan untuk menghitung PER:

$$\text{PER} = \frac{P_0}{\text{EPS}} \quad (2.21)$$

Keterangan:

P_0 = Harga saham

EPS = *Earnings per share*

BAB 3

PROFIL PERUSAHAAN

3.1. Sejarah Singkat Perusahaan

Adaro Energy didirikan sebagai perseroan terbatas di Indonesia pada tahun 2004 dengan nama PT. Padang Karunia. Dalam rangka persiapannya untuk menjadi perusahaan publik, nama PT. Padang Karunia kemudian diubah menjadi PT. Adaro Energy, Tbk. pada tanggal 18 April 2008 dan kemudian dicatatkan di bursa efek Indonesia pada tanggal 16 Juli 2008. Penawaran saham perdana atau IPO Adaro Energy pada saat itu tercatat sukses dengan perolehan dana sebesar Rp. 12.2 Triliun, yang dikatakan sebagai salah satu perolehan terbesar sepanjang sejarah pasar modal Indonesia.

Sejarah operasi pertambangan Adaro sendiri dimulai pada tahun 1982, ketika perusahaan eksplorasi dan analisis mineral pemerintah Spanyol menandatangani perjanjian karya pengusahaan pertambangan batubara (PKP2B) dengan pemerintah Indonesia untuk hak pengelolaan tambang pada area desa Tanjung, Propinsi Kalimantan Selatan. Perjanjian tersebut masih berlaku efektif hingga saat ini dengan masa kadaluarsa pada tahun 2022 namun bisa diperpanjang dengan kesepakatan bersama. Setelah melalui berbagai proses divestasi dan akuisisi, operasi pertambangan Adaro akhirnya dikuasai oleh grup investor asal Indonesia melalui proses *leveraged buy-out* (LBO) pada tahun 2005 dengan dukungan pendanaan dari konsorsium investor internasional. Pada tahun 2008, Adaro akhirnya menjadi perusahaan publik setelah melalui proses IPO dan resmi tercatat di bursa efek Indonesia.

Pada saat ini, PT. Adaro Energy, Tbk. berada pada posisi sebagai perusahaan batubara termal terbesar kedua di Indonesia, dengan operasi tambang batubara tunggal (*single site*) terbesar di bumi bagian selatan. Selain itu, Adaro juga merupakan salah satu produsen batubara dengan biaya yang paling rendah untuk batubara jenis *sub-bituminous*, yaitu batubara dengan kandungan energi sedang yang memiliki tingkat polutan rendah.

Selain menjalankan bisnis intinya dalam bidang pertambangan batubara, Adaro juga telah mengakuisisi dan mengembangkan bisnis di sepanjang rantai pasokan (*supply chain*) operasi pertambangannya untuk memperoleh kendali yang lebih besar atas rantai pasokan tersebut. Dengan begitu, kini operasi Adaro tidak hanya terbatas pada pertambangan batubara namun telah meliputi kegiatan perdagangan batubara, jasa kontraktor penambangan batubara, jasa tongkang dan kapal angkut, pembangkit listrik, serta infrastruktur dan logistik batubara yang semuanya dioperasikan oleh anak perusahaan yang berada di bawah grup Adaro Energy. Walaupun terintegrasi vertikal, setiap anak perusahaan tetap diposisikan sebagai pusat laba mandiri yang masing-masing berkontribusi menciptakan nilai bagi Adaro Energy.

3.2. Visi dan Misi Perusahaan

Visi PT. Adaro Energy, Tbk. adalah untuk menjadi perusahaan pertambangan batubara dan energy terintegrasi yang terbesar dan paling efisien di Asia Tenggara. Untuk mencapai visinya, PT. Adaro Energy, Tbk. menetapkan misi sebagai berikut:

- a. Memuaskan kebutuhan pelanggan
- b. Mengembangkan karyawan
- c. Menjalin kemitraan dengan para pemasok
- d. Mendukung pengembangan masyarakat dan negara
- e. Mengutamakan keselamatan dan kelestarian lingkungan
- f. Memaksimalkan nilai bagi pemegang saham

3.3. Struktur Organisasi dan Kepemilikan

PT. Adaro Energy, Tbk. adalah perusahaan yang dipegang dan dikendalikan oleh pemegang saham utamanya. Hal ini terlihat dari komposisi pejabat dewan komisaris dan dewan direksi yang sebagian berasal dari atau ditunjuk oleh grup pemegang saham utama, yang tergabung dalam PT. Adaro Strategic Investments.

3.3.1. Komisaris dan Direksi

Berdasarkan data terakhir yang disediakan oleh perusahaan dan Bursa Efek Indonesia, susunan dewan komisaris dan dewan direksi PT. Adaro Energy, Tbk. adalah sebagai berikut:

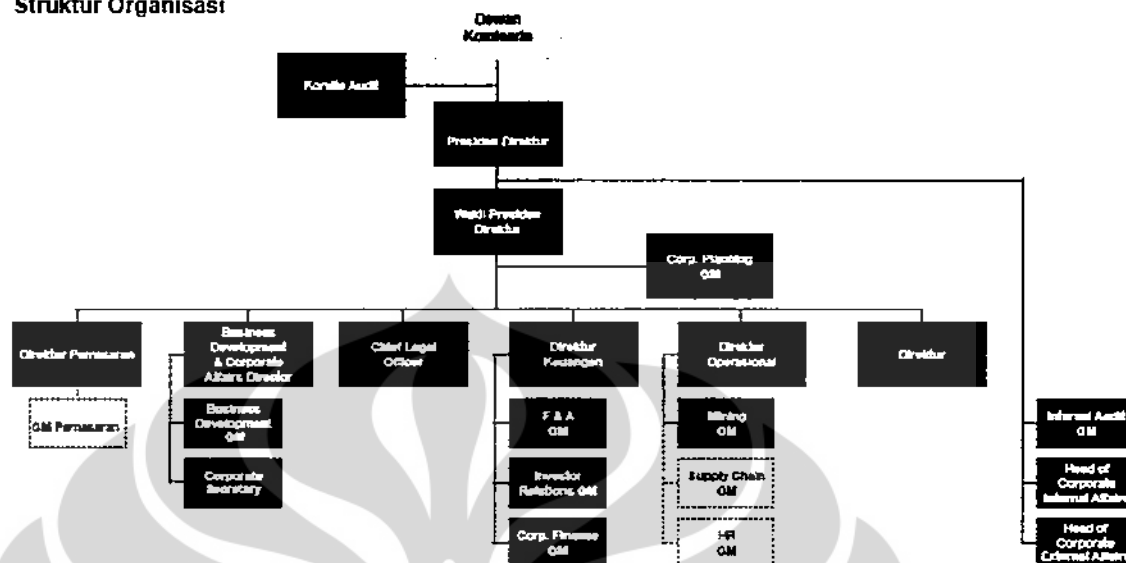
Dewan Komisaris

Presiden Komisaris	: Edwin Soeryadjaya
Wakil Presiden Komisaris	: Theodore Permadi Rachmat
Komisaris	: Ir. Subianto
Komisaris	: Lim Soon Huat
Komisaris Independen	: Ir. Palgunadi Tatit Setyawan
Komisaris Independen	: Dr. Ir. Raden Pardede

Dewan Direksi

Presiden Direktur	: Garibaldi Thohir
Wakil Presiden Direktur	: Christian Ariano Rachmat
Direktur <i>Corporate Affairs</i>	: Andre J. Mamuaya
Direktur Umum	: Sandiaga S. Uno
Direktur Keuangan	: David Tendian
Direktur Operasi	: Chia Ah Hoo
Direktur Marketing	: Alastair B. Grant

Struktur Organisasi



Gambar 3.1. Struktur Organisasi PT. Adaro Energy, Tbk.

Sumber: Laporan Tahunan 2009 Adaro

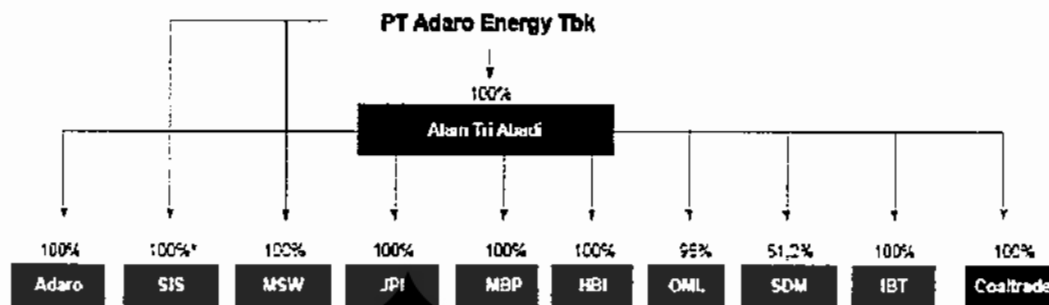
3.3.2. Pemegang Saham

Berdasarkan data dari laporan tahunan 2009 Adaro, susunan pemegang saham PT. Adaro Energy, Tbk. per tanggal 31 Desember 2009 adalah sebagai berikut:

Tabel 3.1
Proporsi Kepemilikan Saham Adaro per 31 Desember 2009

Pemegang Saham	Persentase Kepemilikan
PT. Adaro Strategic Investments	43.91%
Garibaldi Thohir	6.46%
GSC-ADCORP HOLDINGS	5.18%
Publik	44.45%

Sumber: Laporan Tahunan 2009 Adaro



Gambar 3.2. Struktur Kepemilikan Perusahaan Dalam Grup Adaro

Sumber: Laporan Tahunan 2009 Adaro

3.4. Strategi Bisnis

Untuk memaksimalkan nilai bagi bagi pemegang sahamnya, Adaro menerapkan strategi bisnis dan pertumbuhan sebagai berikut:

- Pertumbuhan tahunan secara organik dari kandungan batubara yang berkualitas tinggi yang tersedia dalam skala besar melalui peningkatan kapasitas operasi.
- Peningkatan cadangan batubara melalui akuisisi *greenfield* batubara Indonesia yang berkelas dunia.
- Meningkatkan efisiensi rantai pasokan (*supply chain*) batubara yang terintegrasi secara vertikal untuk mengendalikan biaya dan mengurangi ketergantungan pada operator tunggal.

3.5. Kegiatan Usaha

Kegiatan usaha inti Adaro adalah penambangan batubara sesuai predikatnya sebagai perusahaan batubara. Namun melalui aksi akuisisinya, Adaro juga telah mendapatkan berbagai anak perusahaan yang bergerak di luar usaha inti tersebut walaupun masih berhubungan dengan rantai pasokan batubara sehingga menciptakan struktur usaha yang terintegrasi secara vertikal.

Secara garis besar, kegiatan usaha anak perusahaan yang berada di bawah PT. Adaro Energy, Tbk dapat dikelompokkan menjadi 3 kelompok usaha, yaitu:

- Penambangan dan perdagangan batubara

- b. Jasa kontraktor penambangan
- c. Logistik, infrastruktur dan pembangkit listrik

3.5.1. Penambangan dan Perdagangan Batubara

Operasi penambangan batubara dilaksanakan oleh PT. Adaro Indonesia selaku anak perusahaan yang bertanggungjawab atas operasi pertambangan pada area konsesi pertambangan perusahaan. PT. Adaro Indonesia sendiri sudah melakukan operasi pertambangan sejak tahun 1992 pada tambang Tutupan di Kalimantan Selatan. Anak perusahaan yang satu ini secara konsisten merupakan kontributor terbesar terhadap pendapatan total grup Adaro Energy, dengan proporsi sebesar 85% dari penghasilan sebelum beban bunga, pajak dan depresiasi & amortisasi (EBITDA) pada tahun 2009.

Usaha perdagangan batubara dilakukan Adaro melalui Coaltrade Services International Pte. Ltd., yang merupakan perusahaan perdagangan batubara internasional yang berbasis di Singapura. Kegiatan Coaltrade mencakup perdagangan batubara, perwakilan untuk produsen dan pelanggan batubara, jasa teknis dan konsultasi pembakaran batubara serta pengaturan jasa logistik untuk penyediaan batubara. Selain itu, Coaltrade juga menangani proses pencampuran (*blending*) batubara Adaro sesuai permintaan pelanggan dan juga melakukan pembelian batubara dari pihak ketiga, baik untuk dijual lagi maupun untuk campuran pada proses *blending*. Pada tahun 2009, anak perusahaan ini menyumbang 3% dari EBITDA grup.

3.5.2. Jasa Kontraktor Penambangan

Usaha Jasa kontraktor pertambangan grup Adaro Energy dilaksanakan oleh PT. Saptaindra Sejati (SIS), yang merupakan salah satu kontraktor penambangan terbesar di Indonesia. Jasa yang ditawarkan oleh SIS mencakup eksplorasi, pengeboran, penambangan kontrak dan dukungan logistik. Saat ini SIS masih terikat kontrak dengan 6 konsumen perusahaan produsen batubara di mana SIS menyediakan tenaga kerja, peralatan dan material untuk melakukan pemindahan lapisan penutup dan penambangan batubara. Berdasarkan data tahun

2009, sekitar 26% dari total produksi batubara Adaro ditangani oleh SIS sebagai kontraktornya. Kontribusi SIS terhadap pendapatan grup adalah sebesar 12% dari EBITDA.

3.5.3. Logistik, Infrastruktur dan Pembangkit Listrik

Operasi logistik grup Adaro ditangani oleh 3 anak perusahaan sekaligus, yaitu Orchard Maritime Logistics Pte. Ltd. (OML), PT. Maritim Barito Perkasa (MBP), dan PT. Harapan Bahtera Internusa (BHI). Ketiga perusahaan tersebut menangani operasi tongkang dan muatan kapal sebagai bagian dari rantai pasokan batubara Adaro. Selain menangani kebutuhan rantai pasokan grup Adaro, ketiga perusahaan tersebut juga melayani permintaan dari konsumen di luar grup, seperti PT. Semen Gresik dan PT. Kideco Jaya Agung.

PT. Indonesia Bulk Terminal (IBT) dan PT. Sarana Daya Mandiri (SDM) adalah 2 anak perusahaan grup Adaro yang bergerak dalam usaha infrastruktur. IBT mengoperasikan terminal curah (*bulk terminal*) yang digunakan oleh Adaro dan juga perusahaan pihak ketiga sebagai tempat pengalihan muat (*transshipment*) dan pusat pencampuran batubara untuk pengiriman domestik dan internasional yang melalui Kalimantan. Sementara itu, SDM berperan dalam proyek pengerukan alur sungai Barito dan merupakan kontraktor bagi PT. Ambang Barito Nusapersada, yaitu badan usaha milik daerah (BUMD) yang ditunjuk untuk mengelola alur sungai tersebut.

Usaha Adaro pada bidang pembangkit listrik saat ini ditangani oleh PT. Makmur Sejahtera Wisesa (MSW). Proyek yang sedang ditangani MSW saat ini adalah pembangunan pembangkit listrik di mulut tambang untuk sumber tenaga operasi penambangan Adaro, terutama untuk ban berjalan (*conveyor*) ketika sudah beroperasi nanti.

3.6. Keunggulan Daya Saing Perusahaan

Berikut ini adalah beberapa keunggulan yang dimiliki oleh Adaro Energy sehingga mampu bersaing di pasar dalam negeri dan internasional:

- a. Pengenalan merk (*brand recognition*) produk Envirocoal yang tinggi terutama di kalangan perusahaan pembangkit listrik di dunia.
- b. Efisiensi dan pengendalian biaya sebagai hasil dari operasi yang terintegrasi vertikal membuat ongkos produksi Adaro tergolong rendah dibandingkan dengan produsen batubara sejenis.
- c. Lokasi yang strategis untuk pasar Asia, di mana letak tambang Adaro memungkinkan ongkos kirim yang relatif lebih murah untuk negara-negara di Asia, terutama India dan China, dibandingkan produsen batubara di negara lain, seperti Australia dan Afrika Selatan.
- d. Cadangan aset yang berkualitas tinggi dan melimpah, di mana cadangan batubara pada tambang milik Adaro diperkirakan masih ada sebanyak 3.5 miliar ton.
- e. Persepsi yang positif atas pengelolaan manajemen perusahaan (*corporate governance*) sehingga mengangkat reputasi Adaro sebagai perusahaan yang profesional

3.7. Pelanggan dan Pasar

Pelanggan Adaro pada umumnya tergolong loyal karena melakukan pembelian yang bersifat jangka panjang dan banyak yang sudah memiliki hubungan dengan Adaro selama 5 tahun atau lebih. Sebagian besar dari pelanggan tersebut merupakan perusahaan pembangkit tenaga listrik besar yang berlokasi di Asia, Eropa dan Amerika termasuk Perusahaan Listrik Negara (PLN) di Indonesia. Produk utama Adaro, yaitu Envirocoal, sangat populer di kalangan perusahaan pembangkit tenaga listrik karena tingkat polusinya yang rendah sehingga sesuai dengan aturan ketat mengenai polusi yang diterapkan di negara-negara maju. Di luar perusahaan pembangkit tenaga listrik, pelanggan Adaro juga mencakup perusahaan semen, pulp & paper, dan trader komoditas. Perbandingan jenis pelanggan berdasarkan volume penjualan dapat dilihat pada gambar 3.2.

Jenis Pelanggan Berdasarkan Volume



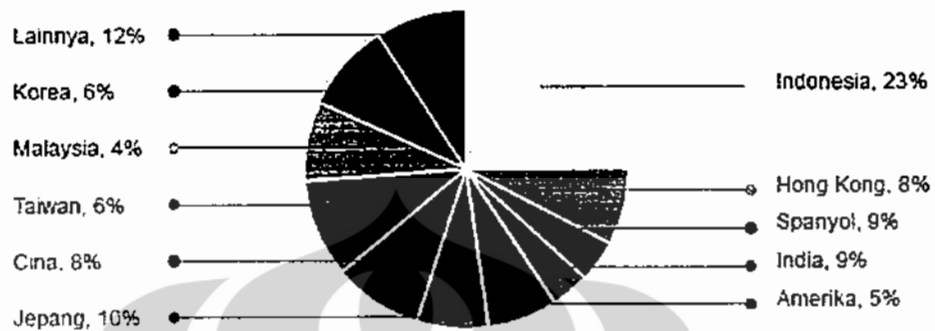
Gambar 3.3. Jenis Pelanggan Berdasarkan Volume Penjualan

Sumber: Laporan Tahunan 2009 Adaro

Perjanjian kontrak pasokan batubara dengan pelanggan pada umumnya adalah untuk jangka panjang dengan komitmen kuantitas tertentu. Dalam hal harga jual batubara, pihak penjual maupun pembeli pada umumnya adalah *price taker*, karena tidak bisa banyak mempengaruhi harga yang bergantung pada *supply* dan *demand* batubara di pasar internasional. Dalam kasus Adaro, harga jual biasanya dinegosiasi ulang secara tahunan namun tetap merujuk pada indeks tertentu.

Berdasarkan data penjualan batubara Adaro, pasar tunggal terbesar Adaro adalah Indonesia yang proporsinya mencapai sekitar 25% dari total penjualan, di mana sekitar 70-80% dari penjualan di pasar Indonesia adalah untuk kebutuhan PLN sebagai pelanggan terbesar Adaro di pasar domestik. Sisa 75% dari total penjualan berasal dari ekspor yang terbagi kepada pelanggan dari berbagai negara, di antaranya adalah China, India, Jepang, Spanyol dan Amerika Serikat. Perbandingan proporsi volume penjualan berdasarkan lokasi geografis pelanggan dapat dilihat pada gambar 3.3.

Rincian Pelanggan Berdasarkan Geografis



Gambar 3.4. Proporsi Volume Penjualan Berdasarkan Negara

Sumber: Laporan Tahunan 2009 Adaro



BAB 4

ANALISIS & PEMBAHASAN

4.1. Pendahuluan

Pada bab ini akan dilakukan analisis fundamental dengan pendekatan *top down* untuk menentukan nilai intrinsik saham PT. Adaro Energy, Tbk. Analisis fundamental dimulai dengan melakukan analisis atas kondisi ekonomi makro dan industri lalu diteruskan dengan analisis perusahaan untuk akhirnya membuat proyeksi kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Valuasi nilai intrinsik saham dilakukan dengan metode *free cash flow to the firm* (FCFF) dengan menggunakan data hasil proyeksi.

4.2. Analisis Ekonomi Makro

Faktor-faktor makro ekonomi dapat memberikan pengaruh yang signifikan, baik positif maupun negatif, terhadap kinerja dan perkembangan perusahaan. Konsekuensinya kondisi ekonomi makro akan mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dalam nilai sahamnya. Oleh karena itu, analisis kondisi ekonomi makro perlu dilakukan untuk mendapatkan gambaran yang lebih akurat atas kondisi fundamental perusahaan.

4.2.1. Analisis Ekonomi Makro Global

Secara umum, kondisi perekonomian global saat ini sedang menunjukkan tanda-tanda pemulihan sejak diterpa krisis masalah finansial yang dimulai pada tahun 2008. Kondisi pemulihan ditunjukkan oleh membaiknya kondisi pasar tenaga kerja dan tingkat pertumbuhan konsumsi dan produksi di dunia. Perekonomian negara maju yang pada saat krisis paling terkena dampaknya juga sudah melewati tahap yang kritis dan mulai menunjukkan tanda-tanda pemulihan. Tabel 4.1 menyajikan data pertumbuhan PDB beberapa negara di dunia beserta proyeksi untuk 2010-2011:

Tabel 4.1
Pertumbuhan PDB Beberapa Negara Di Dunia

	2008	2009	Proyeksi	
			2010	2011
Dunia	3	-0.8	3.9	4.3
Advanced Economies				
USA	0.4	-2.5	2.7	2.4
Jepang	-1.2	-5.3	1.7	2.2
Inggris	0.5	-4.8	1.3	2.7
Kanada	0.4	-2.6	2.6	3.6
Euro Area				
Jerman	1.2	-4.8	1.5	1.9
Perancis	0.3	-2.3	1.4	1.7
Italia	-1	-4.8	1	1.3
Spanyol	0.9	-3.6	-0.6	0.9
Emerging Economies				
China	9.6	8.7	10	9.7
India	7.3	5.6	7.7	7.8
Russia	5.6	-9	3.6	3.4
Brazil	5.1	-0.4	4.7	3.7

Sumber: IMF World Economic Outlook Update January 2010

Berdasarkan data dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa pertumbuhan ekonomi dunia mengalami masa yang sulit pada tahun 2009 di mana banyak negara mengalami tingkat pertumbuhan yang negatif. Proyeksi untuk tahun 2010 dan 2011 menunjukkan kondisi pemulihan di mana pertumbuhan ekonomi mulai menunjukkan angka yang positif lagi dengan tingkat pertumbuhan ekonomi dunia sebesar 3.9% pada 2010 dan 4.3% pada 2011. Negara-negara *emerging economies*, seperti China dan India, masih tetap akan menjadi sumber pertumbuhan ekonomi dunia dengan laju pertumbuhan ekonomi yang tinggi. *Trend* pemulihan ekonomi ini diharapkan akan mengembalikan kepercayaan dan semangat pelaku bisnis untuk kembali berusaha dan berekspansi sehingga makin mempercepat proses pemulihan.

Tingkat pertumbuhan yang membaik ditambah dengan laju pertumbuhan negara *emerging economies* yang tinggi diperkirakan akan mendorong kenaikan permintaan barang komoditas terutama komoditas energi yang diperlukan untuk berproduksi. Implikasinya, harga barang komoditas, seperti batubara yang diproduksi oleh Adaro, diperkirakan akan meningkat sejalan dengan tingkat pemulihan ekonomi dunia. Selain itu, pemulihan ekonomi di negara-negara

advanced economies setelah tingkat pertumbuhan yang negatif sebelumnya diperkirakan akan mengembalikan kepercayaan terhadap mata uang negara-negara tersebut sehingga posisi nilai tukar mata uang negara-negara tersebut akan ikut menguat.

4.2.2. Analisis Ekonomi Makro Domestik

Analisis ekonomi makro domestik dilakukan dengan menganalisa indikator-indikator ekonomi utama, yaitu produk domestik bruto (PDB), tingkat inflasi, tingkat suku bunga, dan nilai tukar mata uang terhadap mata uang asing.

