



UNIVERSITAS INDONESIA

VALUASI HARGA SAHAM PT GARUDA INDONESIA
SEHUBUNGAN DENGAN RENCANA IPO 2010
DENGAN METODE *FREE CASH FLOW TO EQUITY* DAN
ABNORMAL EARNING

TESIS

TAUFIK SATRIA
0806433861

FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
JULI 2010



UNIVERSITAS INDONESIA

VALUASI HARGA SAHAM PT GARUDA INDONESIA
SEHUBUNGAN DENGAN RENCANA IPO 2010
DENGAN METODE *FREE CASH FLOW TO EQUITY* DAN
ABNORMAL EARNING

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister Manajemen

TAUFIK SATRIA
0806433861

FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
JULI 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 : Taufik Satria

NPM : 0806433861

Tanda Tangan :




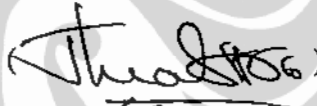

Tanggal : 7 Juli 2010

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Taufik Satria
NPM : 0806433861
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Tesis : Valuasi Harga Saham PT Garuda Indonesia
Sehubungan Dengan Rencana IPO 2010
Dengan Metode *Free Cash Flow to Equity* dan
Abnormal Earning

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

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Imo Gandakusuma, MBA ()
Penguji : Thomas H. Secokusumo, MBA ()
Penguji : Eko Rizkianto, ME ()

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 7 Juli 2010

KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT, karena atas berkat dan rahmat-Nya, penulis dapat menyelesaikan tesis ini dengan baik. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk menambah wawasan, baik bagi penulis maupun pembaca tesis ini. Tesis ini juga disusun dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk memperoleh gelar akademik Master Manajemen di Universitas Indonesia.

Penulis sangat menyadari bahwa banyak pihak yang telah terlibat dan memberikan bantuan dalam penyusunan tesis ini, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan tesis ini. Oleh karena itu penulis mengucapkan terima kasih kepada pihak-pihak yang tersebut di bawah ini :

1. Universitas Indonesia, yang telah memberikan kesempatan bagi penulis untuk menempuh pendidikan di Magister Manajemen Universitas Indonesia selama 2 tahun ini.
2. Bapak Prof. Rhenald Kasali, PhD selaku Ketua Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
3. Bapak Imo Gandakusuma, MBA selaku dosen pembimbing, yang telah menyediakan waktu, tenaga, mencurahkan perhatian dan pengetahuan dalam proses penyusunan tesis ini.
4. Seluruh Dosen Pengajar kelas H081 dan KS081 MMUI yang telah menambah wawasan, pengetahuan dan *compentency* penulis pada bidang Manajemen Keuangan.
5. Istri penulis Elifita Nurda, yang telah memberikan banyak dukungan kepada penulis, mulai sejak awal kuliah sampai dengan penulisan tesis ini.
6. Bapak dan Ibu Mertua Abdullah Hasibuan dan Tjut Syarifah, yang telah memberikan doa dan dukungan selama menempuh kuliah di MMUI.
7. PT Garuda Indonesia, yang telah memberikan bekal ilmu dan pengalaman kerja kepada penulis.
8. Bapak Insan Nur Cahyo, Bapak Sarifuddin Dalimunthe dan Bapak Kabel Silalahi sebagai atasan penulis di PT Garuda Indonesia yang telah memberikan kemudahan kepada penulis selama menempuh perkuliahan di MMUI.

9. Staf Adpen, Staf Perpustakaan, Staf Lab. Komputer, Staf Keamanan MMUI yang telah banyak membantu dalam proses perkuliahan.
10. Teman-teman kelas H081 dan KS081 MM-UI antara lain Ronny, Tika, Fika, Reny, Rangga, Novi, Toni, Riska, Yola, Santi, Daisy, Tita, Sony, Ari Ipoel, Ocep, Rini, Pradi, Pak Rudhi, Chandra, Tulus, Tina, Mbak Vera, Yoyo, Rizma, Bu Mimi, Coco dan teman-teman lainnya yang secara tidak langsung telah memberikan wawasan luas kepada penulis selama perkuliahan dan telah membantu serta memberikan dukungan dalam berdiskusi dan mengerjakan tugas selama proses perkuliahan.
11. Teman-teman kantor PT Garuda Indonesia antara lain Etin, Liza, Imelda, Mila dan teman lainnya yang telah membantu penulis menyelesaikan pekerjaan kantor khususnya ketika pekerjaan sedang banyak-banyaknya sementara penulis harus berangkat kuliah.

Selain itu juga disampaikan banyak terima kasih kepada berbagai pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah memberikan bantuan dan dukungan selama proses perkuliahan sampai dengan selesai. Penulis berharap semoga Allah SWT berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu.

Akhir kata, penulis memohon maaf apabila ada kesalahan dalam perkataan maupun sikap selama perkuliahan dan penyusunan tesis ini. Semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi pengembangan ilmu Manajemen Keuangan.

Jakarta, 2 Juli 2010



Taufik Satria

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

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

Nama : Taufik Satria
NPM : 0806433861
Program Studi : Magister Manajemen
Departemen : Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis karya : Tesis

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

“Valuasi Harga Saham PT Garuda Indonesia Sehubungan Dengan Rencana IPO 2010 Dengan Metode *Free Cash Flow to Equity* dan *Abnormal Earning*”

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari 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 : 7 Juli 2010

Yang menyatakan



Taufik Satria

ABSTRAK

Nama : Taufik Satria

Program Studi : Manajemen Keuangan

Judul : Valuasi Harga Saham PT Garuda Indonesia Sehubungan Dengan Rencana IPO 2010 Dengan Metode *Free Cash Flow to Equity* dan *Abnormal Earning*

Berdasarkan indikator makro ekonomi seperti pertumbuhan ekonomi, nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika, tingkat bunga, inflasi dan pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) diprediksi kondisi ekonomi nasional akan semakin baik. Seiring dengan prediksi tersebut, kondisi industri penerbangan nasional juga diprediksi akan semakin baik dan tetap tumbuh. Berlakunya Undang-Undang No.1 Tahun 2009 tentang Penerbangan akan membuat industri penerbangan nasional semakin tertata dengan baik. PT Garuda Indonesia berusaha menangkap peluang yang ada baik di industri nasional maupun internasional. Rencana ekspansi didukung oleh pendanaan melalui IPO di tahun 2010. Sehubungan dengan rencana IPO tersebut maka dilakukan valuasi terhadap nilai saham Garuda dengan menggunakan 2 metode yaitu *free cash flow to equity* dan *abnormal earning*. Valuasi kedua metode tersebut memberikan hasil yang berbeda. Bagi Garuda hasil valuasi menjadi harga minimum saham yang akan ditawarkan melalui IPO, sedangkan bagi investor hasil valuasi menjadi harga maksimum yang akan dibeli pada saat IPO. Disarankan kepada Garuda dan investor untuk memilih hasil valuasi di antara keduanya sesuai dengan metode dan asumsi yang paling relevan bagi masing-masing pihak.

Kata kunci :

Indikator makro ekonomi, industri penerbangan, valuasi, *free cash flow to equity*, *abnormal earning*

ABSTRACT

Name : Taufik Satria

Study Program: Financial Management

Title : Valuation of PT Garuda Indonesia's Shares due to IPO Plan 2010
Using Free Cash Flow to Equity and Abnormal Earning Methods

Based on macro economy indicators such as Growth Domestic Product (GDP), exchange rate, interest rate, inflation, IHSG, it is predicted that Indonesian economy will be better in few years. In line with Indonesian economy, domestic airline industry also predicted better and continues to grow. Implementation of Undang-Undang No.1 Tahun 2009 about Penerbangan hoped that domestic airlines industry will be governed in a better way. PT Garuda Indonesia will catch on all opportunities in domestic and international market. Planning to expand will be funded by IPO which planned in 2010. Due to this IPO plan, it is interesting to calculate the value of Garuda's equity. This valuation uses 2 methods, free cash flow to equity and abnormal earning. These 2 methods give different results. For Garuda, the result of valuation treated as the minimum price of the shares to be offered in IPO and for the investors this result will be the maximum price of shares to be purchased. It is suggested that Garuda and investor should choose one of two methods based on the method and assumptions which more relevant to each parties.

Key words :

Macro economy indicators, airlines industry, valuation, free cash flow to equity, abnormal earning

DAFTAR ISI

| | |
|--|-----------|
| HALAMAN JUDUL..... | i |
| HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS..... | ii |
| LEMBAR PENGESAHAN..... | iii |
| KATA PENGANTAR..... | iv |
| LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH..... | vi |
| ABSTRAK..... | vii |
| ABSTRACT..... | viii |
| DAFTAR ISI..... | ix |
| DAFTAR TABEL..... | xii |
| DAFTAR GAMBAR..... | xiii |
| DAFTAR RUMUS..... | xiv |
| | |
| BAB 1 PENDAHULUAN..... | 1 |
| 1.1. Latar Belakang | 1 |
| 1.2. Rumusan Permasalahan..... | 5 |
| 1.3. Tujuan Penelitian..... | 6 |
| 1.4. Metodologi Penelitian..... | 6 |
| 1.4.1 Alur Pikir Penelitian..... | 8 |
| 1.4.2 Sumber Data dan Periode Data..... | 9 |
| 1.4.3 Studi Penelitian..... | 10 |
| 1.4.4 Metode Pengolahan Data..... | 10 |
| 1.5. Kerangka Penulisan..... | 6 |
| | |
| BAB 2 LANDASAN TEORI..... | 12 |
| 2.1. Analisis Makro Ekonomi..... | 12 |
| 2.1.1. Produk Domestik Bruto..... | 12 |
| 2.1.2. Tingkat Suku Bunga..... | 13 |
| 2.1.3. Tingkat Inflasi..... | 14 |
| 2.1.4. Nilai Tukar Rupiah..... | 17 |
| 2.1.5. Indeks Harga Saham Gabungan..... | 18 |
| 2.2. Analisis Industri..... | 20 |
| 2.2.1. <i>Porter's Five Competitive Forces Analysis</i> | 20 |
| 2.2.1.1. Persaingan Antar Perusahaan Dalam Industri..... | 21 |
| 2.2.1.2. Ancaman Pendetang Baru..... | 24 |
| 2.2.1.3. Ancaman Produk Substitusi..... | 24 |
| 2.2.1.4. Kekuatan Tawar Menawar pembeli..... | 24 |
| 2.2.1.5. Kekuatan Tawar Menawar Pemasok..... | 25 |
| 2.2.2. Analisis Siklus Hidup Industri..... | 25 |
| 2.2.3. Analisis Siklus Bisnis..... | 26 |
| 2.2.4. Strategi Kompetitif Perusahaan dan Aktivasnya..... | 27 |
| 2.2.4.1. Strategi Kompetitif..... | 27 |
| 2.2.4.2. Aktivitas Perusahaan..... | 28 |
| 2.3. Analisis Nilai Perusahaan (<i>Value of the Firm</i>)..... | 29 |
| 2.3.1. Analisis Proyeksi Keuangan..... | 29 |
| 2.3.1.1. Teknik Forecasting..... | 29 |

| | |
|--|-----------|
| 2.3.2. Model Valuasi Saham..... | 30 |
| 2.3.2.1. <i>Free Cash Flow Model</i> | 30 |
| 2.3.2.2. <i>Abnormal Earnings Valuation Model</i> | 37 |
| BAB 3 GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN..... | 41 |
| 3.1. Sejarah Perusahaan..... | 41 |
| 3.2. Profil Perusahaan | 42 |
| 3.3. Ruang Lingkup Kegiatan Usaha Perusahaan..... | 44 |
| 3.4. Struktur Organisasi Perusahaan..... | 47 |
| 3.5. Kinerja Perusahaan..... | 48 |
| BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN..... | 49 |
| 4.1. Analisis Makro Ekonomi..... | 49 |
| 4.1.1. Produk Domestik Bruto (PDB)..... | 52 |
| 4.1.2. Tingkat Bunga..... | 57 |
| 4.1.3. Tingkat Inflasi..... | 58 |
| 4.1.4. Nilai Tukar Rupiah..... | 60 |
| 4.1.5. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)..... | 60 |
| 4.2. Analisis Industri..... | 61 |
| 4.2.1. Analisis Lingkungan Industri..... | 61 |
| 4.2.1.1. Industri Penerbangan Dunia..... | 61 |
| 4.2.1.2. Industri Penerbangan Indonesia..... | 67 |
| 4.2.2. Analisis Siklus Hidup Industri..... | 69 |
| 4.2.3. Analisis Siklus Bisnis..... | 70 |
| 4.2.4. Porter's Five Competitive Forces Analysis..... | 70 |
| 4.2.4.1. Tingkat Persaingan..... | 70 |
| 4.2.4.2. Ancaman Pendatang Baru..... | 73 |
| 4.2.4.3. Ancaman Produk Substitusi..... | 74 |
| 4.2.4.4. Kekuatan Tawar Menawar Pembeli..... | 75 |
| 4.2.4.5. Kekuatan Tawar Menawar Pemasok..... | 75 |
| 4.2.5. Strategi Kompetitif Perusahaan dan Aktivasnya..... | 78 |
| 4.2.5.1. Program <i>Turn Around</i> dan <i>Quantum Leap</i> | 78 |
| 4.2.5.2. <i>Airline Business Model</i> | 82 |
| 4.3. Analisis Nilai Perusahaan dengan Metode <i>Free Cash Flow to Equity</i> | 94 |
| 4.3.1. Proyeksi Laporan Keuangan..... | 94 |
| 4.3.1.1. Proyeksi Laporan Keuangan Internal Perusahaan..... | 94 |
| 4.3.1.2. Proyeksi Laporan Keuangan Berdasarkan Analisis Makro Ekonomi dan Industri..... | 95 |
| 4.3.2. <i>Cost of Equity</i> | 97 |
| 4.3.3. Perhitungan Valuasi Perusahaan: Metode <i>Free Cash Flow to Equity</i> | 98 |
| 4.3.3.1. Menggunakan Proyeksi Laporan Keuangan Internal Perusahaan..... | 98 |
| 4.3.3.2. Menggunakan Proyeksi Laporan Keuangan Hasil Analisis Makro Ekonomi dan Industri..... | 99 |
| 4.4. Analisis Nilai Perusahaan dengan Metode <i>Abnormal Earning</i> | 101 |
| 4.4.1. Perhitungan Nilai Perusahaan: Metode <i>Abnormal Earning</i> | 102 |
| 4.4.1.1. Menggunakan Proyeksi Laporan Keuangan Internal Perusahaan..... | 102 |

| | |
|--|------------|
| 4.4.1.2. Menggunakan Proyeksi Laporan Keuangan Hasil Analisis Makro Ekonomi dan Industri..... | 103 |
| 4.4.2. Perbandingan Hasil Valuasi antara Metode FCFE dan <i>Abnormal Earning</i> | 104 |
| 4.4.3. Perbandingan dengan Hasil Penelitian Sebelumnya..... | 105 |
| BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN..... | 107 |
| 5.1. Kesimpulan..... | 107 |
| 5.2. Saran..... | 107 |
| DAFTAR PUSTAKA..... | 109 |



DAFTAR TABEL

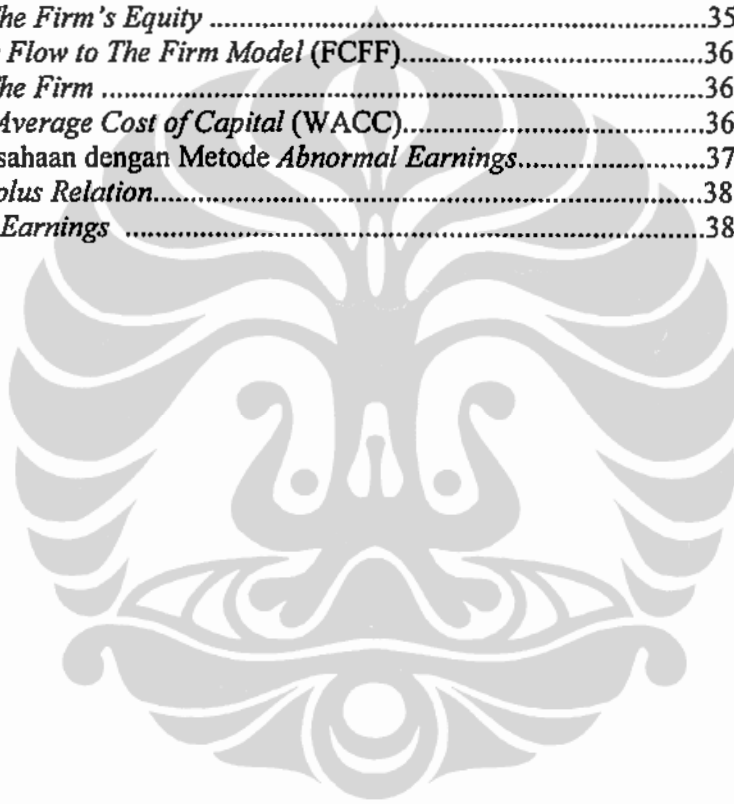
| | | |
|-------------|--|-----|
| Tabel 1.1. | Jumlah Penumpang Maskapai Nasional..... | 1 |
| Tabel 1.2. | Jumlah Pesawat Maskapai Nasional..... | 2 |
| Tabel 1.3. | Jumlah Penumpang dan Pangsa Pasar Domestik Maskapai Nasional 2009..... | 3 |
| Tabel 1.4. | Jumlah Penumpang Internasional Maskapai Nasional 2009..... | 3 |
| Tabel 3.1. | <i>Garuda's Fleet</i> 2009..... | 45 |
| Tabel 3.2. | Jumlah karyawan | 47 |
| Tabel 4.1. | Indikator Makro Ekonomi Negara ASEAN-5..... | 51 |
| Tabel 4.2. | Indikator Makro Ekonomi Indonesia..... | 52 |
| Tabel 4.3. | <i>GDP Growth Southeast Asia (% per year)</i> | 54 |
| Tabel 4.4. | <i>Revised GDP Growth Rate for Developing Asia (% per year)</i> | 55 |
| Tabel 4.5. | Ringkasan Kondisi Industri Penerbangan Sesuai <i>Porter's Five Competitive Forces Analysis</i> | 78 |
| Tabel 4.6. | <i>Garuda's Fleet Plan</i> | 81 |
| Tabel 4.7. | <i>Partner</i> PT Garuda Indonesia..... | 86 |
| Tabel 4.8. | 10 Biaya Terbesar..... | 92 |
| Tabel 4.9. | Proyeksi Laporan Laba Rugi | 94 |
| Tabel 4.10. | Proyeksi Neraca..... | 95 |
| Tabel 4.11. | Proyeksi <i>Capital Expenditure</i> 2010-2015..... | 95 |
| Tabel 4.12. | Proyeksi Laporan Laba Rugi Berdasarkan Analisis Makro Ekonomi dan Industri..... | 96 |
| Tabel 4.13. | Proyeksi Neraca Berdasarkan Analisis Makro Ekonomi dan Industri..... | 97 |
| Tabel 4.14. | Proyeksi <i>Capital Expenditure</i> Berdasarkan Analisis Makro Ekonomi dan Industri..... | 97 |
| Tabel 4.15. | Perhitungan <i>Value per Share</i> dengan Metode FCFE Menggunakan Proyeksi Internal Perusahaan..... | 98 |
| Tabel 4.16. | Perhitungan <i>Changes in Non Cash Working Capital</i> dan <i>Debt – Net</i> Menggunakan Proyeksi Perusahaan | 99 |
| Tabel 4.17. | Perhitungan <i>Value per Share</i> dengan Metode FCFE Berdasarkan Asumsi Pertumbuhan Makro Ekonomi dan Industri..... | 100 |
| Tabel 4.18. | Perhitungan <i>Changes in Non Cash Working Capital</i> dan <i>Debt – Net</i> Berdasarkan Asumsi Pertumbuhan Makro Ekonomi dan Industri..... | 101 |
| Tabel 4.19. | Perhitungan <i>Value per Share</i> dengan Metode <i>Abnormal Earning</i> Menggunakan Proyeksi Perusahaan..... | 103 |
| Tabel 4.20. | Perhitungan <i>Value per Share</i> dengan Metode <i>Abnormal Earning</i> Berdasarkan Asumsi Pertumbuhan Makro Ekonomi dan Industri..... | 104 |
| Tabel 4.21. | Perbandingan Hasil Valuasi antara Metode FCFE dan <i>Abnormal Earning</i> | 105 |
| Tabel 4.22. | Perbandingan dengan Penelitian Sebelumnya..... | 106 |

DAFTAR GAMBAR

| | | |
|--------------|--|----|
| Gambar 1.1. | Alur Pikir Penelitian..... | 9 |
| Gambar 2.1. | <i>Porter's Five Competitive Forces</i> | 21 |
| Gambar 3.1. | Struktur Organisasi PT Garuda Indonesia..... | 47 |
| Gambar 4.1. | Tingkat BI Rate | 58 |
| Gambar 4.2. | Inflasi (<i>Inflation Rate</i>)..... | 58 |
| Gambar 4.3. | Perkembangan Inflasi..... | 59 |
| Gambar 4.4. | <i>Ebitda as (%) Revenues, Major Airlines</i> | 62 |
| Gambar 4.5. | <i>Net Profit by Region</i> | 63 |
| Gambar 4.6. | <i>Return on Invested Capital in The Airline Industry vs The Cost of Capital</i> | 63 |
| Gambar 4.7. | <i>Jet and Oil Fuel Price</i> | 64 |
| Gambar 4.8. | <i>Growth in Passenger Numbers by Market</i> | 65 |
| Gambar 4.9. | <i>Estimated Annual Traffic Growth 2008-2028</i> | 67 |
| Gambar 4.10. | Jumlah Penumpang Domestik 2005-2009 (juta orang)..... | 68 |
| Gambar 4.11. | <i>Airline Business Model</i> | 83 |
| Gambar 4.12. | <i>Activity Configuration</i> | 87 |

DAFTAR RUMUS

| | | |
|-------------|---|----|
| Rumus 1.1. | <i>Free Cashflow to Equity (FCFE)</i> | 10 |
| Rumus 1.2. | Nilai Perusahaan dengan Metode <i>Abnormal Earnings</i> | 11 |
| Rumus 2.1. | Indeks Harga Saham Gabungan..... | 18 |
| Rumus 2.2. | <i>Value of The Firm</i> | 31 |
| Rumus 2.3. | <i>Expected Return</i> | 31 |
| Rumus 2.4. | <i>Adjusted Beta</i> | 33 |
| Rumus 2.5. | <i>Free Cash Flow to Equity Model (FCFE)</i> | 34 |
| Rumus 2.6. | Nilai Intrinsik dengan Pertumbuhan Stabil..... | 35 |
| Rumus 2.7. | <i>Growth Perusahaan</i> | 35 |
| Rumus 2.8. | <i>Value of The Firm's Equity</i> | 35 |
| Rumus 2.9. | <i>Free Cash Flow to The Firm Model (FCFF)</i> | 36 |
| Rumus 2.10. | <i>Value of The Firm</i> | 36 |
| Rumus 2.11. | <i>Weighted Average Cost of Capital (WACC)</i> | 36 |
| Rumus 2.12. | Nilai Perusahaan dengan Metode <i>Abnormal Earnings</i> | 37 |
| Rumus 2.13. | <i>Clean Surplus Relation</i> | 38 |
| Rumus 2.14. | <i>Abnormal Earnings</i> | 38 |



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Industri penerbangan Indonesia mengalami kemajuan, baik dalam pertumbuhan jumlah penumpang, jumlah perusahaan maupun belanja modal yang signifikan. Tren kenaikan jumlah penumpang sudah sejak awal tahun 2000. Kenaikan jumlah penumpang pesawat ini terjadi seiring dengan deregulasi industri penerbangan Indonesia, yang membuat jumlah maskapai penerbangan bertambah hingga tiga kali lipat.

Berdasarkan data Biro Pusat Statistik (BPS), jumlah penumpang penerbangan domestik yang diangkut oleh seluruh maskapai penerbangan domestik meningkat 11,74% dari 31,91 juta di tahun 2008 menjadi 35,66 juta orang di tahun 2009. Sedangkan jumlah penumpang ke luar negeri yang diangkut oleh seluruh maskapai penerbangan dari bandara-bandara Indonesia naik 11,70% menjadi 7,97 juta orang.

Tabel 1.1
Jumlah Penumpang Maskapai Nasional

| Tahun | Jumlah Penumpang Domestik (Juta) | Jumlah Penumpang Internasional (Juta) |
|-------|----------------------------------|---------------------------------------|
| 2005 | 25,33 | 5,33 |
| 2006 | 29,17 | 5,71 |
| 2007 | 31,17 | 6,44 |
| 2008 | 31,91 | 7,13 |
| 2009 | 35,66 | 7,97 |

Sumber: BPS

Pertumbuhan pasar penerbangan domestik di Indonesia di tahun 2000 hanya 18% dan mencapai puncaknya 44% pada 2003. Jika pada tahun 2000 hanya ada 10 perusahaan penerbangan, namun pada tahun 2010 ini telah mencapai 17 maskapai. Dan sejak tahun 2007 perusahaan dalam industri ini mengeluarkan belanja modal yang sangat besar salah satunya untuk menambah jumlah armada. Tabel berikut menggambarkan penambahan jumlah pesawat beberapa maskapai dalam satu tahun terakhir.

Tabel 1.2
Jumlah Pesawat Maskapai Nasional

| Airlines | Rata-rata usia (thn) | Jumlah pesawat | Rata-rata Usia (thn) | Jumlah pesawat | Delta Usia | Aircraft Growth |
|-----------------------|----------------------|----------------|----------------------|----------------|------------|-----------------|
| Mandala Airlines | 8,3 | 10 | 7,1 | 8 | 14,46% | -20,00% |
| Lion Air | 11,1 | 39 | 9,6 | 49 | 13,51 | 25,64% |
| Indonesia Air Asia | 15,6 | 16 | 10,8 | 17 | 30,77% | 6,25% |
| Garuda Indonesia | 12,3 | 55 | 11,0 | 66 | 10,57% | 20,00% |
| Wings Air | 25,1 | 10 | 16,3 | 11 | 35,06 | 10,00% |
| Riau Airlines | 15,5 | 7 | 16,5 | 7 | -6,45 | 0,00% |
| Airfast Indonesia | 19,7 | 6 | 20,7 | 6 | -5,08% | 0,00% |
| Trigana Air Service | 19,4 | 11 | 21,0 | 11 | -8,25 | 0,00% |
| Batavia Air | 21,4 | 32 | 21,1 | 36 | 1,40% | 12,50% |
| Merpati Airlines | 22,8 | 12 | 22,0 | 13 | 3,515 | 8,33% |
| Sriwijaya Air | 25,1 | 21 | 24,2 | 24 | 3,59 | 14,29% |
| Kartika Airlines | 28,3 | 2 | 29,3 | 2 | -3,53% | 0,00% |
| Express Air | 29,9 | 2 | 30,9 | 2 | -3,34% | 0,00% |
| Total Pesawat | | 223 | | 252 | | 13,00% |
| Rata-rata usia | 19,58 | | 18,00 | | | |
| | 3 Mei 2009 | | 10 Januari 2010 | | | |

Sumber: Diolah dari <http://www.airfleets.net/home/>

Perkembangan industri penerbangan yang pesat tidak lepas dari pertumbuhan ekonomi Indonesia yang stabil beberapa tahun terakhir. Pertumbuhan ekonomi memacu mobilitas masyarakat yang pada akhirnya meningkatkan permintaan terhadap jasa transportasi.

Berdasarkan data Departemen Perhubungan, pangsa pasar domestik maskapai penerbangan nasional tahun 2009 berdasarkan jumlah penumpang adalah sebagai berikut:

Tabel 1.3
Jumlah Penumpang dan Pangsa Pasar Domestik Maskapai Nasional 2009

| Maskapai | Jumlah Penumpang (Juta) | Pangsa Pasar Penerbangan Domestik |
|----------------------------|----------------------------|--------------------------------------|
| Lion Air | 13,38 | 30,71% |
| Garuda Indonesia | 8,40 | 19,28% |
| Batavia Air | 6,11 | 14,02% |
| Sriwijaya Air | 5,46 | 12,54% |
| Mandala Airlines | 3,55 | 8,15% |
| Merpati Nusantara Airlines | 1,95 | 4,48% |
| Indonesia Air Asia | 1,45 | 3,34% |
| Other | 3,26 | 7,48% |
| Total | 43,56 | |

Sumber: Departemen Perhubungan

Tabel 1.4
Jumlah Penumpang Internasional Maskapai Nasional 2009

| Maskapai | Jumlah Penumpang 2008 (Juta) | Jumlah penumpang 2009 (Juta) | Pangsa Pasar 2009 |
|-------------------|---------------------------------|---------------------------------|----------------------|
| Garuda Indonesia | 2,36 | 2,21 | 44,74% |
| Indonesia AirAsia | 0,93 | 1,99 | 40,09% |
| Lion Air | 0,47 | 0,38 | 7,74% |

Sumber: Departemen Perhubungan

PT Garuda Indonesia selaku maskapai penerbangan domestik dan internasional yang menyandang gelar *flag carrier* terus berbenah menghadapi peningkatan permintaan penumpang pesawat. Data menunjukkan jumlah penumpang PT Garuda Indonesia dari tahun ke tahun terus meningkat. PT Garuda Indonesia mencatat tahun 2008 menerbangkan sebanyak 10,1 juta penumpang (65% penumpang domestik dan 35% penumpang internasional) dan pada tahun 2009 menjadi 11,7 juta penumpang (domestik dan internasional). Sedangkan di tahun 2014 PT Garuda Indonesia menargetkan 27,6 juta penumpang.

Meningkatnya permintaan dan ketatnya kompetisi merupakan peluang sekaligus ancaman. Untuk dapat menangkap peluang tersebut PT Garuda Indonesia berusaha memberikan pelayanan (*value added service*) yang lebih baik dibanding pesaing. Oleh

sebab itu PT Garuda Indonesia menyiapkan infrastruktur yang terbaik mulai dari *Preflight, On flight* hingga *Postflight*. Seiring dengan peningkatan pelayanan PT Garuda Indonesia juga telah menjadi perusahaan penerbangan bintang empat (*four star airlines*) sejak tanggal 27 Januari 2010. Peningkatan peringkat layanan ini sesuai dengan hasil audit yang dilaksanakan oleh Skytrax sejak Oktober 2009 pada beberapa rute penerbangan Garuda Indonesia seperti: Singapura, Melbourne, Beijing, Denpasar, Jakarta, Perth, Sydney, Hongkong, dan Seoul. Skytrax adalah badan pemeringkat perusahaan penerbangan dunia yang menilai semua aspek pelayanan suatu perusahaan penerbangan mulai dari *Preflight, On flight* hingga *Postflight*.

Dengan berhasilnya mencapai peringkat bintang empat, maka peringkat layanan perusahaan PT Garuda Indonesia telah setara dengan 27 maskapai penerbangan besar dunia seperti Qantas, Lufthansa, British, Air New Zealand dan Thai Airways. Keberhasilan ini merupakan prestasi tambahan setelah keberhasilan mendapatkan sertifikat IOSA pada 3 Juni 2008. IOSA adalah singkatan dari IATA *Operational Safety Audit* yakni asosiasi internasional yang memberikan sertifikasi kepada perusahaan penerbangan dalam hal aspek kualitas, integritas dan keselamatan penerbangan berstandar internasional. PT Garuda Indonesia menjadi salah satu dari 203 maskapai dunia dari 231 anggota IATA yang lolos dari audit asosiasi ini. IATA adalah singkatan dari *International Air Transport Association* yakni asosiasi maskapai penerbangan internasional.

Sejalan dengan program transformasi dan berbagai upaya perbaikan disegala aspek yang telah dilaksanakan perusahaan sejak 2005 secara bertahap, PT Garuda Indonesia pada tahun 2010 berfokus pada pertumbuhan dengan harapan mampu menjamin *sustainable growth* pada 2010 dan tahun selanjutnya. Untuk itu PT Garuda Indonesia telah menyusun konsep pengembangan perusahaan hingga 2014 dalam program *Quantum Leap*.

Sebagai perusahaan yang selama ini dikenal terus merugi, sejak 2005 PT Garuda Indonesia berhasil memperkecil jumlah kerugiannya dan akhirnya pada tahun 2007 mampu meraih laba bersih sebesar Rp 60,18 miliar. Selain itu PT Garuda Indonesia telah menyelesaikan restrukturisasi hutang dengan para pemegang surat berharga (*noteholders*) baik di dalam maupun di luar negeri. Garuda Indonesia baru-baru ini

juga telah berhasil menyelesaikan restrukturisasi hutang dagangnya dengan PT Pertamina, Angkasa Pura I dan II serta pelaksanaan konversi *Mandatory Convertible Bonds* dengan Bank Mandiri. Keberhasilan pelaksanaan restrukturisasi - restrukturisasi tersebut akan memperkuat stabilitas operasional serta memperkuat neraca PT Garuda Indonesia.

Sejalan dengan program transformasi bisnis yang dijalankan PT Garuda Indonesia melalui program yang disebut *Quantum Leap* hingga tahun 2014 dan dalam rangka peningkatan pelayanan kepada para pengguna jasa serta kinerja keuangan yang membaik, maka Garuda berencana akan melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di 2010. Sebagai BUMN rencana IPO ini sepenuhnya didukung oleh pemerintah dan telah mendapat persetujuan DPR dengan jumlah maksimum saham yang dilepas 40%. Dana hasil dari IPO tersebut rencananya akan digunakan untuk memperkuat armada dan meningkatkan infrastruktur pendukung guna peningkatan pelayanan. Sehubungan dengan rencana IPO tersebut, penulis tertarik untuk melakukan valuasi terhadap harga saham PT Garuda Indonesia.

1.2 Rumusan Permasalahan

Berdasarkan laporan keuangan *audited* PT Garuda Indonesia, laba bersih perusahaan tumbuh menjadi Rp 1,02 triliun di tahun 2009 dibanding tahun 2008 sebesar Rp 975 miliar. Sesuai dengan proyeksi *International Monetary Fund* (IMF) pertumbuhan ekonomi Indonesia masih stabil di tahun 2010 sebesar 4,8% dan diprediksi *rebound* di tahun-tahun berikutnya. Sedangkan dari sisi industri masih banyak rute yang belum digarap baik domestik maupun internasional terutama Eropa. Kondisi tersebut menjadikan PT Garuda Indonesia optimis bahwa pertumbuhan kinerja keuangan di tahun 2010 lebih baik lagi. Hal ini juga diperkuat dengan program *quantum leap* yang sedang berjalan di PT Garuda Indonesia.

Untuk mendukung program *quantum leap*, maka PT Garuda Indonesia berencana melepas saham ke publik melalui IPO tahun 2010 yang rencananya maksimal yang dilepas 40% dan diharapkan mampu meraih dana sekitar US\$300-400 juta.

Adapun pokok permasalahan dalam penulisan tesis ini adalah sebagai berikut:

- a. Berapakah proyeksi nilai wajar saham PT Garuda Indonesia terkait keputusan investor untuk berinvestasi di PT Garuda Indonesia melalui IPO dengan metode *Free Cash Flow to Equity* (FCFE)?
- b. Berapakah proyeksi nilai wajar saham PT Garuda Indonesia terkait keputusan investor untuk berinvestasi di PT Garuda Indonesia melalui IPO dengan metode *Abnormal Earning*?

1.3 Tujuan Penelitian

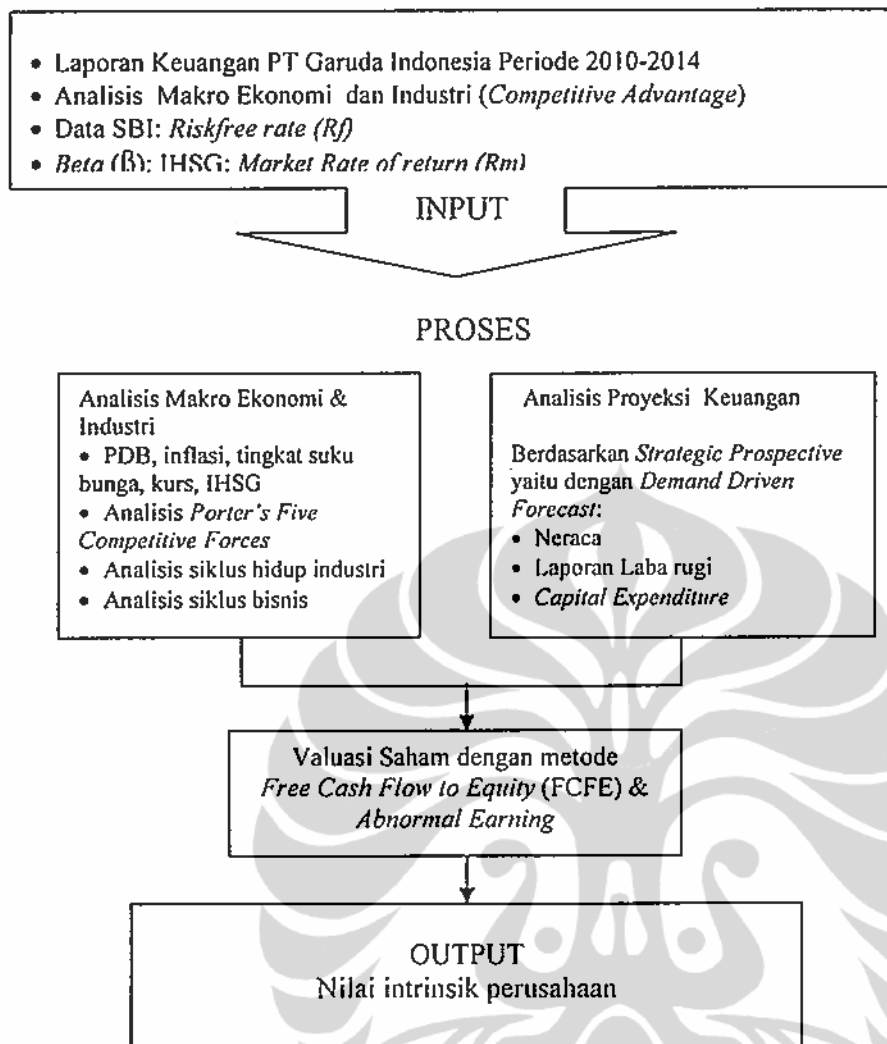
Tujuan penulisan tesis ini adalah:

- a. Untuk mengetahui proyeksi nilai wajar saham PT Garuda Indonesia terkait keputusan investor untuk berinvestasi di PT Garuda Indonesia melalui IPO dengan metode *Free Cash Flow to Equity* (FCFE).
- b. Untuk mengetahui proyeksi nilai wajar saham PT Garuda Indonesia terkait keputusan investor untuk berinvestasi di PT Garuda Indonesia melalui IPO dengan metode *Abnormal Earning*.

1.4 Metodologi Penelitian

1.4.1 Alur Pikir Penelitian

Gambar berikut merupakan skema alur pikir yang digunakan untuk membantu dalam membuat tulisan menjadi terstruktur dan terarah.



Gambar 1.1. Alur Pikir Penelitian

Sumber: Imo Gandakusuma, MBA

1.4.2 Sumber Data dan Periode Data

Data yang diperlukan dalam melakukan analisis dan perhitungan valuasi saham PT Garuda Indonesia diperoleh dari:

a. Sumber Internal

Terdiri dari laporan keuangan perusahaan periode 2005-2009, proyeksi laporan keuangan 2010-2014, laporan manajemen, *annual report* dan media internal perusahaan.

b. Sumber Eksternal

Terdiri dari buku teks, data yang dipublikasikan (*CD – ROM data bases*, laporan statistik badan-badan resmi pemerintah/swasta) seperti data departemen perhubungan, makalah ilmiah, *paper* dan jurnal ilmiah serta majalah, *JSX index*.

1.4.3 Studi Penelitian

a. Studi Kepustakaan

Data diperoleh dengan cara studi literatur dokumen, laporan, tulisan atau artikel dan penelitian kepustakaan. Dalam studi kepustakaan ini sumber data diperoleh dari sumber internal dan eksternal.

b. Studi Lapangan

Dalam melakukan studi lapangan, penulis melakukan observasi kebagian-bagian terkait di PT Garuda Indonesia dan melakukan wawancara dengan pejabat terkait serta mengumpulkan informasi dari pihak ketiga dan sumber-sumber lain yang dapat dipercaya.

1.4.4 Metode Pengolahan Data

Analisis makro ekonomi, analisis industri serta analisis perusahaan digunakan untuk melakukan proyeksi prospek perusahaan ke depan. Proyeksi ini juga dilakukan dengan menggunakan beberapa asumsi. Berdasarkan analisis tersebut dan asumsi yang dibuat kemudian dilakukan proyeksi terhadap laporan keuangan seperti neraca, laporan laba rugi dan arus kas. Sehingga dapat dilakukan proyeksi *earning* dan arus kas perusahaan dimasa datang.

Setelah proyeksi arus kas diperoleh maka selanjutnya adalah proses *valuation* saham perusahaan. Metode *valuation* yang akan digunakan dalam penulisan terdiri dari dua metode yaitu metode *free cashflow to equity* dan metode *abnormal earning*. Dengan metode *free cashflow to equity*, nilai ekuitas (*value of equity*) didapat dengan mendiskontokan *expected cash flows* untuk ekuitas yaitu arus kas yang tersisa setelah perusahaan memenuhi semua beban operasional seperti pembayaran pajak, pembayaran bunga dan pokok pinjaman, pengeluaran modal untuk menjaga pertumbuhan perusahaan. Arus kas ini di-diskontokan dengan menggunakan *cost of equity*, yaitu tingkat pengembalian yang diperoleh pemegang saham dalam perusahaan. *Cash flows to equity* dihitung dengan cara melakukan penyesuaian terhadap laba bersih. Adapun perhitungan yang digunakan adalah (Damodaran, 2002):

$$FCFE = \text{Net income} - (\text{capital expenditure} - \text{depreciation}) - \Delta \text{ non cash working capital} + (\text{new debt} - \text{debt repayment}) \dots \dots \dots (1.1)$$

Dengan metode *abnormal earning*, valuasi berdasarkan nilai buku (*book values*) dan *abnormal earnings* dan mendefinisikan nilai dari ekuitas perusahaan dengan persamaan berikut (White, Sondhi dan Fried, 2003):

$$P_0 = B_0 + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{(ROE_j - K_e) B_{j-1}}{(1 + K_e)^j} \text{ atau}$$

$$P_0 = B_0 + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{E - K_e B_{j-1}}{(1 + K_e)^j} \dots\dots\dots(1.2)$$

dimana:

| | | |
|-------------------------|---|--|
| P_0 | = | nilai intrinsik perusahaan |
| B_0 | = | nilai awal buku ekuitas |
| $(ROE_j - K_e) B_{j-1}$ | = | <i>abnormal earnings (net earnings – capital charge)</i> |
| E | = | laba bersih |
| B_{j-1} | = | nilai buku ekuitas tahun ke-j |
| <i>capital charge</i> | = | $(r \times \text{book value of equity})$ |
| r | = | <i>rate of return (cost of equity)</i> |

1.5 Kerangka Penulisan

Kerangka penulisan tesis ini terdiri dari 5 (lima) bab, yang masing-masing terdiri dari beberapa sub bab dengan kerangka penulisan sebagai berikut:

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini membahas latar belakang penulisan yang berkembang menjadi beberapa pokok permasalahan serta tujuan penulisan dan metode yang digunakan dalam penulisan tesis ini yaitu dengan menggunakan data sekunder dan studi literatur.

Bab 2 Landasan Teori

Bab ini menguraikan landasan teori melalui studi kepustakaan sebagai kerangka acuan dalam melakukan analisis.

Bab 3 Gambaran Umum Perusahaan

Bab ini menguraikan sejarah singkat perusahaan, bidang usaha serta jenis jasa yang ditawarkan perusahaan, struktur organisasi perusahaan, strategi bersaing perusahaan serta sumber daya yang dimiliki perusahaan.

Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Bab ini menguraikan analisis makro ekonomi dan analisis industri, analisis mikro perusahaan berupa analisis kinerja keuangan untuk valuasi nilai intrinsik dan proyeksi nilai saham terkait IPO 2010.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

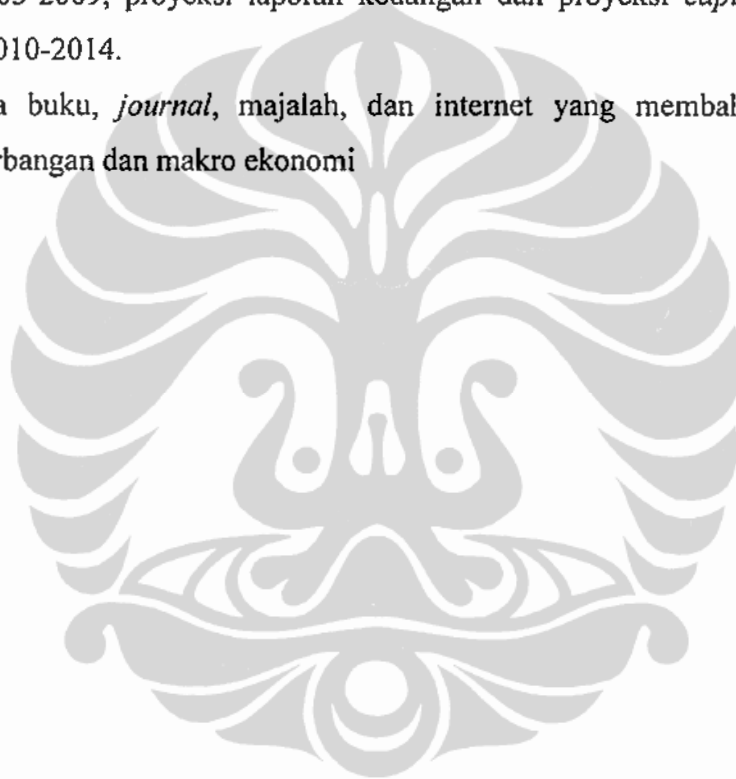
Rangkuman keseluruhan tesis serta saran yang bisa digunakan untuk pengambilan keputusan.

Metode yang akan digunakan dalam penulisan tesis ini dimaksudkan untuk menjawab pokok permasalahan di atas yang terdiri dari:

- a. *Top-down analysis* yaitu analisis yang dimulai dari analisis makro ekonomi lalu analisis industri dimana perusahaan berada dan kemudian analisis terhadap perusahaan itu sendiri. Analisis makro dan analisis industri dimaksudkan untuk mendapatkan *market overview*, baik jangka pendek maupun jangka panjang sehingga dapat diidentifikasi *external factor* yang menjadi dasar proyeksi nilai saham.
- b. Analisis mikro yaitu analisis kinerja keuangan perusahaan (*internal factor*) yang terkait dengan laporan keuangan historis, proyeksi laporan keuangan dan data pendukungnya. Dari analisis ini diharapkan akan dapat mengidentifikasi *key factor* yang dapat digunakan dalam proyeksi dengan hasil yang mendekati nilai aktual.
- c. Menggunakan beberapa asumsi yang bisa mempengaruhi faktor eksternal dan internal perusahaan.
- d. Proyeksi nilai saham dihitung dengan menggunakan *discounted cashflow model* dan *abnormal earning model*. Ada beberapa metode yang ada dalam *discounted cashflow model*, tetapi yang digunakan dalam tulisan adalah *free cashflow to equity*. Dengan metode *Free cashflow to equity*, arus kas yang didiskontokan adalah arus kas yang tersedia untuk dibagikan ke pemegang saham setelah dikurangi pembayaran bunga pinjaman, pembayaran pokok pinjaman dan belanja modal.
- e. Hasil *top-down analysis* dijadikan rekomendasi kepada perusahaan sebagai kebijakan untuk peningkatan nilai saham .

Lingkup pembahasan tesis ini bersumber dari data-data sekunder meliputi:

- a. Data makro ekonomi seperti *Product Domestic Bruto* (PDB), tingkat bunga, tingkat inflasi, IHSG, nilai kurs Rupiah.
- b. Data industri seperti jumlah dan daftar perusahaan penerbangan, kapasitas industri, kapasitas yang digunakan, jumlah penumpang udara, rute yang sudah ada, rute yang masih tersedia, regulasi pemerintah dan regulasi badan internasional dan data lainnya yang dianggap perlu.
- c. Data mikro berupa data internal perusahaan yakni laporan tahunan PT Garuda Indonesia periode 2005-2009, proyeksi laporan keuangan dan proyeksi *capital expenditure* periode 2010-2014.
- d. Literatur baik berupa buku, *journal*, majalah, dan internet yang membahas masalah industri penerbangan dan makro ekonomi



BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Analisis Makro Ekonomi

Beberapa indikator makro yang bisa menjadi acuan untuk melihat keadaan ekonomi nasional adalah Produk Domestik Bruto (PDB), tingkat inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar Rupiah (khususnya terhadap US Dollar), Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

2.1.1 Produk Domestik Bruto

Produk Domestik Bruto atau PDB merupakan indikator ekonomi yang digunakan untuk menggambarkan kegiatan ekonomi nasional secara luas. PDB atau GDP (*Gross Domestic Product*) adalah total nilai barang dan jasa yang dihasilkan di suatu negara atau jumlah pendapatan yang diterima di domestik baik oleh warga negara sendiri atau warga negara asing yang bekerja di negara tersebut (Miles dan Scott, 2005). PDB memberikan informasi mengenai jumlah agregat barang dan jasa yang telah diproduksi oleh ekonomi nasional dalam periode tertentu.

Nilai PDB dibagi dalam dua kategori yaitu PDB nominal dan PDB ril. PDB nominal mengukur nilai barang dan jasa yang dihasilkan oleh ekonomi nasional berdasarkan harga sekarang, sedangkan PDB ril berdasarkan harga tahun dasar tertentu. Dalam kenaikan PDB nominal terdapat pengaruh inflasi yaitu meningkatnya harga barang dan jasa tersebut. Dengan demikian untuk mengukur pertumbuhan ekonomi nasional secara ril, pengaruh inflasi harus dihilangkan dari PDB nominal sehingga dihasilkan PDB ril.

PDB dipengaruhi oleh investasi, konsumsi, pengeluaran pemerintah dan ekspor impor. Pertumbuhan PDB dipengaruhi oleh kenaikan konsumsi dan investasi swasta, konsumsi dan investasi pemerintah, besarnya ekspor dan besarnya impor. Pertumbuhan PDB akan meningkat seiring dengan pertumbuhan faktor-faktor di atas kecuali impor. Meningkatnya PDB berpengaruh positif terhadap pendapatan masyarakat yang pada gilirannya dapat meningkatkan permintaan terhadap barang dan jasa. Dengan meningkatnya permintaan terhadap barang dan jasa berarti

meningkatnya penjualan perusahaan dan diharapkan akan meningkatkan laba perusahaan.

2.1.2 Tingkat Suku Bunga

Berdasarkan Bank Indonesia (sumber: [http://\(www.bi.go.id/\)](http://(www.bi.go.id/)) tingkat suku bunga di satu sisi adalah ukuran keuntungan investasi yang dapat diperoleh oleh pemilik modal dan disisi lain merupakan ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk menggunakan dana dari pemilik modal.

Salah satu cara untuk mendorong investasi adalah dengan menurunkan tingkat bunga. Kebijakan tingkat bunga rendah akan mendorong masyarakat untuk melakukan investasi di sektor ril dan melakukan konsumsi dibanding menabung. Investasi yang tinggi menyebabkan jumlah uang yang beredar di masyarakat meningkat. Jika jumlahnya terlalu tinggi bisa menyebabkan ekonomi terlalu ekspansif dan bisa menyebabkan inflasi yang tinggi. Hal sebaliknya adalah dengan kebijakan tingkat bunga tinggi akan mendorong masyarakat untuk menabung dibandingkan untuk investasi dan konsumsi. Dalam jangka panjang hal ini bisa berakibat ekonomi menjadi stagnan. Disinilah peran Bank Indonesia dalam mengendalikan jumlah uang beredar dan inflasi melalui penetapan *BI Rate*.

BI Rate adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank Indonesia dan diumumkan kepada publik.

BI Rate diumumkan oleh Dewan Gubernur Bank Indonesia setiap Rapat Dewan Gubernur bulanan dan diimplementasikan pada operasi moneter yang dilakukan Bank Indonesia melalui pengelolaan likuiditas (*liquidity management*) di pasar uang untuk mencapai sasaran operasional kebijakan moneter.

Sasaran operasional kebijakan moneter dicerminkan pada perkembangan suku bunga Pasar Uang Antar Bank *Overnight* (PUAB O/N). Pergerakan di suku bunga PUAB ini diharapkan akan diikuti oleh perkembangan di suku bunga deposito, dan pada gilirannya suku bunga kredit perbankan.

Dengan mempertimbangkan pula faktor-faktor lain dalam perekonomian, Bank Indonesia pada umumnya akan menaikkan *BI Rate* apabila inflasi ke depan

diperkirakan melampaui sasaran yang telah ditetapkan, sebaliknya Bank Indonesia akan menurunkan BI *Rate* apabila inflasi ke depan diperkirakan berada di bawah sasaran yang telah ditetapkan.

Kebijakan penurunan tingkat bunga oleh pemerintah akan mendorong peningkatan konsumsi karena daya beli yang meningkat. Sedangkan kenaikan tingkat bunga akan meningkatkan biaya modal yang akan memperbesar biaya perusahaan. Kedua hal ini akan mempengaruhi profitabilitas perusahaan.

2.1.3 Tingkat Inflasi

Inflasi adalah kenaikan harga barang secara keseluruhan (Miles dan Scott, 2005). Secara sederhana inflasi diartikan sebagai meningkatnya harga-harga secara umum dan terus menerus. Kenaikan harga dari satu atau dua barang saja tidak dapat disebut inflasi kecuali bila kenaikan itu meluas (atau mengakibatkan kenaikan harga) pada barang lainnya. Kebalikan dari inflasi disebut deflasi.

Bersumber dari *website* Bank Indonesia (<http://www.bi.go.id/>), indikator yang sering digunakan untuk mengukur tingkat inflasi adalah Indeks Harga Konsumen (IHK). Perubahan IHK dari waktu ke waktu menunjukkan pergerakan harga dari paket barang dan jasa yang dikonsumsi masyarakat. Sejak Juli 2008, paket barang dan jasa dalam keranjang IHK telah dilakukan atas dasar Survei Biaya Hidup (SBH) Tahun 2007 yang dilaksanakan oleh Badan Pusat Statistik (BPS). Kemudian, BPS akan memonitor perkembangan harga dari barang dan jasa tersebut secara bulanan di beberapa kota, di pasar tradisional dan modern terhadap beberapa jenis barang/jasa di setiap kota.

Indikator inflasi lainnya berdasarkan *international best practice* antara lain:

- a. Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB). Harga Perdagangan Besar dari suatu komoditas ialah harga transaksi yang terjadi antara penjual/pedagang besar pertama dengan pembeli/pedagang besar berikutnya dalam jumlah besar pada pasar pertama atas suatu komoditas.
- b. Deflator Produk Domestik Bruto (PDB) menggambarkan pengukuran level harga barang akhir (*final goods*) dan jasa yang diproduksi di dalam suatu ekonomi

(negara). Deflator PDB dihasilkan dengan membagi PDB atas dasar harga nominal dengan PDB atas dasar harga konstan.

Inflasi yang diukur dengan IHK di Indonesia dikelompokkan ke dalam 7 kelompok pengeluaran (berdasarkan *the Classification of individual consumption by purpose - COICOP*), yaitu:

- a. Kelompok Bahan Makanan
- b. Kelompok Makanan Jadi, Minuman, dan Tembakau
- c. Kelompok Perumahan
- d. Kelompok Sandang
- e. Kelompok Kesehatan
- f. Kelompok Pendidikan dan Olah Raga
- g. Kelompok Transportasi dan Komunikasi

Disamping pengelompokan berdasarkan COICOP tersebut, BPS saat ini juga mempublikasikan inflasi berdasarkan pengelompokan yang lainnya yang dinamakan disagregasi inflasi. Disagregasi inflasi tersebut dilakukan untuk menghasilkan suatu indikator inflasi yang lebih menggambarkan pengaruh dari faktor yang bersifat fundamental.

Di Indonesia, disagregasi inflasi IHK tersebut dikelompokkan menjadi:

- a. **Inflasi Inti (*Core Inflation*)**, yaitu komponen inflasi yang cenderung menetap atau persisten (*persistent component*) di dalam pergerakan inflasi dan dipengaruhi oleh faktor fundamental, seperti:
 - Interaksi permintaan-penawaran
 - Lingkungan eksternal: nilai tukar, harga komoditi internasional, inflasi mitra dagang
 - Ekspektasi inflasi dari pedagang dan konsumen.
- b. **Inflasi Non Inti**, yaitu komponen inflasi yang cenderung tinggi volatilitasnya karena dipengaruhi oleh selain faktor fundamental. Komponen inflasi non inti terdiri dari:
 - **Inflasi Komponen Bergejolak (*Volatile Food*)**: Inflasi yang dominan dipengaruhi oleh *shocks* (kejutan) dalam kelompok bahan makanan seperti

panen, gangguan alam, atau faktor perkembangan harga komoditas pangan domestik maupun perkembangan harga komoditas pangan internasional.

- **Inflasi Komponen Harga yang diatur Pemerintah (*Administered Prices*):** Inflasi yang dominan dipengaruhi oleh *shocks* (kejutan) berupa kebijakan harga pemerintah, seperti harga BBM bersubsidi, tarif listrik, tarif angkutan, dll.

Inflasi mempengaruhi daya beli masyarakat. Inflasi yang tinggi akan menurunkan daya beli masyarakat. Untuk menurunkan tingkat inflasi Bank Indonesia akan menurunkan suku bunga. Perkembangan inflasi dapat diukur dari indeks harga konsumen (IHK).