4.2.2.1. Produk Domestik Bruto (PDB)

Tabel 4.2 menyajikan data pertumbuhan PDB tahun 2008-2009 serta proyeksi pertumbuhan PDB Indonesia untuk periode 2010-2014 oleh Bank Indonesia:

Tabel 4.2
Proyeksi Pertumbuhan PDB Indonesia 2010-2014

Komponen	2008	2009	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*
Produk Domestik Bruto	6,0	4,5	5,5 - 6,0	6,0 - 6,5	6,0 - 7,0	6,1 - 7,1	6,5 - 7,5
Konsumsi Rumah Tangga	5,3	4,9	4,5 - 5,0	4,8 - 5,3	4,6 - 5,6	5,0 - 6,0	5,6 - 6,6
Konsumsi Pemerintah	10,4	15,7	5,9 - 6,9	8,6 - 9,8	8,5 - 9,5	8,6 - 9,6	8,6 - 9,6
Pembentukan Modal Tetap Domestik Bruto	11,9	3,3	8,8 - 9,3	10,8 - 11,3	10,6 - 11,6	10,9 - 11,9	11,9 - 12,9
Ekspor Barang dan Jasa	9,5	-9,7	10,2 - 11,0	11,0 - 12,0	11,1 - 12,1	11,8 - 12,8	12,8 - 13,8
Impor Barang dan Jasa	10,0	-15,0	12,5 - 13,5	14,8 - 15,8	14,7 - 15,7	15,1 - 16,1	15,9 - 16,9

Sumber: Laporan perekonomian Indonesia tahun 2009, Bank Indonesia

Membandingkan data pertumbuhan PDB Indonesia tahun 2008-2009 dengan data pertumbuhan PDB global tahun yang sama, dapat dilihat bahwa pertumbuhan ekonomi Indonesia sejalan dengan 2 negara *emerging economies* yang tidak banyak terpengaruh krisis finansial dunia, yaitu China dan India. Di tengah nilai pertumbuhan yang negatif pada negara-negara di dunia pada tahun 2009, Indonesia justru mengalami pertumbuhan positif sebesar 4.5%. Hal ini kemudian menjadi modal Indonesia untuk menarik investasi dari luar negeri, yang jika dapat dimanfaatkan dengan baik akan mampu membantu pertumbuhan

ekonomi Indonesia ke depannya. Walaupun begitu, aliran dana yang tergolong mudah dicairkan atau sering disebut sebagai uang panas atau “*hot money*” perlu diwaspadai karena jika terjadi penarikan besar-besaran akan mempengaruhi sentimen pasar yang dapat berakibat buruk pada kondisi ekonomi Indonesia.

Proyeksi pertumbuhan ekonomi 2010-2014 menunjukkan kondisi pertumbuhan yang cukup wajar bagi negara berkembang seperti Indonesia, yaitu dalam kisaran 5%-8%. Kondisi ekonomi dalam negeri yang kondusif tentunya akan membantu mendorong pertumbuhan Adaro karena diperkirakan akan meningkatkan permintaan komoditas energi dari dalam negeri yang berakibat pada naiknya permintaan atas batubara produksi Adaro.

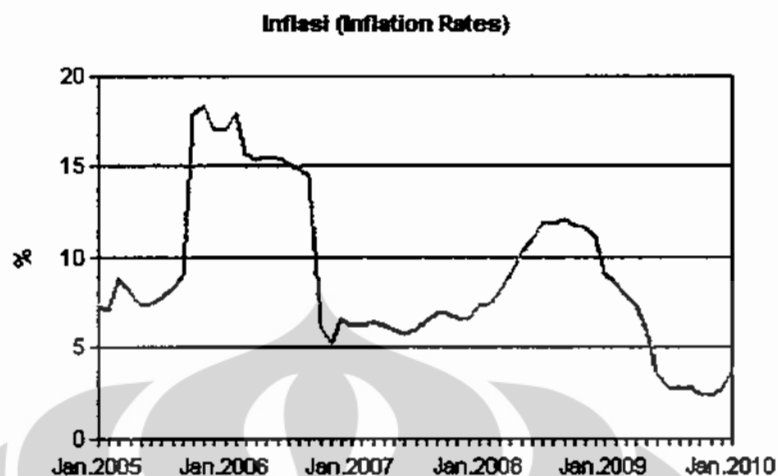
4.2.2.2. Tingkat Inflasi

Laju dan pergerakan tingkat inflasi di Indonesia selama 5 tahun terakhir, yaitu pada periode tahun 2005-2009 dapat dikatakan cukup fluktuatif. Hal tersebut dapat dilihat pada tingkat inflasi 2005 dan 2008 yang mencapai 2 digit, namun kemudian diikuti dengan nilai inflasi terendah sepanjang sejarah Indonesia, yaitu sebesar 2.78% pada tahun 2009. Data historis tingkat inflasi Indonesia dapat dilihat pada tabel 4.3 dan gambar 4.1.

Tabel 4.3
Data Inflasi Indonesia 2005-2009

Bulan	2005	2006	2007	2008	2009
Jan	1.43	1.36	1.04	1.77	-0.07
Feb	-0.17	0.58	0.62	0.65	0.21
Mar	1.91	0.03	0.24	0.95	0.22
Apr	0.34	0.05	-0.16	0.57	-0.31
May	0.21	0.37	0.1	1.41	0.04
Jun	0.5	0.45	0.23	2.46	0.11
Jul	0.78	0.45	0.72	1.37	0.45
Aug	0.55	0.33	0.75	0.51	0.56
Sep	0.69	0.38	0.8	0.97	1.05
Oct	8.7	0.86	0.79	0.45	0.19
Nov	1.31	0.34	0.18	0.12	-0.03
Dec	-0.04	1.21	1.1	-0.04	0.33
Inflasi	17.11%	6.60%	6.59%	11.06%	2.78%

Sumber: www.bps.go.id



Gambar 4.1. Tingkat Inflasi Indonesia 2005-2009

Sumber: www.bi.go.id

Tingkat inflasi yang rendah pada tahun 2009 diperkirakan tidak akan bertahan karena adanya berbagai macam faktor yang bisa meningkatkan harga-harga barang di pasar. Faktor yang diperkirakan akan cukup berpengaruh dalam meningkatkan tingkat inflasi pada periode tahun 2010-2011 adalah kenaikan tarif dasar listrik dan pembatasan subsidi BBM, karena kedua hal tersebut berhubungan dengan kenaikan ongkos produksi dan distribusi sehingga produsen akan menaikkan harga jual untuk menutup kenaikan ongkos tersebut. Oleh karena itu, perkiraan tingkat inflasi wajar bagi Indonesia untuk beberapa tahun ke depan adalah berada pada kisaran *mid single digit* seperti rata-rata tingkat inflasi historis selama ini, yaitu sekitar 5%-6%.

4.2.2.3. Tingkat Suku Bunga

Suku bunga BI atau dikenal juga sebagai *BI rate* adalah tingkat suku bunga acuan di Indonesia. Suku bunga acuan merupakan faktor ekonomi makro yang cukup signifikan karena mempengaruhi besar bunga pinjaman yang dibebankan pada perusahaan jika meminjam uang pada kreditur di Indonesia. Efek suku bunga ini juga sampai ke tingkat pertumbuhan ekonomi, di mana tingkat suku bunga yang terlalu tinggi dapat menghambat pertumbuhan ekonomi karena pelaku usaha menjadi segan berekspansi jika harus meminjam modal kepada kreditur dengan bunga yang tinggi.

Tabel 4.4
Data Historis BI Rate 2006-2009

	2006	2007	2008	2009
Januari	12.75%	9.50%	8.00%	8.75%
Februari	12.75%	9.25%	8.00%	8.25%
Maret	12.75%	9.00%	8.00%	7.75%
April	12.75%	9.00%	8.00%	7.50%
Mei	12.50%	8.75%	8.25%	7.25%
Juni	12.50%	8.50%	8.50%	7.00%
Juli	12.25%	8.25%	8.75%	6.75%
Agustus	11.75%	8.25%	9.00%	6.50%
September	11.25%	8.25%	9.25%	6.50%
Oktober	10.75%	8.25%	9.50%	6.50%
November	10.25%	8.25%	9.50%	6.50%
Desember	9.75%	8.00%	9.25%	6.50%

Sumber: www.bi.go.id

Berdasarkan data historis tahun 2006-2009, tingkat suku bunga BI mengalami kecenderungan menurun tiap tahunnya. Walaupun begitu, *trend* penurunan suku bunga ini diperkirakan berhenti pada tingkat suku bunga terakhir pada tahun 2009, yaitu sebesar 6.5% karena angka tersebut sudah mendekati perkiraan tingkat inflasi 2010 ke depan. Data terakhir dari Bank Indonesia untuk tahun 2010 menunjukkan bahwa tingkat suku bunga BI sebesar 6.5% berhasil dipertahankan untuk periode Januari 2010 hingga November 2010. Tingkat suku bunga BI ini diperkirakan akan mengalami sedikit kenaikan ke depannya untuk menyesuaikan dengan perkiraan kenaikan tingkat inflasi sehingga akan berada pada kisaran 6.5%-7.5%. Adaro memang tidak memiliki hutang dalam mata uang rupiah, namun tingkat bunga pinjaman rupiah yang cukup stabil dapat digunakan sebagai alternatif untuk membiayai kebutuhan jangka pendek jika diperlukan

4.2.2.4. Nilai Tukar Mata Uang

Nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika periode tahun 2005-2009 tersaji pada tabel 4.5.

Tabel 4.5
Data Historis Nilai Tukar Rupiah Terhadap US Dollar 2005-2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Januari	9,204.15	9,493.00	9,066.50	9,406.35	11,167.21
Februari	9,244.94	9,253.15	9,067.80	9,181.15	11,852.75
Maret	9,370.52	9,171.57	9,163.95	9,184.94	11,849.55
April	9,539.36	8,936.94	9,097.55	9,208.64	11,025.10
Mei	9,479.80	8,984.86	8,844.33	9,290.80	10,392.65
Juni	9,616.45	9,362.73	8,983.65	9,295.71	10,206.64
Juli	9,799.29	9,125.48	9,067.14	9,163.45	10,111.33
Agustus	9,986.64	9,094.25	9,366.68	9,149.25	9,977.60
September	10,232.57	9,143.33	9,309.90	9,340.65	9,900.72
Oktober	10,093.38	9,187.18	9,107.06	10,048.35	9,482.73
November	10,040.71	9,134.59	9,264.27	11,711.15	9,469.95
Desember	9,857.32	9,086.80	9,333.60	11,324.84	9,457.75
Rata-Rata	9,705.43	9,164.49	9,139.37	9,692.11	10,407.83

Sumber: www.bi.go.id

Berdasarkan data historis nilai tukar rupiah (IDR) terhadap dollar Amerika (USD) tahun 2005-2009, dapat dilihat bahwa nilai tukar rupiah dapat bergerak cukup liar dalam waktu singkat. Hal ini diakibatkan oleh rezim nilai tukar mata uang mengambang (*floating*) yang dianut oleh Indonesia sehingga arus dana keluar atau masuk, terutama dalam jumlah besar, dapat mempengaruhi tingkat nilai tukar secara cepat dan pada kasus tertentu, secara cukup ekstrim. Kurs rupiah terendah terhadap USD selama 5 tahun terakhir berada pada kisaran Rp. 10,000/US\$ hingga Rp. 12,000/US\$ yang terjadi terutama pada periode waktu akhir tahun 2008 hingga pertengahan tahun 2009.

Nilai tukar rupiah terhadap USD selama tahun 2010 ini cenderung naik hingga sempat menyentuh kisaran Rp. 8,900/US\$ - Rp. 9,000/US\$ sehingga diperkirakan rata-rata nilai tukar untuk tahun 2010 akan berada pada kisaran Rp. 9,000/US\$ - Rp. 9,100/US\$. Untuk tahun 2011 ke depan, nilai tukar rupiah diperkirakan akan berfluktuasi pada kisaran nilai Rp. 9,000/US\$ - Rp. 9,500/US\$ seiring dengan pemulihan ekonomi negara maju yang akan mengakibatkan penarikan sebagian dana yang saat ini ditanam di Indonesia. Bagi Adaro yang merupakan eksportir komoditas dengan sebagian besar pendapatan dalam mata

uang asing, pelemahan nilai tukar IDR terhadap mata uang asing, terutama USD, tersebut justru akan memberi efek yang positif terhadap kinerja keuangannya.

4.3. Analisis Industri

PT. Adaro Energy, Tbk. sebagai sebuah perusahaan pertambangan batubara tentunya tidak lepas dari pengaruh kondisi industri pertambangan secara keseluruhan. Pada saat penelitian ini dilakukan, sekitar 95% dari total pendapatan Adaro berasal dari penjualan batubara dan proporsi ini diperkirakan akan terus berada pada kisaran 90% di masa yang akan datang. Oleh karena itu, analisis industri akan lebih difokuskan kepada usaha inti Adaro yaitu pertambangan batubara.

4.3.1. Analisis Struktural Industri

Analisis struktural industri dilakukan dengan menggunakan konsep lima kekuatan atau *five forces* yang dikembangkan oleh Michael Porter. Menurut Porter (1980), ada 5 kekuatan di dalam industri yang mempengaruhi menarik atau tidaknya suatu industri, yaitu pesaing, pendatang baru, barang substitusi, pembeli dan pemasok. Kemampuan perusahaan untuk bersaing dan menghasilkan laba dalam suatu industri dipengaruhi oleh strategi dan cara perusahaan beradaptasi terhadap 5 kekuatan yang ada dalam industri tersebut.

4.3.1.1. Persaingan Antar Perusahaan Dalam Industri

Persaingan dalam industri batubara pada umumnya tidak sesengit persaingan perusahaan produk *retail* yang menjual produk atau jasa ke konsumen perorangan karena rata-rata pembeli batubara adalah perusahaan sehingga transaksi lebih bersifat antar perusahaan atau *business to business*. Selain itu, jangka waktu kontrak perjanjian batubara biasanya cukup lama sehingga hubungan yang dijalin lebih bersifat jangka panjang yang berakibat pada tingginya rata-rata loyalitas pembeli terhadap perusahaan yang memang sudah menjadi langganannya. Tiap perusahaan batubara yang sudah beroperasi cukup

lama di Indonesia pada umumnya juga sudah mempunyai pelanggan tetap masing-masing sehingga tidak banyak terjadi perebutan pelanggan di antara mereka.

Persaingan antara perusahaan produsen batubara di Indonesia saat ini lebih banyak berada pada arena akuisisi tambang baru karena masing-masing perusahaan ingin meningkatkan jumlah cadangan batubara yang dimiliki. Seperti yang sudah umum diketahui, batubara adalah sumber daya yang tidak terbaharui sehingga terbatasnya jumlah lokasi geografis yang mengandung sumber daya ini tentunya akan menimbulkan persaingan yang cukup ketat untuk memperolehnya. Walaupun begitu, saat ini lokasi tambang yang memiliki cadangan dalam jumlah banyak pada umumnya sudah dikuasai oleh pemain besar sehingga persaingan yang berskala besar hanya terjadi jika ada tambang baru yang diperkirakan memiliki jumlah cadangan yang signifikan.

Mempertimbangkan tingkat persaingan yang ada, baik dari sisi penjualan maupun sisi suplai, penulis menyimpulkan bahwa tingkat persaingan dalam industri batubara di Indonesia masih dapat digolongkan sebagai sedang.

4.3.1.2. Ancaman Pendetang Baru

Untuk memperkirakan besar ancaman masuknya pendatang baru, maka harus dianalisis terlebih dahulu rintangan apa saja yang dapat menghambat masuknya pendatang baru ke dalam industri ini. Menurut hasil analisis, terdapat 2 rintangan utama untuk masuk ke dalam industri pertambangan batubara Indonesia, yaitu besar investasi yang dibutuhkan dan regulasi pemerintah. Kedua rintangan tersebut akan dijelaskan lebih rinci berikut ini:

a. Besar investasi yang dibutuhkan

Rintangan pertama untuk masuk ke dalam industri pertambangan batubara adalah besarnya investasi yang dibutuhkan untuk memulai dan menjalankan operasi karena pertambangan tergolong sebagai usaha yang padat modal. Selain itu, diperlukan juga kemampuan teknis dan penguasaan teknologi yang cukup mendalam serta manajemen yang kompeten untuk menjalankan operasi dengan efisien agar perusahaan mampu bersaing. Jika melihat pola yang ada di Indonesia, hanya ada sedikit perusahaan dalam negeri yang mempunyai

modal dan kompetensi memadai untuk menjalankan operasi pertambangan sehingga pada umumnya tambang-tambang besar didominasi oleh beberapa pemain tertentu saja.

b. Regulasi pemerintah

Rintangannya kedua adalah regulasi dan kebijakan pemerintah daerah atau negara di mana tambang batubara berlokasi. Hal ini terkait dengan masalah pemberian ijin atau *license* untuk melakukan kegiatan eksploitasi atau pertambangan. Sebuah perusahaan tidak bisa menambang sumber daya mineral secara legal tanpa ijin atau *license* resmi dari pemerintah yang mempunyai wewenang atas sumber daya mineral tersebut. Di Indonesia ijin untuk menambang batubara dikenal dengan nama perjanjian karya perusahaan pertambangan batubara (PKP2B), yang di dalamnya mencakup berbagai macam ketentuan yang mendefinisikan hak dan kewajiban perusahaan yang diberikan ijin.

Jika melihat kondisi belakangan ini, ancaman *new entrant* atau pendatang baru dalam industri batubara Indonesia sebenarnya lebih berasal dari pemain asing. Contohnya adalah perusahaan-perusahaan pertambangan dari China dan India yang sedang mencari tambang baru untuk menambah cadangan mereka dalam rangka memenuhi kebutuhan domestik negaranya. Regulasi pemerintah Indonesia memang melarang ijin kuasa pertambangan (KP) untuk dijual ke pihak asing, namun perusahaan asing tetap bisa masuk asalkan bekerjasama dengan perusahaan lokal dalam bentuk penanaman modal asing (PMA). Walaupun begitu, berbagai regulasi yang dibuat pemerintah dan juga berbagai ketentuan yang ada dalam PKP2B, seperti kewajiban penyisihan produksi untuk kebutuhan dalam negeri Indonesia, secara efektif cukup membatasi gerak pemain asing di dalam industri ini.

Memperhatikan besarnya rintangan yang ada untuk memasuki industri ini, baik dari faktor kemampuan internal perusahaan maupun dari faktor eksternal seperti regulasi pemerintah, penulis menyimpulkan bahwa tingkat rintangan untuk masuk ke dalam industri pertambangan batubara di Indonesia tergolong tinggi.

4.3.1.3. Ancaman Barang Substitusi

Posisi batubara sebagai salah satu bahan bakar utama dunia saat ini dapat dibilang masih belum tergantikan karena belum ada alternatif lain yang lebih efisien dengan harga yang relatif sama. Batubara pada umumnya dapat disubstitusi oleh bahan bakar fosil lainnya, yaitu minyak bumi dan gas alam. Namun dibandingkan dengan minyak bumi dan gas alam, batubara masih tergolong relatif lebih murah sehingga perusahaan yang bisa menggunakan batubara sebagai sumber energi akan lebih memilih untuk menggunakan batubara karena lebih ekonomis. Kondisi harga minyak bumi yang terus naik saat ini juga makin meningkatkan posisi batubara sebagai sumber energi pilihan untuk industri.

Sumber energi alternatif yang belakangan ini makin sering dikembangkan juga belum mampu menggantikan posisi batubara. Pada umumnya sumber energi alternatif masih jarang digunakan karena teknik penggunaannya masih kurang umum serta biayanya yang relatif lebih mahal. Untuk saat ini, contoh sumber energi alternatif yang paling dekat dengan penggunaan praktis adalah energi nuklir, walaupun begitu sumber energi alternatif tersebut masih jarang digunakan karena membutuhkan pengetahuan teknis yang tinggi dan juga masih dipertanyakan keamanannya. Dengan begitu, ancaman substitusi dari sumber energi alternatif masih tergolong rendah setidaknya untuk jangka pendek hingga menengah.

Mempertimbangkan potensi ancaman substitusi dari sumber energi lain yang sudah ada saat ini, penulis menyimpulkan bahwa tingkat ancaman barang substitusi dalam industri batubara masih tergolong rendah.

4.3.1.4. Daya Tawar Pembeli

Harga penjualan batubara di dunia saat ini rata-rata mengikuti indeks tertentu, tidak terkecuali di Indonesia. Dalam kontrak jual beli batubara yang umum pada saat ini, biasanya pembeli dan penjual menegosiasi ulang harga tiap periode waktu tertentu dengan tetap mengacu pada indeks harga batubara. Di Indonesia sendiri, sudah ada indeks khusus harga batubara Indonesia, yaitu

Indonesian Coal Index (ICI), yang sering digunakan sebagai acuan oleh perusahaan batubara Indonesia dalam negosiasi harga sejak diterbitkan oleh Coalindo pada tahun 2006. Pada tahun 2010, Kementerian Energi dan Sumber Daya Mineral Indonesia juga mulai menerbitkan Harga Batubara Acuan (HBA) yang ditetapkan sebagai harga patokan penjualan batubara yang wajib digunakan oleh semua produsen batubara di Indonesia.

Di luar masalah penentuan harga, hubungan antara produsen batubara dengan pembelinya dapat dikatakan sebagai hubungan yang saling membutuhkan. Rata-rata pembeli batubara adalah perusahaan yang umumnya tidak bisa beroperasi jika tidak mendapatkan pasokan batubara sehingga sensitivitas mereka terhadap harga juga tidak terlalu besar. Jenis pembeli yang lebih sensitif terhadap harga umumnya adalah pedagang atau *trader* batubara, namun proporsi pembeli dari kategori ini umumnya tergolong relatif kecil sehingga tidak banyak mempengaruhi keseluruhan harga jual rata-rata produsen.

Pengecualian terhadap hubungan umum antara penjual dan pembeli batubara terjadi jika pembeli adalah pemerintah. Dalam hal ini, produsen batubara di Indonesia diwajibkan untuk menyisihkan sebagian hasil produksi untuk memenuhi kebutuhan energi dalam negeri. Pada kasus seperti itu, biasanya pemerintah sudah menetapkan harga yang digunakan untuk transaksi jual beli sehingga kekuatan tawarnya sangat kuat. Walaupun begitu, pemerintah Indonesia biasanya juga tetap memperhatikan indeks harga batubara saat menetapkan harga transaksi sehingga harga tidak akan terlalu jauh dari harga pasar.

Mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi daya tawar pembeli, penulis menyimpulkan bahwa daya tawar pembeli dalam industri pertambangan batubara di Indonesia secara umum tergolong rendah dengan pengecualian pemerintah sebagai pembeli dengan hak istimewa.