Inflasi timbul karena adanya tekanan dari sisi *supply* (*cost push inflation*), dari sisi permintaan (*demand pull inflation*), dan dari ekspektasi inflasi. Faktor-faktor terjadinya *cost push inflation* dapat disebabkan oleh depresiasi nilai tukar, dampak inflasi luar negeri terutama negara-negara mitra dagang, peningkatan harga-harga komoditi yang diatur pemerintah (*administered price*), dan terjadi *negative supply shocks* akibat bencana alam dan terganggunya distribusi.

Faktor penyebab terjadi *demand pull inflation* adalah tingginya permintaan barang dan jasa relatif terhadap ketersediaannya. Dalam konteks makroekonomi, kondisi ini digambarkan oleh *output* riil yang melebihi *output* potensialnya atau permintaan total (*aggregate demand*) lebih besar dari pada kapasitas perekonomian. Sementara itu, faktor ekspektasi inflasi dipengaruhi oleh perilaku masyarakat dan pelaku ekonomi dalam menggunakan ekspektasi angka inflasi dalam keputusan kegiatan ekonominya. Ekspektasi inflasi tersebut apakah lebih cenderung bersifat adaptif atau *forward looking*. Hal ini tercermin dari perilaku pembentukan harga di tingkat produsen dan pedagang terutama pada saat menjelang hari-hari besar keagamaan (lebaran, natal, dan tahun baru) dan penentuan upah minimum regional (UMR). Meskipun ketersediaan barang secara umum diperkirakan mencukupi dalam mendukung kenaikan permintaan, namun harga barang dan jasa pada saat-saat hari raya keagamaan meningkat lebih tinggi dari kondisi *supply-demand* tersebut. Demikian halnya pada saat penentuan UMR, pedagang ikut pula meningkatkan harga barang

meski kenaikan upah tersebut tidak terlalu signifikan dalam mendorong peningkatan permintaan.

Kestabilan inflasi merupakan prasyarat bagi pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan yang pada akhirnya memberikan manfaat bagi peningkatan kesejahteraan masyarakat.

- a. Inflasi yang tinggi akan menyebabkan pendapatan riil masyarakat akan terus turun sehingga standar hidup dari masyarakat turun karena daya beli menurun.
- b. Inflasi yang tidak stabil akan menciptakan ketidakpastian (*uncertainty*) bagi pelaku ekonomi dalam mengambil keputusan. Pengalaman empiris menunjukkan bahwa inflasi yang tidak stabil akan menyulitkan keputusan masyarakat dalam melakukan konsumsi, investasi, dan produksi, yang pada akhirnya akan menurunkan pertumbuhan ekonomi.
- c. Tingkat inflasi domestik yang lebih tinggi dibanding dengan tingkat inflasi di negara tetangga menjadikan tingkat bunga domestik riil menjadi tidak kompetitif sehingga dapat memberikan tekanan pada nilai Rupiah.

2.1.4 Nilai Tukar Rupiah

Pengertian nilai tukar Rupiah (Eiteman, Stonehill dan Moffet, 2007: 21)

“A Foreign currency exchange rate, or simply exchange rate, is the price of one country’s currency units of another currency or commodity (typically gold or silver)”

Sedangkan menurut Miles dan Scott (2005: 590)

“Exchange rate is the rate at which one currency exchanges for another on the foreign exchange market”

Nilai tukar Rupiah adalah harga Rupiah terhadap mata uang negara lain. Kebijakan nilai Rupiah yang ditetapkan akan mempengaruhi arus barang dan jasa serta modal dari dan ke dalam Indonesia.

Nilai tukar Rupiah yang rendah relatif dibanding mata uang negara lain akan mendorong peningkatan ekspor dan mengurangi laju impor. Akan tetapi nilai tukar Rupiah yang rendah akan menurunkan daya beli masyarakat serta kurang menariknya tingkat keuntungan investasi dalam Rupiah. Kondisi ini menyebabkan tingkat bunga Rupiah (domestik) meningkat.

Melemahnya daya beli masyarakat akibat rendahnya kurs mata uang Rupiah terhadap mata uang negara lain akan mempengaruhi permintaan terhadap barang dan jasa yang pada akhirnya akan mempengaruhi profitabilitas perusahaan. Disatu sisi, kondisi nilai tukar Rupiah yang rendah akan mendorong ekspor namun disisi lain meningkatkan biaya import bahan baku yang pada akhirnya mempengaruhi profitabilitas perusahaan.

2.1.5 Indeks Harga Saham Gabungan

IHSG merupakan cerminan dari kegiatan pasar modal secara umum. Naik turunnya harga saham yang diperjual belikan di Bursa Efek Jakarta dapat dilihat dari fluktuasi IHSG sehingga dapat diketahui apakah pasar dalam keadaan *bullish* menunjukkan kondisi pasar modal saat kuat atau *bearish* menunjukkan kondisi pasar modal saat lemah. Kejadian tersebut dipengaruhi oleh beberapa faktor baik mikro maupun makro ekonomi. Diantara faktor makro ekonomi yang mempunyai peranan penting dalam pergerakan IHSG adalah Nilai Tukar Rupiah/US\$ dan Tingkat Suku Bunga SBI

Indeks juga dapat diartikan sebagai ukuran *market return*. Pada *emerging market dan small market*, kondisi perusahaan dan kondisi pasar bisa berubah secara signifikan dalam jangka waktu singkat dan didominasi oleh beberapa perusahaan besar. Hal ini ditandai dengan pergerakan indeks saham secara fluktuatif (Damodaran, 2002)

Untuk mengetahui besarnya Indeks Harga Saham Gabungan (Anoraga dan Pakarti, 2003), digunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{IHSG} = \frac{\sum H_t}{\sum H_o} \times 100\% \dots\dots\dots(2.1)$$

dimana:

$\sum H_t$ = Total harga semua saham pada waktu yang berlaku

$\sum H_o$ = Total harga semua saham pada waktu dasar

Saat ini di Bursa Efek Indonesia (BEI) terdapat 7 jenis indeks yang terdiri dari (www.jsx.co.id):

- a. Indeks Harga Saham Individual (IHSI), merupakan indeks untuk masing-masing saham yang didasarkan pada harga dasarnya.

- b. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) atau juga dikenal dengan Jakarta *Composite Index* (JSI), mencakup pergerakan harga seluruh saham biasa dan saham preferen yang tercatat di BEI.
- c. Indeks Sektoral, menggunakan semua saham yang masuk dalam setiap sektor. Semua perusahaan yang tercatat di BEI diklasifikasikan ke dalam 9 (sembilan) sektor yang didasarkan pada klasifikasi industri yang ditetapkan oleh BEI yang disebut JASICA (*Jakarta Stock Exchange Industrial Classification*).
- d. Indeks LQ-45, terdiri dari 45 saham yang dipilih setelah melalui beberapa kriteria sehingga indeks ini terdiri dari saham-saham yang mempunyai likuiditas yang tinggi dan juga mempertimbangkan kapitalisasi pasar dari saham-saham tersebut.
- e. Jakarta *Islamic Index* (JII), terdiri dari 30 saham yang sesuai dengan syariah Islam. Dewan Pengawas Syariah PT. DIM (*Danareksa Investment Management*) terlibat dalam menetapkan kriteria saham-saham yang masuk dalam JII.
- f. Indeks Papan Utama (*Main Board Index/MBX*), diperuntukkan bagi perusahaan dengan *track record* yang baik.
- g. Indeks Papan Pengembang (*Development Board Index/DBX*), untuk mengakomodasi perusahaan-perusahaan yang belum bisa memenuhi persyaratan Papan Utama, tetapi masuk pada kategori perusahaan berprospek. Disamping itu Papan Pengembang diperuntukkan bagi perusahaan yang mengalami restrukturisasi atau pemulihan performa.

IHSG merupakan proyeksi dari pergerakan seluruh saham biasa dan saham preferen yang tercatat di BEI.

- **Hubungan Nilai Tukar Rupiah/US\$ Terhadap IHSG**

Fluktuasi nilai Rupiah terhadap mata uang asing yang stabil akan sangat mempengaruhi iklim investasi di dalam negeri, khususnya pasar modal. Terjadinya apresiasi Rupiah terhadap US dollar akan memberikan dampak terhadap perkembangan pemasaran produk Indonesia di luar negeri, terutama dalam hal persaingan harga. Apabila hal ini terjadi, secara tidak langsung akan memberikan pengaruh terhadap neraca perdagangan, karena menurunnya nilai ekspor dibandingkan dengan nilai impor. Seterusnya, akan berpengaruh pula kepada neraca pembayaran Indonesia. Memburuknya neraca pembayaran tentu

akan berpengaruh terhadap cadangan devisa. Berkurangnya cadangan devisa akan mengurangi kepercayaan investor terhadap perekonomian Indonesia, yang selanjutnya menimbulkan dampak negatif terhadap perdagangan saham di pasar modal sehingga terjadi *capital outflow*. Selanjutnya bila terjadi penurunan kurs yang berlebihan, akan berdampak pada perusahaan-perusahaan *go public* yang menggantungkan faktor produksi terhadap barang-barang impor. Besarnya belanja impor dari perusahaan seperti ini bisa mempertinggi biaya produksi, serta menurunnya laba perusahaan dan akibatnya harga saham perusahaan itu akan anjlok.

- **Hubungan Tingkat Suku Bunga SBI Terhadap IHSG**

Kenaikan tingkat suku bunga dapat meningkatkan beban perusahaan (emiten) yang lebih lanjut dapat menurunkan harga saham. Kenaikan ini juga potensial mendorong investor mengalihkan dananya ke pasar uang atau tabungan maupun deposito sehingga investasi di lantai bursa turun dan selanjutnya dapat menurunkan harga saham.

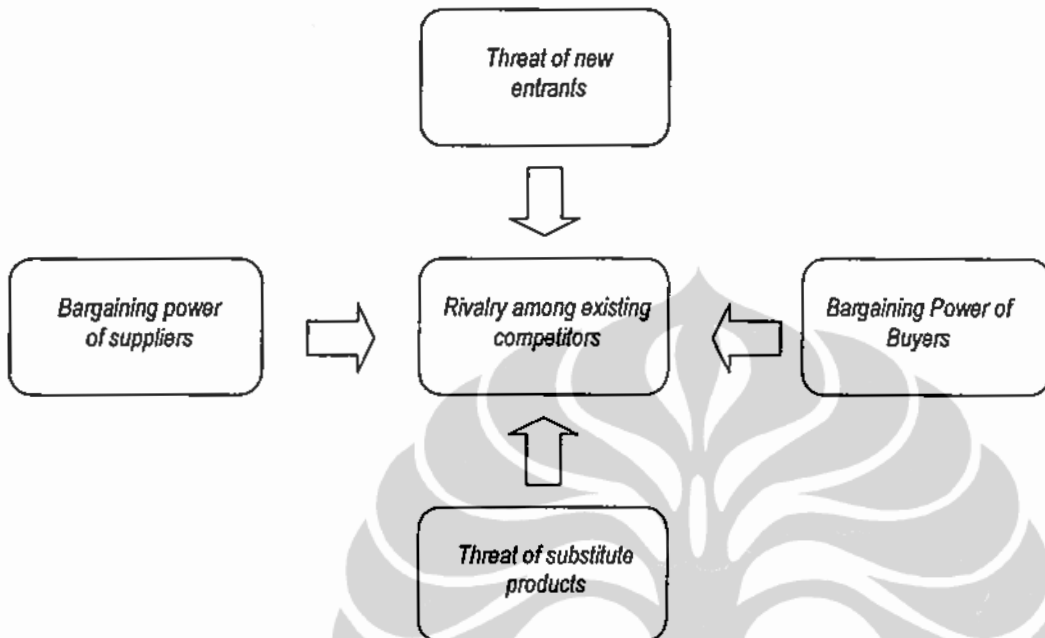
Dalam pasar saham dikenal dengan istilah *stock market bubble*. Biasanya *bubble* ini disebabkan pola investasi di mana para investor percaya terhadap teori *greater fool* (orang yang lebih bodoh). Misalnya, di dalam bursa saham atau *real estate*, para investor melakukan investasi di sebuah properti/saham pada nilai yang *over valued* namun mereka percaya dan pada akhirnya dapat menjual properti/saham tersebut dengan nilai lebih tinggi lagi kepada orang lain agar mendapat untung. Lama kelamaan, orang akan sadar bahwa properti/saham itu telah *over valued* dan tak dapat dijual lagi sehingga semua harga jatuh dan para investor mengalami kebangkrutan.

2.2 Analisis Industri

2.2.1 Porter's Five Competitive Forces Analysis

Analisis industri dan strategi bisnis dilakukan dengan *Porter's Five Competitive Forces*. Melalui analisis ini dapat diidentifikasi kekuatan persaingan dalam industri. Hal ini nantinya akan dijadikan pertimbangan bagi investor untuk masuk ke dalam industri tersebut. Penilaian investor terhadap industri akan mempengaruhi proyeksi harga saham yang akan ditawarkan.

Michael E. Porter (1998) mengemukakan konsep *competitive strategy* yang menganalisis persaingan bisnis, dimana menurutnya terdapat lima kekuatan bersaing (*five forces competitive*). Berikut bagan yang menggambarkan konsep tersebut:



Gambar 2.1. Porter's Five Competitive Forces

Sumber: *Marketing Management - A Strategic Decision-Making Approach*, 2008

Lima kekuatan tersebut meliputi:

- Persaingan antar perusahaan dalam industri (*rivalry among existing firms*)
- Ancaman pendatang baru (*threat of new entrants*)
- Ancaman produk substitusi (*threat of substitute products*)
- Kekuatan tawar menawar pembeli (*bargaining power of buyers*)
- Kekuatan tawar menawar pemasok (*bargaining power of suppliers*)

2.2.1.1 Persaingan Antar Perusahaan Dalam Industri

Kekuatan persaingan dalam industri mempengaruhi tingkat profitabilitas perusahaan yang berada dalam industri tersebut. Persaingan perusahaan di beberapa industri dilakukan melalui *low price strategy* atau *price war*, namun ada juga di industri lain dilakukan dengan mengombinasikan *price strategy* dan dimensi *non price* seperti *Quality*, *Innovation* maupun *Image*.

Beberapa faktor yang menentukan tingkat persaingan antar perusahaan dalam industri adalah:

a. Tingkat pertumbuhan industri

Pertumbuhan industri yang cepat akan menyediakan peluang bagi perusahaan untuk juga tumbuh karena pangsa pasar yang luas. Sedangkan untuk pertumbuhan industri yang statis atau lambat, perusahaan harus merebut pangsa pasar pesaing agar dapat tumbuh dalam industri tersebut. Dalam keadaan ini kemungkinan besar akan terjadinya perang harga dan strategi *low price* akan digunakan oleh perusahaan dalam industri ini.

b. Tingkat konsentrasi dalam industri

Tingkat konsentrasi dalam industri ditentukan oleh jumlah pemain dalam industri serta ukuran perusahaan secara relatif. Tingkat konsentrasi akan mempengaruhi kemungkinan perusahaan dalam industri untuk melakukan koordinasi harga dan usaha kompetisi lainnya. Praktek kartel, oligopoli dan monopoli kemungkinan dapat terjadi tergantung jumlah pemain dan dominasi di pasar.

c. Tingkat diferensiasi dan *switching cost*

Tingkat persaingan dalam industri juga dipengaruhi oleh tingkat diferensiasi barang dan jasa yang ditawarkan perusahaan. Semakin tidak terdiferensiasi suatu produk baik dari segi kualitas maupun harga, maka akan semakin mudah konsumen pindah (*switching*) ke produk lain.

Faktor lain yang juga menjadi pertimbangan konsumen untuk pindah yaitu *switching cost* yaitu besarnya biaya yang dikeluarkan konsumen bila berpindah ke produk lain. Biaya bisa berupa harga maupun non harga seperti *effort* untuk mendapatkan produk. Bila *switching cost* rendah konsumen akan semakin mudah pindah sehingga perusahaan akan cenderung bermain di persaingan harga.

d. Kelebihan kapasitas dan hambatan untuk keluar dari industri (*exit barriers*)

Jika kapasitas perusahaan lebih besar dari permintaan pasar maka perusahaan akan cenderung untuk menurunkan harga agar memenuhi kapasitasnya. Namun permasalahan akan semakin besar bila perusahaan memiliki hambatan untuk keluar dari industri (*exit barriers*) karena akan menimbulkan biaya yang besar bagi perusahaan.

2.2.1.2 Ancaman Pendatang Baru

Potensi untuk mendapatkan keuntungan yang besar akan menarik pemain baru untuk masuk ke dalam industri. Semakin banyak pemain dalam industri akan berdampak pada persaingan yang semakin ketat dimana perusahaan akan cenderung untuk menurunkan harga. Pada akhirnya akan menurunkan profitabilitas perusahaan

Menurut Mullins, Walker dan Boyd (2008), beberapa faktor yang menentukan tingginya tingkat hambatan pemain baru untuk masuk ke industri:

a. *When strong economies of scale and learning effects are present*

Ketika terdapat *economies of scale* yang semakin besar dan dibutuhkan waktu lama untuk mencapainya, pemain baru dihadapkan pada pilihan untuk berinvestasi dengan kapasitas yang besar yang kemungkinan tidak dapat digunakan segera atau masuk pada industri dengan kapasitas dibawah optimum. Dengan pilihan manapun, pemain baru setidaknya akan menderita kerugian dari *cost disadvantage* dalam berkompetisi dengan perusahaan-perusahaan yang telah mapan dalam industri tersebut.

b. *Differentiating product*

Diferensiasi produk yang dilakukan perusahaan akan menciptakan *entry barriers* yang akan memaksa pendatang baru untuk mengeluarkan biaya dan usaha tambahan untuk merebut para pelanggan yang loyal dari perusahaan yang sudah ada. Usaha yang ekstra tersebut dapat dilakukan dengan menambahkan fitur, pengembangan teknologi atau ekstensi produk yang dimaksudkan untuk memberikan *value added* yang lebih baik kepada pelanggan. Diferensiasi juga dapat diberikan melalui serangkaian aktifitas periklanan dan layanan yang lebih baik.

c. *If the industry has strong capital requirements at the outset*

Kebutuhan modal dalam jumlah yang signifikan dalam memulai bisnis dalam industri tersebut merupakan hambatan yang cukup besar bagi pemain baru. Terutama untuk jenis industri yang memerlukan biaya yang besar untuk investasi awal (*capital intensive* pada *fixed asset*, riset dan pengembangan produk serta kegiatan eksplorasi).

d. *First mover advantage*

Perusahaan yang menjadi pemain pertama dalam industri akan memiliki beberapa keuntungan seperti kesempatan menentukan standar industri atau membuat

kesepakatan lebih dulu dengan para *supplier* bahan mentah yang murah. Selain itu juga mendapatkan kesempatan pertama mendapatkan lisensi dari pemerintah untuk beroperasi dalam industri yang teregulasi. Keuntungan bagi pelopor akan semakin besar bila ada *switching cost* yang tinggi bagi konsumen yang telah menggunakan produknya.

e. Akses ke saluran distribusi

Saluran distribusi merupakan penentu terjaminnya pasokan produk perusahaan ke pasar. Kapasitas saluran distribusi yang terbatas serta biaya yang tinggi dalam membangun saluran distribusi baru merupakan faktor penghambat penting. Hubungan yang baik antara perusahaan dengan pemain di saluran distribusi juga menyulitkan pemain baru masuk. Akses saluran distribusi merupakan salah satu *competitive advantage*

f. Keunggulan biaya independen

Keunggulan ini adalah keunggulan biaya yang dimiliki perusahaan yang sulit ditiru oleh pendatang baru. Keunggulan ini bisa disebabkan oleh teknologi yang dipatenkan, konsesi bahan baku atau subsidi pemerintah.

g. Hambatan yang resmi

Hak paten dan *copyrights* dalam industri yang *research intensive* adalah salah satu contoh hambatan ini. Contoh lain adalah adanya aturan pemerintah yang mengatur bidang-bidang tertentu misalnya Daftar Investasi Negatif (DIN).

2.2.1.3 Ancaman Produk Substitusi

Barang substitusi tidak harus mengacu pada pengertian barang yang memiliki bentuk yang sama, namun bisa juga barang yang memiliki fungsi dan harga relatif sama dengan produk yang ada. Ancaman dari produk substitusi juga tergantung dari *performance* dan harga relatif dibanding produk yang ada serta keinginan konsumen untuk beralih.

2.2.1.4 Kekuatan Tawar Menawar pembeli

Kekuatan pembeli bisa mempengaruhi perusahaan untuk menurunkan harga, meningkatkan mutu dan pelayanan dan membuat perusahaan bersaing ketat dengan pesaing.

Beberapa faktor yang menyebabkan pembeli memiliki *bargaining power* yang kuat:

- a. Sifat produk tidak terdiferensiasi dan banyak penjual
- b. *Switching cost* pembeli kecil
- c. Pembeli memiliki tingkat *perceived profitability* yang rendah sehingga sensitif terhadap harga dan/atau diferensiasi layanan.
- d. Produk perusahaan tidak terlalu penting dimata pembeli, sehingga pembeli mudah mencari substitusi.

Ada dua faktor kekuatan pembeli yaitu sensitivitas harga dan kekuatan tawar menawar. Sensitivitas harga menentukan kepedulian pembeli untuk melakukan tawar menawar pada harga produk. Sedangkan kekuatan tawar menawar menentukan tingkat kesuksesan pembeli untuk menekan harga lebih murah.

2.2.1.5 Kekuatan Tawar Menawar Pemasok

Pemasok berada pada posisi tawar menawar yang kuat jika terdapat sedikit pemasok dan produk substitusi tidak tersedia bagi perusahaan dan produk yang ada terdiferensiasi sehingga menyebabkan *switching cost* yang besar bagi pelangganya. Selain itu produk pemasok merupakan produk yang sangat penting. Posisi pemasok akan semakin kuat bila pemasok melakukan *forward integration*.

2.2.2 Analisis Siklus Hidup Industri

Perlu dipahami lebih lanjut mengenai tahap pertumbuhan industri agar dapat diketahui potensi *profit* investasi dalam industri tersebut. Perusahaan akan lebih mudah berkembang dalam industri yang tumbuh. Oleh sebab itu investasi yang baik sebaiknya dilakukan pada industri yang tumbuh (*growth*).

Menurut Mullins, Walker dan Boyd (2008) tahapan atau pola pertumbuhan industri terdiri dari tahap pioner, ekspansi, stagnasi dan penurunan. Berikut ini adalah karakteristik masing-masing industri pada tiap tahapan tersebut:

a. Tahap pioner

Pada tahap ini perubahan teknologi yang besar terjadi mengakibatkan terjadinya industri baru. Karakteristik industri pada tahap ini adalah peningkatan produksi yang cepat dan pertumbuhan permintaan terhadap produk yang tinggi. Perusahaan yang masuk lebih awal akan memperoleh keuntungan yang tinggi. Namun seiring

dengan bertambahnya perusahaan lain yang masuk ke dalam industri, maka keuntungan menjadi semakin kecil. Harga produk pada tahap ini tidak stabil. Hanya perusahaan yang efisienlah yang dapat bertahan pada tahap ini.

b. Tahap ekspansi

Permintaan produk pada tahap ini masih tumbuh walaupun tidak secepat tahap pioner. Harga produksi dan produk yang dihasilkan dalam industri akan lebih stabil. Kompetisi dalam industri sangat tinggi dan sangat sedikit perusahaan besar mendominasi dalam industri. Perusahaan yang berada dalam tahap ini memiliki posisi yang kuat dalam industri.

c. Tahap stagnasi

Pada tahap ini industri tidak tumbuh atau bahkan menurun. Permintaan terhadap produk menurun. Industri pada tahap ini tidak mampu menikmati pertumbuhan ekonomi nasional. Keadaan akan semakin buruk jika pertumbuhan ekonomi nasional menurun maka pertumbuhan industri akan mengalami penurunan yang lebih besar lagi.

d. Tahap penurunan

Pada tahap ini industri perlahan-lahan menghilang dan digantikan oleh industri lain yang lebih kompetitif. Permintaan produk akan menurun tajam.

2.2.3 Analisis Siklus Bisnis

Analisis siklus bisnis adalah analisis hubungan antara kemampuan operasi perusahaan dengan kondisi perekonomian makro. Ada industri yang beroperasi cukup baik ketika keadaan ekonomi sedang baik, namun ada industri yang dapat beroperasi lebih baik dari industri lainnya saat kondisi ekonomi mengalami resesi.

Menurut Bodei, Kane dan Marcus (2009) siklus bisnis industri dapat diklasifikasikan sebagai berikut:

a. *Growth Industry*

Industri dikategorikan sedang tumbuh apabila memiliki pertumbuhan laba yang jauh lebih tinggi dari rata-rata industri pada umumnya. Contoh industri telekomunikasi.

b. *Defensive Industry*

Defensive industry adalah industri yang tidak banyak terpengaruh oleh kondisi ekonomi. Contoh industri makanan dan minuman atau industri dalam kelompok *consumer goods*.

c. *Cyclical Industry*

Cyclical industry adalah industri yang sangat peka terhadap perubahan ekonomi contoh industri otomotif dan barang elektronik.

Dengan melakukan analisis siklus bisnis maka akan dapat diperkirakan kondisi suatu industri jika terjadi perubahan kondisi perekonomian.

2.2.4 Strategi Kompetitif Perusahaan dan Aktivitasnya

2.2.4.1 Strategi Kompetitif

Profitabilitas perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh struktur industrinya melainkan juga pada pilihan strategi yang digunakan dalam bersaing. Salah satu pendekatan yang digunakan untuk menelaah strategi bisnis adalah strategi generik yang dikembangkan Michael E. Porter (1998) yaitu keunggulan dalam struktur biaya (*cost leadership*), diferensiasi dan *focus strategy*.

a. Keunggulan Biaya (*cost leadership*)

Dalam industri dimana produk yang dikembangkan adalah komoditi, keunggulan dalam biaya merupakan pendekatan yang paling sering digunakan untuk mendapatkan keunggulan kompetitif. Beberapa cara digunakan untuk mendapatkan keunggulan dengan fokus kepada *economies of scale and scope*, produksi yang efisien, desain produk yang sederhana, biaya input yang lebih rendah, investasi pada proyek-proyek efisien, proses organisasi yang lebih efisien, mengurangi biaya *overhead*. Perusahaan ini akan memiliki struktur organisasi yang menitikberatkan pada pengendalian biaya.

b. Diferensiasi (*differentiating product*)

Perusahaan yang melakukan strategi diferensiasi akan melakukan pembedaan produk terhadap produk pesaingnya. Diferensiasi dapat dilakukan melalui penyediaan nilai intrinsik seperti kualitas produk, variasi produk, layanan. Selain itu diferensiasi juga dapat dicapai dengan berinvestasi pada *brand image*, tampilan produk serta reputasi. Perusahaan yang memilih strategi ini tetap harus

memperhatikan biaya, sehingga harga produk tetap dirasakan *affordable* dengan keunggulan produk.

c. *Focus Strategy*

Perusahaan akan memilih segmen dalam industri dan membangun strategi eksklusif dari perusahaan lain untuk melayani segmen tersebut sehingga perusahaan dapat melayani target segmennya tersebut walaupun tidak memiliki keunggulan kompetitif secara keseluruhan. Terdapat dua jenis keunggulan fokus, pertama strategi *cost focus* dimana perusahaan mencari keunggulan biaya dalam target segmennya, kedua *differentiation focus*, perusahaan melayani target segmennya melalui diferensiasi. Dalam strategi ini perusahaan memanfaatkan kelemahan perusahaan yang melayani segmen pasar umum yang tidak dapat optimal melayani secara eksklusif keinginan segmen tersebut. Misalnya dengan memenuhi keinginan atau selera yang tidak biasa atau sistem produksi dan *delivery* dengan sistem yang melayani secara baik.

Segmentation, Targeting and Positioning

Mullins, Walker dan Boyd (2008: 172) menyatakan bahwa:

“Market segmentation is the process by which a market is divided into distinct subsets of customer with similar needs and characteristics that lead them to respond in similar ways to a particular product offering and marketing program.

Target marketing requires evaluating the relative attractiveness of various segments. Product positioning entails designing product offerings and marketing programs that collectively establish an enduring competitive advantage in the target market by creating a unique image or position in the customer's mind”.

Segmentasi bisa dilakukan berdasarkan beberapa cara: 1. demografi (usia, jenis kelamin, pekerjaan, tingkat pendapatan, pendidikan, ras dan suku), 2. geografi 3. *geodemographic* (gabungan geografi dan demografi), 4. *behavioral segmentation*.

2.2.4.2 Aktivitas Perusahaan

Michael E. Porter (1998) menjelaskan bahwa keunggulan bersaing harus dilihat sebagai aktivitas perusahaan secara keseluruhan. Berarti perusahaan harus mengintegrasikan seluruh rangkaian aktifitas bisnisnya dalam upaya untuk menciptakan *appropriate value* bagi konsumen. Keunggulan bersaing tersebut bersumber dari banyak ragam aktifitas internal yang dilakukan perusahaan dalam

mendesain dan mengembangkan produk, pengadaan bahan baku, penciptaan produk, pemasaran, distribusi dan upaya pelayanan atau dukungan produk. Setiap kegiatan ini mempengaruhi biaya dan diferensiasi relatif perusahaan terhadap pesaing.