4.3.1.5. Daya Tawar Pemasok

Ada beberapa jenis pemasok bagi perusahaan produsen batubara dan kekuatan tawar tiap jenis pemasok tersebut cukup berbeda-beda tergantung dari kondisi perusahaan. Beberapa kategori pemasok tersebut adalah:

a. Pemasok peralatan

Pemasok yang termasuk dalam kategori ini adalah pemasok alat-alat berat, seperti traktor dan truk, serta peralatan lain yang dibutuhkan untuk beroperasi. Bentuk kerjasama dengan pemasok jenis ini dapat berupa transaksi jual beli normal maupun transaksi sewa atau *lease*. Pada umumnya pemasok jenis ini berusaha untuk menjalin atau sudah mempunyai hubungan jangka panjang dengan perusahaan produsen batubara sehingga daya tawarnya tergolong sedang.

b. Pemasok jasa

Pemasok yang termasuk dalam kategori ini adalah pemasok jasa eksplorasi dan eksploitasi tambang. Proyek tambang baru umumnya membutuhkan jasa eksplorasi untuk memperkirakan jumlah cadangan dan tingkat kedalaman batubara serta detail-detail teknis lainnya yang diperlukan untuk memulai operasi. Pada tambang yang sudah beroperasi, jasa eksploitasi dibutuhkan untuk membantu operasional penambangan yang membutuhkan kemampuan teknis tertentu yang tidak dimiliki oleh perusahaan penambang. Daya tawar pemasok ini tergolong tinggi karena kehadirannya memang dibutuhkan perusahaan. Walaupun begitu, rata-rata perusahaan produsen batubara besar umumnya sudah mempunyai tim khusus atau anak perusahaan sendiri yang menyediakan jasa ini sehingga bagi perusahaan-perusahaan tersebut pemasok jenis ini tidak terlalu signifikan.

c. Pemasok tambang

Pemasok kategori ini adalah pemerintah sebagai pihak yang mempunyai wewenang atas seluruh tambang yang berlokasi di wilayahnya. Besar pembayaran yang diminta sebagai bagian hasil pemerintah dalam bentuk royalti pada umumnya sudah ditetapkan dalam perjanjian karya perusahaan pertambangan batubara (PKP2B) yang harus ditaati oleh perusahaan produsen batubara. Namun di sisi lain, pemerintah juga membutuhkan kehadiran

perusahaan penambang batubara untuk membantu mengeksploitasi sumber daya yang dimiliki agar bisa menghasilkan pendapatan bagi negara sehingga pemerintah tentunya juga akan bertindak rasional dan tidak membebani para pengusaha dengan syarat yang terlalu berat.

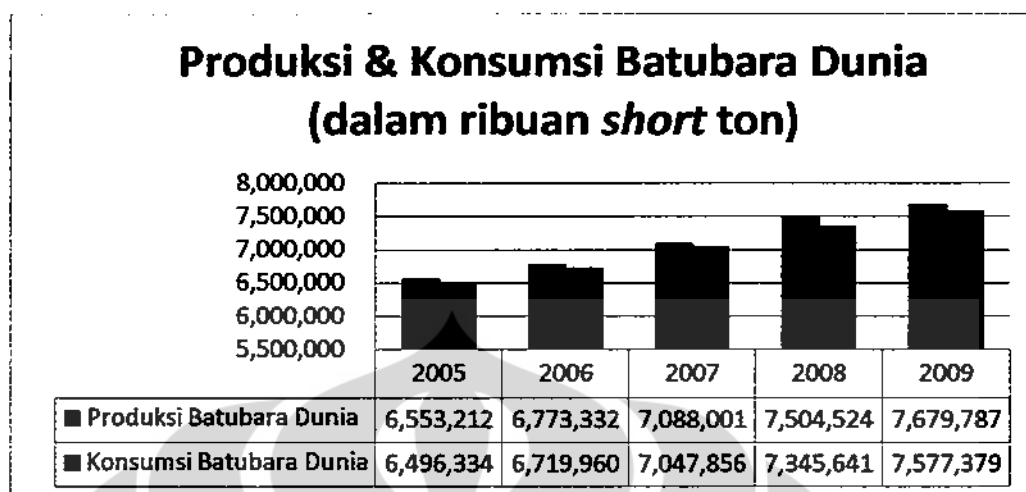
Mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi daya tawar pemasok, seperti yang sudah dijabarkan di atas, penulis menyimpulkan bahwa daya tawar pemasok dalam industri pertambangan batubara di Indonesia tergolong sedang.

4.3.2. Analisis Sensitivitas Industri Terhadap Siklus Bisnis

Industri pertambangan pada umumnya dan batubara pada khususnya dapat digolongkan ke dalam industri yang bersifat *cyclical*. Hal ini berarti industri pertambangan batubara dipengaruhi oleh siklus bisnis atau kondisi ekonomi secara keseluruhan. Hal ini wajar mengingat bahwa pelanggan dari perusahaan produsen batubara pada umumnya adalah perusahaan juga sehingga ketika perusahaan pelanggan terkena imbas positif ataupun negatif dari kondisi ekonomi secara keseluruhan, maka perusahaan produsen batubara juga akan merasakan dampaknya. Pertumbuhan produksi dan penjualan perusahaan produsen batubara di Indonesia selama ini umumnya sejalan dengan perkembangan kondisi ekonomi dalam negeri Indonesia dan perkembangan kondisi ekonomi negara-negara pengimpor batubara Indonesia.

4.3.3. Prospek Industri Batubara

Prospek industri batubara masih tampak cukup cerah ke depannya karena permintaan atas komoditi energi yang satu ini tampaknya tidak pernah turun bahkan pada saat dunia terkena dampak krisis finansial beberapa saat lalu. Hal ini bisa dilihat dari tingkat produksi serta konsumsi batubara di dunia yang tetap meningkat pada periode tahun 2008-2009 walaupun banyak negara yang mengalami tingkat pertumbuhan ekonomi negatif pada periode tersebut.



Gambar 4.2. Produksi Dan Konsumsi Batubara Dunia 2005-2009

Sumber: www.eia.doe.gov, data diolah

Pertumbuhan ekonomi dunia yang diprediksikan akan kembali positif pada tahun 2010 dan seterusnya, diperkirakan akan berakibat positif pada pertumbuhan permintaan batubara di tahun-tahun yang akan datang. Dari sisi dalam negeri, rencana perusahaan listrik negara (PLN) untuk menjalankan proyek pembangkit 10,000 MW di Jawa dan Sumatera dipastikan akan meningkatkan kebutuhan perusahaan negara tersebut atas batubara. Ditambah lagi pada sisi ekspor, China dan India diperkirakan akan terus membutuhkan tambahan batubara untuk memenuhi kebutuhan energi dalam negerinya sebagai akibat pertumbuhan penduduk dan ekonomi yang pesat.

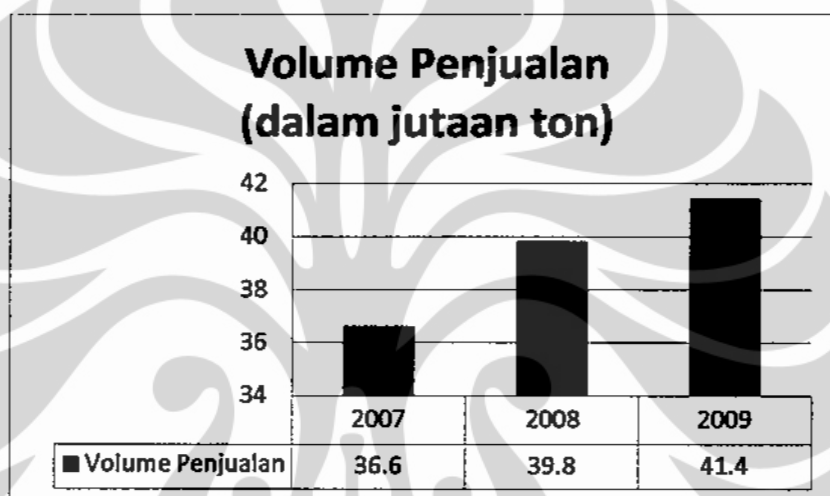
4.4. Analisis Laporan Keuangan Perusahaan

Analisis laporan keuangan perusahaan dilakukan untuk menentukan kinerja perusahaan selama ini, baik dalam pengelolaan operasional maupun finansial, melalui data yang terdapat pada laporan keuangan perusahaan. Hasil analisis kemudian dapat digunakan untuk membuat asumsi dalam memperkirakan kinerja perusahaan di masa yang akan datang.

4.4.1. Penjualan dan Pendapatan

Pendapatan usaha perusahaan pada tahun 2009 meningkat 48.89% dari tahun sebelumnya walaupun peningkatan volume penjualan dalam satuan ton

hanya meningkat sebesar 4% dari tahun sebelumnya. Peningkatan pendapatan usaha ini lebih banyak berasal dari faktor eksternal, yaitu kenaikan nilai harga jual rata-rata batubara serta penurunan nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika. Peningkatan dari faktor internal berasal dari pertumbuhan pendapatan non-penjualan batubara, yaitu yang dikategorikan oleh perusahaan sebagai usaha *mining services & others* yang pada tahun 2009 tumbuh sebesar 27.16% dibandingkan tahun sebelumnya.. Pertumbuhan volume penjualan batubara dan pendapatan usaha dapat dilihat pada gambar 4.3 dan 4.4.



Gambar 4.3. Volume Penjualan Batubara Adaro 2007-2009

Sumber: Laporan keuangan perusahaan diolah



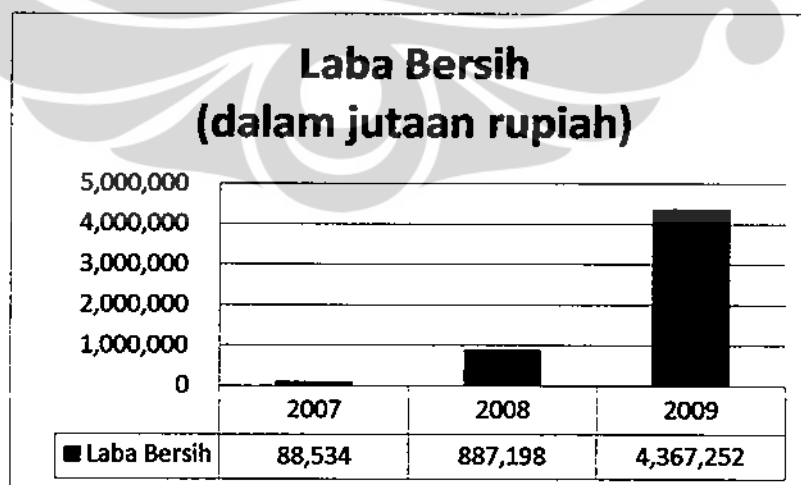
Gambar 4.4. Pendapatan Usaha Adaro 2007-2009

Sumber: Laporan keuangan perusahaan diolah

4.4.2. Beban Pokok Pendapatan Dan Laba

Berdasarkan analisa *common size*, beban pokok pendapatan pada tahun 2007 dan 2008 adalah 78.41% dan 72.68% dari total pendapatan tahun masing-masing sedangkan persentase beban pokok pendapatan terhadap total pendapatan pada tahun 2009 adalah 59.02%. Hal ini menunjukkan peningkatan efisiensi operasi pertambangan oleh Adaro sehingga mampu menurunkan ongkos produksi batubara sejalan dengan strategi perusahaan sebagai *low cost producer*. Faktor lain yang turut berkontribusi atas penurunan persentase beban pokok pendapatan adalah laju pertumbuhan harga batubara yang bertumbuh lebih cepat dari laju pertumbuhan biaya produksi.

Laba kotor Adaro pada tahun 2009 mengalami peningkatan 123.29% dari tahun sebelumnya sedangkan laba usaha Adaro pada tahun yang sama juga mengalami peningkatan 135.73% dari tahun sebelumnya. Namun, peningkatan yang paling spektakuler pada laporan laba rugi Adaro tahun 2009 adalah peningkatan laba bersih yang mencapai sebesar 392.25% dari tahun sebelumnya. Mengacu pada analisis *common size*, kenaikan laba tersebut berasal dari peningkatan margin keuntungan yang naik cukup pesat antara tahun 2007-2009 akibat pertumbuhan jumlah pendapatan yang lebih cepat dibanding pertumbuhan jumlah beban yang harus dibayar. Gambar 4.5 menunjukkan pertumbuhan laba bersih Adaro selama periode tahun 2007-2009.

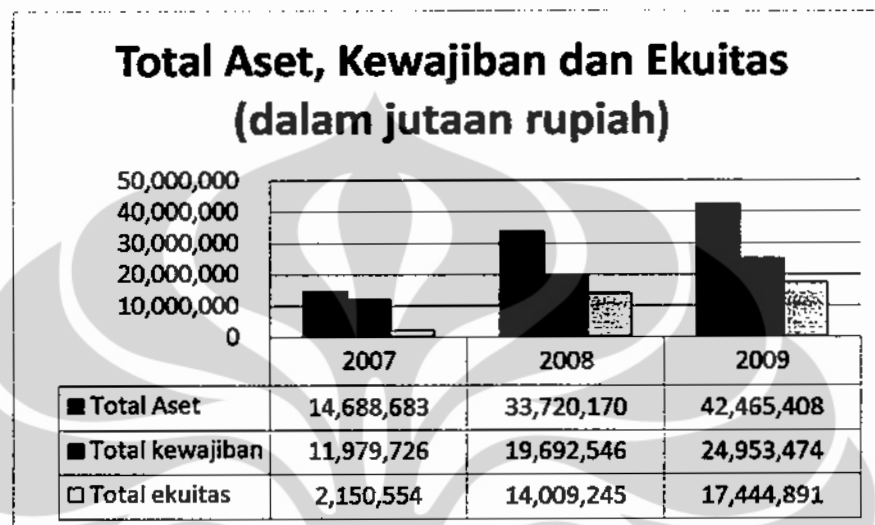


Gambar 4.5. Laba Bersih Adaro 2007-2009

Sumber: Laporan keuangan perusahaan diolah

4.4.3. Aset, Kewajiban dan Ekuitas

Pertumbuhan total aset, kewajiban dan ekuitas Adaro pada periode tahun 2007-2009 dapat dilihat pada gambar 4.6.



Gambar 4.6. Total Aset, Kewajiban Dan Ekuitas Adaro 2007-2009

Sumber: Laporan keuangan perusahaan diolah

4.4.3.1. Aset

Pertumbuhan akun-akun aset lancar Adaro tergolong moderat, kecuali pertumbuhan akun kas. Nilai akun kas adaro terus meningkat pesat tiap tahunnya selama tahun 2007-2009, yaitu peningkatan 169.5% pada tahun 2008 dan peningkatan 366.69% pada tahun 2009. Dengan kontribusi yang besar dari peningkatan akun kas, maka jumlah total aset lancar Adaro pada tahun 2009 meningkat sebesar 101.57% dari tahun sebelumnya. Peningkatan tajam pada tahun 2009 dikarenakan adanya dana masuk yang berasal dari penerbitan *senior notes* sebesar Rp. 7,379,848 juta rupiah. Dengan aset kas sebesar Rp. 11,274,623 juta rupiah pada akhir tahun 2009, Adaro memiliki aset lancar yang sangat besar untuk digunakan sebagai sumber pembiayaan proyeknya tanpa harus menerbitkan hutang baru.

Pertumbuhan aset tidak lancar Adaro lebih banyak terjadi pada tahun 2008, yaitu setelah melakukan IPO. Hal ini terlihat dari pertumbuhan akun aset tetap, properti dan *goodwill* yang meningkat pesat pada 2008. Peningkatan akun

goodwill yang besar pada 2008, menunjukkan bahwa Adaro banyak melakukan aksi akuisisi pada tahun tersebut yang ditujukan untuk menjalankan strategi integrasi vertikal usahanya. Pertumbuhan total aset tidak lancar pada tahun 2009 tergolong kecil, yaitu hanya sebesar 2.96% yang kebanyakan berasal dari belanja modal rutin untuk operasional perusahaan seperti terlihat dari penambahan nilai akun aset tetap.

4.4.3.2. Kewajiban

Pertumbuhan kewajiban lancar Adaro tergolong moderat jika dibandingkan dengan pertumbuhan aset lancar, dengan kenaikan sebesar 18.96% pada tahun 2009 dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Pertumbuhan kewajiban lancar lebih banyak dikontribusikan oleh pinjaman jangka panjang yang jatuh tempo karena porsi hutang yang jatuh tempo tersebut dipindahkan ke kewajiban lancar pada tahun jatuh tempo. Penggunaan pinjaman jangka pendek, baik dari bank ataupun pihak lain, juga bisa dibilang minimum dengan jumlah yang kalah jauh dibandingkan dengan jumlah hutang jangka panjang.

Pertumbuhan kewajiban tidak lancar Adaro tergolong lebih tinggi dari pertumbuhan kewajiban lancar. Pada tahun 2009, total kewajiban tidak lancar Adaro naik 30.73% dari tahun sebelumnya. Akun-akun yang berkontribusi terhadap pertumbuhan kewajiban tidak lancar adalah akun-akun yang tergolong sebagai hutang jangka panjang karena Adaro lebih banyak menggunakan hutang yang bersifat jangka panjang dibandingkan dengan yang bersifat jangka pendek. Hutang jangka panjang Adaro saat ini hanya tersisa yang berasal dari bank, sewa pembiayaan (*lease*), dan *senior notes*, sedangkan hutang jangka panjang lainnya sudah dilunasi pada tahun 2008 dengan menggunakan dana hasil IPO.

Pada akhir tahun 2009, sebagian besar hutang berbunga Adaro merupakan pinjaman dalam mata uang asing, terutama dalam dollar Amerika, dengan tingkat bunga yang rata-rata mengacu pada LIBOR untuk hutang bank. Hal ini mengakibatkan tingkat bunga yang harus dibayar Adaro tergolong cukup rendah jika dibandingkan dengan pinjaman dalam mata uang rupiah. Selain itu, penggunaan pinjaman dalam mata uang dollar Amerika juga menciptakan *natural*

hedge terhadap resiko nilai tukar karena sebagian besar pemasukan Adaro juga diterima dalam dollar Amerika.

4.4.3.3. Ekuitas

Jumlah ekuitas Adaro mengalami peningkatan yang sangat besar pada tahun 2008, yaitu sebesar 551.42% dari tahun sebelumnya. Peningkatan jumlah ekuitas ini berasal dari aksi penawaran saham perdana atau *initial public offering* (IPO) pada Juli 2008 yang berhasil menggalang dana bersih sebesar Rp. 11,846,595 juta rupiah. Pertumbuhan ekuitas pada 2009 kembali ke tingkat yang lebih normal dengan pertumbuhan sebesar 24.52% dibandingkan nilai tahun sebelumnya. Pertumbuhan ekuitas pada tahun 2009 lebih banyak dikontribusikan oleh peningkatan laba ditahan (*retained earnings*).

4.4.4. Analisis Rasio

Rasio keuangan PT. Adaro Energy, Tbk. untuk periode tahun 2007-2009 tersaji pada tabel 4.6 berikut ini:

Tabel 4.6
Rasio Keuangan Adaro 2007-2009

	2007	2008	2009
Rasio Aktivitas			
Inventory Turnover	38.17	43.16	63.49
Receivables Turnover	7.48	7.76	9.35
Payables Turnover	5.38	5.05	7.33
Total Asset Turnover	0.79	0.54	0.63
Rasio Profitabilitas			
Gross Margin	21.59%	27.32%	40.98%
Operating Margin	19.43%	23.28%	36.86%
Net Profit Margin	0.76%	4.90%	16.21%
Return on Asset	4.20%	3.46%	11.41%
Return on Equity	4.12%	6.33%	25.03%
Rasio Likuiditas			
Current Ratio	0.98	1.17	1.98
Quick Ratio	0.82	0.87	1.77
Rasio Solvabilitas			
Debt to Equity Ratio	3.45	0.79	0.91
Times interest earned	1.55	5.75	10.37

Sumber: Laporan keuangan perusahaan diolah

4.4.4.1. Rasio Aktivitas

Analisis rasio aktivitas mengukur kemampuan dan efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan aset yang dimiliki untuk menjalankan operasi perusahaan. Rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur efisiensi aktivitas Adaro adalah:

a. *Inventory turnover*

Rasio *inventory turnover* Adaro terus mengalami peningkatan selama periode tahun 2007-2009. Hal ini menunjukkan bahwa Adaro makin efisien dalam pengaturan inventori sehingga dapat menurunkan biaya yang diperlukan untuk penyimpanan dan penanganan inventori. Angka rasio *inventory turnover* Adaro yang besar tergolong wajar mengingat dalam industri batubara produsen biasanya memproduksi sesuai pesanan atau kontrak dengan sedikit kelebihan untuk *buffer stock*.

b. *Receivables turnover*

Rasio *receivables turnover* Adaro selama tahun 2007-2009 terus mengalami peningkatan dengan lonjakan yang cukup tinggi pada 2009. Hal ini menunjukkan bahwa Adaro dapat mengatur kebijakan piutangnya dengan baik sehingga mengurangi jumlah modal yang tertahan di dalam bentuk piutang.

c. *Total asset turnover*

Rasio *total asset turnover* Adaro mengalami penurunan pada tahun 2008 lalu mengalami kenaikan lagi pada tahun 2009, walaupun begitu tingkat rasio pada tahun 2009 masih lebih rendah dibandingkan dengan tingkat rasio tahun 2007. Penurunan rasio menunjukkan bahwa Adaro membutuhkan investasi dalam aset yang lebih besar untuk mempertahankan tingkat operasinya.

Penurunan rasio pada tahun 2008 diperkirakan berasal dari aksi akuisi yang dilakukan Adaro terhadap beberapa perusahaan yang bukan termasuk bisnis intinya. Implikasi dari hal tersebut adalah Adaro harus belajar dan menyesuaikan diri terhadap bisnis barunya sehingga operasi belum terlalu efisien pada tahun 2008. Peningkatan rasio pada tahun 2009 menunjukkan Adaro sudah mulai menguasai operasi bisnis barunya sehingga efisiensinya meningkat.

4.4.4.2. Rasio Likuiditas

Analisis rasio likuiditas mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajibannya yang akan jatuh tempo. Rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur likuiditas Adaro adalah:

a. *Current ratio*

Current ratio Adaro selama periode 2007-2009 menunjukkan trend peningkatan yang stabil tiap tahunnya. Sejak tahun 2008, rasio ini sudah melebihi angka 1 yang berarti Adaro dapat memenuhi semua kewajiban lancarnya dan tetap masih memiliki sisa pada aset lancarnya. Hal ini terutama dikontribusikan oleh pertumbuhan aset kas dan setara kas yang pesat antara tahun 2007-2009 sehingga Adaro mempunyai total aset lancar yang cukup untuk membiayai seluruh kewajiban lancarnya.

b. *Quick ratio*

Quick ratio Adaro menunjukkan trend yang sama dengan *current ratio*, yaitu terjadi peningkatan setiap tahunnya. Seperti halnya *current ratio*, pertumbuhan *quick ratio* juga dikontribusikan oleh pertumbuhan aset kas dan setara kas yang pesat antara 2007-2009. Pada tahun 2009, jumlah aset lancar Adaro yang berbentuk kas, efek, dan piutang sudah melebihi jumlah kewajiban lancar yang harus dibiayai.

4.4.4.3. Rasio Solvabilitas

Analisis rasio solvabilitas mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya, baik yang jangka pendek maupun jangka panjang. Rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur solvabilitas Adaro adalah:

a. *Debt to equity ratio*

Rasio *debt to equity* mengukur besar hutang berbunga (*interest bearing debt*) Adaro, yang merupakan modal eksternal hasil dari pinjaman, terhadap ekuitas. Pada tahun 2008 terjadi penurunan rasio yang sangat signifikan sebagai efek dari keberhasilan aksi IPO Adaro pada tahun tersebut, sedangkan tahun 2009 menunjukkan kenaikan lagi sebagai akibat dari penerbitan *senior notes* dengan jumlah yang cukup besar pada tahun itu. Angka rasio ini pada

tahun 2009 menunjukkan bahwa proporsi hutang dan ekuitas Adaro hampir seimbang yang berarti perusahaan mempunyai tingkat *leverage* yang cukup tinggi.

b. *Times interest earned*

Rasio ini mengukur proteksi yang disediakan oleh keuntungan perusahaan terhadap pembayaran bunga. Dalam hal ini, tampaknya kreditur tidak perlu terlalu khawatir karena *trend* rasio *times interest earned* Adaro menunjukkan laju peningkatan yang sangat pesat dari tahun ke tahun selama periode 2007-2009. Hal ini dapat memberikan efek positif bagi Adaro dalam bentuk biaya bunga yang lebih rendah karena meningkatnya kepercayaan kreditur terhadap perusahaan.