2.3 Analisis Nilai Perusahaan (*Value of The Firm*)

Dalam melakukan analisis nilai perusahaan, investor membuat analisis variabel finansial untuk mengetahui besarnya nilai intrinsik dari saham perusahaan. Untuk itu diperlukan analisis laporan keuangan, membuat proyeksi keuangan, estimasi tingkat diskonto (*discount rate*) dan menerapkan model valuasi tertentu dengan mem-*present value*-kan proyeksi tersebut untuk mendapatkan nilai intrinsik perusahaan (Damodaran, 2002).

2.3.1 Analisis Proyeksi Keuangan

Tahap selanjutnya adalah melakukan proyeksi keuangan perusahaan. Proyeksi keuangan tidak hanya diperlukan oleh analis saham atau investor melainkan juga oleh manajer perusahaan, pihak bank dan pihak lainnya untuk memperhitungkan kelangsungan hidup perusahaan. Untuk mendapatkan proyeksi keuangan yang mendekati keadaan yang sesungguhnya, diperlukan langkah-langkah yang tepat sehingga dapat memberikan gambaran menyeluruh tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Hal ini dapat dilakukan dengan analisis ekonomi makro dan analisis industri dimana perusahaan beroperasi serta analisis kinerja keuangan perusahaan.

2.3.1.1 Teknik *Forecasting*

Beberapa langkah yang harus dilakukan dalam membuat proyeksi keuangan yaitu:

- a. Menentukan jangka waktu panjangnya proyeksi. Ini dilakukan dengan dua tahap yaitu *detailed forecast* selama tiga sampai lima tahun dan *simplified forecast* untuk waktu yang tersisa.
- b. Membuat *strategic prospective* yaitu memprediksi keadaan perusahaan yang akan datang dengan memperhitungkan struktur industri dimana perusahaan beroperasi.
- c. Membuat proyeksi keuangan berdasarkan *strategic prospective*
Proyeksi yang dilakukan meliputi neraca, laporan rugi laba dan laporan arus kas. Pendekatan yang sering dilakukan dalam melakukan proyeksi atas neraca dan

laporan rugi laba adalah *demand driven forecast* yang dimulai dengan memprediksi penjualan. Langkah-langkah proyeksinya sebagai berikut:

- Membuat proyeksi pendapatan yang didasarkan pada pertumbuhan penjualan dan perubahan harga.
 - Memproyeksikan kegiatan operasional perusahaan seperti biaya operasi, modal kerja (*working capital*), dan *fixed assets* atau *capital expenditure* yang dihubungkan dengan pendapatan.
 - Kegiatan non operasional seperti biaya bunga dan pendapatan bunga.
 - Memproyeksi besarnya ekuitas. Besarnya ekuitas harus sama dengan ekuitas tahun sebelumnya ditambah *net income* dan penambahan saham baru dikurangi pembagian dividen dan pembelian kembali saham.
 - Mempergunakan rekening kas dan hutang untuk menyeimbangkan perhitungan pada neraca dan laporan kas.
- d. Merancang skenario alternatif produksi
- Dengan mengembangkan skenario alternatif produksi bukan berarti merubah laju pertumbuhan yang sudah diprediksi, melainkan membuat suatu asumsi tentang bagaimana masa depan dapat mempengaruhi profitabilitas industri dan performa perusahaan.

2.3.2 Model Valuasi Saham

Berikut ini adalah metode yang digunakan untuk melakukan valuasi saham.

2.3.2.1 *Free Cash Flow Model*

Free Cash Flow Model merupakan salah satu model dari *income approach* yang memfokuskan pada penilaian saham untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *return* atau arus kas ke pemilik atau investor. Kemampuan perusahaan menghasilkan pendapatan dapat ditelaah dari kinerja masa lalu, saat ini maupun masa yang akan datang.

Berdasarkan pendekatan pendapatan, besarnya nilai perusahaan tergantung kepada kemampuan dalam menghasilkan arus kas atau yang diproyeksikan akan dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Besarnya nilai perusahaan juga tergantung pada tingkat diskonto untuk mengkonversi pendapatan yang diterima di masa yang akan datang (*future value*) menjadi nilai sekarang (*present value*). Hal tersebut dapat dinyatakan dengan rumus berikut ini (Damodaran, 2002) :

$$\text{Value of the firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \dots\dots\dots(2.2)$$

dimana:

n = umur dari aktiva

CF_t = arus kas pada periode t

r = tingkat diskonto yang mencerminkan tingkat risiko arus kas

Salah satu asumsi yang digunakan dalam penilaian perusahaan adalah *going concern* yaitu perusahaan akan terus berjalan, walaupun pemilik dan atau manajemen perusahaan berganti.

• *Cost of Equity*

Cost of Equity adalah tingkat pengembalian yang diinginkan investor dalam melakukan investasi ekuitas pada suatu perusahaan. Ada dua pendekatan utama dalam mengestimasi *cost of equity*. Yang pertama adalah dengan menggunakan *risk and return model*, dan yang kedua adalah dengan menggunakan *dividend growth model*.

Risk and return model yang paling banyak digunakan adalah dengan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. CAPM hanya mengukur *nondiversifiable risk* (resiko yang tidak dapat dihilangkan dengan mendiversifikasi *portfolio*) saja dan menghubungkan pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan resiko tersebut. Jenis resiko ini sering disebut juga *systematic risk* (resiko sistematis yang merupakan *proxy* dari resiko atas fluktuasi yang terjadi di pasar).

Nondiversifiable risk dari setiap aset diukur dengan membagi *covarians return asset* individual dengan *portfolio* pasar dengan *varians return* pasar. Hasil perhitungan standar tersebut dikenal dengan sebutan *beta* (β). *Beta* merupakan tingkat resiko yang dimiliki perusahaan, dapat mempengaruhi tingkat pengembalian hasil investor. Dengan mengetahui *beta*, kita dapat menghitung *expected return* investor yang sekaligus merupakan *cost of equity* dari perusahaan. *Expected return* investor dihitung dengan menggunakan rumus CAPM (Damodaran, 2002) :

$$E(R) = R_f + \beta (E [R_m] - R_f) \dots\dots\dots(2.3)$$

dimana:

R_f = *riskfree rate*

$E [R_m]$ = *expected return on market index*

β = *beta mencerminkan resiko dari pasar yang non diversifiable*

Beberapa hal penting dalam menggunakan CAPM adalah bagaimana menghitung *risk premium* yang akan digunakan dalam perhitungan *expected return on market index*, serta berapa sebenarnya *riskfree rate* dan *beta* yang tepat untuk digunakan dalam model.

Perhitungan *risk premium* yang digunakan dalam CAPM dilakukan dengan menggunakan data historis, dan *premium* didefinisikan sebagai perbedaan antara tingkat pengembalian rata-rata atas saham dan tingkat pengembalian rata-rata atas *riskfree securities* dalam beberapa periode waktu. *Riskfree rate* yang digunakan dalam perhitungan *risk premium* harus konsisten dengan *riskfree rate* yang digunakan dalam mencari *cost of equity*.

Ada 3 (tiga) hal penting dalam menentukan ukuran *risk premium* yaitu:

a. *Variance* dalam ekonomi

Risk premium akan lebih besar dalam ekonomi yang *volatile*. Jadi premium untuk pasar yang sedang tumbuh, dengan pertumbuhan yang lebih tinggi, ekonomi yang berisiko lebih tinggi, akan lebih besar dari *premium* untuk pasar yang lebih maju.

b. Resiko politik

Risk premium akan lebih besar dalam pasar yang memiliki potensi untuk terkena instabilitas politik yang juga berarti instabilitas ekonomi.

c. Struktur pasar

Ada beberapa pasar dimana *risk premium* untuk berinvestasi dalam saham akan lebih rendah karena perusahaan yang tercatat dalam bursa efek merupakan perusahaan besar, terdiversifikasi, dan stabil. Secara umum, semakin kecil dan semakin berisiko suatu perusahaan yang tercatat di bursa efek, *risk premium* rata-rata untuk berinvestasi di saham akan meningkat.

- **Beta**

Dalam melakukan perhitungan nilai perusahaan, diperlukan perhitungan atas resiko bisnis perusahaan terhadap resiko pasar yang diwakili oleh nilai *beta*. Nilai *beta* mencerminkan respon dari *return* saham perusahaan terhadap *return* pasar. *Beta* suatu saham dapat dinyatakan dalam 2 (dua) bentuk yaitu *raw beta* dan *adjusted beta*. *Raw beta* atau biasa disebut *historical beta* adalah hasil dari regresi linier dari harga saham terhadap faktor tertentu yang dipilih, misalnya IHSG. *Adjusted beta* adalah estimasi *beta* suatu saham di masa depan. Nilainya diperoleh dari (Damodaran, 2002):

$$\text{Adjusted Beta} = \left(\text{Raw Beta} \times \frac{2}{3} \right) + \left(\frac{1}{3} \times 1 \right) \dots \dots \dots (2.4)$$

Beta suatu perusahaan dibentuk oleh 3 (tiga) variabel yaitu:

- Jenis usaha/tipe bisnis dimana perusahaan beroperasi. Karena *beta* mengukur resiko perusahaan secara relatif terhadap indeks pasar, semakin sensitif suatu jenis usaha terhadap kondisi pasar, semakin tinggi pula *beta*-nya. Perusahaan yang siklikal diharapkan akan memiliki *beta* yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang non siklikal, dengan asumsi faktor-faktor lainnya dianggap sama.
- Degree of Operating Leverage* (DOL). *Degree of Operating Leverage* merupakan fungsi struktur biaya perusahaan yang biasanya didefinisikan dalam bentuk hubungan antara *fixed cost* dan *total cost* terhadap pendapatan (*revenue*) yang diterima. Suatu perusahaan memiliki DOL yang tinggi jika memiliki *fixed cost* yang tinggi relatif terhadap *total cost*, dan memiliki variabilitas dalam laba sebelum bunga dan pajak dibanding suatu perusahaan yang memproduksi produk yang sama dengan DOL yang rendah. Semakin tinggi besaran DOL berarti semakin tinggi varians dalam laba operasi (semakin berfluktuasi) dan akan menyebabkan *beta* perusahaan menjadi lebih tinggi, dengan asumsi faktor-faktor lainnya dianggap sama (*ceteris paribus*).
- Tingkat *Financial Leverage* suatu perusahaan. Dengan asumsi faktor-faktor lainnya dianggap sama, peningkatan dalam *financial leverage* akan meningkatkan *beta* ekuitas perusahaan. Secara logika dapat disimpulkan bahwa pembayaran bunga hutang akan meningkatkan varians dari pendapatan bersih perusahaan, yaitu bila *financial leverage*-nya lebih tinggi maka pendapatan akan meningkat

selama kondisi ekonomi baik dan pendapatan akan menurun selama kondisi ekonomi buruk.

Untuk perusahaan yang sudah *go public*, nilai *beta* dapat dicari dengan melakukan regresi berdasarkan persamaan *single index model* yakni $R(t) = \alpha_i + \beta_i R_m(t) + e_i$ dimana $R(t)$ adalah *excess return* saham, α_i adalah *expected excess return* ketika *market excess return* nol, $R_m(t)$ adalah *market excess return*, e_i adalah *unexpected return*. (Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A.J., 2009).

a. *Free Cash Flow to Equity Model (FCFE)*

Dalam melakukan *discounted cash flow valuation* ada dua pendekatan yang digunakan sehingga nilai perusahaan dapat ditentukan. Pendekatan pertama adalah dengan menilai hanya bagian ekuitas saja, sedangkan pendekatan kedua menilai perusahaan secara keseluruhan yang mencakup ekuitas dan hutang. Pemegang hutang adalah pemegang klaim lain dalam perusahaan selain pemegang saham seperti pemegang obligasi, pemegang saham preferen dan kreditur lainnya. Kedua pendekatan ini mendiskontokan *expected cashflows* dimana tingkat diskon yang digunakan berbeda-beda untuk masing-masing pendekatan.

Nilai ekuitas (*value of equity*) didapat dengan mendiskontokan *expected cash flows* untuk ekuitas yaitu arus kas yang tersisa setelah perusahaan memenuhi semua beban seperti pembayaran pajak, pembayaran bunga dan pokok pinjaman, pengeluaran modal untuk menjaga pertumbuhan perusahaan. Arus kas ini didiskontokan dengan menggunakan *cost of equity*, yaitu tingkat pengembalian yang diperoleh pemegang saham dalam perusahaan. *Cash flows to equity* dihitung dengan cara melakukan penyesuaian terhadap laba bersih. Adapun perhitungan yang digunakan adalah (Damodaran, 2002):

$$FCFE = \text{Net income} - (\text{capital expenditure} - \text{depreciation}) - \Delta \text{ non cash working capital} + (\text{new debt} - \text{debt repayment}) \dots \dots \dots (2.5)$$

Jika investor mengasumsikan pertumbuhan yang stabil terhadap suatu perusahaan, besarnya nilai intrinsik dapat dihitung dengan menggunakan rumus (Damodaran, 2002):

$$P_0 = \frac{FCFE}{Ke-g} \dots\dots\dots(2.6)$$

dimana:

FCFE = FCFE akhir tahun

P₀ = nilai saham saat ini

Ke = *cost of equity* dari perusahaan

g = tingkat pertumbuhan FCFE perusahaan

Estimasi besarnya *growth* perusahaan dapat dihitung dengan pendekatan kuantitatif dengan menggunakan rumus (Damodaran, 2002):

$$g = b \times ROE \dots\dots\dots(2.7)$$

dimana:

g = *growth*

b = *retention ratio* = 1 – *deviden pay out*

ROE = *Return on Equity* = *Net Income / Book Value of Equity*

• *Two – Stage FCFE Model*

Metode ini digunakan untuk menilai perusahaan yang diharapkan akan berkembang lebih cepat di tahun-tahun awal, lebih cepat dari perusahaan yang sudah stabil, sering disebut periode *high growth* dan sesudah itu berkembang dengan stabil dan disebut periode *stabel growth*. Sehingga nilai perusahaan sama dengan penjumlahan nilai sekarang dari arus kas selama periode *high growth* dan nilai sekarang dari arus kas setelah periode *stable growth* atau yang lebih dikenal dengan *terminal value* yang dinilai dengan formula (Damodaran, 2002):

$$\text{Value of The Firm's Equity} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE}{(1 + Ke)^t} + \frac{TV}{(1 + Ke)^n} \dots\dots\dots(2.8)$$

dimana:

TV = *terminal value*

b. Free Cash Flow to The Firm Model (FCFF)

Free cash flow yang digunakan dalam model ini adalah arus kas untuk seluruh sumber pendanaan bagi perusahaan yang terdiri dari *equity* dan hutang. Arus kas yang berasal dari operasi yang tersedia untuk semua penyedia modal dinyatakan dalam rumus (Damodaran, 2002):

$$\text{FCFF} = \text{EBIT}(1 - \text{tax}) + \text{Depreciation} - \text{Capital Expenditure} - \Delta \text{ Working Capital} \dots (2.9)$$

Kemudian *value of the firm* dihitung dengan mendiskontokan *free cash flow to the firm* (FCFF) dengan menggunakan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Jika perusahaan mencapai kondisi stabil setelah n tahun dengan tingkat pertumbuhan yang stabil sebesar g , maka *Value of The Firm* dapat dituliskan dengan rumus (Damodaran, 2002) :

$$\begin{aligned} \text{Value of The Firm} &= \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{Terminal value}}{(1 + \text{WACC})^n} \\ &= \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{FCFF}_{(n+1)} / \text{WACC} - g_n}{(1 + \text{WACC})^n} \dots (2.10) \end{aligned}$$

dimana:

FCFF_t = *Free Cash Flow to The Firm* tahun t

Untuk menghitung WACC, dibutuhkan data-data tingkat *leverage* perusahaan yang menunjukkan proporsi hutang terhadap modal keseluruhan. Selain itu dibutuhkan juga data *required rate of return of equity* (K_e) atau *cost of equity*, dan *required return of debt* (K_d) atau *cost of debt* serta β yang menunjukkan responsibilitas saham suatu perusahaan terhadap pergerakan pasar. Dan juga dibutuhkan data tingkat pajak penghasilan yang berlaku berupa *marginal tax rate of income* (t). WACC dapat dihitung dengan rumus (Damodaran, 2002):

$$\text{WACC} = k_e \left[\frac{E}{D + E} \right] + k_d \left[\frac{D}{D + E} \right] (1 - \text{tax}) \dots (2.11)$$

dimana:

K_e = *cost of equity*

K_d = *cost of debt*

E = *market value of equity*

D = *market value of debt*

K_e pada rumus diatas dihitung dengan menggunakan rumus CAPM, sedangkan K_d berdasarkan Damodaran diperoleh dengan menambah *spread rate* masing-masing perusahaan terhadap R_f , dimana *spread rate* tergantung dari rating hutang dari perusahaan yang sedang di analisis. Semakin baik *rating* suatu hutang maka semakin rendah *spread rate*-nya karena dengan *rating* yang semakin baik resiko dari hutang tersebut semakin kecil.

- **Penggunaan FCFE dan FCFF**

FCFE digunakan jika:

- Perusahaan yang memiliki *leverage* yang stabil
- Yang ingin dinilai adalah saham saja

FCFF digunakan jika:

- Perusahaan memiliki *leverage* yang terlalu tinggi atau terlalu rendah, atau perusahaan yang *leverage*-nya berubah sepanjang waktu. Dengan FCFF *debt payment* dan *new debt issued* dikeluarkan dari perhitungan diskonto *cash flow*
- Informasi tentang hutang dan tingkat bunga tidak lengkap
- Yang ingin dinilai adalah *value of the firm* dan bukan saham

2.3.2.2 *Abnormal Earnings Valuation Model*

Model Residual atau *Abnormal Earnings*, yang dikenal juga dengan Edwards – Bell – Ohlson (EBO) *Model*, menggantikan *dividend discount model* ke dalam suatu model valuasi berdasarkan nilai buku (*book values*) dan *abnormal earnings* dan mendefinisikan nilai dari ekuitas perusahaan dengan persamaan berikut (White, Sondhi dan Fried, 2003):

$$P_0 = B_0 + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{(ROE_j - K_e) B_{j-1}}{(1 + K_e)^j} \quad \text{atau}$$

$$P_0 = B_0 + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{E - Ke \cdot B_{j-1}}{(1 + Ke)^j} \dots\dots\dots(2.12)$$

dimana:

P_0 = nilai intrinsik saham

B_0 = nilai awal buku ekuitas

$(ROE_j - Ke) B_{j-1}$ = *abnormal earnings* atau *net earnings - capital charge*

E = laba bersih

B_{j-1} = nilai buku tahun ke - j

capital charge = $Ke \times \text{book value of equity}$

Ke = *rate of return (cost of equity)*

Hubungan antara *book value*, *earnings* dan *dividen* berdasarkan pada persamaan akuntansi berikut (White, Sondhi dan Fried, 2003):

$$B_t = B_{t-1} + E_t - D_t \dots\dots\dots(2.13)$$

dimana:

B_{t-1} = *book value of equity (beginning)*

E_t = *earnings*

D_t = *dividend*

Persamaan di atas dikenal dengan *clean surplus relation*, yang menjelaskan bahwa perubahan dalam nilai buku ekuitas adalah hasil dari *income* dan *dividen*.

Dari persamaan EBO tersebut dapat diketahui nilai intrinsik ekuitas perusahaan dari penjumlahan nilai buku awal ekuitasnya (*book value of equity - beginning*) ditambah dengan nilai sekarang dari seluruh perkiraan *abnormal earnings* (laba *abnormal*) dari operasi perusahaan di masa yang akan datang. Dari uraian di atas disajikan kembali persamaan untuk menghitung laba *abnormal* sebagai berikut (White, Sondhi dan Fried, 2003):

$$\begin{aligned} \text{Abnormal Earnings} &= \text{Earnings} - \text{Capital Charge} \\ &= E - Ke \cdot B_v \dots\dots\dots(2.14) \end{aligned}$$

Keseluruhan nilai sekarang laba *abnormal* tersebut diperoleh dari akumulasi perkiraan laba normal yang didiskontokan pada *required rate of return* (K_e) perusahaan. Apabila *actual rate of return* (K_e^*) yang dicapai oleh perusahaan lebih besar daripada *required of return*-nya, maka komponen ini mencerminkan *firm's economic goodwill*, yaitu nilai pasar yang lebih besar dibanding nilai buku perusahaan. Hal ini biasanya terjadi pada perusahaan yang memiliki *positive growth opportunities*.

Keseluruhan nilai sekarang (*present value*) dari laba abnormal tersebut menunjukkan seberapa besar tingkat kemampuan penciptaan nilai (*value creating ability*) dari suatu perusahaan. Dari model ini pula dapat diketahui berapa minimal laba yang diinginkan oleh perusahaan dari investasi modal yang telah dilakukan oleh sebuah perusahaan (*Return on Equity* – ROE), yang tercermin dalam *capital charge* ($K_e \times BV \text{ equity}$).

Pada model ini besaran *terminal value* sebagaimana yang ada pada model DCF menjadi titik penting lagi dalam membentuk nilai intrinsik ekuitas perusahaan. Besaran *terminal value* diperoleh dari estimasi terhadap arus kas masa depan dengan asumsi perkiraan untuk masa yang tidak terbatas (*infinity*) yang disederhanakan. Membuat estimasi untuk suatu besaran variabel (arus kas) dalam dimensi waktu yang tidak terbatas sangat tidak mungkin dilakukan, oleh sebab itu estimasi tersebut disederhanakan dalam rentang waktu terbatas (biasanya lima tahun) sehingga pada akhirnya didapat angka *terminal value*. Asumsi tersebut sangat rentan terhadap ketidakpastian (*uncertainty*), dan pada model DCF, nilai *terminal value* besarnya bisa mencapai 70% dari *total intrinsic value* (White, 2003).

Dibandingkan dengan *Dividen Discount Model* (DDM), model EBO juga memiliki keunggulan konseptual. Dengan menitikberatkan analisis pada *earnings* dibanding *dividend*, model EBO ini mendefinisikan *value* berdasarkan kemampuan menghasilkan kemakmuran (*wealth generation*) bukannya distribusi kemakmuran (*wealth distribution*). Bernard (White, Sondhi dan Fried, 2003:711):

"Value is determined by the creation of wealth, measured by aggregate accounting earnings, rather than the distribution of wealth, measured as dividends"

Argumen ini dapat diperluas pengertiannya bahkan untuk melakukan valuasi terhadap perusahaan yang tidak melakukan pembayaran dividen, dimana valuasi terhadap

perusahaan ini tidak memiliki perbedaan dengan valuasi terhadap perusahaan lainnya, karena nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings (generation of wealth)* bukannya distribusinya (*dividend*).

Penelitian Sebelumnya

Valuasi nilai intrinsik terhadap saham PT Garuda Indonesia sebelumnya pernah dianalisis melalui tesis oleh Surya Dharma Hutagaol, mahasiswa MMUI, pada tahun 2005 dengan metode yang berbeda yaitu *Free Cash Flow to The Firm (FCFF)*. Hasil valuasi tersebut menghasilkan nilai intrinsik saham PT Garuda Indonesia sebesar Rp1.284.284 per lembar saham.



BAB 3

GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN

3.1 Sejarah Perusahaan

Bersumber dari Laporan Tahunan (*Annual Report*) PT Garuda Indonesia 2008 yang membahas sejarah lahirnya PT Garuda Indonesia, yang ditandai dengan diterbangkannya pesawat Dakota RI-001 "Seulawah" yang merupakan pesawat pertama membawa bendera negara Republik Indonesia, pada tanggal 26 Januari 1949. Pesawat tersebut diterbangkan dari Calcutta menuju Rangoon untuk melaksanakan misi niaganya yang pertama kali.

Peristiwa tersebut kemudian dijadikan sebagai hari lahirnya Garuda Indonesia yang baru dapat beroperasi pada tanggal 1 Maret 1950 dengan sejumlah pesawat yang diterima pemerintah Republik Indonesia dari perusahaan penerbangan KLM pada saat itu.

Armada Garuda Indonesia yang pertama melayani jaringan penerbangan di dalam negeri terdiri dari 20 pesawat DC-3/C-47 dan 8 pesawat jenis PBY - Catalina Amphibi. Untuk melebarkan sayapnya, Garuda kemudian mengadakan pembaruan armadanya yang tiba antara bulan Oktober 1950 dan Februari 1958 sehingga menjadi: DC 3/C-47 berjumlah 20 pesawat, Convair liner - 240 berjumlah 8 pesawat, Convair liner - 340 berjumlah 8 pesawat, Convair liner - 440 berjumlah 8 pesawat, De Haviland Heron berjumlah 14 pesawat.

Sebagai armada yang mengangkut ribuan jemaah haji setiap tahunnya, Garuda Indonesia juga merupakan sarana angkutan bagi kunjungan resmi Kepala Negara ke berbagai negara. Jaringan penerbangan Garuda Indonesia kemudian diperluas meliputi seluruh wilayah Republik Indonesia kecuali Irian Jaya sedangkan ke luar negeri menjangkau kota – kota Singapura, Bangkok, dan Manila. Disebabkan alasan teknis maka seluruh pesawat De Haviland Heron dihapus dari kekuatan armada Garuda. Selanjutnya antara tahun 1960 dan 1966 Garuda Indonesia mendapatkan tambahan armadanya lagi berupa pesawat – pesawat bermesin *jet* seperti: Convair liner 990 A sebanyak 3 pesawat, Lockheed Electra L188C sebanyak 3 pesawat, Douglas DC-8-55 sebanyak 1 pesawat.

Memasuki periode 1970 - 1980 Garuda Indonesia tercatat sebagai *flag carrier* kebanggaan karena berhasil mengoperasikan pesawat *twinjet* Fokker F-28 Fellowship terbesar di dunia. Garuda Indonesia juga terbang ke hampir seluruh dunia dengan Boeing 747-200 sebanyak 4 buah, Douglas DC-10 sebanyak 6 buah, Airbus A300B4 sebanyak 9 buah, Mc Donnell Douglas DC sebanyak 9 buah dan Fokker F-28 Fellowship sebanyak 36 buah.

Sejalan dengan transformasi perusahaan sejak 2006, maka visi dan misi perusahaan adalah sebagai berikut:

Visi Perusahaan: Menjadi perusahaan penerbangan yang handal dengan menawarkan layanan yang berkualitas kepada masyarakat dunia menggunakan keramahan Indonesia.

Misi Perusahaan: Sebagai perusahaan penerbangan pembawa bendera bangsa (*flag carrier*) Indonesia yang mempromosikan Indonesia kepada dunia guna menunjang pembangunan ekonomi nasional dengan memberikan pelayanan yang profesional.

Sebagai perusahaan penerbangan pembawa bendera bangsa Indonesia, Garuda berjuang dalam menegakkan citra bangsa dan negara melalui pelayanannya. Kini jaringan penerbangan Garuda Indonesia tidak hanya menjangkau seluruh wilayah Indonesia, namun kota - kota di benua Asia, Australia dan Eropa.

3.2 Profil Perusahaan

PT Garuda Indonesia (Persero) didirikan berdasarkan akta notaris Raden kadiman No. 173 tanggal 31 Maret 1950. Akta pendirian tersebut telah disahkan oleh Menteri Kehakiman Republik Indonesia dalam surat keputusannya No. J.A.5/12/10, tanggal 31 Maret 1950 serta diumumkan dalam berita Negara Republik Indonesia No. 30 tanggal 12 Mei 1950, tambahan No. 136. Perusahaan yang awalnya berbentuk Perusahaan Negara, berubah menjadi Persero berdasarkan Akta No. 8 tanggal 4 Maret 1975 dari Notaris Soeleman Ardjasmita, SH, sebagai realisasi Peraturan Pemerinta No. 67 tahun 1971. Perubahan diumumkan dalam Berita Negara Republik Indonesia No. 68 tanggal 26 Agustus 1975. Anggaran Dasar Perusahaan telah mengalami beberapa kali perubahan, terakhir dengan Akta No. 274 tanggal 30 Desember 2009 dari Aulia Taufani, SH., notaris di Jakarta, pengganti Sutjipto, S.H., mengenai penyesuaian Anggaran Dasar atas perubahan modal ditempatkan dan disetor.

Universitas Indonesia

Perubahan ini telah diterima dan dicatat dalam database Sisminbakum Direktorat Jenderal Administrasi Hukum Umum Departemen Hukum dan Hak Asasi Manusia Republik Indonesia tanggal 29 Oktober 2009 dalam surat No. AHU-AH.01.10-18961. (Sumber: Laporan Keuangan Garuda 2009)

Tujuan pendirian Perusahaan adalah untuk melaksanakan serta menunjang program Pemerintah di bidang ekonomi dan pembangunan nasional pada umumnya, khususnya di bidang jasa pengangkutan udara dan bidang lainnya yang berhubungan dengan jasa pengangkutan udara.

Perusahaan berkantor pusat di Jl. Kebon Sirih No.44, Jakarta.