4.4.4.4. Rasio Profitabilitas

Analisis rasio profitabilitas mengukur kemampuan dan efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba. Rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur profitabilitas Adaro adalah:

a. *Gross profit margin*

Rasio *gross profit margin* Adaro selama tahun 2007-2009 menunjukkan *trend* yang menggembirakan, di mana terjadi peningkatan setiap tahunnya dengan lonjakan yang cukup tinggi pada tahun 2009. Hal ini adalah akibat dari efisiensi operasi pertambangan yang menekan ongkos produksi ditambah lagi dengan laju pertumbuhan harga batubara yang lebih cepat dibandingkan laju pertumbuhan ongkos produksi.

b. *Operating profit margin*

Sama seperti *trend gross profit margin*, rasio *operating profit margin* Adaro juga mengalami peningkatan dari tahun ke tahun selama periode 2007-2009 dengan lonjakan yang cukup besar pada tahun 2009. Hal ini menunjukkan pertumbuhan kemampuan Adaro dalam mengontrol biaya operasional yang dibutuhkan untuk menjalankan usahanya.

c. *Net profit margin*

Rasio *net profit margin* Adaro selama periode 2007-2009 mengalami pertumbuhan yang sangat pesat tiap tahunnya. Hal ini terutama menunjukkan

efek dari perubahan struktur modal Adaro yang dahulu terbebani hutang menjadi struktur yang lebih seimbang antara hutang dengan ekuitas sejak terjadinya IPO pada tahun 2008. Laju pertumbuhan pendapatan yang pesat juga turut berkontribusi dalam hal ini.

d. *Return on asset*

Rasio *return on asset* Adaro mengalami sedikit penurunan pada tahun 2008 lalu mengalami lonjakan yang besar pada 2009. Penurunan rasio pada tahun 2008 diperkirakan berasal dari aksi akuisisi Adaro terhadap anak perusahaan yang bergerak dalam usaha yang bukan bisnis intinya. Hal tersebut menyebabkan Adaro harus belajar dan menyesuaikan diri terhadap bisnis barunya sehingga tingkat pengembalian dari aset menurun untuk sementara. Penguasaan yang lebih baik terhadap bisnis barunya serta laju pertumbuhan pendapatan yang tinggi berakibat pada tajamnya lonjakan rasio ini pada tahun 2009.

e. *Return on equity*

Rasio *return to equity* Adaro pada periode 2007-2009 menunjukkan hasil yang menggembirakan bagi pemegang saham Adaro dengan tingkat pengembalian yang terus meningkat tiap tahunnya. Peningkatan tajam rasio ini pada tahun 2009 terutama dikontribusikan oleh laju pertumbuhan pendapatan yang tinggi sebagai akibat naiknya harga jual batubara dan melemahnya kurs rupiah saat itu.

4.5. Proyeksi Laporan Keuangan

Proyeksi laporan keuangan dibuat untuk periode waktu 3 tahun ke depan yaitu untuk tahun 2010-2012. Laporan keuangan yang diproyeksikan adalah laporan laba rugi (*income statement*) dan laporan neraca (*balance sheet*).

4.5.1. Proyeksi Laporan Laba-Rugi (*Income Statement*)

Berikut ini adalah asumsi dan metode yang digunakan penulis dalam melakukan proyeksi laporan laba-rugi atau *income statement* perusahaan:

- a. Proyeksi pendapatan usaha atau *revenue* dari penjualan batubara dilakukan dengan memperkirakan pertumbuhan penjualan (*sales*) batubara dalam unit *metric ton* lalu dikalikan dengan estimasi harga jual rata-rata batubara dan estimasi nilai tukar rata-rata USD terhadap IDR. Jumlah pendapatan dari penjualan batubara kemudian ditambahkan dengan estimasi jumlah pendapatan unit bisnis atau anak perusahaan lain yang tidak terkait dengan penjualan batubara untuk mendapatkan pendapatan usaha total.
- b. Persentase beban pokok pendapatan (*cost of revenue*) serta beban operasi dari pendapatan usaha didapatkan melalui analisa *common size* laporan laba-rugi tahun 2007-2009.
- c. Untuk bagian pendapatan / beban lain-lain, digunakan perincian sebagai berikut:
 - Beban bunga (*interest expense*) didapatkan melalui perhitungan jumlah hutang berbunga rata-rata (*average interest bearing debt*) tahun berjalan dengan tahun sebelumnya dikalikan dengan *cost of debt*.
 - Pos pendapatan bunga dan pos kerugian / keuntungan dari selisih kurs diasumsikan sama dengan nilai terakhir pada tahun 2009.
 - Pos bagian rugi bersih dari perusahaan asosiasi dan pos keuntungan dari penjualan anak perusahaan diasumsikan bernilai nol selama masa proyeksi.
 - Pos keuntungan penjualan efek diasumsikan bernilai nol karena jumlah efek yang tersedia untuk dijual pada laporan neraca 2009 juga sudah habis atau bernilai nol.
 - Biaya amortisasi *goodwill* didapatkan dari rata-rata *goodwill* tahun berjalan dengan tahun sebelumnya dikalikan dengan tingkat amortisasi *goodwill* per tahun.
 - Pos beban / pendapatan lain-lain diproyeksikan menggunakan persentase pos tersebut terhadap pendapatan usaha yang didapatkan melalui analisa *common size*.
- d. Tingkat pajak yang digunakan adalah tingkat pajak marginal sebesar 45% sesuai dengan ketentuan perjanjian karya perusahaan pertambangan batubara (PKP2B) generasi pertama yang dimiliki Adaro.

- e. Pos luar biasa dan Pos laba sebelum akuisisi diasumsikan bernilai nol.
- f. Pos hak minoritas atas laba / rugi bersih didapatkan dengan mengalikan laba sebelum hak minoritas dengan persentase hak minoritas terhadap laba sebelum hak minoritas pada tahun 2009, yaitu sebesar 1.10%.

4.5.2. Proyeksi Neraca (*Balance Sheet*)

Berikut ini adalah asumsi dan metode yang digunakan penulis dalam melakukan proyeksi laporan neraca atau *balance sheet* perusahaan:

- a. Aset lancar diproyeksikan dengan perincian sebagai berikut:
 - Kas dan setara kas dihitung paling terakhir sebagai penyeimbang antara total aset dengan total kewajiban dan ekuitas.
 - Efek yang tersedia untuk dijual (*marketable securities*) diasumsikan bernilai nol karena sudah habis dijual semua pada tahun 2009.
 - Piutang usaha (*trade receivables*) diproyeksi berdasarkan rata-rata rasio *receivables turnover* tahun 2008-2009.
 - Inventori diproyeksi berdasarkan rata-rata rasio *inventory turnover* tahun 2008-2009.
 - Nilai akun lain dalam aset lancar diasumsikan sama dengan nilai pada akhir tahun 2009.
- b. Aset tidak lancar diproyeksi dengan perincian sebagai berikut:
 - Akun aset tetap (*fixed assets*) dan akun properti pertambangan (*mining properties*) digabung menjadi akun properti dan aset tetap (*property, plant, and equipment / PP&E*). Pertambahan akun ini disesuaikan dengan pengeluaran belanja modal (*capital expenditure / capex*) rutin yang didapat berdasarkan rata-rata rasio *capex / sales* 2008-2009.
 - Akumulasi penyusutan properti dan aset tetap dihitung dari jumlah akumulasi penyusutan tahun sebelumnya ditambah dengan jumlah akumulasi penyusutan tahun berjalan. Kebijakan perusahaan mengenai penyusutan aset tetap adalah dilakukan dengan menggunakan metode garis lurus, dengan rincian sebagai berikut:
 - Bangunan selama 20 tahun

- Infrastruktur selama 30 tahun
 - Peralatan operasional selama 10 tahun
 - Kapal selama 20 tahun
 - Kendaraan dan peralatan proyek / tambang selama 4 tahun
 - Fasilitas penampungan batubara dan labuhan selama 20 tahun
- Akun investasi jangka panjang (*long term investment*) ditambahkan untuk mengakomodasi investasi jangka panjang Adaro pada proyek Maruwai, di mana Adaro menguasai 25% sahamnya. Sesuai dengan kebijakan perusahaan, investasi tersebut dicatat dengan menggunakan metode ekuitas. Dalam periode proyeksi 2011-2012 diasumsikan tidak ada perubahan nilai sejak munculnya akun ini pada 2010.
 - Akun *Goodwill* diasumsikan tetap selama masa proyeksi, sedangkan akumulasi amortisasi *goodwill* dihitung dari jumlah akumulasi amortisasi tahun sebelumnya ditambah dengan akumulasi amortisasi tahun berjalan. Kebijakan perusahaan mengenai amortisasi *goodwill* adalah dilakukan dengan menggunakan metode garis lurus
 - Akun biaya eksplorasi dan pengembangan yang ditangguhkan diasumsikan tetap selama masa proyeksi, sedangkan akumulasi amortisasi biaya eksplorasi dan pengembangan yang ditangguhkan dihitung dari jumlah akumulasi amortisasi tahun sebelumnya ditambah dengan akumulasi amortisasi tahun berjalan.
 - Akun lain dalam kategori aset tidak lancar diasumsikan tetap sama dengan nilai pada akhir 2009 selama masa proyeksi.
- c. Kewajiban lancar diproyeksi dengan perincian sebagai berikut:
- Nilai hutang usaha (*trade receivables*) dihitung berdasarkan rata-rata rasio *payable turnover* tahun 2008-2009.
 - Nilai akun kewajiban lancar yang digolongkan sebagai hutang berbunga (*interest bearing debt*) diproyeksikan tetap sama dengan nilai pada akhir 2009 selama masa proyeksi karena diasumsikan tidak ada pembayaran pokok hutang. Akun yang termasuk golongan hutang berbunga adalah hutang bank jangka pendek (*short term bank debt*), hutang lain-lain dari

pihak ketiga (*other 3rd party loans*), dan pinjaman jangka panjang yang jatuh tempo (*current maturity of long term debt*).

- Nilai akun beban yang masih harus dibayar (*accrued expense*) dihitung berdasarkan rata-rata rasio *accrued expense turnover* 2008-2009.
 - Nilai akun lain dalam kategori kewajiban lancar diasumsikan tetap sama dengan nilai pada akhir 2009 selama masa proyeksi.
- d. Kewajiban tidak lancar diproyeksi dengan perincian sebagai berikut:
- Nilai akun kewajiban tidak lancar yang digolongkan sebagai hutang berbunga (*interest bearing debt*) diproyeksikan tetap sama dengan nilai pada akhir 2009 selama masa proyeksi karena diasumsikan tidak ada pembayaran pokok hutang. Akun yang termasuk golongan hutang berbunga adalah pinjaman bank jangka panjang, pinjaman sewa pembiayaan, *senior notes*, *subordinated loans*, dan pinjaman lain-lain.
 - Nilai akun biaya pengupasan tanah yang masih harus dibayar (*accrued stripping cost*) dihitung berdasarkan rata-rata rasio *accrued stripping cost turnover* 2008-2009.
 - Nilai akun lain dalam kategori kewajiban tidak lancar diasumsikan tetap sama dengan nilai pada akhir 2009 selama masa proyeksi.
- e. Nilai akun hak minoritas dihitung dari nilai hak minoritas dari neraca tahun sebelumnya ditambah dengan tambahan nilai hak minoritas tahun ini dari laporan laba rugi.
- f. Ekuitas diproyeksi dengan perincian sebagai berikut:
- Nilai akun modal saham dan akun tambahan modal disetor (*additional paid-in capital*) diasumsikan tetap sama dengan nilai pada akhir 2009 pada masa proyeksi.
 - Nilai laba ditahan (*retained earnings*) yang belum dicadangkan dihitung dari jumlah nilai laba ditahan tahun sebelumnya ditambah dengan jumlah laba bersih dari laporan laba rugi lalu dikurangi dividen yang dibagikan pada tahun berjalan.
 - Dividen tahun berjalan dihitung berdasarkan pola pembagian dividen pada 2009 yaitu dividen interim sebesar 8.79% dari laba bersih tahun

berjalan ditambah dividen final sebesar 12.45% dari laba bersih tahun sebelumnya.

- Nilai akun lain dalam kategori ekuitas diasumsikan tetap sama dengan nilai pada akhir 2009 pada masa proyeksi.

4.6. Skenario Proyeksi

Skenario proyeksi dibuat untuk mengetahui sensitivitas harga saham hasil valuasi terhadap berbagai perubahan pada asumsi proyeksi yang diyakini dapat mempengaruhi nilai saham tergantung skenarionya. Skenario proyeksi dibuat dengan mempertimbangkan faktor-faktor dapat yang mempengaruhi arus kas perusahaan di masa yang akan datang. Secara umum, ada 2 jenis faktor yang dapat mempengaruhi profitabilitas perusahaan yaitu faktor eksternal dan faktor internal.

Faktor eksternal adalah faktor di luar perusahaan yang tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan dan biasanya berasal dari kondisi ekonomi makro atau industri. Dua faktor eksternal yang mempunyai pengaruh langsung yang besar terhadap arus kas Adaro di masa depan adalah nilai harga jual rata-rata batubara dan nilai tukar mata uang. Nilai harga jual batubara tentunya akan berpengaruh langsung pada pendapatan usaha karena penjualan batubara menyumbang sekitar 90% dari nilai total pendapatan usaha Adaro. Nilai tukar mata uang, terutama nilai tukar rupiah (IDR) terhadap dollar Amerika (USD), juga cukup berpengaruh karena sebagian besar pendapatan dan pengeluaran Adaro ditransaksikan dalam mata uang asing, terutama USD, walaupun Adaro adalah perusahaan Indonesia.

Faktor internal adalah faktor di dalam perusahaan yang umumnya dapat dikendalikan oleh perusahaan. Yang termasuk dalam kategori ini adalah faktor-faktor yang berhubungan dengan kemampuan perusahaan untuk beroperasi secara efisien, seperti peningkatan kapasitas produksi dan penghematan biaya. Efek dari faktor internal ini dapat dilihat dari hal-hal yang dapat diterjemahkan dari laporan keuangan perusahaan seperti pertumbuhan pendapatan dan perubahan struktur biaya.

Tabel 4.7
Skema Skenario Proyeksi

	(A) Eksternal <i>Optimist</i>	(B) Eksternal <i>Pessimist</i>
(1) Internal <i>Most Likely</i>	Skenario A-1	Skenario B-1
(2) Internal <i>Pessimist</i>	Skenario A-2	Skenario B-2
(3) Internal <i>Optimist</i>	Skenario A-3	Skenario B-3

Sumber: Data penulis

4.6.1. Asumsi Proyeksi Faktor Eksternal

Untuk faktor eksternal, penulis membuat 2 skenario yang mungkin terjadi berdasarkan analisis makro, industri dan perusahaan yang sudah dilakukan sebelumnya. Perbedaan antara kedua skenario tersebut terletak pada asumsi nilai harga jual rata-rata batubara dan nilai tukar mata uang rupiah. Kedua skenario tersebut adalah:

- a. Skenario proyeksi faktor eksternal *optimist* (Skenario A), dengan asumsi sebagai berikut:
 - Nilai harga jual rata-rata (*average selling price*) batubara diestimasikan pada harga \$64.73 / MT pada tahun 2010 berdasarkan perhitungan harga Envirocoal dengan acuan HBA 2010, lalu naik 10% tiap tahunnya dengan target harga jual rata-rata \$94-95/MT pada tahun 2014.
 - Rata-rata nilai tukar rupiah (IDR) per dollar Amerika (USD) diestimasikan sebesar IDR 9,084.27/USD pada tahun 2010 lalu naik 0.86% tiap tahunnya dengan target nilai tukar sebesar IDR 9,400/ USD pada tahun 2014.
- b. Skenario proyeksi faktor eksternal *pessimist* (Skenario B), dengan asumsi sebagai berikut:
 - Nilai harga jual rata-rata (*average selling price*) batubara diestimasikan dimulai pada harga \$64.73 / MT pada tahun 2010 berdasarkan perhitungan harga Envirocoal dengan acuan HBA 2010, lalu naik 8.5% tiap tahunnya dengan target harga jual rata-rata \$89-90/MT pada tahun 2014.

- Rata-rata nilai tukar rupiah (IDR) per dollar Amerika (USD) diestimasikan sebesar IDR 9084.27/USD pada tahun 2010 lalu naik 0.55% tiap tahunnya dengan target nilai tukar sebesar IDR 9,285/ USD pada tahun 2014.

Tabel 4.8
Rangkuman Asumsi Harga Jual Batubara dan Kurs IDR-USD

(A) Eksternal <i>Optimist</i>	Satuan	2010F	2011F	2012F
Harga Jual Rata-Rata Batubara	US\$/MT	64.73	71.21	78.33
Nilai Tukar Rp/USD Rata-Rata	Rp/US\$	9,084.27	9,162.39	9,241.19
(B) Eksternal <i>Pessimist</i>	Satuan	2010F	2011F	2012F
Harga Jual Rata-Rata Batubara	US\$/MT	64.73	70.24	76.21
Nilai Tukar Rp/USD Rata-Rata	Rp/US\$	9,084.27	9,134.23	9,184.47

Sumber: Data laporan keuangan perusahaan diolah dan estimasi penulis

4.6.2. Asumsi Proyeksi Faktor Internal

Untuk faktor internal, penulis membuat 3 skenario yang mungkin terjadi berdasarkan analisis makro, industri dan perusahaan yang sudah dilakukan sebelumnya. Perbedaan antara ketiga skenario tersebut terletak pada perbedaan jumlah penjualan terkait dengan kemampuan produksi perusahaan serta perbedaan efisiensi operasi yang terkait dengan biaya operasional. Ketiga skenario tersebut adalah:

- a. Skenario proyeksi faktor internal *most likely* (Skenario 1), dengan asumsi sebagai berikut:
 - Penjualan batubara diestimasikan sebesar 43.47 MT pada 2010, yang merupakan peningkatan 5% dari jumlah penjualan 2009, lalu naik 10% tiap tahunnya sesuai dengan tingkat pertumbuhan rata-rata penjualan batubara selama tahun 2000-2009 dengan mengeluarkan data *outlier*, yaitu data tahun 2006.
 - Pendapatan usaha di luar penjualan batubara yang berasal dari usaha *mining services & others* dimulai dari Rp. 1,646,918 juta pada tahun 2009 lalu naik 10% tiap tahunnya.

- Beban pokok pendapatan diproyeksikan sebesar 65.85% dari penjualan selama masa proyeksi. Nilai tersebut didapatkan dari nilai rata-rata persentase beban pokok pendapatan terhadap pendapatan usaha tahun 2008-2009.
- Beban operasi untuk kegiatan penjualan dan pemasaran diproyeksikan sebesar 2.64% dari pendapatan, yaitu nilai presentase rata-rata pos tersebut terhadap pendapatan pada tahun 2008-2009.
- Beban operasi untuk kegiatan administrasi dan umum diproyeksikan sebesar 1.44% dari pendapatan, yaitu nilai presentase rata-rata pos tersebut terhadap pendapatan pada tahun 2008-2009.
- Pos beban / pendapatan lain-lain diproyeksikan sebesar 0.54% dari pendapatan, yaitu nilai presentase rata-rata pos tersebut terhadap pendapatan pada tahun 2008-2009.

b. Skenario proyeksi faktor internal *pessimist* (Skenario 2), dengan asumsi sebagai berikut:

- Penjualan batubara diestimasikan sebesar 43.06 MT pada 2010, yang merupakan peningkatan 4% dari jumlah penjualan 2009, lalu naik 10% tiap tahunnya sesuai dengan tingkat pertumbuhan rata-rata penjualan batubara selama tahun 2000-2009 dengan mengeluarkan data *outlier*, yaitu data tahun 2006.
- Pendapatan usaha di luar penjualan batubara yang berasal dari usaha *mining services & others* dimulai dari Rp. 1,646,918 juta pada tahun 2009 lalu naik 10% tiap tahunnya.
- Beban pokok pendapatan diproyeksikan sebesar 67.17% dari penjualan selama masa proyeksi.
- Beban operasi untuk kegiatan penjualan dan pemasaran diproyeksikan sebesar 2.64% dari pendapatan, yaitu nilai presentase rata-rata pos tersebut terhadap pendapatan pada tahun 2008-2009.
- Beban operasi untuk kegiatan administrasi dan umum diproyeksikan sebesar 1.75% dari pendapatan, yaitu nilai presentase pos tersebut terhadap pendapatan pada tahun 2009.

- Pos beban / pendapatan lain-lain diproyeksikan sebesar 0.7% dari pendapatan, yaitu nilai presentase pos tersebut terhadap pendapatan pada tahun 2009.
- c. Skenario proyeksi faktor internal *optimist* (Skenario 3), dengan asumsi sebagai berikut:
- Penjualan batubara diestimasikan sebesar 43.88 MT pada 2010, yang merupakan peningkatan 6% dari jumlah penjualan 2009, lalu naik 11% tiap tahunnya.
 - Pendapatan usaha di luar penjualan batubara yang berasal dari usaha *mining services & others* dimulai dari Rp. 1,646,918 juta pada tahun 2009 lalu naik 11% tiap tahunnya.
 - Beban pokok pendapatan diproyeksikan sebesar 64.53% dari penjualan selama masa proyeksi.
 - Beban operasi untuk kegiatan penjualan dan pemasaran diproyeksikan sebesar 2.37% dari pendapatan, yaitu nilai presentase pos tersebut terhadap pendapatan pada tahun 2009.
 - Beban operasi untuk kegiatan administrasi dan umum diproyeksikan sebesar 1.44% dari pendapatan, yaitu nilai presentase rata-rata pos tersebut terhadap pendapatan pada tahun 2008-2009.
 - Pos beban / pendapatan lain-lain diproyeksikan sebesar 0.54% dari pendapatan, yaitu nilai presentase rata-rata pos tersebut terhadap pendapatan pada tahun 2008-2009.

Tabel 4.9
Rangkuman Asumsi Pertumbuhan Penjualan dan Pendapatan

(1) Internal Most Likely	Satuan	2010F	2011F	2012F
Penjualan Batubara	MT	43.47	47.82	52.60
Pendapatan dari <i>Mining Services & Others</i>	Juta Rupiah	1,811,610	1,992,771	2,192,048
(2) Internal Pessimist	Satuan	2010F	2011F	2012F
Penjualan Batubara	MT	43.06	47.36	52.10
Pendapatan dari <i>Mining Services & Others</i>	Juta Rupiah	1,811,610	1,992,771	2,192,048
(3) Internal Optimist	Satuan	2010F	2011F	2012F
Penjualan Batubara	MT	43.88	48.71	54.07
Pendapatan dari <i>Mining Services & Others</i>	Juta Rupiah	1,828,079	2,029,168	2,252,376

Sumber: Data laporan keuangan perusahaan diolah dan estimasi penulis

Tabel 4.10
Rangkuman Asumsi Proyeksi Laporan Laba-Rugi

	(1) Pessimist	(2) Most Likely	(3) Optimist
Pendapatan Usaha	100%	100%	100%
Beban Pokok Pendapatan	67.17%	65.85%	64.53%
Lab Kotor	32.17%	34.15%	36.12%
Beban Operasi			
Penjualan dan pemasaran	2.64%	2.64%	2.37%
Umum dan administrasi	1.75%	1.44%	1.44%
Jumlah Beban Operasi	4.40%	4.08%	3.80%
Lab Usaha	27.78%	30.07%	32.32%
Pendapatan / Beban Lain-Lain			
Beban bunga	dihitung	dihitung	dihitung
Pendapatan bunga	tetap	tetap	tetap
Kerugian pelepasan aset tetap	0.00%	0.00%	0.00%
Keuntungan / kerugian selisih kurs	tetap	tetap	tetap
Bagian rugi bersih dari perusahaan asosiasi	tetap	tetap	tetap
Keuntungan penjualan anak perusahaan	0.00%	0.00%	0.00%
Keuntungan penjualan efek	0.00%	0.00%	0.00%
Biaya amortisasi goodwill	tetap	tetap	tetap
Beban / pendapatan lain-lain	0.70%	0.54%	0.54%

Sumber: Data laporan keuangan perusahaan diolah dan estimasi penulis

4.7. Perhitungan Tingkat Diskonto

Salah satu faktor yang perlu diperhitungkan dalam melakukan valuasi dengan metode *discounted cash flow* (DCF) adalah faktor tingkat diskonto yang mewakili tingkat pengembalian hasil yang diharapkan oleh investor (*required rate of return*). Tingkat diskonto tersebut digunakan sebagai faktor diskonto untuk menilai arus kas perusahaan di masa depan pada masa saat ini (*present value*).