Sesuai dengan Anggaran Dasar perusahaan, ruang lingkup kegiatan perusahaan terutama adalah sebagai berikut:

- a. Angkutan udara niaga berjadwal untuk penumpang, barang dan pos dalam negeri dan luar negeri
- b. Angkutan udara niaga tidak berjadwal untuk penumpang, barang dan pos dalam negeri dan luar negeri
- c. Pemeliharaan dan perbaikan pesawat, baik untuk keperluan sendiri maupun untuk pihak ketiga
- d. Jasa pelayanan penunjang operasional angkutan udara
- e. Jasa pelayanan sistem informasi yang berkaitan dengan pengangkutan udara
- f. Jasa konsultasi, pendidikan dan latihan yang berkaitan dengan pengangkutan udara
- g. Jasa pelayanan kesehatan bagi karyawan Perusahaan maupun untuk pihak ketiga.

Susunan pengurus perusahaan adalah sebagai berikut:

Komisaris Utama
Komisaris
Komisaris
Komisaris
Komisaris

Hadiyanto
Sahala Lumban Gaol
Wendi Aritenang Yazid
Abdulgani
Adi Rahman Adiwoso

Direktur Utama
Direktur Keuangan
Direktur Teknik
Direktur Niaga

Emirsyah Satar
Eddy Porwanto
Hadinoto Soedigno
Agus Priyanto

Universitas Indonesia

Direktur Sumber Daya Manusia & Umum
 Direktur Operasi
 Direktur Strategi & Teknologi Informasi

Achirina
 Capt. Ari Sapari
 Elisa Lumbantoruan

3.3 Ruang Lingkup Kegiatan Usaha Perusahaan

Saat ini PT Garuda Indonesia (perusahaan) memiliki beberapa kegiatan usaha dan *strategic business unit* (SBU) yang bersinergi satu sama lain untuk menciptakan kekuatan bersaing dalam industri penerbangan domestik dan internasional. Kegiatan usaha dan SBU tersebut terdiri dari:

- a. Angkutan udara niaga berjadwal dan tidak berjadwal untuk *passenger main brand* dalam dan luar negeri.
- b. Angkutan udara niaga berjadwal *cargo* dan pos dalam dan luar negeri (SBU *Cargo*).
- c. Jasa layanan *training center* yaitu GITC (*Garuda Indonesia Training Center*) yang berkaitan dengan industri penerbangan untuk internal dan pihak ketiga.
- d. Jasa layanan kesehatan personil penerbangan untuk internal dan pihak ketiga (SBU Garuda Sentra Medika).
- e. Angkutan udara niaga berjadwal dan tidak berjadwal untuk *passenger low cost carrier* melalui Citilink sebagai *second brand* atau *fighting brand*.
- f. Angkutan jemaah Haji Indonesia.
- g. Angkutan VVIP.

Berikut ini merupakan Garuda Indonesia *Group* yaitu perusahaan induk dan anak perusahaan (*subsidiaries*) beserta ruang lingkup usahanya yang terdiri dari:

- a. PT Garuda Indonesia sebagai induk perusahaan yang melayani angkutan niaga berjadwal, *charter*, Haji dan VVIP.
- b. PT Aerowisata bergerak di bidang industri pariwisata atau *hospitality* seperti hotel, *catering*, biro perjalanan wisata, penjualan tiket, dan jasa transportasi darat dan udara. Hotel-hotel yang dikelola adalah Sanur Beach, Hotel Preanger, dan Hotel Senggigi. Kepemilikan PT Garuda Indonesia adalah 99,9%.
- c. PT Abacus Indonesia bergerak di jasa sistem komputerisasi reservasi yang diperlukan oleh biro-biro perjalanan. Selain itu juga menyewakan perangkat komputer kepada biro perjalanan yang menjadi anggota Abacus, menyediakan pelatihan kepada karyawan biro perjalanan serta petugas yang membantu memecahkan kesulitan yang dihadapi biro perjalanan dalam pengoperasian

Universitas Indonesia

Computerized Reservation System (CRS). Kepemilikan PT Garuda Indonesia adalah 95%.

- d. PT Aero System Indonesia (*IT Service Provider & IT Solution*) bergerak di bidang jasa konsultasi dan rekayasa sistem teknologi informasi serta pemeliharaan kepada perusahaan-perusahaan penerbangan dan industri-industri lainnya. Kepemilikan Garuda Indonesia adalah 99,9%.
- e. PT GMF AeroAsia (GMFAA) menjalankan bisnis jasa perawatan *aircraft base, component, engine* pesawat, *line maintenance* serta jasa-jasa pendukungnya (*Maintenance Repair and Overhaul*). Perusahaan juga melayani perawatan pesawat pelanggan di luar Garuda Indonesia, baik maskapai penerbangan domestik maupun internasional. Kepemilikan Garuda Indonesia adalah 99,9%.
- f. PT Gapura Angkasa merupakan perusahaan afiliasi yang bergerak di bidang *ground handling*. Kepemilikan Garuda Indonesia 37,5%.

Jumlah pesawat yang dioperasikan perusahaan per 31 Desember 2009 sebanyak 70 pesawat (diluar Penerbangan Haji) dengan 28 tujuan dalam negeri dan 18 tujuan luar negeri. Sedangkan per 31 Desember 2008 perusahaan mengoperasikan sebanyak 54 pesawat.

Tabel 3.1
Garuda's Fleet 2009

| No | Type | Total 2008 | Total 2009 | Perkembangan |
|-----------------------------------|--------------|------------|------------|--------------|
| I. Penerbangan <i>Reguler</i> | | | | |
| I.1 Penerbangan <i>Main Brand</i> | | | | |
| I.1.1 Pesawat Berbadan Lebar | | | | |
| | B-747-400 | 3 | 3 | - |
| | A-330-300 | 6 | 6 | - |
| | A-330-200 | - | 4 | 4 |
| | | 9 | 13 | 4 |
| I.1.2 Pesawat Berbadan Sempit | | | | |
| | B-737-800 NG | 4 | 19 | 15 |
| | B-737-500 | 5 | 5 | - |

Tabel 3.1 (lanjutan)
Garuda's Fleet 2009

| Type | Total 2008 | Total 2009 | Perkembangan |
|-----------------------------------|------------|------------|--------------|
| B-737-400 | 19 | 19 | - |
| B-737-300 | 15 | 11 | (4) |
| | 43 | 54 | 11 |
| Sub Total | 52 | 67 | 15 |
| Penerbangan Citilink | | | |
| Boeing 737-400 CT | 1 | 1 | - |
| Boeing 737-300 CT | 1 | 2 | 1 |
| Sub Total | 2 | 3 | 1 |
| Jumlah Penerbangan <i>Reguler</i> | 54 | 70 | 16 |
| Penerbangan Haji | | | |
| Boeing 747 -400 | 2 | 6 | 4 |
| Boeing 747-300 | 2 | - | (2) |
| Boeing 747-200 | - | 2 | 2 |
| Boeing 767 | 7 | 1 | (6) |
| Airbus 330-300 | 3 | 3 | - |
| Airbus 330-200 | | 3 | 3 |
| Jumlah | 14 | 15 | 1 |

Sumber: Laporan Tahunan Garuda 2009

Jumlah destinasi hingga akhir 2009 sebanyak 46 terdiri dari:

a. Domestik dengan 28 destinasi terdiri dari:

Ampenan, Banda Aceh, Banjarmasin, Balikpapan, Bandar Lampung, Bandung, Batam, Biak, Denpasar, Jakarta, Jambi, Jayapura, Kendari, Kupang, Malang, Manado, Medan, Padang, Palangkaraya, Palembang, Pangkal Pinang, Pekanbaru, Pontianak, Semarang, Solo, Surabaya, Tarakan, Timika, Ujung Pandang, Yogyakarta.

b. Internasional dengan 18 destinasi terdiri dari:

- Regional

Bangkok, Hong Kong, Kuala Lumpur, Singapore, Shanghai, Guangzhou (Canton), Beijing, Ho chi Minh City.

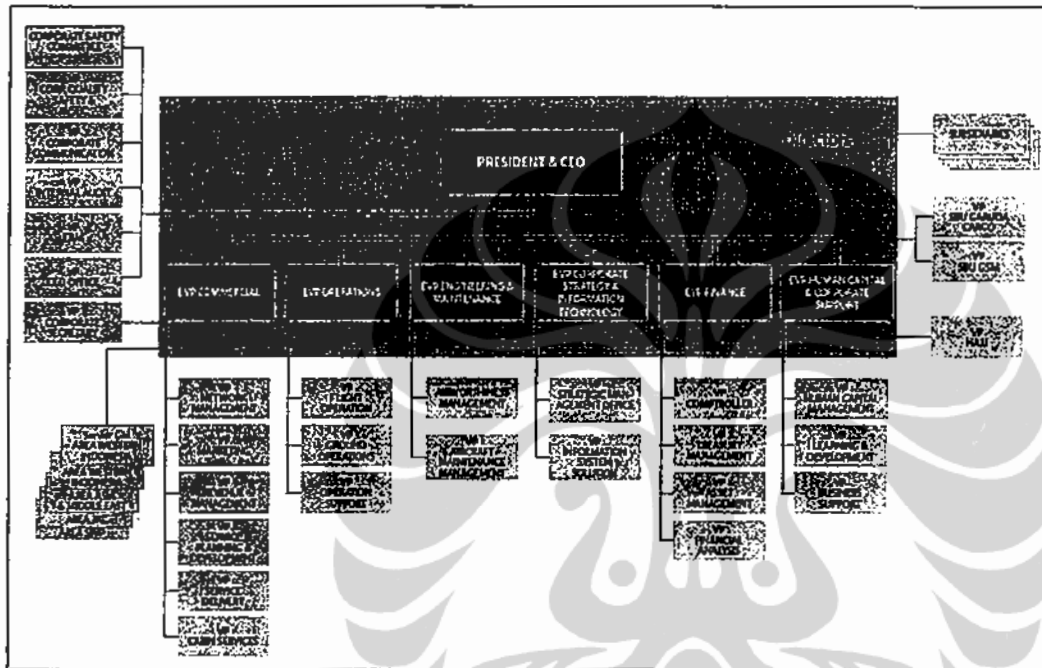
- Japan & Korea

Tokyo, Osaka, Nagoya dan Seoul.

- South West Pacific
Darwin, Melbourne, Perth, Sydney.
- Middle East:
Jeddah, Dammam, Riyadh.

3.4 Struktur Organisasi Perusahaan

Berikut adalah struktur organisasi perusahaan tahun 2010:



Gambar 3.1. Struktur Organisasi PT Garuda Indonesia

Sumber: PT Garuda Indonesia

Adapun jumlah karyawan Garuda Indonesia Group sebagai berikut:

Tabel 3.2
Jumlah karyawan

| Garuda Indonesia Group | Jumlah |
|---------------------------|---------------|
| PT Garuda Indonesia | 5.075 |
| PT Aero Systems Indonesia | 176 |
| PT GMF AeroAsia | 2.339 |
| PT Gapura Angkasa | 2.046 |
| PT Abacus Indonesia | 48 |
| PT Aerowisata | 84 |
| Total | 15.141 |

Sumber: Laporan Tahunan Garuda 2009

3.5 Kinerja Perusahaan

Pada beberapa tahun terakhir kondisi perusahaan menunjukkan perkembangan perusahaan ke arah yang lebih baik. Jumlah penumpang yang diangkut secara konsisten terus meningkat, sejumlah rute baru telah dibuka kembali di tahun 2009 dan 2010 seperti Jambi, Lampung, Pangkal Pinang, Kendari, Kupang, Ambon, Palu, Dubai dan Amsterdam. Rute-rute tersebut dahulu sudah pernah diterbangi Garuda tetapi karena krisis ekonomi sempat ditutup beberapa tahun. Selain itu direncanakan beberapa rute akan dibuka di 2010 seperti Taipe dan Manila. Sejak tahun 2007 Garuda sudah mampu membukukan laba bersih sebesar Rp 152 miliar, kemudian diikuti tahun 2008 diperoleh laba bersih sebesar Rp 975 miliar dan terakhir di 2009 diperoleh laba bersih sebesar Rp 1,018 triliun. Ini prestasi yang sangat baik yang pernah dimiliki Garuda karena selama beberapa tahun sebelumnya Garuda selalu dikenal sebagai perusahaan yang mengalami rugi.

Beberapa prestasi lainnya yang diperoleh Garuda adalah pengakuan sebagai maskapai bintang 4 dari *Skytrack*, lembaga pemeringkat maskapai internasional, di tahun 2009. Pengakuan ini membuat Garuda sejajar dari segi kualitas pelayanan dengan maskapai asing. Selain itu Garuda juga sudah memperoleh sertifikat IOSA (*IATA Operational Safety Audit*) di tahun 2008 yang merupakan pengakuan atas aspek keamanan penerbangan.

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Seperti yang telah dibahas pada bab sebelumnya pendekatan yang digunakan untuk analisis tesis ini adalah *top down analysis* yakni analisis yang dimulai dari analisis makro ekonomi kemudian dilanjutkan dengan analisis industri dimana perusahaan berada dan kemudian analisis terhadap perusahaan itu sendiri. Analisis makro dan analisis industri dimaksudkan untuk mendapatkan *market overview*, baik jangka pendek maupun jangka panjang sehingga dapat diidentifikasi *external factor* yang menjadi dasar proyeksi nilai saham. Kemudian dilanjutkan dengan analisis faktor lingkungan dalam perusahaan yaitu kondisi mikro perusahaan dalam hal ini kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan analisis fundamental yang merupakan salah satu cara menganalisis kondisi perusahaan pada masa lalu, saat ini dan prospek ke depan untuk menentukan harga wajar saham perusahaan.

4.1 Analisis Makro Ekonomi

Kondisi perusahaan akan dipengaruhi salah satunya oleh faktor lingkungan luar perusahaan. Lingkungan luar bisa mencakup lingkup nasional, regional dan global. Perubahan lingkungan luar perusahaan bisa menimbulkan peluang usaha (*opportunities*) maupun ancaman usaha (*threats and constraints*) dan situasi ketidakpastian (*uncertainty*) yang pada akhirnya akan mempengaruhi *profitability* perusahaan.

Keterkaitan ekonomi di satu negara dengan negara yang lain semakin erat seiring dengan meningkatnya hubungan perdagangan dan arus modal lintas negara. Perkembangan dan kondisi perekonomian global memiliki dampak yang semakin signifikan terhadap kondisi perekonomian domestik. Demikian pula dengan kondisi perekonomian Indonesia sedikit banyak mempengaruhi perkembangan ekonomi kawasan maupun regional.

Di tahun 2008, perkembangan perekonomian global telah dibayang-bayangi oleh ancaman krisis ekonomi global yang bersumber dari krisis *subprime mortgage* dan gejolak finansial di Amerika Serikat. Eratnya keterkaitan antar pasar keuangan dan ekonomi antar negara telah mendorong terjadinya perluasan gejolak perekonomian

Amerika Serikat ke berbagai negara lainnya, terutama ke negara-negara maju. Perluasan dampak tersebut antara lain terlihat pada jatuhnya indeks saham pasar modal di berbagai negara, mengetatnya likuiditas di pasar global, serta merosotnya volume perdagangan dunia.

Besarnya tekanan ekonomi pada tahun 2008 yang terjadi di dunia terlihat pada penurunan laju pertumbuhan ekonomi terutama pada kuartal IV 2008 dimana banyak negara mengalami pertumbuhan (*year on year*) negatif, baik di negara-negara industri maju maupun negara berkembang. Secara umum laju pertumbuhan ekonomi di berbagai negara menunjukkan tren menurun. Jika pada tahun 2007 ekonomi dunia tumbuh sebesar 5,2%, namun dalam tahun 2008 pertumbuhannya mengalami penurunan menjadi sekitar 3%, bahkan pada semester kedua tahun 2009 ekonomi dunia masih mengalami pertumbuhan negatif, yaitu negatif 1,1%. Tetapi sinyal pertumbuhan ekonomi Asia dan *emerging market* (Brazil, China, Rusia dan India) semakin menguat pada kuartal III tahun 2009. Diperkirakan pada tahun 2010 ekonomi dunia akan membaik kembali dengan tingkat pertumbuhan 3,1% (Sumber: IMF).

Kondisi rata-rata makro ekonomi 5 (lima) negara ASEAN yang disebut ASEAN-5 (Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, and Thailand) tidak berbeda jauh dengan kondisi di atas. Pertumbuhan GDP di tahun 2009 turun dari 4,75% menjadi 0,72% dibanding 2008. Demikian juga indikator lainnya mengalami penurunan sebagaimana terlihat di tabel berikut ini. Tetapi estimasi IMF menunjukkan akan ada kenaikan pertumbuhan GDP di tahun 2010 menjadi 4% dan diharapkan kembali ke kondisi normal sebelum krisis 2008.

Tabel 4.1
Indikator Makro Ekonomi Negara ASEAN-5

| <i>Subject Descriptor</i> | <i>Units</i> | <i>Scale</i> | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 (est) |
|--|------------------------------|-----------------|--------|----------|----------|----------|---------------|
| <i>Gross domestic product, constant prices</i> | <i>Annual percent change</i> | | 5,73 | 6,27 | 4,75 | 0,72 | 4,01 |
| <i>Gross domestic product, current prices</i> | <i>U.S. dollars</i> | <i>Billions</i> | 906,86 | 1.079,38 | 1.263,42 | 1.239,18 | 1.341,10 |
| <i>Inflation, average consumer prices</i> | <i>Annual percent change</i> | | 8,06 | 4,28 | 9,24 | 2,65 | 4,62 |
| <i>Import volume of goods and services</i> | <i>Annual percent change</i> | | 4,42 | 7,1 | 8,83 | -11,75 | 5,01 |
| <i>Import volume of goods</i> | <i>Annual percent change</i> | | 3,58 | 5,63 | 8,86 | -12,41 | 5,42 |
| <i>Export volume of goods and services</i> | <i>Annual percent change</i> | | 6,83 | 6,71 | 4,36 | -8,19 | 4,12 |
| <i>Export volume of goods</i> | <i>Annual percent change</i> | | 5,85 | 4,11 | 5,05 | -9,08 | 3,84 |

Sumber: *International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Oct 2009*

Dampak krisis keuangan dunia yang dirasakan oleh Indonesia pada pertengahan 2008 lalu tidak separah krisis moneter tahun 1997. Perekonomian domestik dan kondisi pasar keuangan nasional 2009 menunjukkan sinyal positif, IHSG naik 82,1% sehingga Bursa efek Indonesia merupakan pasar modal kedua terbaik di Asia selama tahun 2009. Kurs Rupiah juga stabil bahkan ada kecenderungan masih terus menguat. Pada akhir 2009 kurs pada level Rp 9.400 per dollar AS atau sama dengan tahun 2007. Bahkan Rupiah sempat menguat 15,6 % dan merupakan penguatan tertinggi di Asia. Pendapatan per kapita 2009 sebesar Rp 23,1 juta atau naik dua kali dibanding 2005. Pertumbuhan ekonomi yang cukup stabil tidak terlepas dari kebijakan pemerintah baik dibidang moneter maupun sektor ril. Demikian juga harga BBM kembali turun menjadi Rp 4500 per liter. Konsumsi domestik masih meningkat di bulan Oktober 2009, khususnya produk impor. Pada tahun 2009 inflasi hanya mencapai 2,78% atau merupakan tingkat inflasi terendah dalam sepuluh tahun terakhir ini dan tahun 2010 inflasi diperkirakan akan kembali normal sejalan dengan penguatan aktifitas ekonomi domestik dan naiknya harga-harga komoditi (Sumber: Kementerian Perekonomian).

Tabel 4.2
Indikator Makro Ekonomi Indonesia

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| Produk Domestik Bruto (%) | 5,7 | 5,5 | 6,3 | 6,1 | 4,5 |
| PDB-Nominal (triliun Rp) | 2.774,3 | 3.339,2 | 3.949,3 | 4.954,0 | 5.613,4 |
| Inflasi (yoy) | 17,1 | 6,6 | 6,6 | 11,1 | 2,78 |
| Nilai tukar rata-rata (Rp/US\$1) | 9.705 | 9.164 | 9.140 | 9.691 | 10.485 |
| Pendapatan per Kapita (Juta Rp) | 12,7 | 15,0 | 17,6 | 20,8 | 23,1 |
| Kemiskinan (%) | 16,0 | 17,7 | 16,6 | 15,4 | 14,0 - 14,5 |
| Pengangguran (%) | 10,3 | 10,3 | 9,8 | 8,4 | 7,0 - 8,0 |
| Hutang terhadap PDB (%) | 45,7 | 39,2 | 35,1 | 32,8 | 32,0 |

Sumber: Kementerian Perekonomian dan BPS

Melemahnya pasar modal global mempengaruhi ekonomi ril dengan 3 (tiga) cara utama yaitu pertama, meningkatkan *borrowing cost* untuk sektor rumah tangga dan perusahaan; kedua, meningkatkan *cost of capital* perusahaan sehingga menurunkan investasi; dan ketiga, mengurangi tingkat kesejahteraan rumah tangga, berdampak pada penurunan konsumsi.

Kondisi lesunya ekonomi global berdampak pada penurunan yang tajam suku bunga global berakibat melemahnya mata uang utama dunia. Pelemahan mata uang ini membuat pemilik dana (*investor*) global mencari alternatif lain di pasar negara berkembang yang mendorong terjadinya penguatan mata uang lokal.

4.1.1 Produk Domestik Bruto (PDB)

Dengan makro ekonomi yang relatif stabil, perekonomian Indonesia kembali tumbuh walaupun belum mampu mencapai tingkat pertumbuhan seperti pada dua tahun sebelumnya namun cukup stabil dalam 5 tahun terakhir. Selama 2009 pertumbuhan ekonomi nasional sebesar 4,5%, melebihi perkiraan semula yang hanya diprediksi tumbuh sekitar 3,5% oleh lembaga internasional *Asian Development Bank* (ADB) dan *International Monetary Fund* (IMF).

Pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 2009 terutama didukung oleh pertumbuhan konsumsi rumah tangga dan konsumsi pemerintah masing-masing 4,7% dan 10,2%. Hampir semua sektor tumbuh positif namun pertumbuhan Sektor Angkutan dan

komunikasi masih tetap terbesar. Sektor Pengangkutan dan Komunikasi 18,2 %, sedangkan Sektor Perdagangan, Hotel dan Restoran tumbuh minus 0,6% (sumber: BPS).

Ekspor dan impor tahun 2009 mengalami penurunan. Ekspor mengalami penurunan sebesar 8,2% dan impor sebesar 18,3%. Walaupun ekspor menurun, pertumbuhan PDB Indonesia masih bisa tumbuh positif karena peranan pengeluaran sektor konsumsi yang besar dalam ekonomi Indonesia. Pada tahun 2009 peran konsumsi rumah tangga terhadap PDB mencapai 58% sedangkan ekspor hanya 23,5%, sehingga ketika pasar ekspor melemah akibat krisis finansial yang sedang dihadapi negara besar yang menjadi tujuan ekspor utama Indonesia, ekonomi Indonesia masih bisa tumbuh dengan mengandalkan pasar domestik (sumber: BPS).

Bank Indonesia (BI) memprediksi pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2010 mencapai 5,5%-5,6% (IMF memprediksi 4,8%). Perkiraan BI ini juga sejalan dengan prediksi Bank Dunia. Pertumbuhan ekonomi akan mencapai angka tersebut apabila pertumbuhan konsumsi yang stabil serta pemulihan investasi mesin dan sarana pendukung. Menurut *World Bank*, pendorong utama pertumbuhan ekonomi 2010 diperkirakan berasal dari permintaan dalam negeri (domestik) didukung pemulihan di sektor eksternal. Pertumbuhan ekonomi pada tahun 2012 diprediksi melampaui 6% dan 2014 diharapkan dapat mencapai sekitar 7%.

Pada 2010, volume ekspor Indonesia juga diprediksi naik ke tingkat sebelum krisis karena dunia pulih secara bertahap dan ada kenaikan harga komoditas. Namun impor diperkirakan lebih cepat pulih dibanding ekspor karena ekonomi domestik tumbuh lebih cepat dari negara tujuan ekspor Indonesia dan juga produksi barang ekspor.

Sementara itu daya beli masyarakat diperkirakan masih tetap tinggi. Dengan suku bunga yang rendah dan nilai tukar Rupiah yang stabil dan kuat maka pasar domestik masih bisa tumbuh lebih baik sehingga PDB dari sektor domestik bisa meningkat lebih tinggi dibanding tahun 2009. Dengan demikian pada tahun 2010 ekonomi Indonesia masih bisa tumbuh antara 6%-7%.

Jika dibandingkan dengan negara lain di Asia Tenggara, pertumbuhan ekonomi Indonesia lebih baik misalnya dibanding dengan Singapura, Malaysia, maupun Thailand seperti terlihat di tabel berikut ini. Pertumbuhan yang lebih baik juga dialami Laos dan Vietnam. Tetapi di 2010 diprediksi pertumbuhan ekonomi semua negara ASEAN akan positif dan sama halnya dengan prediksi IMF di atas.

Tabel 4.3.
GDP Growth Southeast Asia (% per year)

| Year | South east Asia | Brunei Darussalam | Cambodia | Indonesia | Laos People's Dem. Rep. | Malaysia | Philippines | Singapore | Thailand | Vietnam |
|------|-----------------|-------------------|----------|-----------|-------------------------|----------|-------------|-----------|----------|---------|
| 2004 | 6.5 | 0.5 | 10.3 | 5 | 7 | 6.8 | 6.4 | 9.3 | 6.3 | 7.8 |
| 2005 | 5.7 | 0.4 | 13.3 | 5.7 | 6.8 | 5.3 | 5 | 7.3 | 4.6 | 8.4 |
| 2006 | 6 | 4.4 | 10.8 | 5.5 | 8.3 | 5.8 | 5.4 | 8.4 | 5.2 | 8.2 |
| 2007 | 6.4 | 0.6 | 10.2 | 6.3 | 7.8 | 6.3 | 7.2 | 7.8 | 4.9 | 8.5 |
| 2008 | 4.1 | -1.9 | 6.7 | 6.1 | 7.2 | 4.6 | 3.8 | 1.1 | 2.2 | 6.2 |
| 2009 | 0.1 | -1.2 | -1.5 | 4.5 | 5.5 | -3.1 | 1.6 | -5.0 | -3.2 | 4.7 |
| 2010 | 4.3 | 2.3 | 3.5 | 5.4 | 5.7 | 4.2 | 3.3 | 3.5 | 3.0 | 6.5 |

Sumber: *Asian Development Outlook database; Dec 2009*

GDP negara yang termasuk dalam *developing Asia* pada tahun 2009 juga mengalami pertumbuhan yang cukup stabil, bahkan berdasarkan data ADB ini, pada tahun 2010 akan terjadi *recovery* yang cukup signifikan dengan pertumbuhan 6,6%.

Perubahan proyeksi pertumbuhan ekonomi Asia yang dirilis oleh Bank Pembangunan Asia menunjukkan kondisi perekonomian global yang mulai membaik. Faktor pendorong internal adalah program-program stimulus yang meningkatkan daya beli masyarakat. Faktor pendorong eksternal adalah stabilnya perdagangan.

Bank Pembangunan Asia (*The Asian Development Bank* atau ADB) merevisi proyeksi pertumbuhan ekonomi Asia menyusul hasil kinerja perekonomian beberapa negara pada kuartal III 2009 yang melebihi ekspektasi.

Jika September 2009 ADB memperkirakan pertumbuhan ekonomi Asia tahun 2009 hanya 3,9% dan 6,4% tahun 2010, pada Desember 2009 proyeksi itu berubah menjadi 4,5% pada 2009 dan 6,6% pada 2010.

Tabel 4.4.
Revised GDP Growth Rate for Developing Asia (% per year)

| Sub Region/Economy | 2007 | 2008 | ADO Update | | Revised | |
|---------------------------------|------|------|------------|------|---------|------|
| | | | 2009 | 2010 | 2009 | 2010 |
| Developing Asia | 9,1 | 6,1 | 3,9 | 6,4 | 4,5 | 6,6 |
| Emerging East Asia | 9,7 | 6,1 | 3,6 | 6,5 | 4,2 | 6,8 |
| East Asia | 10,5 | 6,5 | 4,4 | 7,1 | 5,1 | 7,3 |
| China, peoples's republic of | 13,0 | 9,0 | 8,2 | 8,9 | 8,2 | 8,9 |
| South east Asia | 6,4 | 4,1 | 0,1 | 4,3 | 0,6 | 4,5 |
| ASEAN 5 | 6,3 | 4,0 | -0,1 | 4,2 | 0,3 | 4,5 |
| South Asia | 8,6 | 6,3 | 5,6 | 6,4 | 6,4 | 6,4 |
| India | 9,0 | 6,7 | 6,0 | 7,0 | 7,0 | 7,0 |
| Central Asia | 12,0 | 5,7 | 0,5 | 3,6 | 0,2 | 3,6 |
| The Pacific | 3,0 | 5,2 | 2,8 | 3,1 | 2,8 | 3,1 |

Sumber: Asian Development Bank; Special Note; Dec 2009

Note: ADO: Asian Development Outlook; *Developing Asia* refers to 44 developing member countries of the Asian Development Bank and Brunei Darussalam, an unclassified regional member; *Emerging East Asia* comprises East and Southeast Asian economies except Mongolia; *East Asia* comprises People's Republic of China; Hong Kong, China; Republic of Korea; Mongolia, and Taipei, China; *Southeast Asia* comprises the ASEAN-5 (Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, and Thailand) plus the economies of Brunei Darussalam, Cambodia, Lao People's Democratic Republic, Myanmar, and Viet Nam; *South Asia* comprises Islamic Republic of Afghanistan, Bangladesh, Bhutan, India, Maldives, Nepal, Pakistan, and Sri Lanka; *Central Asia* comprises Armenia, Azerbaijan, Georgia, Kazakhstan, Kyrgyz Republic, Tajikistan, Turkmenistan, and Uzbekistan; and *The Pacific* comprises Cook Islands, Fiji Islands, Kiribati, Republic of the Marshall Islands, Federated States of Micronesia, Nauru, Papua New Guinea, Republic of Palau, Samoa, Solomon Islands, Democratic Republic of Timor-Leste, Tonga, Tuvalu, and Vanuatu.