4.7.1. Cost of Debt

Nilai *cost of debt* (K_d) didapatkan dengan menghitung persentase beban bunga (*interest expense*) dibandingkan dengan nilai rata-rata hutang berbunga (*average interest bearing debt*) antara tahun berjalan dengan tahun sebelumnya. Jumlah total hutang berbunga perusahaan dalam masa proyeksi diasumsikan konstan atau tidak mengalami perubahan dari jumlah pada akhir tahun 2009. Perhitungan *cost of debt* dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel 4.11
Perhitungan Cost of Debt

	2008	2009
Jumlah Total Hutang Berbunga	11,038,941	15,855,790
Rata-Rata Hutang Berbunga		13,447,366
Beban Bunga		915,813
Cost of Debt		6.81%

Sumber: data laporan keuangan perusahaan diolah

4.7.2. Cost of Equity

Perhitungan *cost of equity* (K_e) dilakukan dengan menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) melalui persamaan sebagai berikut:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (4.1)$$

Berdasarkan persamaan di atas, ada 3 komponen yang dibutuhkan untuk mendapatkan *cost of equity* (K_e), yaitu *risk free rate* (R_f), *beta* (β), dan *risk premium* ($R_m - R_f$). Untuk nilai *risk free rate* digunakan tingkat suku bunga SBI 1

bulan pada saat penelitian ini dibuat, yaitu 6.32% sedangkan untuk nilai *beta* terhadap indeks harga saham gabungan (IHSG) Indonesia didapatkan dari data fundamental Adaro di *bloomberg*, yaitu sebesar 0.894. *Risk premium* didapatkan dari *damodran online* sebesar 9%, di mana angka tersebut sudah mencerminkan *country risk premium* Indonesia sebesar 4.5%. Berdasarkan data-data yang ada, maka dapat dihitung nilai biaya modal ekuitas sebesar 14.37%.

4.7.3. *Weighted Average Cost of Capital*

Tabel 4.12
Rangkuman Tingkat WACC Untuk Tiap Skenario Proyeksi

Skenario A-1	2010E	2011E	2012E	Skenario B-1	2010E	2011E	2012E
Proporsi hutang	43.97%	39.87%	35.71%	Proporsi hutang	43.97%	39.94%	35.92%
Proporsi ekuitas	56.03%	60.13%	64.29%	Proporsi ekuitas	56.03%	60.06%	64.08%
WACC	9.70%	10.13%	10.57%	WACC	9.70%	10.12%	10.55%
Skenario A-2				Skenario B-2			
Proporsi hutang	44.31%	40.45%	36.48%	Proporsi hutang	44.31%	40.53%	36.68%
Proporsi ekuitas	55.69%	59.55%	63.52%	Proporsi ekuitas	55.69%	59.47%	63.32%
WACC	9.66%	10.07%	10.49%	WACC	9.66%	10.06%	10.47%
Skenario A-3				Skenario B-3			
Proporsi hutang	43.66%	39.29%	34.91%	Proporsi hutang	43.66%	39.37%	35.12%
Proporsi ekuitas	56.34%	60.71%	65.09%	Proporsi ekuitas	56.34%	60.63%	64.88%
WACC	9.73%	10.19%	10.66%	WACC	9.73%	10.18%	10.64%

Sumber: Data laporan keuangan diolah dan estimasi penulis

Perhitungan *weighted average cost of capital* (WACC) dilakukan dengan menggunakan formula sebagai berikut:

$$WACC = \left[K_e \times \frac{E}{(D+E)} \right] + \left[K_d \times (1 - T) \times \frac{D}{(D+E)} \right] \quad (4.2)$$

Besar *cost of debt* (K_d) dan *cost of equity* (K_e) sudah diketahui berdasarkan perhitungan yang dilakukan sebelumnya, yaitu 6.81% untuk *cost of debt* dan 14.37% untuk *cost of equity*. *Tax rate* (T) adalah tingkat pajak yang dikenakan kepada perusahaan, yaitu sebesar 45% sesuai dengan PKP2B generasi pertama yang dimiliki Adaro. Proporsi hutang didapatkan dengan membagi jumlah hutang perusahaan terhadap total modal perusahaan, sedangkan proporsi ekuitas didapatkan dengan membagi jumlah ekuitas terhadap total modal perusahaan. Total modal perusahaan adalah penjumlahan dari jumlah hutang dan jumlah

ekuitas. Rangkuman proporsi hutang, proporsi ekuitas, dan hasil perhitungan WACC untuk tiap skenario proyeksi dapat dilihat pada tabel 4.12.

4.8. Perhitungan Nilai Intrinsik Saham

Perhitungan nilai intrinsik saham dilakukan dengan metode *free cash flow to the firm* (FCFF) 2-stages di mana periode proyeksi tahun 2010-2012 adalah periode pertumbuhan tinggi atau *high growth* sedangkan periode tahun 2013 dan seterusnya adalah periode pertumbuhan stabil atau *stable growth*. Nilai terminal (*terminal value*) dihitung dengan menggunakan metode pertumbuhan konstan sampai periode tak hingga (*perpetuity growth*) dengan tingkat pertumbuhan stabil sebesar 4% dan diasumsikan menggunakan proporsi hutang dan ekuitas yang sama dengan tahun 2012.

Data-data yang dibutuhkan untuk melakukan perhitungan FCFF didapatkan dari laporan laba rugi dan laporan neraca hasil proyeksi yang dilakukan sebelumnya. Nilai depresiasi dan amortisasi pada tahun berjalan didapatkan dengan mengurangi nilai akumulasi depresiasi dan amortisasi tahun berjalan dengan nilai tahun sebelumnya. Pengeluaran belanja modal (*capital expenditure / capex*) yang dihitung mencakup pengeluaran belanja modal rutin untuk operasional perusahaan dan pengeluaran belanja modal khusus seperti akuisisi perusahaan dan investasi jangka panjang. Perubahan *net working capital* (ΔNWC) didapatkan dari selisih *net working capital* tahun berjalan dengan *net working capital* tahun sebelumnya, sedangkan nilai *net working capital* (NWC) itu sendiri didapatkan dengan mengurangi aset lancar non uang (*non cash current asset*) dengan kewajiban lancar non hutang (*non debt current liabilities*).

Nilai total yang didapatkan dari perhitungan FCFF setelah dijadikan nilai masa kini (*present value*) adalah nilai aset operasional perusahaan (*value of operating assets*). Nilai aset operasional perusahaan kemudian ditambahkan dengan nilai kas serta efek yang tersedia untuk dijual (*marketable securities*) untuk mendapatkan nilai perusahaan (*value of the firm*) lalu dikurangi nilai hutang untuk mendapatkan nilai ekuitas (*value of equity*). Nilai intrinsik saham

didapatkan dari pembagian nilai ekuitas dengan jumlah saham yang beredar (*outstanding shares*).

4.8.1. Skenario A-1 (Eksternal *Optimist* & Internal *Most Likely*)

Hasil perhitungan dari skenario A-1 dengan menggunakan asumsi faktor eksternal yang optimis dan faktor internal yang moderat didapatkan nilai intrinsik per lembar saham adalah sebesar Rp. 2,409. Perhitungan untuk mendapatkan nilai intrinsik tersebut dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 4.13
Perhitungan Nilai Intrinsik Saham Adaro Skenario A-1

	2010F	2011F	2012F	Terminal
EBIT * (1-Tax)	4,259,467	5,203,914	6,352,981	
(-) Change in NWC	(27,182)	(429,223)	(522,216)	
(+) Depreciation & Amortization	1,915,667	2,036,576	2,183,218	
(-) Capital Expenditure	4,849,851	2,024,590	2,456,186	
(=) FCFF	1,352,465	5,645,123	6,602,230	
Terminal Value				104,459,242
WACC	9.70%	10.13%	10.57%	10.57%
Present Value	1,232,914	4,672,689	4,942,359	70,719,729
Value of Operating Assets	81,567,692			
(+) Cash & Marketable Securities	11,331,550			
(=) Value of Firm	92,899,241			
(-) Value of Debt	15,855,790			
(=) Value of Equity	77,043,451			
(/) Shares Outstanding	31,985,962,000			
(=) Price per Share	2,409			

(Dalam jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham dan harga per saham)

Sumber: Data diolah

4.8.2. Skenario A-2 (Eksternal *Optimist* & Internal *Pessimist*)

Hasil perhitungan dari skenario A-2 dengan menggunakan asumsi faktor eksternal yang optimis dan faktor internal yang pesimis didapatkan nilai intrinsik per lembar saham adalah sebesar Rp. 2,242. Perhitungan untuk mendapatkan nilai intrinsik tersebut dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 4.14
Perhitungan Nilai Intrinsik Saham Adaro Skenario A-2

	2010F	2011F	2012F	Terminal
EBIT * (1-Tax)	3,952,534	4,831,481	5,900,826	
(-) Change in NWC	78,216	(406,696)	(494,794)	
(+) Depreciation & Amortization	1,915,181	2,035,011	2,180,336	
(-) Capital Expenditure	4,835,000	2,006,466	2,434,067	
(=) FCFF	954,499	5,266,721	6,141,889	
Terminal Value				98,399,992
WACC	9.66%	10.07%	10.49%	10.49%
Present Value	870,412	4,363,368	4,605,269	66,775,859
Value of Operating Assets	76,614,908			
(+) Cash & Marketable Securities	10,955,578			
(=) Value of Firm	87,570,486			
(-) Value of Debt	15,855,790			
(=) Value of Equity	71,714,696			
(/) Shares Outstanding	31,985,962,000			
(=) Price per Share	2,242			

(Dalam jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham dan harga per saham)

Sumber: Data diolah

4.8.3. Skenario A-3 (Eksternal *Optimist* & Internal *Optimist*)

Hasil perhitungan dari skenario A-3 dengan menggunakan asumsi faktor eksternal yang optimis dan faktor internal yang optimis didapatkan nilai intrinsik per lembar saham adalah sebesar Rp. 2,597. Perhitungan untuk mendapatkan nilai intrinsik tersebut dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 4.15
Perhitungan Nilai Intrinsik Saham Adaro Skenario A-3

	2010F	2011F	2012F	Terminal
EBIT * (1-Tax)	4,544,039	5,601,094	6,898,676	
(-) Change in NWC	(119,890)	(472,216)	(579,666)	
(+) Depreciation & Amortization	1,916,186	2,038,851	2,188,977	
(-) Capital Expenditure	4,865,706	2,062,400	2,524,807	
(=) FCFF	1,714,409	6,049,761	7,142,511	
Terminal Value				111,557,290
WACC	9.73%	10.19%	10.66%	10.66%
Present Value	1,562,394	5,003,354	5,338,122	75,344,259
Value of Operating Assets	87,248,128			
(+) Cash & Marketable Securities	11,673,759			
(=) Value of Firm	98,921,888			
(-) Value of Debt	15,855,790			
(=) Value of Equity	83,066,098			
(/) Shares Outstanding	31,985,962,000			
(=) Price per Share	2,597			

(Dalam jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham dan harga per saham)

Sumber: Data diolah

4.8.4. Skenario B-1 (Eksternal Pessimist & Internal Most Likely)

Hasil perhitungan dari skenario B-1 dengan menggunakan asumsi faktor eksternal yang pesimis dan faktor internal yang moderat didapatkan nilai intrinsik per lembar saham adalah sebesar Rp. 2,347. Perhitungan untuk mendapatkan nilai intrinsik tersebut dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 4.16
Perhitungan Nilai Intrinsik Saham Adaro Skenario B-1

	2010F	2011F	2012F	Terminal
EBIT * (1-Tax)	4,259,467	5,119,464	6,148,573	
(-) Change in NWC	(27,182)	(390,843)	(467,699)	
(+) Depreciation & Amortization	1,915,667	2,035,538	2,178,630	
(-) Capital Expenditure	4,849,851	1,992,870	2,379,409	
(=) FCFF	1,352,465	5,552,975	6,415,492	
Terminal Value				101,837,695
WACC	9.70%	10.12%	10.55%	10.55%
Present Value	1,232,914	4,596,754	4,803,857	68,976,821
Value of Operating Assets	79,610,346			
(+) Cash & Marketable Securities	11,331,550			
(=) Value of Firm	90,941,896			
(-) Value of Debt	15,855,790			
(=) Value of Equity	75,086,106			
(/) Shares Outstanding	31,985,962,000			
(=) Price per Share	2,347			

(Dalam jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham dan harga per saham)

Sumber: Data diolah

4.8.5. Skenario B-2 (Eksternal *Pessimist* & Internal *Pessimist*)

Hasil perhitungan dari skenario B-2 dengan menggunakan asumsi faktor eksternal yang pesimis dan faktor internal yang pesimis didapatkan nilai intrinsik per lembar saham adalah sebesar Rp. 2,185. Perhitungan untuk mendapatkan nilai intrinsik tersebut dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 4.17
Perhitungan Nilai Intrinsik Saham Adaro Skenario B-2

	2010F	2011F	2012F	Terminal
EBIT * (1-Tax)	3,952,534	4,752,911	5,710,651	
(-) Change in NWC	78,216	(370,341)	(443,153)	
(+) Depreciation & Amortization	1,915,181	2,033,982	2,175,791	
(-) Capital Expenditure	4,835,000	1,975,048	2,358,021	
(=) FCFF	954,499	5,182,186	5,971,574	
Terminal Value				95,979,805
WACC	9.66%	10.06%	10.47%	10.47%
Present Value	870,412	4,293,637	4,478,726	65,162,690
Value of Operating Assets	74,805,465			
(+) Cash & Marketable Securities	10,955,578			
(=) Value of Firm	85,761,043			
(-) Value of Debt	15,855,790			
(=) Value of Equity	69,905,253			
(/) Shares Outstanding	31,985,962,000			
(=) Price per Share	2,185			

(Dalam jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham dan harga per saham)

Sumber: Data diolah

4.8.6. Skenario B-3 (Eksternal *Pessimist* & Internal *Optimist*)

Hasil perhitungan dari skenario B-3 dengan menggunakan asumsi faktor eksternal yang pesimis dan faktor internal yang optimis didapatkan nilai intrinsik per saham adalah sebesar Rp. 2,531. Perhitungan untuk mendapatkan nilai intrinsik tersebut dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 4.18
Perhitungan Nilai Intrinsik Saham Adaro Skenario B-3

	2010F	2011F	2012F	Terminal
EBIT * (1-Tax)	4,544,039	5,510,419	6,677,205	
(-) Change in NWC	(119,890)	(431,709)	(521,236)	
(+) Depreciation & Amortization	1,916,186	2,037,793	2,184,279	
(-) Capital Expenditure	4,865,706	2,030,087	2,445,884	
(=) FCFF	1,714,409	5,949,835	6,936,836	
Terminal Value				108,707,381
WACC	9.73%	10.18%	10.64%	10.64%
Present Value	1,562,394	4,921,090	5,185,845	73,454,592
Value of Operating Assets	85,123,921			
(+) Cash & Marketable Securities	11,673,759			
(=) Value of Firm	96,797,680			
(-) Value of Debt	15,855,790			
(=) Value of Equity	80,941,890			
(/) Shares Outstanding	31,985,962,000			
(=) Price per Share	2,531			

(Dalam jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham dan harga per saham)

Sumber: Data diolah

4.8.7. Perhitungan Harga Saham Berdasarkan Pembobotan Skenario

Hasil dari perhitungan dari seluruh skenario proyeksi menghasilkan kisaran nilai intrinsik sebesar Rp. 2,185 - Rp. 2,597 per lembar saham. Untuk mendapatkan sebuah nilai yang dapat digunakan sebagai acuan pembandingan dengan harga pasar, penulis merata-ratakan hasil perhitungan dengan memberikan bobot kepada tiap skenario proyeksi berdasarkan keyakinan penulis atas kemungkinan terjadinya masing-masing skenario. Bobot yang diberikan penulis kepada masing-masing skenario dapat dilihat pada tabel 4.18.

Tabel 4.19
Pembobotan Hasil Perhitungan Skenario Proyeksi

	Skenario A	Skenario B
	Bobot: 65%	Bobot: 35%
Skenario 1 Bobot: 50%	Skenario A-1 Rp. 2,409 Bobot: 32.5%	Skenario B-1 Rp. 2,347 Bobot: 17.5%
Skenario 2 Bobot: 25%	Skenario A-2 Rp. 2,242 Bobot: 16.25%	Skenario B-2 Rp. 2,185 Bobot: 8.75%
Skenario 3 Bobot: 25%	Skenario A-3 Rp. 2,597 Bobot: 16.25%	Skenario B-3 Rp. 2,531 Bobot: 8.75%

Sumber: estimasi penulis

Berdasarkan bobot yang sudah diberikan kepada tiap skenario, hasil perhitungan nilai intrinsik rata-rata tertimbang adalah sebesar Rp. 2,393 per lembar saham.

4.9. Perbandingan Nilai Intrinsik Dengan Harga Pasar

Dari hasil perhitungan yang telah dilakukan, didapatkan nilai intrinsik saham PT. Adaro Energy, Tbk. berada dalam kisaran Rp. 2,185 - Rp. 2,597 per lembar saham dengan nilai intrinsik rata-rata tertimbang dari seluruh skenario proyeksi sebesar Rp. 2,393 per lembar saham. Harga penutupan di bursa per tanggal 3 Desember 2010 adalah Rp. 2,375 per lembar saham. Dengan menggunakan acuan nilai intrinsik rata-rata tertimbang sebesar Rp 2,393 per lembar saham, maka harga saham saat ini dapat dikatakan sudah berada pada kisaran nilai wajar atau *fairly valued*.

4.10. Analisis Sensitivitas Terhadap Tingkat Pertumbuhan

Berikut ini disajikan hasil perhitungan FCFF jika asumsi tingkat pertumbuhan stabil yang digunakan adalah 3% dan 5% sedangkan asumsi lain dianggap tetap.

Tabel 4.20
Hasil Perhitungan FCFF *Stable Growth* 3%

	Skenario A	Skenario B
	Bobot: 65%	Bobot: 35%
Skenario 1	Skenario A-1	Skenario B-1
Bobot: 50%	Rp. 2,098	Rp. 2,044
	Bobot: 32.5%	Bobot: 17.5%
Skenario 2	Skenario A-2	Skenario B-2
Bobot: 25%	Rp. 1,946	Rp. 1,896
	Bobot: 16.25%	Bobot: 8.75%
Skenario 3	Skenario A-3	Skenario B-3
Bobot: 25%	Rp. 2,270	Rp. 2,211
	Bobot: 16.25%	Bobot: 8.75%

Sumber: data diolah dan estimasi penulis

Untuk tingkat pertumbuhan stabil 3%, berdasarkan bobot yang sudah diberikan kepada tiap skenario, hasil perhitungan nilai intrinsik rata-rata tertimbang adalah sebesar Rp. 2,084 per lembar saham.

Tabel 4.21
Hasil Perhitungan FCFF *Stable Growth* 5%

	Skenario A	Skenario B
	Bobot: 65%	Bobot: 35%
Skenario 1 Bobot: 50%	Skenario A-1 Rp. 2,830 Bobot: 32.5%	Skenario B-1 Rp. 2,760 Bobot: 17.5%
Skenario 2 Bobot: 25%	Skenario A-2 Rp. 2,646 Bobot: 16.25%	Skenario B-2 Rp. 2,581 Bobot: 8.75%
Skenario 3 Bobot: 25%	Skenario A-3 Rp. 3,040 Bobot: 16.25%	Skenario B-3 Rp. 2,964 Bobot: 8.75%

Sumber: data diolah dan estimasi penulis

Untuk tingkat pertumbuhan stabil 5%, berdasarkan bobot yang sudah diberikan kepada tiap skenario, hasil perhitungan nilai intrinsik rata-rata tertimbang adalah sebesar Rp. 2,812 per lembar saham.

Berdasarkan hasil perhitungan di atas, dapat dilihat bahwa perubahan tingkat pertumbuhan stabil sebesar 1% dapat mengakibatkan perubahan nilai intrinsik per lembar saham dengan besar perubahan pada kisaran Rp. 300-400 per lembar saham. Hal ini menunjukkan bahwa hasil perhitungan valuasi menggunakan pendekatan *discounted cash flow* (DCF) sensitif terhadap asumsi tingkat pertumbuhan stabil yang digunakan. Oleh karena itu, faktor dan kejadian yang dapat mengubah perkiraan tingkat pertumbuhan perusahaan di masa depan, seperti akuisisi tambang dan peningkatan signifikan dalam efisiensi operasi, harus diperhatikan karena dapat berdampak cukup besar terhadap nilai perusahaan pada umumnya dan nilai saham perusahaan pada khususnya.

4.11. Metode Perbandingan

Untuk memberikan pembaca perspektif lain dalam penilaian saham ADRO, penulis menggunakan beberapa metode perbandingan sebagai alternatif dari metode FCFF yang digunakan sebelumnya. Metode valuasi yang akan

digunakan sebagai pembanding adalah metode *free cash flow to equity* (FCFE) dan metode *price to earning ratio* (PER).

4.11.1. Metode *Free Cash Flow To Equity*

Tabel 4.22 menyajikan hasil perhitungan nilai intrinsik saham dengan menggunakan metode FCFE. Asumsi proyeksi dan valuasi yang digunakan dalam perhitungan FCFE sama dengan asumsi yang digunakan pada perhitungan FCFF, dengan *cost of equity* sebesar 14.73% dan *stable growth* sebesar 4%.

Tabel 4.22
Hasil Perhitungan FCFE

	Skenario A	Skenario B
	Bobot: 65%	Bobot: 35%
Skenario 1	Skenario A-1	Skenario B-1
Bobot: 50%	Rp. 1,366 Bobot: 32.5%	Rp. 1,325 Bobot: 17.5%
Skenario 2	Skenario A-2	Skenario B-2
Bobot: 25%	Rp. 1,255 Bobot: 16.25%	Rp. 1,217 Bobot: 8.75%
Skenario 3	Skenario A-3	Skenario B-3
Bobot: 25%	Rp. 1,494 Bobot: 16.25%	Rp. 1,449 Bobot: 8.75%

Sumber: Data diolah dan estimasi penulis

Berdasarkan hasil perhitungan di atas, didapatkan nilai intrinsik rata-rata tertimbang sebesar Rp. 1,356 per lembar saham. Dibandingkan dengan harga saham ADRO per 3 Desember 2010 sebesar Rp. 2,375 per lembar saham, maka dapat disimpulkan bahwa saham ADRO berada dalam posisi *overvalued* jika dinilai dengan metode FCFE.

4.11.2. Metode *Price To Earnings Ratio*

Perusahaan yang digunakan sebagai pembanding Adaro dalam *relative valuation* menggunakan *price to earnings ratio* (PER) adalah perusahaan yang satu industri dan sejenis dengan Adaro, yaitu produsen batubara. Berdasarkan kriteria tersebut, maka perusahaan yang dapat dijadikan pembanding adalah PT.

Bumi Resources, Tbk. (BUMI), PT. Indo Tambangraya Megah, Tbk. (ITMG), dan PT. Bukit Asam, Tbk. (PTBA). Hasil perhitungan PER dan perbandingannya dapat dilihat pada tabel 4.23.