Tidak berbeda jauh dengan prediksi ADB, IMF memproyeksikan pertumbuhan ekonomi dunia akan lebih baik dibanding tahun 2009. IMF memproyeksikan pertumbuhan ekonomi global 2010 sebesar 3,8%, sedangkan ASEAN-5 diprediksi 4,6% tetapi pemulihan dari resesi akan melambat sebagai dampak dari berbagai langkah fiskal dan moneter yang melemah. Oleh sebab itu stimulus fiskal tetap dibutuhkan untuk mendukung pemulihan ekonomi yang masih rentan.

Menurut laporan IMF, di sisi penawaran, IMF memperkirakan produksi industri dan perdagangan pada 2010 akan semakin membaik. Kepercayaan meningkat, baik di sektor finansial maupun sektor ril.

Sedangkan di sisi permintaan, IMF melihat konsumsi rumah tangga belum meningkat signifikan. Oleh karena itu, masih membutuhkan peranan lebih dari pemerintah karena konsumsi masyarakat belum mampu menopang perekonomian. Salah satu risiko perlambatan dalam pemulihan ekonomi, menurut laporan IMF, adalah pencabutan kebijakan yang dilakukan pada saat krisis (*exit policy*). Risiko yang paling terlihat pada proses pemulihan ekonomi ini adalah *exit policy* yang terlalu dini pada saat dunia masih menjalani proses penyeimbangan ulang. Selain *exit strategy*, faktor lain yang memunculkan risiko terhadap pemulihan ekonomi adalah kenaikan harga minyak, yang diperkirakan 76 dollar AS per barel pada 2010, sementara tahun lalu, rata-rata harga minyak 62 dollar AS per barel. Kemudian, risiko juga akan muncul dari angka pengangguran yang tinggi dan hutang pemerintah yang banyak.

Beberapa pengamat ekonomi memperkirakan bahwa *capital inflow* ke Indonesia akan meningkat dalam beberapa waktu ke depan. Investor asing akan mengalihkan investasinya dari Eropa ke *emerging country* seperti Brasil, China, India, dan Indonesia. *Capital inflow* akan menyebabkan nilai tukar Rupiah dan IHSG mengalami penguatan

Ditengah optimisme akan pertumbuhan ekonomi 2010, sebagian ekonom Indonesia memperkirakan peningkatan pertumbuhan ekonomi Indonesia hanya moderat saja. Masih lemahnya sektor manufaktur merupakan salah satu alasan bahwa pertumbuhan ekonomi masih belum bisa melesat seperti Cina atau India, karena tantangan untuk sektor manufaktur di pasar ekspor masih cukup berat.

Namun menurut pandangan Data Consult, lembaga survei, dengan pulihnya pasar ekspor dan masih tingginya harga komoditi primer, maka ekspor Indonesia akan terus meningkat melanjutkan peningkatan selama kuartal terakhir tahun 2009. Dengan mengacu pada tren pertumbuhan tiga bulan terakhir diperkirakan selama tahun 2010, ekspor bisa meningkat 15%-20% dibanding tahun 2009. Demikian juga impor akan meningkat lebih pesat karena sebagian bahan baku untuk barang ekspor berasal dari

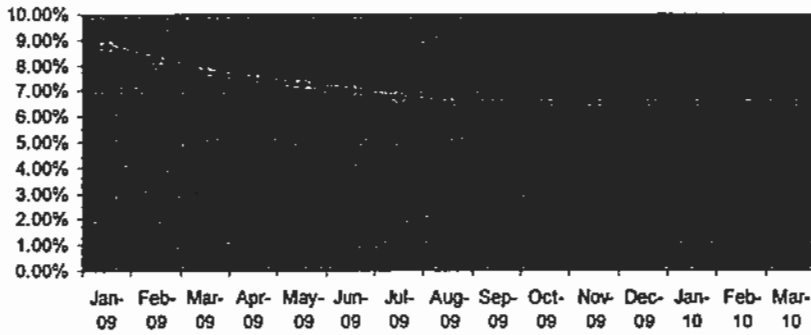
impor. Demikian juga investor asing akan makin banyak lagi masuk ke Indonesia mengingat Indonesia memiliki peluang ekonomi yang lebih baik dibandingkan negara berkembang lainnya.

4.1.2 Tingkat Bunga

Seperti disebutkan sebelumnya perekonomian Indonesia merupakan salah satu yang terbaik dalam menghadapi krisis ekonomi global yang bermula dari krisis *subprime* di AS saat ini. Kondisi ekonomi yang cukup baik ini berkaitan dengan kebijakan suku bunga khususnya *BI rate*.

Prediksi kebijakan suku bunga ke depan tidak dapat lepas dengan pengaruh inflasi. Peningkatan atau penurunan suku bunga tergantung pada inflasi. Suku bunga merupakan salah satu instrumen yang dapat digunakan untuk mengatur laju inflasi. Pada saat inflasi mengalami percepatan, suku bunga akan dinaikkan untuk meredam hal tersebut. Kondisi ini tentunya juga berlaku sebaliknya. Jika inflasi dianggap aman dan terkendali, suku bunga dapat diturunkan untuk mempercepat laju pertumbuhan ekonomi.

Saat ini suku bunga di Indonesia, yang tercermin dalam *BI rate*, berada pada tingkat yang rendah yaitu pada level 6,5%. Sejak bulan Januari 2009 BI telah menurunkan *BI rate* sebesar 2,25%. Keputusan BI untuk menurunkan *BI rate* berkaitan erat dengan kondisi ekonomi global yang mulai stabil dan beberapa negara lainnya juga melakukan hal yang sama. Kondisi ini merupakan hal yang dibutuhkan untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Data historis *BI rate* pada tahun 2009 sampai dengan Maret 2010 dapat dilihat pada grafik berikut.



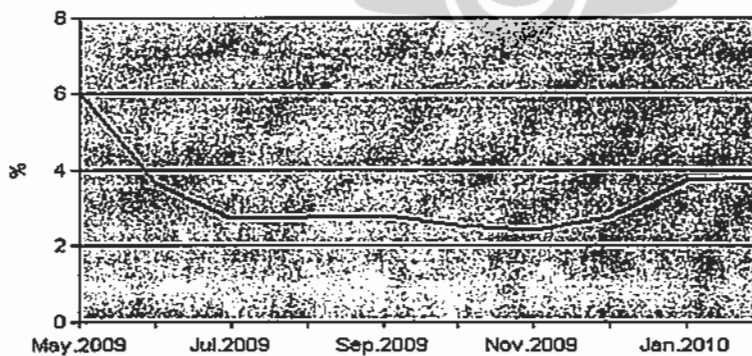
Gambar 4.1. Tingkat BI Rate

Sumber : <http://www.bi.go.id/>; Bank Indonesia

Pada 4 Maret 2010 Bank Indonesia memutuskan untuk mempertahankan BI Rate pada level 6,5%. Keputusan diambil setelah mempertimbangkan bahwa BI Rate pada tingkatan tersebut dipandang masih konsisten dengan pencapaian sasaran inflasi tahun 2010 dan 2011 sebesar $5\% \pm 1\%$, serta masih kondusif bagi upaya memperkuat proses pemulihan perekonomian, stabilitas keuangan, serta intermediasi perbankan.

4.1.3 Tingkat Inflasi

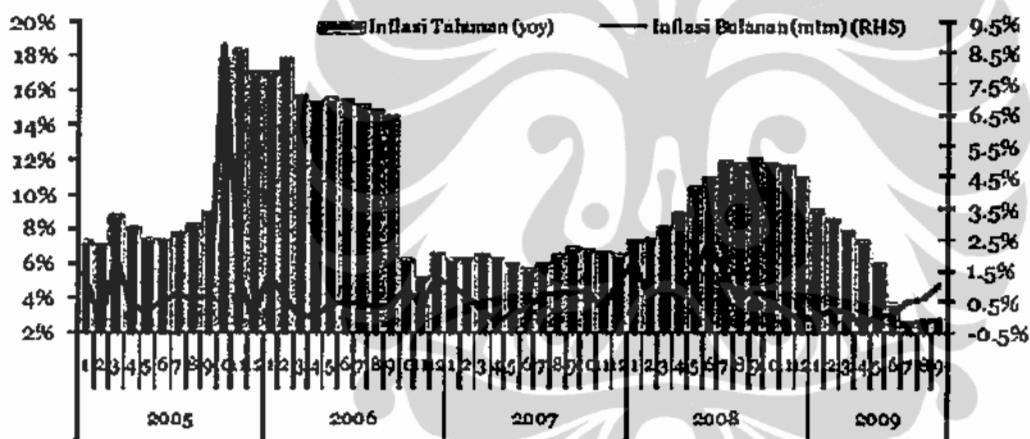
Selain untuk kebutuhan peningkatan pertumbuhan ekonomi nasional, keputusan BI untuk menyesuaikan BI rate berkaitan dengan melambatnya inflasi yang dialami Indonesia. BI tidak akan menerapkan kebijakan penurunan bunga yang agresif jika inflasi Indonesia mengalami laju yang cepat. Data historis inflasi bulanan di tahun 2009 sampai dengan Januari 2010 dapat dilihat pada grafik di bawah ini.



Gambar 4.2. Inflasi (Inflation Rate)

Sumber : <http://www.bi.go.id/>; Bank Indonesia, 2010

Kestabilan nilai tukar Rupiah yang disertai dengan tersedianya pasokan dan terjaminnya distribusi bahan makanan mempengaruhi perkembangan laju inflasi dalam beberapa tahun terakhir. Setelah mengalami kenaikan laju inflasi tahun 2005 sebagai dampak dari kebijakan Pemerintah menaikkan harga BBM, laju inflasi tahun 2006 dan 2007 mengalami penurunan yang cukup signifikan (sesuai Tabel 4.2 Indikator Makro Ekonomi Indonesia dan Gambar 4.3 Perkembangan Inflasi). Pada periode tersebut laju inflasi relatif sama sekitar 6,6%. Tetapi memasuki tahun 2008 melonjaknya harga minyak dan komoditi pangan dunia telah berimbas terhadap tingginya inflasi Indonesia yang mencapai 11,06%. Peningkatan harga minyak dunia tersebut menyebabkan kenaikan harga BBM bersubsidi sebesar 28,7% pada Mei 2008. Dampak kenaikan minyak tersebut ditambah kelangkaan pasokan komoditi terkait seperti minyak tanah dan LPG di beberapa daerah.



Gambar 4.3. Perkembangan Inflasi

Sumber: <http://www.bps.go.id>

BI memperkirakan tekanan inflasi yang signifikan tidak akan terjadi setidaknya sampai Semester I 2010 dan secara keseluruhan inflasi 2010 diyakini akan berada pada kisaran sasarannya sebesar $5\% \pm 1\%$. Sementara APBN 2010 menetapkan asumsi inflasi selama 2010 sebesar 5,0% dan kemudian dalam RAPBNP 2010, pemerintah menaikkan asumsi inflasi menjadi 5,7%.

Pada sisi lain pengamat ekonomi memperkirakan inflasi selama 2010 bisa mencapai 6,3% seiring dengan perkiraan meningkatnya perekonomian nasional dalam tahun

2010. Tekanan inflasi tersebut meningkat khususnya pada komponen *administered price*, yaitu dilihat dari faktor primer seperti naiknya Tarif Dasar Listrik (TDL) hingga 20%-25% untuk industri dan sektor tertentu dan harga berbagai komoditas terutama minyak yang mengalami kenaikan yang tinggi seperti pada beberapa tahun lalu. Selain itu jika harga pasar BBM mencapai 100% diatas harga BBM subsidi maka pemerintah akan melakukan penyesuaian BBM domestik. Jika harga BBM naik maka akan meningkatkan inflasi di 2010. Selain listrik dan minyak, gas elpiji diperkirakan juga akan kembali mengalami kenaikan di 2010 dan berkontribusi terhadap angka inflasi 2010. Berdasarkan laporan IMF, inflasi global juga mengalami peningkatan khususnya untuk negara yang termasuk dalam *emerging economies*. *Emerging economies* terdiri dari Argentina, Brazil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Estonia, Hungary, India, Indonesia, Latvia, Lithuania, Malaysia, Mexico, Pakistan, Peru, Philippines, Poland, Romania, Russia, Slovak Republic, South Africa, Thailand, Turkey, Ukraine, and Venezuela.

4.1.4 Nilai Tukar Rupiah

Nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS cukup stabil selama 2009 dengan kurs rata-rata Rp 10.485 per dollar AS. Sedangkan kurs BI penutupan akhir tahun 2009 adalah sebesar Rp 9.400 per dollar AS. Rupiah pada penutupan 2009 dibanding penutupan 2008 telah mengalamai apresiasi dari Rp 10.500 per dollar AS di akhir 2008 menjadi Rp 9.400 per dollar AS di akhir 2009. Selain penguatan Rupiah yang juga diharapkan adalah kestabilan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS. Nilai Rupiah yang stabil memungkinkan perekonomian berjalan lebih baik, para pengusaha baik dalam rangka ekspor maupun impor lebih mampu memprediksi rencana usahanya. Mengingat masih relatif kuatnya fundamental perekonomian Indonesia, maka nilai tukar rupiah diprediksi akan bergerak stabil sekitar Rp 9.150 per dollar AS sampai akhir tahun 2010. (sumber: Anton Hendranata, ekonom dari Bank Danamon).

4.1.5 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Terjadinya krisis ekonomi di Eropa menyebabkan investor mengalihkan investasinya dari Eropa ke *emerging country* termasuk Indonesia. Para investor harus tetap menginvestasikan dananya karena kalau tidak akan mengalami kerugian dan pilihannya adalah *emerging country* seperti Brasil, China, India, atau Indonesia. *Capital inflow* akan menyebabkan nilai tukar Rupiah dan IHSG mengalami penguatan

Krisis ekonomi 2008 yang menjatuhkan bursa-bursa saham di seluruh dunia saat ini telah mulai terjadi *rebound*, hal ini ditandai dengan kembali menguatnya bursa saham di seluruh dunia. Selain itu perkembangan data ekonomi dari berbagai negara juga turut menunjukkan pemulihan ekonomi yang lebih baik. Kenaikan bursa saham Indonesia di tahun 2009 merupakan sesuatu yang sangat baik. Pada akhir Maret 2010, IHSG telah mencatat rekor tertingginya sepanjang sejarah berada di atas level 2.800 poin. Kondisi ini terakhir terjadi pada bulan Januari 2008 yang disusul anjloknya bursa saham.

Benua Asia menjadi penggerak penting bagi proses pemulihan ekonomi global. Asia memang merupakan benua yang tidak terlalu terpengaruh oleh krisis ekonomi 2008 yang berawal dari Amerika Serikat, kecuali Jepang. Meskipun sempat jatuh mengiringi jatuhnya bursa saham global, saat ini bursa Asia telah mengalami pemulihan termasuk bursa saham Jepang dengan indeks Nikkei yang kembali menguat.

4.2 Analisis Industri

4.2.1 Analisis Lingkungan Industri

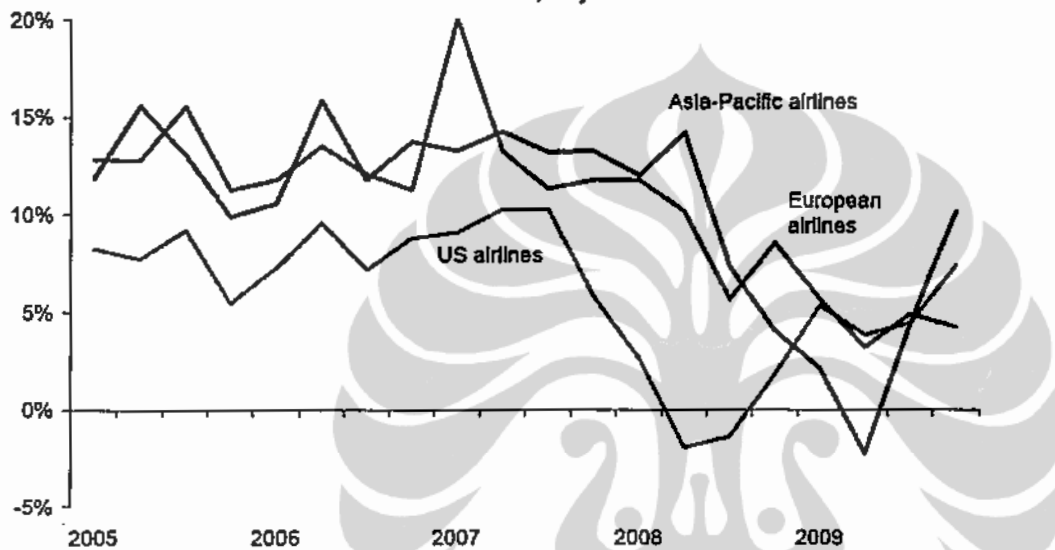
Untuk tujuan kejelasan dan kemudahan dalam menganalisis lingkungan industri penerbangan maka disini akan dijelaskan secara terpisah antara lingkungan industri penerbangan dunia dan lingkungan industri penerbangan nasional. Seharusnya kedua lingkungan industri saling berhubungan satu sama lain, ketika industri penerbangan dunia mengalami masa sulit seharusnya industri penerbangan nasional juga mengalami hal yang sama. Tetapi pengalaman resesi tahun 2008 menunjukkan hal yang berbeda, ketika industri penerbangan dunia mengalami kesulitan, industri penerbangan nasional tetap tumbuh. Untuk lebih jelas akan diuraikan dalam paragraf selanjutnya.

4.2.1.1 Industri Penerbangan Dunia

Menurut ketua eksekutif *The International Air Transport Association* (IATA) Giovanni Bisignani, industri penerbangan global pada tahun 2009 menghadapi situasi yang sulit. Maskapai di seluruh dunia mengalami kerugian secara kolektif hingga 9,4 miliar dollar AS sepanjang tahun 2009 dengan penyusutan pendapatan mencapai 80 miliar dollar AS dibandingkan tahun sebelumnya. Kerugian diakibatkan krisis

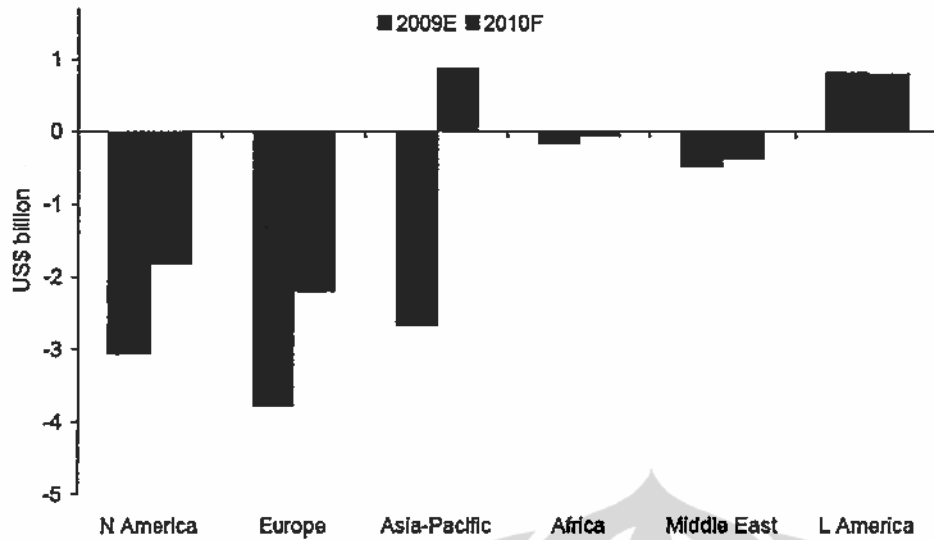
ekonomi global yang menyebabkan penurunan permintaan jasa perjalanan udara dan jasa kargo.

Industri perjalanan udara mengalami kerugian besar pada kuartal pertama 2009. Dalam laporan IATA terdapat kerugian 50 maskapai penerbangan terkemuka yang mencapai lebih dari 3 miliar dollar AS. *Ebitda* dan *net profit* mengalami kenaikan untuk beberapa kawasan saja seperti terlihat pada gambar berikut.



Gambar 4.4. Ebitda as (%) Revenues, Major Airlines

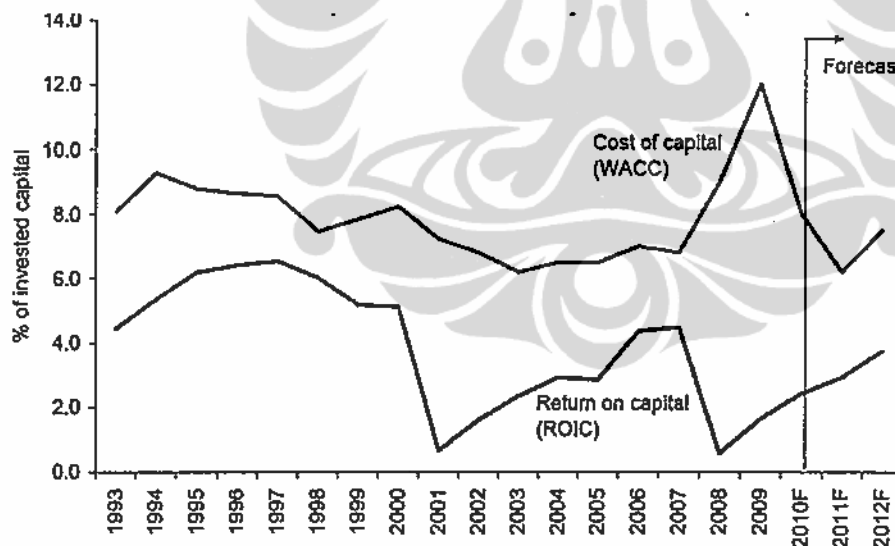
Sumber: *Outlook for airline markets and Financial performance*, Brian Pearce, March 2010, Bloomberg



Gambar 4.5. Net Profit by Region

Sumber: *Outlook for airline markets and Financial performance*, Brian Pearce, March 2010, IATA Economics, www.iata.org/economics

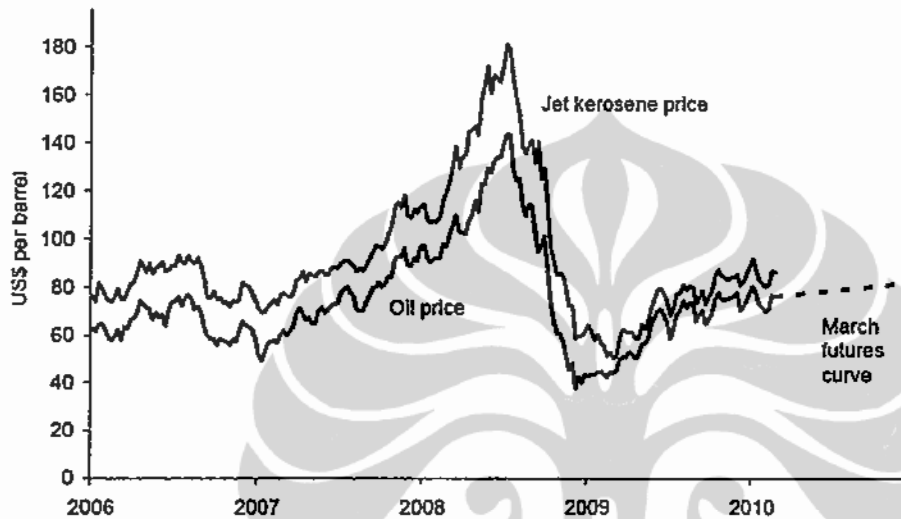
Demikian juga *return on invested capital* diprediksi akan mengalami kenaikan dalam beberapa tahun ke depan seperti terlihat pada gambar berikut ini.



Gambar 4.6. Return on Invested Capital in The Airline Industry vs The Cost of Capital

Sumber: *Outlook for airline markets and Financial performance*, Brian Pearce, March 2010, IATA Economics, www.iata.org/economics

Di sisi lain di tengah optimisme prediksi industri penerbangan terdapat ancaman dari fluktuasi harga minyak dunia yang sangat mempengaruhi kinerja keuangan industri penerbangan. Kontribusi biaya bahan bakar sangat besar terhadap total biaya penerbangan sehingga perubahan (kenaikan atau penurunan) harga bahan bakar sangat sensitif terhadap profitabilitas perusahaan. Berikut disampaikan historis harga bahan bakar dunia dari tahun 2006 hingga proyeksi tahun 2010.



Gambar 4.7. Jet and Oil Fuel Price

Sumber: *Outlook for airline markets and Financial performance*, Brian Pearce, March 2010, IATA Economics, www.iata.org/economics, Platts, IATA

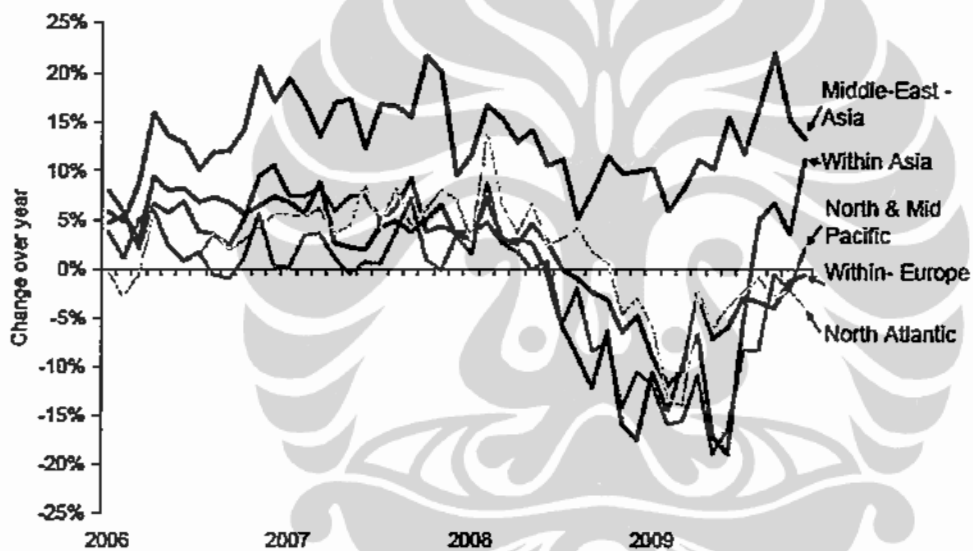
IATA merupakan representasi 230 maskapai penerbangan di dunia yang 90 persennya memiliki penerbangan berjadwal. Tetapi jumlah tersebut tidak termasuk maskapai bertarif murah yang belakangan mengalami pertumbuhan yang tinggi.

IATA menyatakan sepanjang 2009 industri penerbangan global masih terimbas krisis ekonomi sehingga secara tahunan mengalami penurunan permintaan sekitar 3,5% dibanding tahun sebelumnya dengan *load factor* 75,6%.

Berdasarkan survei yang dilakukan oleh *International Civil Aviation Organization* (ICAO), lalu lintas penumpang penerbangan dunia turun 3,1% selama tahun 2009. Penurunan terjadi akibat krisis keuangan global. Penurunan ini mengakibatkan penurunan 1% dari produk domestik bruto (PDB) dunia untuk tahun 2009. Angka perjalanan udara dunia selama tahun 2009 menunjukkan lalu lintas

internasional menurun sekitar 3,9% dan domestik turun 1,8%. Tetapi hal ini tidak terjadi di wilayah Timur Tengah, dimana di wilayah tersebut mencatat pertumbuhan 10%.

Melemahnya pasar keuangan global telah menurunkan aktivitas perekonomian global, menurunkan pertumbuhan bahkan sebagian menimbulkan resesi ekonomi yang pada akhirnya berdampak pada penurunan jumlah penumpang *airline* terutama penurunan jumlah *premium passenger* di tahun 2008. Tetapi sejak akhir 2009 permintaan terhadap *airlines* kembali membaik terutama untuk Asia, Amerika Latin dan *Middle-East-Asia*. Hal itu terlihat pada grafik di bawah ini.