Tabel 4.23
Perbandingan PER Produsen Batubara Indonesia

	Harga Saham Per 3 Desember 2010	EPS 2009	PER
ADRO	Rp. 2,375	136.5	17.4
BUMI	Rp. 2,975	104.6	28.4
ITMG	Rp. 46,800	3,120	15
PTBA	Rp. 21,550	1,184	18.2
	Rata-Rata		19.75

Sumber: Data diolah

Berdasarkan hasil perhitungan dan perbandingan PER dapat dilihat bahwa di antara perusahaan produsen batubara di Indonesia, harga ADRO dengan PER sebesar 17.4x berada pada posisi termurah kedua setelah ITMG dan masih berada di bawah rata-rata yang sebesar 19.75x dan cukup jauh di bawah PER BUMI sebesar 28.4x. Walaupun begitu, perlu diperhatikan bahwa rata-rata yang didapat terpengaruh oleh PER BUMI yang sudah mencapai 28.4x, sedangkan PER perusahaan lain pada umumnya berada dalam kisaran PER 15 hingga 18x. Oleh karena itu, saham Adaro dapat dikatakan sudah dinilai setara dengan kebanyakan saham perusahaan yang sejenis, di mana kisarannya adalah PER 15 - 18x.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis yang dilakukan sebelumnya, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

- a. Analisis kondisi ekonomi makro dan industri menunjukkan kecenderungan yang mendukung perusahaan pertambangan komoditas berorientasi ekspor seperti Adaro. Kondisi ekonomi global yang diperkirakan akan memasuki masa pemulihan sejak terkena dampak krisis finansial akan membantu mengangkat permintaan dan harga komoditas energi.
- b. Hasil perhitungan valuasi dengan menggunakan metode *free cash flow to firm* (FCFF) berdasarkan berbagai skenario proyeksi mendapatkan nilai intrinsik saham PT. Adaro Energy, Tbk berada pada kisaran Rp. 2,185 – Rp. 2,597 per lembar saham, dengan nilai intrinsik rata-rata tertimbang sebesar Rp. 2,393 per lembar saham.
- c. Berdasarkan perbandingan nilai intrinsik hasil perhitungan dengan harga pasar saham PT. Adaro Energy, Tbk. per 3 Desember 2010, maka saham ADRO termasuk *fairly valued* karena berada dalam kisaran nilai wajar. Harga penutupan saham ADRO pada tanggal 3 Desember 2010 adalah Rp. 2,375 per lembar saham, yang tidak jauh dari nilai intrinsik rata-rata tertimbang sebesar Rp. 2,393 per lembar saham.
- d. Nilai saham PT. Adaro Energy, Tbk. sensitif terhadap faktor eksternal, terutama harga jual batubara dan nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika. Berdasarkan perhitungan dari skenario proyeksi yang dibuat, nilai saham perusahaan dapat jatuh sebesar Rp. 57 hingga Rp. 66 per lembar saham pada asumsi kondisi faktor internal yang sama namun dengan asumsi kondisi faktor eksternal yang berbeda.

5.2. Saran

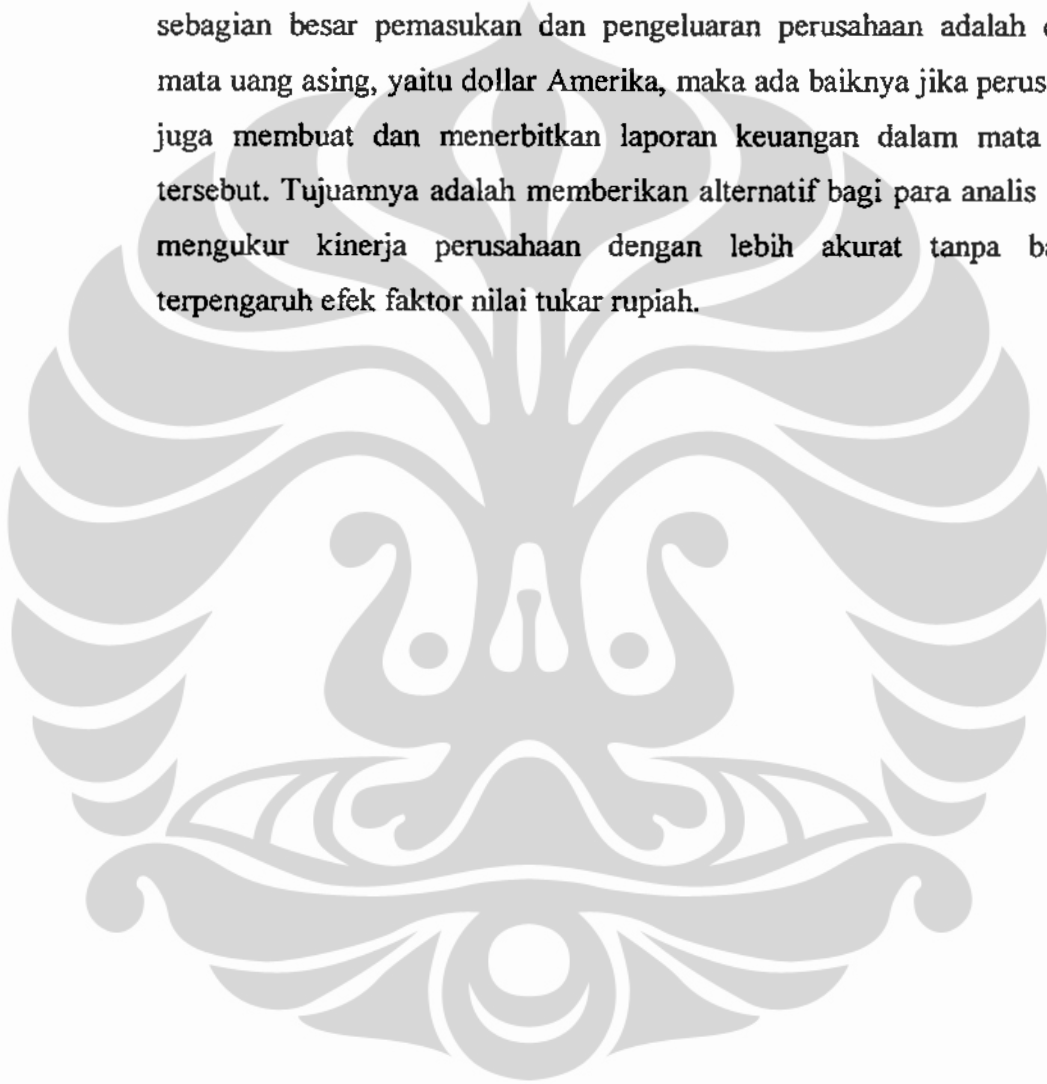
Berdasarkan kesimpulan yang didapatkan, saran yang dapat diberikan oleh penulis adalah sebagai berikut:

a. Bagi investor dan calon investor

- Saham ADRO per 3 Desember 2010 masih tergolong layak untuk dibeli ataupun ditahan untuk dua alasan, yaitu:
 - Dividen, di mana sejak tahun 2009 Adaro mulai membagikan dividen dan diperkirakan ke depannya hal ini akan terus dilakukan secara rutin tiap periode.
 - Likuiditas yang tinggi, di mana volume perdagangan saham ADRO yang besar memberikan kepastian bahwa saham tersebut mudah dicairkan menjadi uang jika dibutuhkan.
 - Potensi *capital gain*, di mana kondisi pasar modal Indonesia yang sedang *bullish* pada saat ini menciptakan sentimen positif sehingga memacu kenaikan harga saham-saham yang tergolong *blue chip* seperti Adaro. Walaupun begitu, besar *capital gain* yang bisa didapatkan kemungkinan tidak akan terlalu besar mengingat harga saham sudah berada pada kisaran nilai wajar.
- Investor harus selalu mengantisipasi dan mengikuti perkembangan faktor internal dan eksternal yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, terutama tingkat produksi, harga jual batubara dan kurs rupiah terhadap dollar Amerika.
- Untuk mengantisipasi resiko dari sifat *cyclical* industri batubara, investor dapat melakukan diversifikasi pada *portfolio* sahamnya dengan menggunakan saham perusahaan dari industri yang bersifat *defensive*. Seperti yang sudah disebutkan pada kesimpulan penelitian, nilai saham ADRO sensitif terhadap perubahan faktor eksternal sehingga diversifikasi dengan menggunakan saham yang bersifat *defensive* akan membantu mengurangi resiko kerugian jika terjadi perubahan yang negatif pada faktor eksternal.

b. Bagi perusahaan

- Tingkatkan utilisasi aset kas perusahaan dengan berinvestasi pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan nilai tambah bagi perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai intrinsik saham perusahaan.
- Terbitkan laporan keuangan dalam mata uang USD. Mengingat bahwa sebagian besar pemasukan dan pengeluaran perusahaan adalah dalam mata uang asing, yaitu dollar Amerika, maka ada baiknya jika perusahaan juga membuat dan menerbitkan laporan keuangan dalam mata uang tersebut. Tujuannya adalah memberikan alternatif bagi para analis untuk mengukur kinerja perusahaan dengan lebih akurat tanpa banyak terpengaruh efek faktor nilai tukar rupiah.



DAFTAR REFERENSI

- Anthony, Robert N., David F. Hawkins & Kenneth A. Merchant. (2007). *Accounting: Text & Cases (12th edition)*. Singapore: McGraw-Hill/Irwin.
- Bodie, Zvi, Alex Kane & Allan J. Markus. (2009). *Investments (8th ed)*. Singapore: McGraw-Hill/Irwin.
- Damodaran, Aswath. (2001). *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*. New Jersey: Prentice Hall.
- Damodaran, Aswath. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (2nd edition)*. New York: John Wiley & Sons.
- Miles, David & Andrew Scott. (2005). *Macroeconomics: Understanding The Wealth of Nations*. England: John Wiley & Sons, Inc.
- Palepu, Krishna G., Paul M. Healy & Victor L. Bernard. (2004). *Business Analysis & Valuation Using Financial Statements (3rd edition)*. Ohio: Thomson South Western.
- White, Gerald I., Ashwinpaul C. Sondhi & Dov Field. (2003). *The Analysis and Use of Financial Statements (3rd edition)*. Massachusetts: John Wiley & Sons, Inc.
- Wild, John J., K.R. Subramanyam, & Robert F. Halsey. (2009). *Financial Statement Analysis (9th ed)*. Singapore: McGraw-Hill/Irwin.

Publikasi Elektronik

- Antara News (2010, Oktober) . *Pemerintah Terbitkan Harga Patokan Mineral – Batubara* 15 November 2010.
<http://www.antaranews.com/berita/1286251737/pemerintah-terbitkan-harga-patokan-mineral-batubara>.
- Direktorat Riset Ekonomi Dan Kebijakan Moneter, Bank Indonesia (2010, April). *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2009*. 15 November 2010.
http://www.bi.go.id/web/id/Publikasi/Laporan+Tahunan/Laporan+Perekonomian+Indonesia/lpi_09.htm.
- BP (2010, Juni). *BP Statistical Review of World Energy 2010*. 15 November 2010.
<http://www.bp.com/productlanding.do?categoryId=6929&contentId=7044622>.

- Damodaran. Aswath (2010). *Country Default Spreads and Risk Premiums*.
20 November 2010.
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html.
- Direktorat Jenderal Mineral Dan Batubara, Kementerian Energi Dan Sumber Daya Mineral (2010, November). *Informasi Harga Batubara Acuan*. 25 November 2010. <http://www.djmbp.esdm.go.id/>.
- Energy Information Administration (n.d.). *Coal Consumption*. 15 November 2010.
<http://www.eia.doe.gov/cfapps/ipdbproject/IEDIndex3.cfm?tid=1&pid=1&aid=2>.
- IMF (2010, Januari). *World Economic Outlook Update*. 20 November 2010.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/update/01/>.
- Majalah Tambang (2010, September). *PLN Optimalkan Batubara Dari PKP2B*.
20 November 2010.
http://www.majalahtambang.com/detail_berita.php?category=18&newsnr=3077.
- PT. Adaro Energy, Tbk. (2009). *Laporan Tahunan 2008*. 10 November 2010.
http://www.adaro.com/files/FINAL_Adaro_AR08_Indonesia.pdf.
- PT. Adaro Energy, Tbk. (2010). *Laporan Tahunan 2009*. 10 November 2010.
http://www.adaro.com/files/AR_Adaro_2009_INA.pdf.
- PT. Bukit Asam, Tbk. (2010). *Laporan Tahunan 2009*. 28 Desember 2010.
http://ptba.co.id/assets/datafiles/2009_Financial_Report.pdf.
- PT. Bumi Resources, Tbk. (2010). *Laporan Tahunan 2009*. 28 Desember 2010.
http://www.bumiresources.com/index.php?option=com_financialinfo&task=download&id=230&Itemid=52.
- PT. Indo Tambangraya Megah, Tbk. (2010). *Laporan Tahunan 2009*.
28 Desember 2010.
<http://www.itmg.co.id/files/ITM%20Annual%20Report%20%202009.pdf>.
- Siregar, Bastanul & Lahyanto Nadie (2010, Mei). *Adaro Tanam 3.2 Triliun di ICP*. 20 November 2010. <http://bataviase.co.id/node/228702>.

Lampiran 1

Laporan Laba Rugi Adaro 2007-2009

PT. ADARO ENERGY, Tbk.

CONSOLIDATED STATEMENT OF INCOME

* in million rupiah, except for basic earning per share

	2007	2008	2009
Revenue	11,592,640	18,092,502	26,938,020
Cost of revenue	(9,089,223)	(13,149,270)	(15,900,123)
Gross profit	2,503,417	4,943,232	11,037,897
Operating Expenses			
Selling and marketing	(173,173)	(528,316)	(637,457)
General and administrative	(77,725)	(203,058)	(471,993)
Total operating expenses	(250,898)	(731,374)	(1,109,450)
Operating Income	2,252,519	4,211,858	9,928,447
Other Income / Expenses			
Interest expenses and finance charges	(1,725,928)	(616,310)	(915,813)
Interest income	610,722	47,933	68,185
Loss on disposal of fixed asset	(1,489)	(3,059)	(6,650)
Foreign exchange gain / loss, net	(167,799)	(455,357)	100,215
Share on net loss of associates	(20,541)	0	(19)
Gain on sales of subsidiaries	0	95,203	0
Gain on sale of available-for-sale investments	0	48,798	37,409
Amortisation of goodwill	(32,027)	(360,233)	(507,117)
Other expenses	31,568	(44,129)	(126,276)
Total other Income / expenses	(1,305,494)	(1,287,154)	(1,350,066)
Profit before income tax	947,025	2,924,704	8,578,381
Income tax	(656,927)	(1,601,976)	(4,119,101)
Profit from ordinary activity	290,098	1,322,728	4,459,280
Extraordinary item (net of tax)	0	(372,741)	0
Profit before pre-acquisition income	290,098	949,987	4,459,280
Pre-acquisition income	(38,048)	(126,390)	(43,469)
Profit before minority interest	252,050	823,597	4,415,811
Minority interest in net income / loss of subsidiaries	(163,516)	63,601	(48,559)
Net Income	88,534	887,198	4,367,252
Basic earning per share	61.6	34.8	136.5

Bentuk Umum Laporan Laba Rugi Adaro 2007-2009

PT. ADARO ENERGY, Tbk.
CONSOLIDATED STATEMENT OF INCOME (COMMON SIZE)

	2007	2008	2009
Revenue	100.00%	100.00%	100.00%
Cost of revenue	78.41%	72.68%	59.02%
Gross profit	21.59%	27.32%	40.98%
Operating Expenses			
Selling and marketing	1.49%	2.92%	2.37%
General and administrative	0.67%	1.12%	1.75%
Total operating expenses	2.16%	4.04%	4.12%
Operating Income	19.43%	23.28%	36.86%
Other Income / Expenses			
Interest expenses and finance charges	14.89%	3.41%	3.40%
Interest income	5.27%	0.26%	0.25%
Loss on disposal of fixed asset	0.01%	0.02%	0.02%
Foreign exchange gain / loss, net	1.45%	2.52%	0.37%
Share on net loss of associates	0.18%	0.00%	0.00%
Gain on sales of subsidiaries	0.00%	0.53%	0.00%
Gain on sale of available-for-sale investments	0.00%	0.27%	0.14%
Amortisation of goodwill	0.28%	1.99%	1.88%
Other expenses	0.27%	0.38%	0.70%
Total other income / expenses	11.26%	7.11%	5.01%
Profit before income tax	8.17%	16.17%	31.84%
Income tax	5.67%	8.85%	15.29%
Profit from ordinary activity	2.50%	7.31%	16.55%
Extraordinary item (net of tax)	0.00%	2.06%	0.00%
Profit before pre-acquisition income	2.50%	5.25%	16.55%
Pre-acquisition income	0.33%	0.70%	0.16%
Profit before minority interest	2.17%	4.55%	16.39%
Minority interest in net income / loss of subsidiaries	1.41%	0.35%	0.18%
Net Income	0.76%	4.90%	16.21%

Lampiran 3

Laporan Neraca Adaro 2007-2009

PT. ADARO ENERGY, Tbk.
 CONSOLIDATED BALANCE SHEET
 * in million rupiah

	2007	2008	2009
CURRENT ASSETS			
Cash & cash equivalents	896,435	2,415,853	11,274,623
Available for sale investments	1,734,330	1,096,081	0
Trade receivables (net of doubtful acc: nil)	1,550,143	2,331,886	2,882,459
Advances & prepayments	83,638	567,508	375,346
Inventories	238,148	304,670	250,450
Deferred financing costs -current-	16,269	36,243	51,195
Deferred expenses	49,776	0	0
Prepaid taxes	153,997	286,826	304,782
Recoverable taxes	210,171	709,722	653,329
Other receivables	60,727	18,043	21,160
Other current assets	4,038	89,967	23,515
Total current assets	4,997,672	7,856,799	15,836,859
NON-CURRENT ASSETS			
Fixed assets	4,923,692	7,889,135	10,049,008
Fixed assets accumulated depreciation	(1,364,994)	(1,964,951)	(2,633,331)
Mining properties	164,955	10,725,530	10,512,855
Mining properties accumulated amortization	(46,593)	(255,349)	(721,198)
Goodwill	1,262,216	9,554,051	10,014,324
Goodwill accumulated amortization	(36,684)	(425,632)	(922,548)
Deffered exploration and development expenditure	345,685	401,874	344,988
Deffered exploration and dvlpmnt exp accumulated amortization	(258,857)	(304,223)	(263,978)
Deferred financing costs - non current-	59,728	144,292	140,710
Deferred expenses	12,590	5,370	4,265
Deferred tax assets	36,823	43,824	37,587
Restricted cash & cash equivalents	11,236	11,036	9,484
Investments in associates	4,868	5,593	4,776
Loans to related parties	4,498,016	0	0
Other receivables -related parties-	26,128	2,243	0
Other non-current assets	52,202	30,578	51,607
Total non-current assets	9,691,011	25,863,371	26,628,549
TOTAL ASSETS	14,688,683	33,720,170	42,465,408

(lanjutan)

	2007	2008	2009
CURRENT LIABILITIES			
Trade payables	1,688,173	2,601,515	2,168,104
Current maturity of long term borrowings	880,214	1,153,348	2,191,842
Short term bank loans	447,045	876,000	188,000
Accrued expenses	306,127	265,093	302,161
Other third parties loans	191,677	0	0
Taxes payable	1,020,045	1,151,214	2,252,058
Royalty payable	583,452	576,500	738,044
Derivative liabilities	0	51,112	127,163
Advances from customers	0	39,794	0
Other current liabilities	1,237	7,051	28,654
Total current liabilities	5,117,970	6,721,627	7,996,026
NON-CURRENT LIABILITIES			
Long term borrowings, net of current maturity	5,778,464	9,009,593	13,475,948
Derivative liabilities	0	157,633	40,505
Accrued stripping costs	421,522	596,391	365,980
Deferred tax liabilities	473,922	3,144,306	2,933,399
Amounts due to related parties	8,765	6,339	4,700
Provision for employee benefits	50,195	56,657	90,419
Provision for mine reclamation	0	0	27,784
Provision for mine closure	0	0	18,713
Subordinated loans	94,190	0	0
Other loans	34,698	0	0
Total non-current liabilities	6,861,756	12,970,919	16,957,448
TOTAL LIABILITIES	11,979,726	19,692,546	24,953,474
MINORITY INTEREST	558,403	18,379	67,043
EQUITY			
Share capital (par Rp.100,-)*	2,062,478	3,198,596	3,198,596
Additional paid-in capital	0	10,732,663	10,732,663
Exchange difference due to financial statement translation	18,696	39,926	(214,163)
Difference in value from restructuring transactions	325,119	(191,843)	(191,843)
Difference from equity changes in subsidiaries and associates	0	4,188	4,188
Fair value reserve	2,946	(196,426)	(112,677)
Retained earnings (appropriated)	0	0	44,360
Retained earnings (unappropriated)	(258,685)	422,141	3,983,767
Total equity	2,150,554	14,009,245	17,444,891
TOTAL LIABILITIES & EQUITY	14,688,683	33,720,170	42,465,408

Lampiran 4

Laporan Arus Kas Adaro 2007-2009

PT. ADARO ENERGY, Tbk.
CONSOLIDATED STATEMENT OF CASH FLOW
 * in million rupiah

	2007	2008	2009
CASH FLOW FROM OPERATING ACTIVITIES			
Receipts from customers	11,523,125	17,468,809	25,865,653
Payments to suppliers	(6,766,613)	(12,055,441)	(13,353,699)
Payments to employees	(305,958)	(458,178)	(627,951)
Receipts of interest income	684,316	46,309	67,295
Payments of royalty	(564,864)	(1,075,532)	(1,395,926)
Payments of income taxes	(671,208)	(1,625,751)	(2,867,312)
Payments of interest & finance charges	(908,094)	(606,757)	(729,260)
Other receipts	0	38,917	138,475
<i>Net cash flow from operating activities, before extraordinary item</i>	2,990,704	1,732,376	7,097,275
Payments for demurrage	0	(647,326)	0
<i>Net cash flow from operating activities</i>	2,990,704	1,085,050	7,097,275
CASH FLOW FROM INVESTING ACTIVITIES			
Purchase of fixed assets	(650,770)	(1,463,972)	(1,106,262)
Proceeds from disposal of fixed assets	12,743	6,250	6,286
Payments for addition of available for sale investments	(1,728,106)	0	0
Proceeds from sale of available for sale investments	0	701,492	1,088,814
Payments of deferred expenses	(68,345)	0	(8,079)
Loans to related parties	(3,187,880)	0	0
Receipts from repayment of loans to related parties	4,762,757	46,061	0
Purchase of additional interest in subsidiaries	(82)	0	(170,832)
Net cash inflow from disposal of subsidiaries	163,769	20,000	0
Net cash outflow from acquisition of subsidiaries	(749,005)	(10,299,789)	(1,017,893)
<i>Net cash flow from investing activities</i>	(1,444,919)	(10,989,958)	(1,207,966)
CASH FLOW FROM FINANCING ACTIVITIES			
Receipts from related party loans	27,000	0	0
Repayments of related party loans	(60,219)	0	0
Receipts from third party loans	301,068	245,350	0
Repayments of third party loans	(499,182)	(471,392)	0
Receipts from bank loans	6,299,800	3,438,993	2,013,300
Repayments of bank loans	(5,056,064)	(3,456,832)	(3,904,703)
Payments of finance charges	(108,304)	(116,752)	(109,068)
Payments of obligations under finance leases	(122,365)	(200,763)	(656,978)
Receipts from issuance of Notes, net of issuance cost	0	0	7,440,270
Repayments of notes, including charges from early redemption	(4,202,611)	0	0
Payments of Notes redemption	0	0	(395,000)
Receipts from issuance of new shares, net of share issuance cost	1,920,050	11,846,596	0
Receipts from issuance of new shares in subsidiary from minority parties	0	0	2,318
Payments of dividend	0	0	(761,266)
Payments for security deposits	(174)	0	0
<i>Net cash flow from financing activities</i>	(1,501,001)	11,285,200	3,628,873
Net increase in cash and cash equivalents	44,784	1,380,292	9,518,182
Cash and cash equivalents at the beginning of the years	758,453	831,840	2,415,853
Effect of exchange rate changes on cash and cash equivalents	28,603	203,721	(659,412)
Cash and cash equivalents at the end of the years	831,840	2,415,853	11,274,623

Proyeksi Laporan Laba Rugi Adaro Skenario A-1

PT. ADARO ENERGY, Tbk.
CONSOLIDATED STATEMENT OF INCOME
 * in million rupiah

	2009	2010F	2011F	2012F
Revenue	26,938,020	27,374,606	33,190,004	40,265,339
Cost of revenue	(15,900,123)	(18,026,567)	(21,856,090)	(26,515,299)
Gross profit	11,037,897	9,348,038	11,333,914	13,750,040
Operating Expenses				
Selling and marketing	(637,457)	(723,575)	(877,289)	(1,064,307)
General and administrative	(471,993)	(393,438)	(477,019)	(578,709)
Total operating expenses	(1,109,450)	(1,117,013)	(1,354,309)	(1,643,016)
Operating Income	9,928,447	8,231,025	9,979,605	12,107,024
Other Income / Expenses				
Interest expenses and finance charges	(915,813)	(1,079,835)	(1,079,835)	(1,079,835)
Interest income	68,185	68,185	68,185	68,185
Foreign exchange gain / loss, net	100,215	100,215	100,215	100,215
Loss on disposal of fixed asset	(6,650)	0	0	0
Share on net loss of associates	(19)	0	0	0
Gain on sales of subsidiaries	0	0	0	0
Gain on sale of available-for-sale investments	37,409	0	0	0
Amortisation of goodwill	(507,117)	(507,117)	(507,117)	(507,117)
Other expenses	(126,276)	(147,823)	(179,226)	(217,433)
Total other income / expenses	(1,350,066)	(1,566,375)	(1,597,778)	(1,635,985)
Profit before income tax	8,578,381	6,664,650	8,381,827	10,471,039
Income tax	(4,119,101)	(2,999,093)	(3,771,822)	(4,711,968)
Profit from ordinary activity	4,459,280	3,665,558	4,610,005	5,759,072
Extraordinary item (net of tax)	0	0	0	0
Profit before pre-acquisition income	4,459,280	3,665,558	4,610,005	5,759,072
Pre-acquisition income	(43,469)	0	0	0
Profit before minority interest	4,415,811	3,665,558	4,610,005	5,759,072
Minority interest in net income / loss of subsidiaries	(48,559)	(40,321)	(50,710)	(63,350)
Net Income	4,367,252	3,625,236	4,559,295	5,695,722
Basic earning per share	137	113	143	178

Lampiran 6

Proyeksi Laporan Neraca Adaro Skenario A-1

PT. ADARO ENERGY, Tbk.
 CONSOLIDATED BALANCE SHEET
 * in million rupiah

	2009	2010F	2011F	2012F
CURRENT ASSETS				
Cash & cash equivalents	11,274,623	11,331,550	15,642,576	20,718,775
Available for sale investments	0	0	0	0
Trade receivables (net of doubtful acc: nil)	2,882,459	3,200,914	3,880,909	4,708,228
Advances & prepayments	375,346	375,346	375,346	375,346
Inventories	250,450	338,083	409,904	497,286
Deferred financing costs -current-	51,195	51,195	51,195	51,195
Deferred expenses	0	0	0	0
Prepaid taxes	304,782	304,782	304,782	304,782
Recoverable taxes	653,329	653,329	653,329	653,329
Other receivables	21,160	21,160	21,160	21,160
Other current assets	23,515	23,515	23,515	23,515
Total current assets	15,836,859	16,299,874	21,362,716	27,353,617
NON-CURRENT ASSETS				
Long Term Investment (ICP - Maruwai)	0	3,180,000	3,180,000	3,180,000
PP&E (Fixed assets + Mining properties)	20,561,863	22,231,714	24,256,304	26,712,490
PP&E accumulated depreciation	(3,354,529)	(4,755,037)	(6,276,454)	(7,944,513)
Goodwill	10,014,324	10,014,324	10,014,324	10,014,324
Goodwill accumulated amortization	(922,548)	(1,434,827)	(1,947,105)	(2,459,384)
Deferred exploration and development expenditure	344,988	344,988	344,988	344,988
Deferred exploration and dvlpmnt exp accumulated amortization	(263,978)	(266,859)	(269,739)	(272,620)
Deferred financing costs - non current-	140,710	140,710	140,710	140,710
Deferred tax assets	37,587	37,587	37,587	37,587
Restricted cash & cash equivalents	9,484	9,484	9,484	9,484
Investments in associates	4,776	4,776	4,776	4,776
Loans to related parties	0	0	0	0
Other receivables -related parties-	0	0	0	0
Deferred expenses	4,265	4,265	4,265	4,265
Other non-current assets	51,607	51,607	51,607	51,607
Total non-current assets	26,628,549	29,562,732	29,550,747	29,823,714
TOTAL ASSETS	42,465,408	45,862,606	50,913,463	57,177,331

(lanjutan)

	2009	2010F	2011F	2012F
CURRENT LIABILITIES				
Trade payables -total-	2,168,104	2,910,299	3,528,557	4,280,762
Current maturity of LT borrowings -total-	2,191,842	2,191,842	2,191,842	2,191,842
Short term bank loans	188,000	188,000	188,000	188,000
Accrued expenses	302,161	347,833	421,726	511,628
Other third parties loans	0	0	0	0
Taxes payable	2,252,058	1,897,461	2,386,350	2,981,160
Royalty payable	738,044	738,044	738,044	738,044
Derivative liabilities	127,163	127,163	127,163	127,163
Advances from customers	0	0	0	0
Other current liabilities	28,654	28,654	28,654	28,654
Total current liabilities	7,996,026	8,429,296	9,610,335	11,047,253
NON-CURRENT LIABILITIES				
LT borrowings -total-, net of current maturity	13,475,948	13,475,948	13,475,948	13,475,948
Derivative liabilities	40,505	40,505	40,505	40,505
Accrued stripping costs	365,980	526,729	638,627	774,767
Deferred tax liabilities	2,933,399	2,933,399	2,933,399	2,933,399
Amounts due to related parties	4,700	4,700	4,700	4,700
Provision for employee benefits	90,419	90,419	90,419	90,419
Provision for mine reclamation	27,784	27,784	27,784	27,784
Provision for mine closure	18,713	18,713	18,713	18,713
Subordinated loans	0	0	0	0
Other loans -total-	0	0	0	0
Total non-current liabilities	16,957,448	17,118,197	17,230,095	17,366,235
TOTAL LIABILITIES	24,953,474	25,547,493	26,840,430	28,413,488
MINORITY INTEREST	67,043	107,364	158,074	221,424
EQUITY				
Share capital (par Rp.100,-)*	3,198,596	3,198,596	3,198,596	3,198,596
Additional paid-in capital	10,732,663	10,732,663	10,732,663	10,732,663
Exchange difference due to financial statement translation	(214,163)	(214,163)	(214,163)	(214,163)
Difference in value from restructuring transactions	(191,843)	(191,843)	(191,843)	(191,843)
Difference from equity changes in subsidiaries and associates	4,188	4,188	4,188	4,188
Fair value reserve	(112,677)	(112,677)	(112,677)	(112,677)
Retained earnings (appropriated)	44,360	44,360	44,360	44,360
Retained earnings (unappropriated)	3,983,767	6,746,625	10,453,835	15,081,295
Total equity	17,444,891	20,207,749	23,914,959	28,542,419
TOTAL LIABILITIES & EQUITY	42,465,408	45,862,606	50,913,463	57,177,331

Proyeksi Laporan Laba Rugi Adaro Skenario A-2

PT. ADARO ENERGY, Tbk.
 CONSOLIDATED STATEMENT OF INCOME
 * in million rupiah

	2009	2010F	2011F	2012F
Revenue	26,938,020	27,131,148	32,892,888	39,902,736
Cost of revenue	(15,900,123)	(18,223,572)	(22,093,643)	(26,802,050)
Gross profit	11,037,897	8,907,576	10,799,244	13,100,686
Operating Expenses				
Selling and marketing	(637,457)	(717,140)	(869,436)	(1,054,722)
General and administrative	(471,993)	(475,377)	(576,331)	(699,154)
Total operating expenses	(1,109,450)	(1,192,516)	(1,445,767)	(1,753,876)
Operating Income	9,928,447	7,715,060	9,353,478	11,346,810
Other Income / Expenses				
Interest expenses and finance charges	(915,813)	(1,079,835)	(1,079,835)	(1,079,835)
Interest income	68,185	68,185	68,185	68,185
Foreign exchange gain / loss, net	100,215	100,215	100,215	100,215
Loss on disposal of fixed asset	(6,650)	0	0	0
Share on net loss of associates	(19)	0	0	0
Gain on sales of subsidiaries	0	0	0	0
Gain on sale of available-for-sale investments	37,409	0	0	0
Amortisation of goodwill	(507,117)	(507,117)	(507,117)	(507,117)
Other expenses	(126,276)	(189,918)	(230,250)	(279,319)
Total other income / expenses	(1,350,066)	(1,608,470)	(1,648,802)	(1,697,871)
Profit before income tax	8,578,381	6,106,589	7,704,675	9,648,939
Income tax	(4,119,101)	(2,747,965)	(3,467,104)	(4,342,022)
Profit from ordinary activity	4,459,280	3,358,624	4,237,571	5,306,916
Extraordinary item (net of tax)	0	0	0	0
Profit before pre-acquisition Income	4,459,280	3,358,624	4,237,571	5,306,916
Pre-acquisition income	(43,469)	0	0	0
Profit before minority interest	4,415,811	3,358,624	4,237,571	5,306,916
Minority interest in net income / loss of subsidiaries	(48,559)	(36,945)	(46,613)	(58,376)
Net Income	4,367,252	3,321,679	4,190,958	5,248,540
Basic earning per share	137	104	131	164

Lampiran 8

Proyeksi Laporan Neraca Skenario A-2

PT. ADARO ENERGY, Tbk.
 CONSOLIDATED BALANCE SHEET
 * in million rupiah

	2009	2010F	2011F	2012F
CURRENT ASSETS				
Cash & cash equivalents	11,274,623	10,955,578	14,957,338	19,657,099
Available for sale investments	0	0	0	0
Trade receivables (net of doubtful acc: nil)	2,882,459	3,172,447	3,846,167	4,665,829
Advances & prepayments	375,346	375,346	375,346	375,346
Inventories	250,450	341,777	414,359	502,664
Deffered financing costs -current-	51,195	51,195	51,195	51,195
Deffered expenses	0	0	0	0
Prepaid taxes	304,782	304,782	304,782	304,782
Recoverable taxes	653,329	653,329	653,329	653,329
Other receivables	21,160	21,160	21,160	21,160
Other current assets	23,515	23,515	23,515	23,515
Total current assets	15,836,859	15,899,129	20,647,192	6,597,820
NON-CURRENT ASSETS				
Long Term Investment (ICP - Maruwai)	0	3,180,000	3,180,000	3,180,000
PP&E (Fixed assets + Mining properties)	20,561,863	22,216,863	24,223,329	26,657,396
PP&E accumulated depreciation	(3,354,529)	(4,754,551)	(6,274,403)	(7,939,580)
Goodwill	10,014,324	10,014,324	10,014,324	10,014,324
Goodwill accumulated amortization	(922,548)	(1,434,827)	(1,947,105)	(2,459,384)
Deffered exploration and development expenditure	344,988	344,988	344,988	344,988
Deffered exploration and dvlpmnt exp accumulated amortization	(263,978)	(266,859)	(269,739)	(272,620)
Deffered financing costs - non current-	140,710	140,710	140,710	140,710
Deffered tax assets	37,587	37,587	37,587	37,587
Restricted cash & cash equivalents	9,484	9,484	9,484	9,484
Investments in associates	4,776	4,776	4,776	4,776
Loans to related parties	0	0	0	0
Other receivables -related parties-	0	0	0	0
Deffered expenses	4,265	4,265	4,265	4,265
Other non-current assets	51,607	51,607	51,607	51,607
Total non-current assets	26,628,549	29,548,368	29,519,823	29,773,554
TOTAL ASSETS	42,465,408	45,447,497	50,167,015	36,371,374

(lanjutan)

	2009	2010F	2011F	2012F
CURRENT LIABILITIES				
Trade payables -total-	2,168,104	2,942,105	3,566,908	4,327,057
Current maturity of LT borrowings -total-	2,191,842	2,191,842	2,191,842	2,191,842
Short term bank loans	188,000	188,000	188,000	188,000
Accrued expenses	302,161	344,740	417,951	507,021
Other third parties loans	0	0	0	0
Taxes payable	2,252,058	1,738,578	2,193,561	2,747,103
Royalty payable	738,044	738,044	738,044	738,044
Derivative liabilities	127,163	127,163	127,163	127,163
Advances from customers	0	0	0	0
Other current liabilities	28,654	28,654	28,654	28,654
Total current liabilities	7,996,026	8,299,125	9,452,123	10,854,884
NON-CURRENT LIABILITIES				
LT borrowings -total-, net of current maturity	13,475,948	13,475,948	13,475,948	13,475,948
Derivative liabilities	40,505	40,505	40,505	40,505
Accrued stripping costs	365,980	522,045	632,910	767,790
Deferred tax liabilities	2,933,399	2,933,399	2,933,399	2,933,399
Amounts due to related parties	4,700	4,700	4,700	4,700
Provision for employee benefits	90,419	90,419	90,419	90,419
Provision for mine reclamation	27,784	27,784	27,784	27,784
Provision for mine closure	18,713	18,713	18,713	18,713
Subordinated loans	0	0	0	0
Other loans -total-	0	0	0	0
Total non-current liabilities	16,957,448	17,113,513	17,224,378	17,359,258
TOTAL LIABILITIES	24,953,474	25,412,638	26,676,501	28,214,142
MINORITY INTEREST	67,043	103,988	150,601	208,977
EQUITY				
Share capital (par Rp.100,-)*	3,198,596	3,198,596	3,198,596	3,198,596
Additional paid-in capital	10,732,663	10,732,663	10,732,663	10,732,663
Exchange difference due to financial statement translation	(214,163)	(214,163)	(214,163)	(214,163)
Difference in value from restructuring transactions	(191,843)	(191,843)	(191,843)	(191,843)
Difference from equity changes in subsidiaries and associates	4,188	4,188	4,188	4,188
Fair value reserve	(112,677)	(112,677)	(112,677)	(112,677)
Retained earnings (appropriated)	44,360	44,360	44,360	44,360
Retained earnings (unappropriated)	3,983,767	6,469,747	9,878,789	14,144,231
Total equity	17,444,891	19,930,871	23,339,913	27,605,355
TOTAL LIABILITIES & EQUITY	42,465,408	45,447,497	50,167,015	56,028,474

Proyeksi Laporan Laba Rugi Adaro Skenario A-3

PT. ADARO ENERGY, Tbk.
CONSOLIDATED STATEMENT OF INCOME
 * in million rupiah

	2009	2010F	2011F	2012F
Revenue	26,938,020	27,634,532	33,809,830	41,390,281
Cost of revenue	(15,900,123)	(17,833,778)	(21,818,969)	(26,710,967)
Gross profit	11,037,897	9,800,754	11,990,861	14,679,313
Operating Expenses				
Selling and marketing	(637,457)	(653,939)	(800,070)	(979,453)
General and administrative	(471,993)	(397,174)	(485,928)	(594,877)
Total operating expenses	(1,109,450)	(1,051,113)	(1,285,998)	(1,574,330)
Operating Income	9,928,447	8,749,641	10,704,862	13,104,983
Other Income / Expenses				
Interest expenses and finance charges	(315,813)	(1,079,835)	(1,079,835)	(1,079,835)
Interest income	68,185	68,185	68,185	68,185
Foreign exchange gain / loss, net	100,215	100,215	100,215	100,215
Loss on disposal of fixed asset	(6,650)	0	0	0
Share on net loss of associates	(19)	0	0	0
Gain on sales of subsidiaries	0	0	0	0
Gain on sale of available-for-sale investments	37,409	0	0	0
Amortisation of goodwill	(507,117)	(507,117)	(507,117)	(507,117)
Other expenses	(126,276)	(149,034)	(182,338)	(223,220)
Total other income / expenses	(1,350,066)	(1,567,587)	(1,600,890)	(1,641,772)
Profit before income tax	8,578,381	7,182,054	9,103,972	11,463,211
Income tax	(4,119,101)	(3,231,924)	(4,096,787)	(5,158,445)
Profit from ordinary activity	4,459,280	3,950,130	5,007,185	6,304,766
Extraordinary item (net of tax)	0	0	0	0
Profit before pre-acquisition income	4,459,280	3,950,130	5,007,185	6,304,766
Pre-acquisition income	(43,469)	0	0	0
Profit before minority interest	4,415,811	3,950,130	5,007,185	6,304,766
Minority interest in net income / loss of subsidiaries	(48,559)	(43,451)	(55,079)	(69,352)
Net Income	4,367,252	3,906,678	4,952,106	6,235,414
Basic earning per share	137	122	155	195

Lampiran 10
Proyeksi Laporan Neraca Skenario A-3

PT. ADARO ENERGY, Tbk.
CONSOLIDATED BALANCE SHEET
* in million rupiah

	2009	2010F	2011F	2012F
CURRENT ASSETS				
Cash & cash equivalents	11,274,623	11,673,759	16,326,784	21,856,642
Available for sale investments	0	0	0	0
Trade receivables (net of doubtful acc: nil)	2,882,459	3,231,307	3,953,385	4,839,768
Advances & prepayments	375,346	375,346	375,346	375,346
Inventories	250,450	334,467	409,208	500,956
Deffered financing costs -current-	51,195	51,195	51,195	51,195
Deffered expenses	0	0	0	0
Prepaid taxes	304,782	304,782	304,782	304,782
Recoverable taxes	653,329	653,329	653,329	653,329
Other receivables	21,160	21,160	21,160	21,160
Other current assets	23,515	23,515	23,515	23,515
Total current assets	15,836,859	16,668,861	22,118,704	28,626,693
NON-CURRENT ASSETS				
Long Term Investment (ICP - Maruwai)	0	3,180,000	3,180,000	3,180,000
PP&E (Fixed assets + Mining properties)	20,561,863	22,247,569	24,309,969	26,834,776
PP&E accumulated depreciation	(3,354,529)	(4,755,556)	(6,279,248)	(7,953,066)
Goodwill	10,014,324	10,014,324	10,014,324	10,014,324
Goodwill accumulated amortization	(922,548)	(1,434,827)	(1,947,105)	(2,459,384)
Deffered exploration and development expenditure	344,988	344,988	344,988	344,988
Deffered exploration and dvlpmnt exp accumulated amortization	(263,978)	(266,859)	(269,739)	(272,620)
Deffered financing costs - non current-	140,710	140,710	140,710	140,710
Deffered tax assets	37,587	37,587	37,587	37,587
Restricted cash & cash equivalents	9,484	9,484	9,484	9,484
Investments in associates	4,776	4,776	4,776	4,776
Loans to related parties	0	0	0	0
Other receivables -related parties-	0	0	0	0
Deffered expenses	4,265	4,265	4,265	4,265
Other non-current assets	51,607	51,607	51,607	51,607
Total non-current assets	25,628,549	29,578,069	29,601,618	29,937,448
TOTAL ASSETS	42,465,408	46,246,930	51,720,322	58,564,141

(lanjutan)

	2009	2010F	2011F	2012F
CURRENT LIABILITIES				
Trade payables -total-	2,168,104	2,879,174	3,522,564	4,312,352
Current maturity of LT borrowings -total-	2,191,842	2,191,842	2,191,842	2,191,842
Short term bank loans	188,000	188,000	188,000	188,000
Accrued expenses	302,161	351,136	429,602	525,922
Other third parties loans	0	0	0	0
Taxes payable	2,252,058	2,044,768	2,591,948	3,263,636
Royalty payable	738,044	738,044	738,044	738,044
Derivative liabilities	127,163	127,163	127,163	127,163
Advances from customers	0	0	0	0
Other current liabilities	28,654	28,654	28,654	28,654
Total current liabilities	7,996,026	8,548,781	9,817,817	11,375,613
NON-CURRENT LIABILITIES				
LT borrowings -total-, net of current maturity	13,475,948	13,475,948	13,475,948	13,475,948
Derivative liabilities	40,505	40,505	40,505	40,505
Accrued stripping costs	365,980	531,731	650,553	796,413
Deferred tax liabilities	2,933,399	2,933,399	2,933,399	2,933,399
Amounts due to related parties	4,700	4,700	4,700	4,700
Provision for employee benefits	90,419	90,419	90,419	90,419
Provision for mine reclamation	27,784	27,784	27,784	27,784
Provision for mine closure	18,713	18,713	18,713	18,713
Subordinated loans	0	0	0	0
Other loans -total-	0	0	0	0
Total non-current liabilities	16,957,448	17,123,199	17,242,021	17,387,881
TOTAL LIABILITIES	24,953,474	25,671,980	27,059,838	28,763,494
MINORITY INTEREST	67,043	110,494	165,573	234,926
EQUITY				
Share capital (par Rp.100,-)*	3,198,596	3,198,596	3,198,596	3,198,596
Additional paid-in capital	10,732,663	10,732,663	10,732,663	10,732,663
Exchange difference due to financial statement translation	(214,163)	(214,163)	(214,163)	(214,163)
Difference in value from restructuring transactions	(191,843)	(191,843)	(191,843)	(191,843)
Difference from equity changes in subsidiaries and associates	4,188	4,188	4,188	4,188
Fair value reserve	(112,677)	(112,677)	(112,677)	(112,677)
Retained earnings (appropriated)	44,360	44,360	44,360	44,360
Retained earnings (unappropriated)	3,983,767	7,003,331	11,033,787	16,104,598
Total equity	17,444,891	20,464,455	24,494,911	29,565,722
TOTAL LIABILITIES & EQUITY	42,465,408	46,246,930	51,720,322	58,564,141

Proyeksi Laporan Laba Rugi Adaro Skenario B-1

PT. ADARO ENERGY, Tbk.
CONSOLIDATED STATEMENT OF INCOME
 * in million rupiah

	2009	2010F	2011F	2012F
Revenue	26,938,020	27,374,606	32,670,008	39,006,704
Cost of revenue	(15,900,123)	(18,026,567)	(21,513,665)	(25,686,470)
Gross profit	11,037,897	9,348,038	11,156,343	13,320,234
Operating Expenses				
Selling and marketing	(637,457)	(723,575)	(863,545)	(1,031,038)
General and administrative	(471,993)	(393,438)	(469,546)	(560,619)
Total operating expenses	(1,109,450)	(1,117,013)	(1,333,090)	(1,591,657)
Operating Income	9,928,447	8,231,025	9,823,252	11,728,577
Other Income / Expenses				
Interest expenses and finance charges	(915,813)	(1,079,835)	(1,079,835)	(1,079,835)
Interest income	68,185	68,185	68,185	68,185
Foreign exchange gain / loss, net	100,215	100,215	100,215	100,215
Loss on disposal of fixed asset	(6,650)	0	0	0
Share on net loss of associates	(19)	0	0	0
Gain on sales of subsidiaries	0	0	0	0
Gain on sale of available-for-sale investments	37,409	0	0	0
Amortisation of goodwill	(507,117)	(507,117)	(507,117)	(507,117)
Other expenses	(126,276)	(147,823)	(176,418)	(210,636)
Total other income / expenses	(1,350,066)	(1,566,375)	(1,594,970)	(1,629,188)
Profit before income tax	8,578,381	6,664,650	8,228,282	10,099,388
Income tax	(4,119,101)	(2,999,093)	(3,702,727)	(4,544,725)
Profit from ordinary activity	4,459,280	3,665,558	4,525,555	5,554,663
Extraordinary Item (net of tax)	0	0	0	0
Profit before pre-acquisition income	4,459,280	3,665,558	4,525,555	5,554,663
Pre-acquisition income	(43,469)	0	0	0
Profit before minority interest	4,415,811	3,665,558	4,525,555	5,554,663
Minority interest in net income / loss of subsidiaries	(48,559)	(40,321)	(49,781)	(61,101)
Net Income	4,367,252	3,625,236	4,475,774	5,493,562
Basic earning per share	137	113	140	172