Gambar 4.8. *Growth in Passenger Numbers by Market*

Sumber: *Outlook for airline markets and financial performance*, Brian Pearce, March 2010, IATA Economics www.iata.org/economics

Kawasan Asia Pasifik mulai mengalahkan Amerika Utara sebagai pasar angkutan udara terbesar di dunia dengan jumlah penumpang 647 juta orang sepanjang 2009. Ini semakin menandakan bahwa Asia sebagai mesin pertumbuhan ekonomi global di masa mendatang. IATA menyatakan jumlah penumpang pada penerbangan di kawasan Asia Pasifik terus bertambah di masa krisis. Hal ini kontras dengan yang dialami kawasan Amerika Utara yang hanya mencatatkan jumlah penumpang sebesar 638 juta orang.

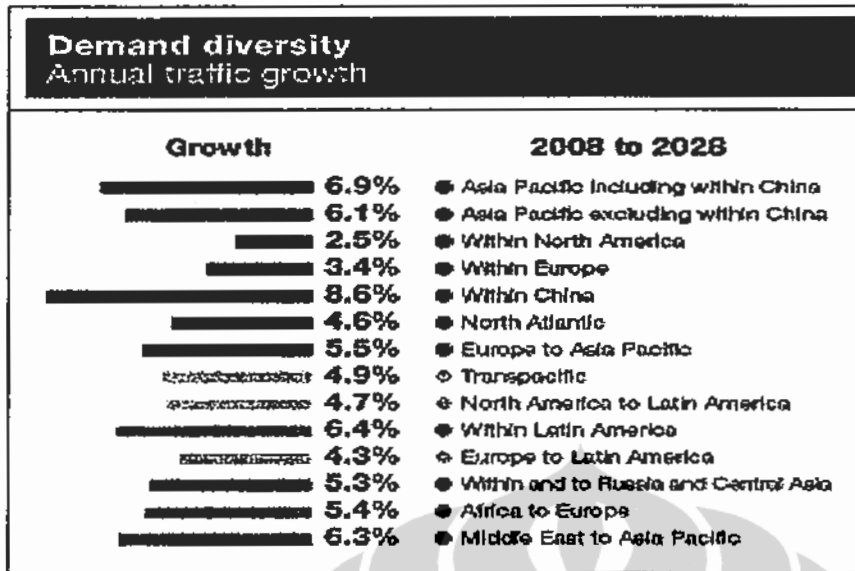
China menjadi negara dengan pertumbuhan penumpang udara tercepat di kawasan Asia, mengalahkan Jepang yang sejak satu dekade terakhir memimpin industri penerbangan regional. Pada akhir 2009 China tumbuh di pasar domestik dengan jumlah total armada pesawat mencapai 1.400 unit dan jumlah penumpang 5,7 juta orang per minggu. Sedangkan Jepang hanya memiliki 540 unit armada dan mengangkut 2,6 juta orang penumpang per minggu.

Pasar Asia Pasifik akan mengalami pertumbuhan yang cepat. Ada lebih dari seperempat dari total 2,2 miliar orang yang terbang tahun 2009 atau 647 juta terbang memenuhi pasar Asia Pasifik. Jumlah ini mengalahkan Amerika Utara yang selalu memimpin pasar. Selain China, pertumbuhan penumpang juga terjadi di kawasan Timur Tengah dengan kenaikan 11,2% selama 2009.

Sejalan dengan membaiknya kondisi ekonomi dunia, maka industri penerbangan diharapkan masih akan tetap tumbuh di tahun 2010. ICAO memprediksikan pemulihan dengan asumsi moderat pertumbuhan industri penerbangan sebesar 3,3% pada tahun 2010. Sedangkan pada tahun 2011 diperkirakan akan menjadi momentum untuk memulihkan pertumbuhan menjadi 5,5%.

IATA memprediksi kerugian industri penerbangan global di tahun 2010 akan menurun. IATA memprediksi penurunan sebesar 2,8 miliar dollar AS lebih kecil dibanding tahun 2009 yang disebabkan membaiknya kondisi *airline* di Asia dan Amerika Latin.

Boeing yang merupakan satu dari dua produsen pesawat terbesar di dunia, memprediksi pertumbuhan lalu lintas penumpang sampai dengan tahun 2028 terbesar ada di kawasan Asia Pasifik, Amerika latin dan Timur Tengah. China adalah negara dengan pertumbuhan terbesar di seluruh dunia. Sebaliknya pertumbuhan terendah ada di kawasan Amerika Utara dan Eropa. Hal tersebut dapat dilihat pada grafik berikut ini.



Gambar 4.9. *Estimated Annual Traffic Growth 2008-2028*

Sumber: Boeing, *Current Market outlook 2009*

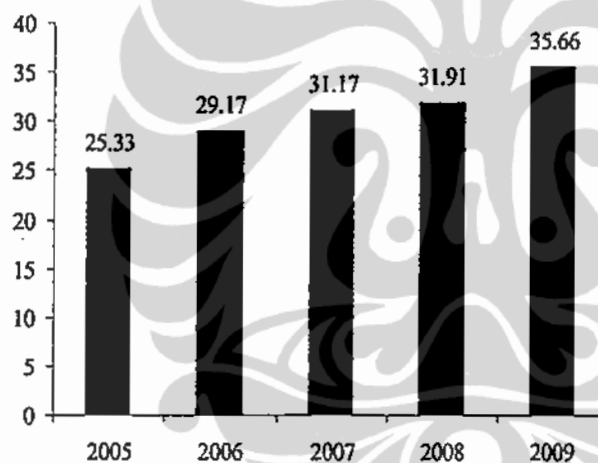
4.2.1.2 Industri Penerbangan Indonesia

Jumlah maskapai di Indonesia sejak 2001 berkembang pesat khususnya maskapai LCC (*Low Cost Carrier*). Berbagai maskapai LCC bermunculan seperti Lion Air (2001), Batavia Air (2002), Sriwijaya Air (2003), Adam Air (2003), Star Air (2002) kemudian Wings Air, Jatayu Air, Bayu Air, Kartika Airline, Ekspres Air dan lainnya. Pemain lama yang masih bertahan adalah Garuda Indonesia, Merpati Nusantara, Mandala Air dan Pelita, sedangkan maskapai lama yang sudah tutup adalah Bouraq, Awair, Sempati dan Indonesian Airline. Diantara maskapai baru ada juga yang sudah tutup seperti Adam Air, Jatayu dan Star Air dan beberapa maskapai lainnya. Ada juga maskapai daerah dan maskapai penerbangan perintis seperti Riau Airlines, DAS Air, Susi Air, Linus Air, Trigana, Seulawah Air dan lainnya walaupun beberapa sudah tidak beroperasi lagi. Banyaknya maskapai baru lahir karena pengusaha penerbangan niaga memanfaatkan deregulasi Undang Undang Penerbangan Tahun 2001 dimana saat itu pengusaha bermodal satu pesawat saja sudah cukup mendirikan sebuah maskapai penerbangan. Semua maskapai ini telah meramaikan industri penerbangan Indonesia.

Pada tahun 2010 jumlah maskapai penerbangan berjadwal yang tergabung dalam INACA (*Indonesian National Air Carrier Association*) yakni Asosiasi Perusahaan

Penerbangan Sipil Nasional sebanyak 17 maskapai dengan perincian 15 maskapai berjadwal penumpang dan dua maskapai berjadwal khusus kargo. Sebagian besar diantaranya telah disebutkan di atas

Sejak tahun 2001 jumlah penumpang transportasi udara domestik naik secara signifikan. Dari tahun 2005 sampai 2009 kenaikan jumlah penumpang udara domestik mengalami peningkatan 40,8%. Pada tahun 2005 jumlah penumpang domestik 25,3 juta dan naik terus hingga tahun 2008 berjumlah 31,9 juta. Ternyata resesi ekonomi dunia tahun 2008 tidak menurunkan pertumbuhan jumlah penumpang domestik. Hal ini terlihat dari jumlah penumpang di tahun 2009 naik lagi menjadi 35,7 juta atau naik 11,7% dari tahun 2008. Di tahun 2015 diprediksi jumlah penumpang pesawat mencapai 77,6 juta. Data penumpang domestik dapat dilihat pada grafik di bawah ini.



Gambar 4.10. Jumlah Penumpang Domestik 2005-2009 (juta orang)

Sumber: BPS

Beberapa faktor pendorong kenaikan jumlah penumpang domestik adalah pertumbuhan ekonomi nasional, dibukanya rute-rute baru oleh maskapai nasional, harga tiket relatif murah oleh maskapai LCC, kapasitas penerbangan yang meningkat seiring dengan penambahan pesawat-pesawat baru oleh maskapai nasional.

Dalam lima tahun mendatang diperkirakan rata-rata pertumbuhan arus penumpang domestik masih bisa mencapai 15% per tahun. Arus penumpang ini dihitung dari 204 bandara yang tersebar dan beroperasi di seluruh Indonesia. Pada Januari-Februari

2010 jumlah penumpang domestik mencapai 6,2 juta orang atau naik 20,76% dibanding periode yang sama tahun lalu yang berjumlah 5,2 juta orang. Sedangkan untuk tujuan internasional selama Januari-Februari 2010 jumlah angkutan udara keluar negeri, baik menggunakan penerbangan nasional maupun asing mencapai 1,4 juta orang atau naik 30,80% dibanding periode yang sama tahun lalu sebesar 1 juta orang. (Sumber: BPS, Berita Resmi Statistik No 22/04/th.XIII, 1 April 2010)

Kunjungan wisatawan asing erat kaitannya dengan permintaan industri transportasi udara atau penerbangan nasional. Pada tahun 2010 Indonesia menargetkan untuk menarik 7 juta wisatawan asing atau naik 8% dari 6,45 juta pengunjung tahun 2009. Berdasarkan data BPS, secara kumulatif (Januari-April) 2010, jumlah wisman mencapai 2,17 juta orang atau naik 14,47 persen dibanding jumlah wisman pada periode yang sama tahun 2009 sebanyak 1,89 juta orang. Semakin banyak wisatawan asing yang datang ke Indonesia diharapkan industri penerbangan nasional akan semakin tumbuh dan menguntungkan. Pencabutan larangan maskapai Indonesia termasuk Garuda untuk terbang ke Eropa pada tahun 2009 akan membantu meningkatkan jumlah kunjungan wisatawan asing ke Indonesia.

4.2.2 Analisis Siklus Hidup Industri

Untuk mengidentifikasi siklus hidup industri penerbangan, khususnya penerbangan nasional, maka dilakukan pertimbangan terhadap beberapa aspek berikut ini:

- a. Dilihat dari aspek permintaan, permintaan terhadap jasa angkutan udara masih tumbuh hal ini ditandai dengan pertumbuhan jumlah penumpang domestik beberapa tahun terakhir 10%-20% dan estimasi pertumbuhan beberapa tahun ke depan sekitar 15%. Selain itu masih banyak rute-rute domestik yang belum diterbangi dan banyak daerah hasil pemekaran (otonomi daerah) yang membutuhkan jasa penerbangan seperti di Indonesia timur.
- b. Dilihat dari aspek persaingan, persaingan dalam industri sangat tinggi dan investasi pada pesawat baru sangat besar.
- c. Dilihat dari jumlah perusahaan, perusahaan penerbangan besar yang mendominasi industri penerbangan domestik hanya ada 2 (dua) yakni Garuda dan Lion yang menguasai 50% pasar domestik.

Berdasarkan hasil identifikasi di atas maka disimpulkan bahwa industri penerbangan nasional berada pada tahap ekspansi.

4.2.3 Analisis Siklus Bisnis

Analisis siklus bisnis adalah analisis hubungan antara kemampuan operasi perusahaan dengan kondisi perekonomian makro. Dengan melakukan analisis siklus bisnis maka akan dapat diperkirakan kondisi suatu industri jika terjadi perubahan kondisi perekonomian. Jasa penerbangan adalah jasa yang sensitif terhadap kondisi perekonomian. Ketika ekonomi tumbuh maka permintaan terhadap jasa penerbangan akan naik dan ketika ekonomi sedang sulit permintaan terhadap jasa penerbangan akan turun drastis. Dalam situasi sulit seseorang akan beralih ke jasa transportasi lain yang lebih murah seperti kapal laut, kereta api atau bus walaupun jangka waktu yang dibutuhkan lebih lama atau akan menunda perjalanan selama masa resesi. Salah satu pengguna jasa penerbangan adalah para wisatawan. Pada masa resesi aktivitas pariwisata akan berkurang sehingga aktivitas penerbangan juga berkurang.

Berdasarkan analisis di atas dapat disimpulkan bahwa industri penerbangan termasuk dalam *cyclical industry* yakni industri yang sensitif terhadap kondisi makro ekonomi.

4.2.4 Porter's Five Competitive Forces Analysis

Untuk memberikan deskripsi yang lebih jelas tentang industri penerbangan maka berikut disajikan analisis dengan menggunakan *Porter's Five Competitive Forces*. Melalui analisis ini dapat diidentifikasi kekuatan persaingan dalam industri. Hal ini nantinya akan dijadikan pertimbangan bagi investor untuk masuk ke dalam industri penerbangan. Michael E. Porter mengemukakan konsep *competitive strategy* yang menganalisis persaingan bisnis, dimana menurutnya terdapat lima kekuatan bersaing (*five forces competitive*) yang masing-masing akan dijelaskan berikut ini.

4.2.4.1 Tingkat Persaingan

Persaingan harga dalam industri penerbangan sangat ketat khususnya terjadi pada rute pendek misalnya Jakarta-Surabaya. Sedangkan perang tarif untuk rute panjang tidak seketat rute pendek. Hal ini karena jumlah maskapai yang melayani rute panjang lebih sedikit, misalnya Jakarta-Jayapura.

Pada industri penerbangan nasional Garuda saat ini masih menjadi *market leader* untuk pasar internasional dilihat dari jumlah penumpang, untuk pasar domestik Garuda berada di urutan kedua setelah Lion Air seperti tercantum dalam tabel 1.3

pada bab I. Sebagai merek yang paling lama berkiprah di Indonesia, Garuda memiliki *brand association* yang paling kuat. Lion Air belum bisa mengimbangi Garuda dalam hal kekuatan merek, kecuali dalam aspek atribut harga tiket yang murah. Berdasarkan survei Markplus April 2010, Garuda memiliki *brand association* maskapai yang memiliki pelayanan bagus, tepat waktu dan mahal, sedangkan Lion Air sebagai maskapai yang sering terlambat dan murah.

Berdasarkan survey MRI (*Marketing Research Indonesia*), di benak penumpang maskapai penerbangan terbagi menjadi dua kelompok besar, yaitu pemain lama seperti Garuda, Merpati, dan Mandala serta pemain baru seperti Lion Air, Sriwijaya dan Batavia Air. Pemain lama memiliki citra dapat dipercaya, lebih prestisius, dan merek yang direkomendasi. Sementara pemain baru terutama dicirikan oleh harganya yang murah.

Peluang pertumbuhan industri penerbangan ada karena makin berkembangnya ekonomi daerah dan adanya perubahan pada konsumen yang semakin sadar waktu. Oleh sebab itu peranan pemerintah sangat penting terutama dalam penetapan tarif dasar baik tarif minimum maupun tarif maksimum, karena faktor harga sangat menentukan pertumbuhan dan persaingan di industri ini.

Masing-masing pemain harus semakin jelas dalam menetapkan segmen pasar dan *positioning*-nya. Apakah ingin bermain di *full service* atau *low cost*. Beberapa kebutuhan konsumen utama harus ditingkatkan terus menerus seperti faktor keselamatan, harga, kondisi pesawat prima, ketepatan waktu, jadwal, kemudahan dan pelayanan membeli tiket, serta awak kabin yang ramah. Untuk rute penerbangan domestik Garuda merupakan satu dari sejumlah kecil pemain yang masuk kategori *full-service airline*, tetapi di tingkat regional banyak pesaing yang harus dihadapi Garuda seperti Singapore Airlines, Cathay Pacific, Thai Airways, Malaysian Airlines, Qantas dan lainnya. Sedangkan untuk maskapai penerbangan kategori LCC adalah Air Asia, Jetstar Airways, Value Air dan beberapa maskapai lainnya. Maskapai ini juga cukup agresif melakukan peremajaan armada untuk *short* maupun *long haul* dengan melakukan pembelian pesawat baru atau *refurbishment* armada lama.

Tarif transportasi udara semakin murah sehingga semakin terjangkau oleh segmen menengah bawah dan pasarnya masih besar sehingga keputusan maskapai baru LCC masuk ke dalam segmen sudah tepat. Namun Garuda tetap konsisten pada *positioning*-nya sebagai *full-service airline* yaitu melayani segmen kalangan pebisnis dan segmen menengah atas (*middle-up*). Sedangkan untuk Citilink (SBU), akan diarahkan pada segmen menengah bawah dengan layanan LCC. Untuk pasar domestik Garuda belum memiliki pesaing yang *head to head* dalam melayani segmen pebisnis dan menengah atas melalui *full service*.

ASEAN Open Sky Policy

Pada tahun 2015 akan ada kebijakan liberalisasi industri penerbangan di wilayah ASEAN yaitu diberlakukannya *open sky policy*. Liberalisasi penerbangan ini telah menjadi komitmen kepala negara masing-masing anggota ASEAN dalam Bali Concord II yang dideklarasikan pada Konferensi Tingkat Tinggi (KTT) ASEAN tahun 2003. Dalam Bali Concord II disebutkan cita-cita terbentuknya ASEAN Economic Community 2020 dengan angkutan udara menjadi salah satu dari 12 sektor yang akan diintegrasikan mulai tahun 2010. Kekuatan dari negara-negara ASEAN ini harus dipersatukan seperti Eropa dengan Uni Eropa-nya.

Open sky policy memungkinkan maskapai semua negara ASEAN terbang ke Indonesia dengan frekuensi yang lebih tinggi tanpa harus ada asas resiprokal bagi maskapai Indonesia terbang ke negara asal maskapai tersebut. Selain itu ijin juga diberikan kepada maskapai asing untuk mengangkut penumpang dari Indonesia ke negara selain dari negara asal maskapai tersebut. Tujuan ASEAN *open sky* ini adalah untuk meningkatkan arus lalu lintas perdagangan, lalu lintas wisata dan perjalanan lainnya karena dengan ASEAN *open sky* konsumen penerbangan memiliki lebih banyak pilihan. Selain itu juga diharapkan akan meningkatkan mutu pelayanan maskapai dan mutu pelayanan bandara karena dengan keterbukaan ini persaingan akan lebih tinggi. Dampak dari hal tersebut akan mempertinggi tingkat persaingan baik pasar domestik maupun internasional.

Beberapa maskapai negara ASEAN juga merupakan maskapai yang telah diakui dunia seperti Singapore Airlines, Thai Airways dan Malaysian Airlines. Selain itu jumlah bandara yang dimiliki oleh negara ASEAN dan masuk dalam *open sky* tidak merata

seperti Singapura hanya memiliki satu bandara, Malaysia 6 bandara sedangkan Indonesia memiliki 26 bandara internasional. Perbedaan kekuatan maskapai yang dimiliki, jumlah bandara yang dimiliki dan potensi penumpang dilihat dari jumlah penduduk, merupakan hal yang tidak menguntungkan bagi negara ASEAN tertentu seperti Indonesia.

Kementerian Perhubungan (Kemenhub) telah menetapkan lima bandara yang akan melayani kebijakan *open sky* untuk pesawat penumpang. Kelimanya adalah Soekarno-Hatta di Jakarta, Kualanamu di Medan, Juanda di Surabaya, Ngurah Rai di Denpasar serta Hasanuddin di Makassar. Kebijakan liberalisasi penerbangan tidak hanya berlaku untuk pesawat penumpang, tetapi juga untuk pesawat kargo. Oleh karena itu Kemenhub telah menetapkan tujuh pelabuhan udara (bandara) internasional yang akan melayani hilir mudik pesawat kargo tersebut diantaranya adalah Bandara Sam Ratulangi di Manado, Bandara Frans Kaisiepo di Biak, serta Bandara Hang Nadim di Batam, Kepulauan Riau serta ditambah bandara yang melayani kebijakan *open sky* untuk pesawat penumpang.

Menghadapi ASEAN *open sky*, pembenahan harus dilakukan oleh semua pihak yang terkait dengan dunia penerbangan, di antaranya berupa peningkatan mutu bandara termasuk peningkatan profesionalisme seluruh maskapai penerbangan dalam negeri. *Open sky* bisa menjadi ancaman tetapi sekaligus sebagai peluang bagi industri penerbangan dalam negeri. Jika maskapai dalam negeri siap menghadapi persaingan tersebut dan mampu menggarap pasar negara ASEAN lain maka ini menjadi peluang, tetapi jika tidak siap maka pasar domestik akan digarap oleh maskapai ASEAN lain dan ini merupakan ancaman yang serius.

4.2.4.2 Ancaman Pendatang Baru

Perang harga dalam industri penerbangan nasional sudah berlangsung hampir 10 tahun sejak regulasi Undang Undang Penerbangan Tahun 2001. Saat ini pemerintah sudah mulai mengeluarkan aturan agar perusahaan penerbangan tidak terlalu banyak seperti sekarang ini terutama yang tidak mempunyai kemampuan yang handal. Kenyataan yang sering terjadi adalah kelambatan jadwal penerbangan disebabkan kekurangan armada dan kesiapan dari armada yang ada. Oleh karena itu telah dikeluarkan Undang-Undang No.1 Tahun 2009 tentang Penerbangan yang

mensyaratkan sebuah maskapai berjadwal wajib mengoperasikan sedikitnya sepuluh pesawat dengan rincian lima dimiliki dan sisanya dikuasai dengan jenis yang dapat mendukung kelangsungan perusahaan penerbangan komersial sesuai dengan rute yang dilayani.

Sedangkan perusahaan penerbangan komersial tidak berjadwal (*non-scheduled service*) harus memiliki paling sedikit satu unit pesawat udara dan menguasai paling sedikit dua unit pesawat udara dengan jenis yang dapat mendukung kelangsungan hidup perusahaan penerbangan sesuai dengan daerah operasinya dan angkutan udara khusus yang mengangkut kargo harus memiliki paling sedikit satu unit pesawat udara dan menguasai paling sedikit dua unit pesawat udara dengan jenis yang dapat mendukung kelangsungan hidup perusahaan sesuai dengan rute atau daerah operasinya.

Untuk meningkatkan kualitas layanan dan keselamatan penerbangan dan juga untuk memenuhi persyaratan UU No.1 tersebut di atas, maskapai di Indonesia disarankan untuk merger. Selain itu juga agar mampu menghadapi liberalisasi penerbangan ASEAN. Maskapai yang tidak bisa memenuhi aturan mengoperasikan sepuluh pesawat dan tidak melakukan merger, akan berisiko terkena sanksi pencabutan izin.

Regulasi pemerintah terhadap industri penerbangan dengan terbitnya Undang-Undang No.1 Tahun 2009 tentang Penerbangan dengan berbagai persyaratan yang harus dipenuhi perusahaan penerbangan akan memperkecil ancaman pendatang baru di industri penerbangan nasional.

4.2.4.3 Ancaman Produk Substitusi

Dalam industri penerbangan tidak ada produk substitusi murni karena tidak ada alat transportasi yang mampu secepat pesawat. Alat transportasi substitusi pesawat adalah kereta api, kapal laut dan bis. Jika di negara maju ada kereta api super cepat yang sedikit lebih mendekati pelayanan pesawat tetapi di Indonesia kereta api tersebut belum ada. Namun perluantisipasi jika dimasa yang akan datang, transportasi darat maupun laut mampu menawarkan kualitas pelayanan yang lebih baik, keselamatan dan ketepatan waktu yang lebih terjamin dan harga yang lebih murah.

4.2.4.4 Kekuatan Tawar Menawar Pembeli

Ketatnya persaingan dalam industri ini melalui strategi *low price* mengakibatkan posisi tawar pembeli yang kuat. *Customer* semakin memiliki lebih banyak pilihan baik rute maupun maskapai. Kekuatan *customer* ini juga didukung dengan semakin mudahnya dalam mengakses informasi yang relevan terkait dengan keputusan pembeliannya seperti internet. Dilihat dari *switching cost of buyer*, pembeli di industri airline memiliki *switching cost of buyer* yang rendah dimana penumpang dengan mudah pindah dari maskapai yang satu ke maskapai lainnya sehingga posisi pembeli sangat kuat.

Tetapi untuk penumpang yang mengharapkan ketepatan waktu posisi pembeli tidak sekuat itu karena banyak maskapai nasional yang tidak tepat waktu. Garuda mampu memberikan pelayanan yang lebih tepat waktu. Untuk pasar domestik Garuda belum memiliki pesaing yang *head to head* dalam melayani segmen pebisnis dan menengah atas melalui *full service* sehingga kekuatan tawar menawar pembeli di segmen ini masih kecil karena belum banyak pilihan. Untuk pasar regional posisi pembeli lebih tinggi karena banyak maskapai yang dapat diandalkan ketepatan waktu dengan layanan *full service*.

4.2.4.5 Kekuatan Tawar Menawar Pemasok

Ada beberapa pemasok yang ada dalam industri penerbangan seperti pabrikan pesawat sebagai penyedia pesawat, *lessor* pesawat juga sebagai penyedia pesawat, bengkel perawatan sebagai pemelihara kelayakan pesawat, pemasok avtur, penyedia *inflight catering*, penyedia jasa *ground handling* dan lainnya. Kekuatan tawar menawar pemasok yang akan dijelaskan disini adalah pemasok dengan kontribusi biaya terbesar yaitu pabrikan pesawat, *lessor*, pemasok avtur dan bengkel perawatan pesawat.

a. Pabrikan pesawat

Pabrikan pesawat merupakan salah satu pemasok utama dalam industri penerbangan. Saat ini terdapat 2 (dua) pemasok utama pesawat di dunia yaitu Boeing dari Amerika dan Airbus dari konsorsium Eropa. Kedua pemasok ini bersaing untuk mendapatkan order dari perusahaan penerbangan. Tidak terdapat tekanan dari pemasok terhadap masing-masing perusahaan penerbangan karena

setiap perusahaan penerbangan memperoleh kesempatan dan perlakuan yang sama dari pemasok tersebut. *Switching cost of supplier* di industri penerbangan tinggi. Karena jika ingin merubah jenis pesawat dari pabrikan yang satu ke pabrikan yang lain, misalnya ganti pesawat dari Boeing ke Airbus, perusahaan penerbangan membutuhkan biaya yang besar dan waktu yang lama misalnya untuk biaya *training* pilot, teknisi, kontrak perawatan dan penyediaan *spare part*. Jika dilihat dari *switching cost* yang tinggi maka *bargaining position* pabrikan pesawat tinggi dan *bargaining position* perusahaan penerbangan rendah. Pemasok pesawat lainnya adalah Anthonov dan Sukhoi Superjet dari Rusia, Bombardier dari Canada. Garuda saat ini menggunakan kedua jenis pesawat baik Boeing maupun Airbus.

b. Lessor pesawat

Alternatif lain selain membeli pesawat dari pabrikan adalah menyewa pesawat dari *lessor*. Cara ini ditempuh jika perusahaan tidak memiliki sumber pendanaan untuk membeli pesawat atau sewa untuk memenuhi kebutuhan pesawat jangka pendek. Dalam industri penyewaan pesawat dikenal 2 (dua) jenis sewa yaitu *wet lease* dan *dry lease*. *Wet lease* adalah jika pesawat beserta seluruh atau sebagian *crew*, *maintenance* pesawat dan *insurance* ditanggung dan disediakan oleh *lessor*. Biaya sewa yang dibayar *lessee* sudah mencakup keempat hal tersebut. Sebaliknya *dry lease* adalah jika pesawat, *crew*, *maintenance* dan *insurance* ditanggung dan disediakan sendiri oleh *lessee*. Garuda selain beli pesawat juga menyewa pesawat dengan *dry lease*. Untuk pesawat haji disewa dengan cara *wet lease* karena sifatnya jangka pendek.