Lampiran 12

Proyeksi Laporan Neraca Skenario B-1

PT. ADARO ENERGY, Tbk.
CONSOLIDATED BALANCE SHEET
 * in million rupiah

	2009	2010F	2011F	2012F
CURRENT ASSETS				
Cash & cash equivalents	11,274,623	11,331,550	15,547,763	20,451,179
Available for sale investments	0	0	0	0
Trade receivables (net of doubtful acc: nil)	2,882,459	3,200,914	3,820,106	4,561,056
Advances & prepayments	375,346	375,346	375,346	375,346
Inventories	250,450	338,083	403,482	481,742
Deffered financing costs - current-	51,195	51,195	51,195	51,195
Deffered expenses	0	0	0	0
Prepaid taxes	304,782	304,782	304,782	304,782
Recoverable taxes	653,329	653,329	653,329	653,329
Other receivables	21,160	21,160	21,160	21,160
Other current assets	23,515	23,515	23,515	23,515
Total current assets	15,836,859	16,299,874	21,200,678	26,923,304
NON-CURRENT ASSETS				
Long Term Investment (ICP - Maruwai)	0	3,180,000	3,180,000	3,180,000
PP&E (Fixed assets + Mining properties)	20,561,863	22,231,714	24,224,584	25,603,993
PP&E accumulated depreciation	(3,354,529)	(4,755,037)	(6,275,416)	(7,938,886)
Goodwill	10,014,324	10,014,324	10,014,324	10,014,324
Goodwill accumulated amortization	(922,548)	(1,434,827)	(1,947,105)	(2,459,384)
Deffered exploration and development expenditure	344,988	344,988	344,988	344,988
Deffered exploration and dvlpmnt exp accumulated amortization	(263,978)	(266,859)	(269,739)	(272,620)
Deffered financing costs - non current-	140,710	140,710	140,710	140,710
Deffered tax assets	37,587	37,587	37,587	37,587
Restricted cash & cash equivalents	9,484	9,484	9,484	9,484
Investments in associates	4,776	4,776	4,776	4,776
Loans to related parties	0	0	0	0
Other receivables -related parties-	0	0	0	0
Deffered expenses	4,265	4,265	4,265	4,265
Other non-current assets	51,607	51,607	51,607	51,607
Total non-current assets	26,628,549	29,562,732	29,520,065	29,720,845
TOTAL ASSETS	42,465,408	45,862,606	50,720,744	56,644,148

(lanjutan)

	2009	2010F	2011F	2012F
CURRENT LIABILITIES				
Trade payables -total-	2,168,104	2,910,299	3,473,274	4,146,952
Current maturity of LT borrowings -total-	2,191,842	2,191,842	2,191,842	2,191,842
Short term bank loans	188,000	188,000	188,000	188,000
Accrued expenses	302,161	347,833	415,119	495,635
Other third parties loans	0	0	0	0
Taxes payable	2,252,058	1,897,461	2,342,635	2,875,349
Royalty payable	738,044	738,044	738,044	738,044
Derivative liabilities	127,163	127,163	127,163	127,163
Advances from customers	0	0	0	0
Other current liabilities	28,654	28,654	28,654	28,654
Total current liabilities	7,996,026	8,429,296	9,504,730	10,791,639
NON-CURRENT LIABILITIES				
LT borrowings -total-, net of current maturity	13,475,948	13,475,948	13,475,948	13,475,948
Derivative liabilities	40,505	40,505	40,505	40,505
Accrued stripping costs	365,980	526,729	628,621	750,549
Deferred tax liabilities	2,933,399	2,933,399	2,933,399	2,933,399
Amounts due to related parties	4,700	4,700	4,700	4,700
Provision for employee benefits	90,419	90,419	90,419	90,419
Provision for mine reclamation	27,784	27,784	27,784	27,784
Provision for mine closure	18,713	18,713	18,713	18,713
Subordinated loans	0	0	0	0
Other loans -total-	0	0	0	0
Total non-current liabilities	16,957,448	17,118,197	17,220,089	17,342,017
TOTAL LIABILITIES	24,953,474	25,547,493	26,724,819	28,133,656
MINORITY INTEREST	67,043	107,364	157,145	218,247
EQUITY				
Share capital (par Rp.100,-)*	3,198,596	3,198,596	3,198,596	3,198,596
Additional paid-in capital	10,732,663	10,732,663	10,732,663	10,732,663
Exchange difference due to financial statement translation	(214,163)	(214,163)	(214,163)	(214,163)
Difference in value from restructuring transactions	(191,843)	(191,843)	(191,843)	(191,843)
Difference from equity changes in subsidiaries and associates	4,188	4,188	4,188	4,188
Fair value reserve	(112,677)	(112,677)	(112,677)	(112,677)
Retained earnings (appropriated)	44,360	44,360	44,360	44,360
Retained earnings (unappropriated)	3,983,767	6,746,625	10,377,655	14,831,122
Total equity	17,444,891	20,207,749	23,838,779	28,292,246
TOTAL LIABILITIES & EQUITY	42,465,408	45,862,606	50,720,744	56,644,148

Proyeksi Laporan Laba Rugi Adaro Skenario B-2

PT. ADARO ENERGY, Tbk.
 CONSOLIDATED STATEMENT OF INCOME
 * in million rupiah

	2009	2010F	2011F	2012F
Revenue	26,938,020	27,131,148	32,377,844	38,656,088
Cost of revenue	(15,900,123)	(18,223,572)	(21,747,697)	(25,964,696)
Gross profit	11,037,897	8,907,576	10,630,147	12,691,392
Operating Expenses				
Selling and marketing	(637,457)	(717,140)	(855,822)	(1,021,771)
General and administrative	(471,993)	(475,377)	(567,307)	(677,310)
Total operating expenses	(1,109,450)	(1,192,516)	(1,423,129)	(1,699,081)
Operating Income	9,928,447	7,715,060	9,207,019	10,992,311
Other Income / Expenses				
Interest expenses and finance charges	(915,813)	(1,079,835)	(1,079,835)	(1,079,835)
Interest income	68,185	68,185	68,185	68,185
Foreign exchange gain / loss, net	100,215	100,215	100,215	100,215
Loss on disposal of fixed asset	(6,650)	0	0	0
Share on net loss of associates	(19)	0	0	0
Gain on sales of subsidiaries	0	0	0	0
Gain on sale of available-for-sale investments	37,409	0	0	0
Amortisation of goodwill	(507,117)	(507,117)	(507,117)	(507,117)
Other expenses	(126,276)	(189,918)	(226,645)	(270,593)
Total other income / expenses	(1,350,066)	(1,608,470)	(1,645,197)	(1,689,145)
Profit before income tax	8,578,381	6,106,589	7,561,822	9,303,166
Income tax	(4,119,101)	(2,747,965)	(3,402,820)	(4,186,425)
Profit from ordinary activity	4,459,280	3,358,624	4,159,002	5,116,741
Extraordinary item (net of tax)	0	0	0	0
Profit before pre-acquisition income	4,459,280	3,358,624	4,159,002	5,116,741
Pre-acquisition income	(43,469)	0	0	0
Profit before minority interest	4,415,811	3,358,624	4,159,002	5,116,741
Minority interest in net income / loss of subsidiaries	(48,559)	(36,945)	(45,749)	(56,284)
Net Income	4,367,252	3,321,679	4,113,253	5,060,457
Basic earning per share	137	104	129	158

Lampiran 14

Proyeksi Laporan Neraca Skenario B-2

PT. ADARO ENERGY, Tbk.
CONSOLIDATED BALANCE SHEET
 * in million rupiah

	2009	2010F	2011F	2012F
CURRENT ASSETS				
Cash & cash equivalents	11,274,623	10,955,578	14,869,723	19,411,297
Available for sale investments	0	0	0	0
Trade receivables (net of doubtful acc: nil)	2,882,459	3,172,447	3,785,943	4,520,059
Advances & prepayments	375,346	375,346	375,346	375,346
Inventories	250,450	341,777	407,871	486,960
Deffered financing costs -current-	51,195	51,195	51,195	51,195
Deffered expenses	0	0	0	0
Prepaid taxes	304,782	304,782	304,782	304,782
Recoverable taxes	653,329	653,329	653,329	653,329
Other receivables	21,160	21,160	21,160	21,160
Other current assets	23,515	23,515	23,515	23,515
Total current assets	15,836,859	15,899,129	20,492,864	25,847,642
NON-CURRENT ASSETS				
Long Term Investment (ICP - Maruwai)	0	3,180,000	3,180,000	3,180,000
PP&E (Fixed assets + Mining properties)	20,561,863	22,216,863	24,191,912	26,549,933
PP&E accumulated depreciation	(3,354,529)	(4,754,551)	(6,273,375)	(7,934,007)
Goodwill	10,014,324	10,014,324	10,014,324	10,014,324
Goodwill accumulated amortization	(922,548)	(1,434,827)	(1,947,105)	(2,459,384)
Deffered exploration and development expenditure	344,988	344,988	344,988	344,988
Deffered exploration and dvlpmnt exp accumulated amortization	(263,978)	(266,859)	(269,739)	(272,620)
Deffered financing costs - non current-	140,710	140,710	140,710	140,710
Deffered tax assets	37,587	37,587	37,587	37,587
Restricted cash & cash equivalents	9,484	9,484	9,484	9,484
Investments in associates	4,776	4,776	4,776	4,776
Loans to related parties	0	0	0	0
Other receivables -related parties-	0	0	0	0
Deffered expenses	4,265	4,265	4,265	4,265
Other non-current assets	51,607	51,607	51,607	51,607
Total non-current assets	26,628,549	29,548,368	29,489,434	29,671,664
TOTAL ASSETS	42,465,408	45,447,497	49,982,298	55,519,306

(lanjutan)

	2009	2010F	2011F	2012F
CURRENT LIABILITIES				
Trade payables -total-	2,168,104	2,942,105	3,511,057	4,191,870
Current maturity of LT borrowings -total-	2,191,842	2,191,842	2,191,842	2,191,842
Short term bank loans	188,000	188,000	188,000	188,000
Accrued expenses	302,161	344,740	411,406	491,180
Other third parties loans	0	0	0	0
Taxes payable	2,252,058	1,738,578	2,152,890	2,648,660
Royalty payable	738,044	738,044	738,044	738,044
Derivative liabilities	127,163	127,163	127,163	127,163
Advances from customers	0	0	0	0
Other current liabilities	28,654	28,654	28,654	28,654
Total current liabilities	7,996,026	8,299,125	9,349,056	10,605,414
NON-CURRENT LIABILITIES				
LT borrowings -total-, net of current maturity	13,475,948	13,475,948	13,475,948	13,475,948
Derivative liabilities	40,505	40,505	40,505	40,505
Accrued stripping costs	365,980	522,045	622,999	743,802
Deferred tax liabilities	2,933,399	2,933,399	2,933,399	2,933,399
Amounts due to related parties	4,700	4,700	4,700	4,700
Provision for employee benefits	90,419	90,419	90,419	90,419
Provision for mine reclamation	27,784	27,784	27,784	27,784
Provision for mine closure	18,713	18,713	18,713	18,713
Subordinated loans	0	0	0	0
Other loans -total-	0	0	0	0
Total non-current liabilities	16,957,448	17,113,513	17,214,467	17,335,270
TOTAL LIABILITIES	24,953,474	25,412,638	26,563,524	27,940,684
MINORITY INTEREST	67,043	103,988	149,737	206,021
EQUITY				
Share capital (par Rp.100,-)*	3,198,596	3,198,596	3,198,596	3,198,596
Additional paid-in capital	10,732,663	10,732,663	10,732,663	10,732,663
Exchange difference due to financial statement translation	(214,163)	(214,163)	(214,163)	(214,163)
Difference in value from restructuring transactions	(191,843)	(191,843)	(191,843)	(191,843)
Difference from equity changes in subsidiaries and associates	4,188	4,188	4,188	4,188
Fair value reserve	(112,677)	(112,677)	(112,677)	(112,677)
Retained earnings (appropriated)	44,360	44,360	44,360	44,360
Retained earnings (unappropriated)	3,983,767	6,469,747	9,807,913	13,911,477
Total equity	17,444,891	19,930,871	23,269,037	27,372,601
TOTAL LIABILITIES & EQUITY	42,465,408	45,447,497	49,982,298	55,519,306

Proyeksi Laporan Laba Rugi Adaro Skenario B-3

PT. ADARO ENERGY, Tbk.
CONSOLIDATED STATEMENT OF INCOME
 * in million rupiah

	2009	2010F	2011F	2012F
Revenue	26,938,020	27,634,532	33,280,109	40,096,451
Cost of revenue	(15,900,123)	(17,833,778)	(21,477,117)	(25,876,002)
Gross profit	11,037,897	9,800,754	11,802,992	14,220,449
Operating Expenses				
Selling and marketing	(637,457)	(653,939)	(787,535)	(948,836)
General and administrative	(471,993)	(397,174)	(478,314)	(576,282)
Total operating expenses	(1,109,450)	(1,051,113)	(1,265,850)	(1,525,118)
Operating Income	9,928,447	8,749,641	10,537,142	12,695,331
Other Income / Expenses				
Interest expenses and finance charges	(915,813)	(1,079,835)	(1,079,835)	(1,079,835)
Interest income	68,185	68,185	68,185	68,185
Foreign exchange gain / loss, net	100,215	100,215	100,215	100,215
Loss on disposal of fixed asset	(6,650)	0	0	0
Share on net loss of associates	(19)	0	0	0
Gain on sales of subsidiaries	0	0	0	0
Gain on sale of available-for-sale investments	37,409	0	0	0
Amortisation of goodwill	(507,117)	(507,117)	(507,117)	(507,117)
Other expenses	(126,276)	(149,034)	(179,481)	(216,242)
Total other income / expenses	(1,350,066)	(1,567,587)	(1,598,034)	(1,634,794)
Profit before income tax	8,578,381	7,182,054	8,939,109	11,060,537
Income tax	(4,119,101)	(3,231,924)	(4,022,599)	(4,977,242)
Profit from ordinary activity	4,459,280	3,950,130	4,916,510	6,083,295
Extraordinary item (net of tax)	0	0	0	0
Profit before pre-acquisition income	4,459,280	3,950,130	4,916,510	6,083,295
Pre-acquisition income	(43,469)	0	0	0
Profit before minority interest	4,415,811	3,950,130	4,916,510	6,083,295
Minority interest in net income / loss of subsidiaries	(48,559)	(43,451)	(54,082)	(66,916)
Net Income	4,367,252	3,906,678	4,862,428	6,016,379
Basic earning per share	137	122	152	188

Lampiran 16

Proyeksi Laporan Neraca Skenario B-3

PT. ADARO ENERGY, Tbk.
CONSOLIDATED BALANCE SHEET
 * in million rupiah

	2009	2010F	2011F	2012F
CURRENT ASSETS				
Cash & cash equivalents	11,274,623	11,673,759	16,224,546	21,564,443
Available for sale investments	0	0	0	0
Trade receivables (net of doubtful acc: nil)	2,882,459	3,231,307	3,891,445	4,688,480
Advances & prepayments	375,346	375,346	375,346	375,346
Inventories	250,450	334,467	402,797	485,296
Deffered financing costs - current-	51,195	51,195	51,195	51,195
Deffered expenses	0	0	0	0
Prepaid taxes	304,782	304,782	304,782	304,782
Recoverable taxes	653,329	653,329	653,329	653,329
Other receivables	21,160	21,160	21,160	21,160
Other current assets	23,515	23,515	23,515	23,515
Total current assets	15,836,859	16,668,861	21,948,115	28,167,547
NON-CURRENT ASSETS				
Long Term Investment (ICP - Maruwai)	0	3,180,000	3,180,000	3,180,000
PP&E (Fixed assets + Mining properties)	20,561,863	22,247,569	24,277,656	26,723,540
PP&E accumulated depreciation	(3,354,529)	(4,755,556)	(6,278,191)	(7,947,310)
Goodwill	10,014,324	10,014,324	10,014,324	10,014,324
Goodwill accumulated amortization	(922,548)	(1,434,827)	(1,947,105)	(2,459,384)
Deffered exploration and development expenditure	344,988	344,988	344,988	344,988
Deffered exploration and dvlpment exp accumulated amortization	(263,978)	(266,859)	(269,739)	(272,620)
Deffered financing costs - non current-	140,710	140,710	140,710	140,710
Deffered tax assets	37,587	37,587	37,587	37,587
Restricted cash & cash equivalents	9,484	9,484	9,484	9,484
Investments in associates	4,776	4,776	4,776	4,776
Loans to related parties	0	0	0	0
Other receivables -related parties-	0	0	0	0
Deffered expenses	4,265	4,265	4,265	4,265
Other non-current assets	51,607	51,607	51,607	51,607
Total non-current assets	26,628,549	29,578,069	29,570,362	29,831,967
TOTAL ASSETS	42,465,408	46,246,930	51,518,477	57,999,514

(lanjutan)

	2009	2010F	2011F	2012F
CURRENT LIABILITIES				
Trade payables -total-	2,168,104	2,879,174	3,467,373	4,177,551
Current maturity of LT borrowings -total-	2,191,842	2,191,842	2,191,842	2,191,842
Short term bank loans	188,000	188,000	188,000	188,000
Accrued expenses	302,161	351,136	422,871	509,482
Other third parties loans	0	0	0	0
Taxes payable	2,252,058	2,044,768	2,545,011	3,148,993
Royalty payable	738,044	738,044	738,044	738,044
Derivative liabilities	127,163	127,163	127,163	127,163
Advances from customers	0	0	0	0
Other current liabilities	28,654	28,654	28,654	28,654
Total current liabilities	7,996,026	8,548,781	9,708,958	11,109,729
NON-CURRENT LIABILITIES				
LT borrowings -total-, net of current maturity	13,475,948	13,475,948	13,475,948	13,475,948
Derivative liabilities	40,505	40,505	40,505	40,505
Accrued stripping costs	365,980	531,731	640,360	771,517
Deferred tax liabilities	2,933,399	2,933,399	2,933,399	2,933,399
Amounts due to related parties	4,700	4,700	4,700	4,700
Provision for employee benefits	90,419	90,419	90,419	90,419
Provision for mine reclamation	27,784	27,784	27,784	27,784
Provision for mine closure	18,713	18,713	18,713	18,713
Subordinated loans	0	0	0	0
Other loans -total-	0	0	0	0
Total non-current liabilities	16,957,448	17,123,199	17,231,828	17,362,985
TOTAL LIABILITIES	24,953,474	25,671,980	26,940,786	28,472,714
MINORITY INTEREST	67,043	110,494	164,576	231,492
EQUITY				
Share capital (par Rp.100,-)*	3,198,596	3,198,596	3,198,596	3,198,596
Additional paid-in capital	10,732,663	10,732,663	10,732,663	10,732,663
Exchange difference due to financial statement translation	(214,163)	(214,163)	(214,163)	(214,163)
Difference in value from restructuring transactions	(191,843)	(191,843)	(191,843)	(191,843)
Difference from equity changes in subsidiaries and associates	4,188	4,188	4,188	4,188
Fair value reserve	(112,677)	(112,677)	(112,677)	(112,677)
Retained earnings (appropriated)	44,360	44,360	44,360	44,360
Retained earnings (unappropriated)	3,983,767	7,003,331	10,951,991	15,834,183
Total equity	17,444,891	20,464,455	24,413,115	29,295,307
TOTAL LIABILITIES & EQUITY	42,465,408	46,246,930	51,518,477	57,999,514

Lampiran 17
Perhitungan Metode FCFE

Valuasi FCFE Saham ADRO Skenario A-1

	2010F	2011F	2012F	Terminal
Net Income	3,625,236	4,559,295	5,695,722	
(-) Change in NWC * (1-DR)	(15,231)	(258,101)	(335,719)	
(+) Depreciation & Amortization * (1-DR)	1,073,420	1,224,634	1,403,533	
(-) Capital Expenditure * (1-DR)	2,717,553	1,217,427	1,579,016	
(=) FCFE	1,996,335	4,824,602	5,855,957	
Terminal Value				58,751,646
Cost of Equity	14.73%	14.73%	14.73%	14.73%
Present Value	1,745,567	3,688,652	3,914,778	34,342,532
Value of Equity	43,691,528			
(/) Shares Outstanding	31,985,962,000			
(=) Price per Share	1,366			

(Dalam jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham dan harga per saham)

Valuasi FCFE Saham ADRO Skenario A-2

	2010F	2011F	2012F	Terminal
Net Income	3,321,679	4,190,958	5,248,540	
(-) Change in NWC * (1-DR)	43,561	(242,175)	(314,280)	
(+) Depreciation & Amortization * (1-DR)	1,066,633	1,211,790	1,384,891	
(-) Capital Expenditure * (1-DR)	2,692,784	1,194,793	1,546,054	
(=) FCFE	1,651,967	4,450,131	5,401,657	
Terminal Value				54,193,743
Cost of Equity	14.73%	14.73%	14.73%	14.73%
Present Value	1,444,456	3,402,349	3,611,073	31,678,267
Value of Equity	40,136,145			
(/) Shares Outstanding	31,985,962,000			
(=) Price per Share	1,255			

(Dalam jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham dan harga per saham)

(lanjutan)

Valuasi FCFE Saham ADRO Skenario A-3

	2010F	2011F	2012F	Terminal
Net Income	3,906,678	4,952,106	6,235,414	
(-) Change in NWC * (1-DR)	(119,890)	(472,216)	(579,666)	
(+) Depreciation & Amortization * (1-DR)	1,079,665	1,237,685	1,424,846	
(-) Capital Expenditure * (1-DR)	2,741,557	1,251,981	1,643,445	
(=) FCFE	2,312,338	5,224,469	6,394,131	
Terminal Value				64,151,036
Cost of Equity	14.73%	14.73%	14.73%	14.73%
Present Value	2,021,875	3,994,370	4,274,553	37,498,677
Value of Equity	47,789,476			
(/) Shares Outstanding	31,985,962,000			
(=) Price per Share	1,494			

(Dalam jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham dan harga per saham)

Valuasi FCFE Saham ADRO Skenario B-1

	2010F	2011F	2012F	Terminal
Net Income	3,625,236	4,475,774	5,493,562	
(-) Change in NWC * (1-DR)	(15,231)	(234,723)	(299,725)	
(+) Depreciation & Amortization * (1-DR)	1,073,420	1,222,453	1,396,174	
(-) Capital Expenditure * (1-DR)	2,717,553	1,196,829	1,524,843	
(=) FCFE	1,996,335	4,736,121	5,664,617	
Terminal Value				56,831,971
Cost of Equity	14.73%	14.73%	14.73%	14.73%
Present Value	1,745,567	3,621,003	3,786,865	33,220,410
Value of Equity	42,373,845			
(/) Shares Outstanding	31,985,962,000			
(=) Price per Share	1,325			

(Dalam jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham dan harga per saham)

(lanjutan)

Valuasi FCFE Saham ADRO Skenario B-2

	2010F	2011F	2012F	Terminal
Net Income	3,321,679	4,113,253	5,060,457	
(-) Change in NWC * (1-DR)	43,561	(220,256)	(280,609)	
(+) Depreciation & Amortization * (1-DR)	1,066,633	1,209,687	1,377,730	
(-) Capital Expenditure * (1-DR)	2,692,784	1,174,637	1,493,120	
(=) FCFE	1,651,967	4,368,559	5,225,676	
Terminal Value				52,428,160
Cost of Equity	14.73%	14.73%	14.73%	14.73%
Present Value	1,444,456	3,339,984	3,493,427	30,646,218
Value of Equity	38,924,085			
(/) Shares Outstanding	31,985,962,000			
(=) Price per Share	1,217			

(Dalam jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham dan harga per saham)

Valuasi FCFE Saham ADRO Skenario B-3

	2010F	2011F	2012F	Terminal
Net Income	3,906,678	4,862,428	6,016,379	
(-) Change in NWC * (1-DR)	(67,551)	(261,725)	(338,193)	
(+) Depreciation & Amortization * (1-DR)	1,079,665	1,235,417	1,417,222	
(-) Capital Expenditure * (1-DR)	2,741,557	1,230,745	1,586,958	
(=) FCFE	2,312,338	5,128,825	6,184,835	
Terminal Value				62,051,211
Cost of Equity	14.73%	14.73%	14.73%	14.73%
Present Value	2,021,875	3,921,245	4,134,636	36,271,251
Value of Equity	46,349,008			
(/) Shares Outstanding	31,985,962,000			
(=) Price per Share	1,449			

(Dalam jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham dan harga per saham)