Jika dilihat dari *switching cost of supplier*, perpindahan penyewaan pesawat yang dilakukan *lessee* dari satu *lessor* ke *lessor* lainnya tidak mahal selama jenis pesawat yang disewa masih sama sehingga *bargaining position lessor* lemah tetapi *bargaining position lessee* dalam hal ini perusahaan penerbangan kuat. Tetapi jika tidak banyak *lessor* yang tersedia di pasar maka *bargaining position lessor* akan kuat dan *bargaining position* perusahaan penerbangan lemah.

c. Pemasok Bahan Bakar

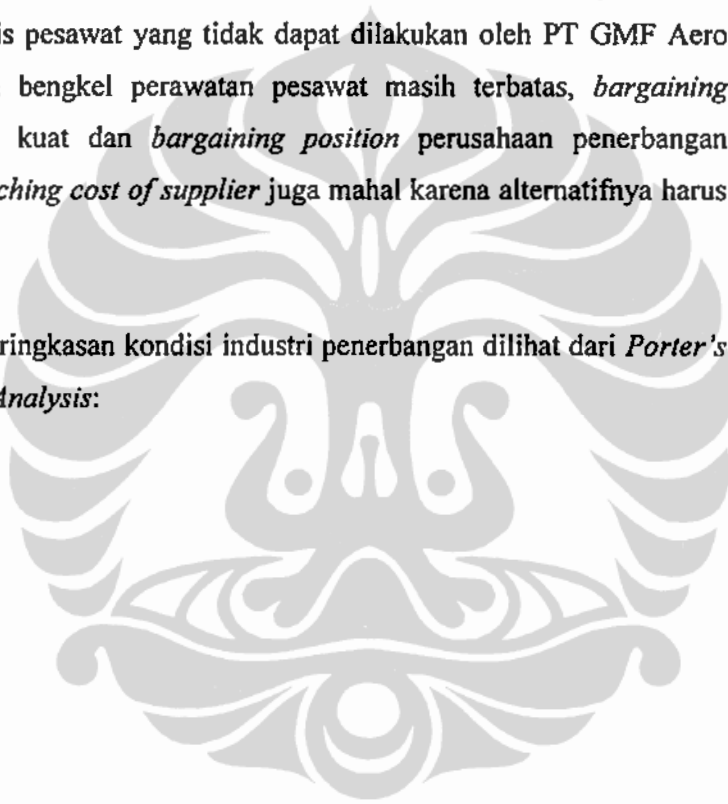
Untuk pengisian bahan bakar (avtur) di domestik dipasok oleh PT Pertamina. Sedangkan untuk pengisian avtur di stasiun luar negeri dilakukan oleh beberapa pemasok dari negara setempat seperti Exxon, BP, Cosmo oil, Aramco dan lainnya.

Bargaining position Pertamina di domestik sangat kuat dan *bargaining position* perusahaan penerbangan lemah karena Pertamina satu-satunya pemasok avtur di domestik (kecuali di bandara Timika dipasok oleh Freeport).

d. *Maintenance, Repair & Overhaul (MRO) Station*

Perawatan pesawat merupakan hal terpenting dalam rangka mencapai *safety*. Tidak banyak bengkel perawatan pesawat di dalam negeri. Alternatifnya adalah bengkel perawatan pesawat di Singapura dan Malaysia. Garuda melakukan kontrak perawatan pesawatnya dengan PT GMF Aero Asia yang juga merupakan anak perusahaan. Selain itu juga dengan beberapa bengkel perawatan pesawat di luar negeri untuk jenis pesawat yang tidak dapat dilakukan oleh PT GMF Aero Asia. Karena jumlah bengkel perawatan pesawat masih terbatas, *bargaining position*-nya menjadi kuat dan *bargaining position* perusahaan penerbangan lemah. Selain itu *switching cost of supplier* juga mahal karena alternatifnya harus ke luar negeri.

Tabel berikut merupakan ringkasan kondisi industri penerbangan dilihat dari *Porter's Five Competitive Forces Analysis*:



Tabel 4.5
Ringkasan Kondisi Industri Penerbangan Sesuai
Porter's Five Competitive Forces Analysis

| No | FIVE FORCES | KONDISI |
|----|--|---|
| 1 | Tingkat Persaingan Full Service Airline | |
| | • Domestik | Tingkat persaingan lemah, posisi perusahaan kuat |
| | • Internasional | Tingkat persaingan kuat, posisi perusahaan Lemah |
| 2 | Ancaman Pendatang Baru | Ancaman pendatang baru lemah, posisi perusahaan kuat |
| 3 | Ancaman Produk Substitusi | Ancaman produk substitusi lemah, posisi perusahaan kuat |
| 4 | Kekuatan Tawar Menawar Pembeli | |
| | • Domestik | Tawar menawar pembeli lemah, posisi perusahaan kuat |
| | • Internasional | Tawar menawar pembeli kuat, posisi perusahaan lemah |
| 5 | Kekuatan Tawar Menawar Pemasok | |
| | a. Pabrikan pesawat | Tawar menawar pemasok kuat, posisi perusahaan lemah |
| | b. Lessor pesawat | Tawar menawar pemasok lemah, posisi perusahaan kuat |
| | c. Pemasok Bahan Bakar | |
| | • Domestik | Tawar menawar pemasok kuat, posisi perusahaan lemah |
| | • Internasional | Tawar menawar pemasok lemah, posisi perusahaan kuat |
| | d. <i>Maintenance, Repair & Overhaul (MRO) Station</i> | |
| | • Domestik | Tawar menawar pemasok kuat, posisi perusahaan lemah |
| | • Internasional | Tawar menawar pemasok lemah, posisi perusahaan kuat |

4.2.5 Strategi Kompetitif Perusahaan dan Aktivitasnya

Berikut ini akan dijelaskan langkah-langkah yang telah dilakukan Garuda dalam menghadapi masa sulit dan strategi ke depan dalam menghadapi persaingan domestik dan persaingan global dengan tujuan menjadi perusahaan penerbangan kelas dunia.

4.2.5.1 Program *Turn Around* dan *Quantum Leap*

Sejak tahun 1993 perusahaan mengalami kemunduran dalam kinerja finansial dan operasional, ditambah dengan adanya krisis ekonomi tahun 1998 dimana pada tahun

tersebut perusahaan mencatat kerugian sebesar Rp 2,23 triliun, sehingga akumulasi kerugian mencapai Rp 4,73 triliun.

Kondisi perusahaan sempat membaik ketika manajemen dibawah Robby Johan yang kemudian diteruskan Abdul Gani berhasil meletakkan konsep manajemen mengelola Garuda Indonesia yang profesional. Konsep tersebut menjadi cikal bakal pengelolaan perusahaan berorientasi bisnis yang berlangsung hingga sekarang. Pada saat itu ada tiga hal yang dilakukan dalam pembenahan Garuda. Pertama, meletakkan format dan *positioning business*, dimana Garuda harus menyusun strategi yang jelas; kedua, mengubah *mindset* karyawan agar berorientasi bisnis; dan ketiga, melakukan perubahan. Rencana kerja tahun 1998-2003 yang dibuat adalah tahun pertama (1998) sebagai tahun konsolidasi, tahun kedua (1999) sebagai tahun rehabilitasi, tahun ketiga (2000) sebagai tahun pelayanan dan komunikasi, tahun keempat (2001) sebagai tahun efisiensi hingga tahun 2003 sebagai tahun privatisasi.

a. Program *Turn Around*

Disebabkan perubahan manajemen maka rencana tersebut sempat terhenti. Ketika Emirsyah Satar ditunjuk sebagai Direktur Utama Garuda tahun 2005, pemikiran tersebut dihidupkan kembali, dengan memasuki tahap *turn around*. Ada empat program strategis transformasi perusahaan yang disiapkan pada saat itu yaitu pertama, efisiensi biaya secara signifikan; kedua, *streamline* organisasi; ketiga, pemberdayaan dan rasionalisasi anak perusahaan dan keempat, menjalin aliansi strategis dengan mitra usaha.

Melalui program *turn around* ini, Garuda akhirnya mampu membukukan keuntungan di tahun 2007. Selain itu pada bulan Oktober 2007, perusahaan mencanangkan nilai perusahaan atau budaya perusahaan yang disebut *Fly-Hi* yang memberikan bekal pada seluruh karyawan untuk mengarah pada perilaku kerja yang baik dan benar. *Fly-Hi* merupakan singkatan dari lima prinsip penting yaitu *eFfisien & effective, Loyalty, customer centricitY, Honesty & openness* dan *Integrity*.

Setelah Garuda berhasil melakukan *turn around*, maka di tahun 2010 di saat Garuda berusia 61 tahun, dijadikan tonggak awal kebangkitan Garuda dengan membuat

sebuah lompatan besar menuju 2014 yang dikenal program *Quantum leap* yaitu perencanaan kinerja perusahaan hingga 2014.

Untuk menandai perubahan kinerja perusahaan tersebut secara menyeluruh dan menyongsong masa depan yang lebih baik, maka manajemen Garuda membuat *refreshment corporate identity* mulai dari *brand refreshment*, hingga modernisasi pesawat yaitu beroperasinya pesawat-pesawat baru jenis Airbus dan Boeing yang lengkap dengan interiornya dalam nuansa *earth color*. Perubahan juga dilakukan pada elemen grafis ekor pesawat dan *logotype* tulisan Garuda Indonesia yang tadinya *italic* (miring) menjadi tegak, diciptakan *theme song* yang berjudul “Kebanggaanku” atau “*My pride*” serta pembaharuan pada seragam baru para awak kabin atau *cabin crew*. Kesemuanya mencirikan keramahtamahan Indonesia atau *Indonesian Hospitality* yang mencerminkan layanan khas Garuda Indonesia yang berakar pada kekayaan budaya Indonesia.

b. Program *Quantum Leap*

Program *Quantum Leap* merupakan program pengembangan Garuda hingga tahun 2014. Pelaksanaan program *Quantum Leap* sebagai upaya menyiapkan Garuda sebagai *flag carrier* Indonesia untuk mampu melanjutkan peningkatan kinerja secara berkelanjutan dan menyiapkan Garuda menjadi *airline* yang kompetitif dan mampu bersaing di pasar internasional di masa mendatang.

Sasaran yang dicanangkan PT Garuda Indonesia dalam *Quantum Leap* 2014 adalah:

- *Fleet modernization*
- *Number of aircraft will be 116 aircrafts in 2014*
- *Domestic departure will be more than doubled by 2014*
- *Garuda will fly to every city in each province in Indonesia*
- *International departure will be more than tripled by 2014*
- *Garuda will start to fly Europe (Amsterdam) on June 2010*
- *Garuda has lauched the 'Garuda Experience' as unique service to the customer*
- *Garuda will be a 5 (five) star airline in 2012*

Pada tahun 2010 PT Garuda Indonesia akan menambah pesawat baru jenis Boeing 737 seri 800 sebanyak 10 unit untuk melayani rute penerbangan baru di Kawasan Timur Indonesia (KTI), dari rencana penambahan sebanyak 116 unit hingga 2014 yang diharapkan seluruhnya adalah pesawat baru. Pesawat baru yang akan memperkuat armada Garuda terdiri dari tiga tipe yakni Boeing 737-800 *New Generation*, Airbus A330-200 dan Boeing 777-300 ER (mulai beroperasi di tahun 2011). Garuda memesan Boeing 737-800 NG sebanyak 25 buah (5 buah sudah di terima di tahun 2009) dan 10 buah Boeing 777-300ER.

Hingga akhir tahun 2009 jumlah pesawat yang beroperasi adalah 70 pesawat terdiri dari 67 Garuda dan 3 Citilink. Berikut ini disampaikan *fleet plan* Garuda sampai dengan tahun 2014.

Tabel 4.6
Garuda's Fleet Plan

| Tipe Pesawat | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------|------|------|------|------|------|
| 737-300 | 6 | 6 | 6 | 0 | 0 |
| 737-400 | 9 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 737-500 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 737-800 | 40 | 52 | 66 | 78 | 90 |
| 747-400 | 3 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| A330-200/300 | 12 | 14 | 16 | 18 | 20 |
| Boeing 777-300ERs | 0 | 2 | 4 | 6 | 6 |
| Total | 75 | 85 | 92 | 102 | 116 |

Sumber: ATW (*Air Transport World*) magazine, October 2009

Dari 70 pesawat yang dioperasikan Garuda di tahun 2009, 13 pesawat berbadan lebar (*wide body aircraft*) dan 57 berbadan sempit (*narrow body aircraft*). Penambahan jumlah pesawat disertai dengan penambahan rute domestik dan internasional, diharapkan akan ada 62 destinasi pada tahun 2014. Sampai dengan 31 Desember 2009 terdapat 46 destinasi terdiri dari 28 domestik dan 18 internasional.

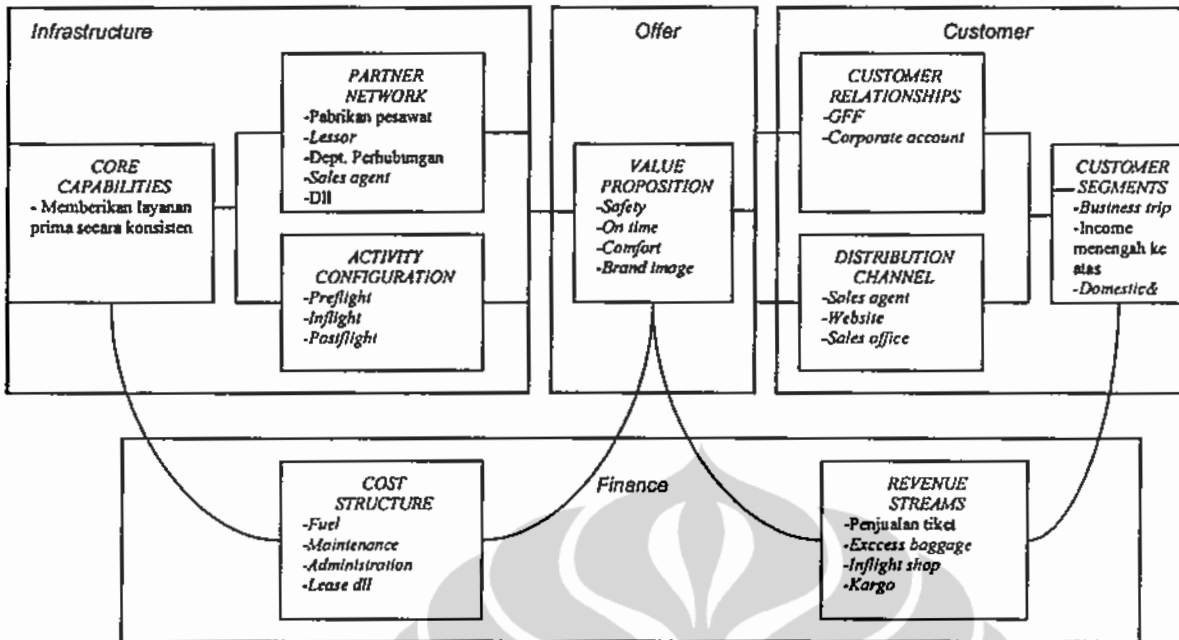
Sementara jumlah frekuensi penerbangan juga ditingkatkan dari posisi 1.895 penerbangan per minggu di tahun 2009 menjadi 3.000 penerbangan per minggu di tahun 2014, yang terdiri dari untuk domestik 2.702 penerbangan per minggu dan internasional sebanyak 1.222 penerbangan per minggu. Artinya pada tahun 2014 akan

ada penambahan frekuensi penerbangan domestik dua kali lipat dan internasional tiga kali lipat. Jumlah penumpang juga akan ditingkatkan dari 10,3 juta di tahun 2009 menjadi 27 juta penumpang di tahun 2014.

Dalam program *Quantum Leap* yang dikembangkan hingga 2014, perusahaan juga menargetkan peningkatan pendapatan dari Rp 18,1 triliun di 2009 menjadi Rp 21,6 triliun di 2010 hingga Rp 57,6 triliun di 2014. Sedangkan laba bersih di 2010 ditargetkan sebesar Rp 1,2 triliun atau naik 20% dibanding 2009 sebesar Rp 1 triliun dan pada tahun 2014 laba bersih diharapkan bisa meningkat menjadi Rp 3,75 triliun.

4.2.5.2 *Airline Business Model*

Strategi bersaing yang ditempuh Garuda bukan melalui harga tetapi melalui keunggulan pelayanan yang dimulai dari *preflight*, *inflight service* sampai dengan *post flight*. Garuda pada setiap titik pelayanan berusaha memberikan pelayanan yang maksimal dengan memberikan kemudahan dan kenyamanan bagi penumpang sehingga keunggulan pelayanan sebagai *competitive advantage*. Beberapa strategi yang dijalankan Garuda dalam menghadapi persaingan domestik dan global akan diuraikan berikut ini melalui penjelasan *Airline Business Model* sebagaimana terlihat dalam gambar berikut ini. Melalui *business model* ini akan terlihat secara jelas semua aktivitas perusahaan mulai dari awal hingga akhir.



Gambar 4.11. Airline Business Model

Sumber: Henry Chesbrough, *Business Model Innovation: it's not just about technology anymore, Strategy and Leadership Vol 35 No.6, 2007*

Penjelasan dari gambar di atas adalah sebagai berikut:

- **Infrastrucutre**

Infrastrucutre adalah alat dan kelengkapan yang digunakan perusahaan untuk dapat memberikan suatu *offer* dengan *value proposition* tertentu. *Infrastrucutre* dibagi dalam 3 (tiga) kelompok yakni *core capabilities*, *partner network* dan *activity configuration*.

a. **Core Capabilities**

Core capabilities yang dimiliki oleh Garuda dibanding maskapai lain di pasar domestik adalah kemampuan untuk *me-handling* penumpang dan memberikan layanan yang prima secara konsisten dalam setiap penerbangan. Perusahaan selalu mengutamakan keunggulan pada setiap titik pelayanan. Keunggulan pelayanan dapat dilihat dari kemampuan perusahaan untuk menerbangkan penumpang dengan aman (*safe*), tepat waktu (*on time performance*) dan nyaman (*comfort*). Hal ini didukung oleh pegawai yang terlatih dan berpengalaman seperti pilot, pramugari/a dan *ground staff* seperti teknisi, *sales* dan *marketing*.

b. *Partner Network*

Jaringan kemitraan perlu dibangun dalam menjalankan usaha angkutan penumpang udara. Jaringan kemitraan yang dimaksud adalah semua pihak eksternal yang terlibat dalam *business process* perusahaan. Beberapa diantaranya adalah:

- **Pabrikan Pesawat**

Garuda saat ini mengoperasikan pesawat-pesawat yang diproduksi oleh kedua produsen utama pesawat di dunia yakni Boeing dan Airbus dan masih terus akan menambah jumlah pesawat dari kedua produsen tersebut.

- **Lessor Pesawat**

Alternatif lain selain membeli pesawat dari pabrikan adalah menyewa pesawat dari *lessor*. Cara ini ditempuh jika perusahaan tidak memiliki sumber pendanaan untuk membeli pesawat atau untuk memenuhi kebutuhan pesawat jangka pendek. Garuda saat ini menyewa lebih dari 50% dari jumlah armada yang ada dari berbagai *lessor* di dunia. Setiap musim haji Garuda juga menggunakan pesawat sewa untuk penerbangan haji.

- **Sales Agent**

Agen penjualan tiket merupakan mitra penting untuk mendistribusikan penjualan *seat* pesawat. Pertimbangan efisiensi merupakan salah satu faktor menyerahkan penjualan di suatu wilayah ke *sales agent* dibandingkan membuka kantor penjualan sendiri.

- **Pemerintah-Departemen Perhubungan**

Peranan departemen perhubungan dalam industri ini adalah sebagai regulator. Perusahaan penerbangan harus mempunyai komunikasi yang baik dengan regulator misalnya bersifat *co-operative* dalam hal penilaian keselamatan penerbangan melalui DSKU (Dinas Sertifikasi Kelaikan Udara). Garuda telah beberapa kali mengadakan seminar tentang keselamatan penerbangan bekerja sama dengan departemen perhubungan.

- **Petugas Air Traffic Control (ATC)**

Perusahaan penerbangan harus memiliki hubungan dan komunikasi yang baik dengan petugas ATC untuk kelancaran *landing* dan *takeoff*. *Landing* dan *takeoff* yang *on time* akan memberikan *saving* bagi perusahaan khususnya

dalam pemakaian *fuel* karena pesawat terhindar dari antri di udara sebelum *landing*.

- **Ground Handling Provider**

Jasa *ground handling* digunakan ketika penumpang *check-in* di bandara dan pengambilan bagasi ketika sudah sampai tujuan. Jasa pihak ketiga ini sering menjadi titik buruk pelayanan penerbangan karena *seat* tumpang tindih dan bagasi hilang. Untuk itu perusahaan penerbangan harus benar-benar memperhatikan *service level* yang diberikan oleh perusahaan jasa *ground handling* karena penumpang biasanya tidak mengetahui jasa ini dilakukan oleh pihak ketiga. Penyedia jasa *ground handling* yang digunakan oleh Garuda adalah PT Gapura Angkasa, yang merupakan anak perusahaan Garuda. Selama ini kehilangan bagasi penumpang relatif kecil dibanding perusahaan penerbangan domestik lainnya

- **Bank Partnership sebagai Enlarge Payment Channel**

Sebagai upaya peningkatan pelayanan berupa kemudahan pembayaran tiket pesawat dan meningkatkan *load factor* pada periode *low season*, Garuda melakukan *tactical marketing* berupa perluasan *payment channel* melalui program kerjasama dengan 10 bank *partnership* yaitu :

- | | |
|-----------------|--|
| 1. Bank Mandiri | 6. Bank CIMB Niaga (Merger Bank Niaga - Lippo) |
| 2. BNI | 7. Citibank |
| 3. BRI | 8. Bank Central Asia |
| 4. Bukopin | 9. Bank International Indonesia |
| 5. Bank Permata | 10. Bank Ekonomi |

Penawaran dari program ini dengan memberikan *special discount* sebesar 15% untuk setiap transaksi pembelian tiket di Garuda Indonesia *sales office* dan Garuda Indonesia *online payment* baik menggunakan kartu kredit ataupun kartu debit pada rute-rute tertentu dan pada *flight* tertentu.

- **Other Carrier: Joint Services Passenger to Intensify Network**

Memperluas *network* dan menyediakan destinasi yang lebih banyak kepada penumpang juga merupakan usaha untuk meningkatkan pelayanan. Untuk memenuhi destinasi yang lebih banyak Garuda tidak harus menerbangkan sendiri pesawatnya, ini bisa dilakukan dengan kerja sama dengan *airline* asing sebagai *partner*. Garuda bisa menjual *seat airline partner* dengan kondisi dan

jumlah tertentu (*code share*). Beberapa *airline* asing yang menjadi *partner* Garuda Indonesia beserta destinasinya adalah sebagai berikut:

Tabel 4.7
Partner PT Garuda Indonesia

| Partner | Detail |
|--------------------------|--|
| Silk Air | Silk Air <i>as operating airline on</i> Singapore – Balikpapan vv |
| China Airlines | China Airlines <i>as operating airline on</i> Jakarta – Taipei vv, Taipei – Denpasar |
| China Southern Airlines | China Southern Airlines <i>as operating airline on</i> Guangzhou – Jakarta vv |
| Korean Air | - Korean Air <i>as operating airline on</i> Seoul – Jakarta vv - Garuda Indonesia <i>as operating airline on</i> Denpasar – Seoul vv |
| Malaysia Airlines System | - Malaysia Airlines <i>as operating airline on</i> Kuala Lumpur – Jakarta / Denpasar / Surabaya / Medan / Padang vv - Medan – Penang vv, Kuala Lumpur – Kinabalu – Manado vv, Kuching – Pontianak vv, Kuala Lumpur – Frankfurt / London / Manchester / Paris vv - Garuda Indonesia <i>as operating airline on</i> Jakarta / Surabaya / Denpasar / Jogjakarta – Kuala Lumpur vv, Denpasar – Darwin vv |
| Philippine Airlines | Philippine Airlines <i>as operating airlines on</i> Manila – Jakarta vv |
| Qatar Airways | - Qatar Airways <i>as operating airlines on</i> Doha – Jakarta vv, Singapore – Doha - Garuda Indonesia <i>as operating airline on</i> Jakarta – Singapore |
| KLM | - Singapore – Denpasar vv |

Sumber: Garuda

Salah satu cara yang telah dilakukan untuk meningkatkan kualitas pelayanan dan nilai tambah kepada penumpang adalah melalui kerja sama Garuda Indonesia dan Korean Air dalam program *code share* melayani rute Jakarta – Seoul (pp) dengan frekuensi 7 kali per minggu, dimana Korean Air bertindak sebagai *operating carrier* (maskapai yang menerbangi rute *code share*), sedangkan Garuda bertindak sebagai *marketing party* (maskapai penerbangan yang menjual sejumlah kapasitas kursi). Sementara itu *code share* yang dilaksanakan Garuda Indonesia dan Korean Air pada rute Denpasar – Seoul (pp) masing-masing bertindak sebagai *operating carrier* dan *marketing party* bagi mitra *code share*-nya. Pada rute Denpasar – Seoul (pp) ini, Garuda menerbangi sebanyak 5 kali per minggu, dan Korean Air 4 kali per minggu.

Selain *code share*, kedua maskapai ini juga melaksanakan kerjasama *Special Prorate Agreement* (SPA) pada rute *beyond* Seoul ke beberapa kota tujuan di Jepang, Amerika Serikat dan kota tujuan domestik di Korea Selatan. Pada penerbangan dari Indonesia ke Seoul menggunakan Garuda Indonesia,

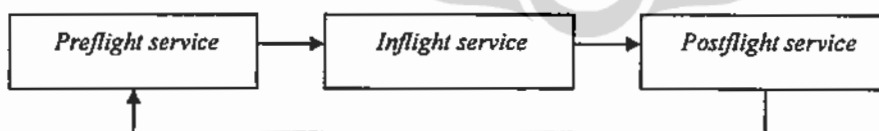
sedangkan penerbangan *beyond* Seoul ke beberapa kota tujuan di Jepang, Amerika Serikat dan kota tujuan domestik di Korea Selatan menggunakan penerbangan Korean Air. Kota tujuan di Jepang adalah Tokyo, Nagoya, Fukuoka, dan Osaka. Kota tujuan di Amerika Serikat adalah Los Angeles, New York, Washington, dan Chicago. Sementara kota tujuan domestik di Korea Selatan antara lain Kwangju dan Pusan.

SPA pada rute yang lain adalah *beyond* Jakarta ke beberapa kota tujuan di Asia (Hongkong, Singapura, Kuala Lumpur, Bangkok) dan rute-rute penerbangan domestik di Indonesia (Surabaya, Yogyakarta, Denpasar). Pada penerbangan dari Korea Selatan ke Jakarta menggunakan Korean Air, sedangkan penerbangan *beyond* Jakarta ke beberapa kota Asia dan domestik Indonesia menggunakan penerbangan Garuda Indonesia.

Beberapa mitra lain yang perlu dibina dalam rangka membangun *business model* penerbangan penumpang adalah perusahaan penyedia jasa IT reservasi penumpang, Departement Kebudayaan sebagai *partner* promosi, berbagai macam asosiasi perusahaan baik sebagai *existing customer* maupun *potential customer* serta mitra lainnya.

c. Activity Configuration

Aktivitas yang dilakukan dalam pelayanan penerbangan penumpang dapat digambarkan secara ringkas di bawah ini:



Gambar 4.12. Activity Configuration

Sumber: Garuda

- **Preflight Service**

Layanan *preflight* Garuda dimulai dari dengan penyediaan informasi *update* penerbangan di *website*, berisi informasi kota tujuan, frekuensi penerbangan, jadwal keberangkatan, *fare*, *seat availability*, paket promo dan informasi

lainnya. Selanjutnya Garuda juga menyediakan layanan *call center* 24 jam untuk reservasi dan juga informasi. Layanan ini disebut *Call Center Agent* dimana juga bisa dimanfaatkan sebagai tempat aduan sekaligus ditujukan bagi penumpang *self service*.

Selain itu untuk pemesanan dan pembelian tiket bisa melalui *online booking* dan dilanjutkan *online payment* yaitu melalui *web* www.garuda-indonesia.com. Keduanya dapat dilakukan melalui aplikasi IBE (*Internet Book Engine*) yaitu membeli tiket melalui internet sehingga konsumen tidak perlu antri ke agen ataupun ke kantor penjualan Garuda. Selain melakukan reservasi dan pembayaran sendiri, calon penumpang juga bisa membeli tiket melalui agen penjualan (*sales agent*).

Berdasarkan data transaksi *online payment* melalui *call center* Garuda Indonesia menunjukkan transaksi dengan *internet booking* mengalami peningkatan, nilai transaksi 2008 meningkat 78% dibanding tahun 2007. Peningkatan ini sesuai dengan kemudahan yang dirasakan oleh penumpang melalui *internet booking*. Jika penumpang sudah memiliki tiket, pelayanan yang diberikan perusahaan selanjutnya adalah *check-in*. *Check-in* dilakukan untuk mengkonfirmasi keberangkatan. Pelayanan ini bisa dilakukan di kantor kota (*city check-in*), di bandara, melalui *Web Check In* yaitu *check in* melalui internet dan Kios *Check In* di bandara yang *mobile* tujuannya menerima reservasi dari internet dengan menggunakan alat ponsel.

Sistem pada *counter check in* di bandara juga mengalami perubahan, jika dulu *check in* berdasarkan nomor penerbangan dimana jika *counter* penerbangan nomor tertentu mulai buka, maka antrian panjang terjadi tempat itu, sementara *counter check in* lain kosong. Sehingga dibuatlah *universal check in counter*, dimana setiap orang bisa *check in* di semua *counter* kemana pun destinasinya. Setelah *check-in* dan bagasi diterima, selanjutnya penumpang menuju ruang tunggu sebelum masuk ke pesawat. Untuk penumpang *executive class* bisa menunggu di *executive lounge* yang nyaman. Hingga akhirnya penumpang diminta menuju pesawat. Perusahaan selalu menyediakan *garbarata (avio*

bridge atau belalai gajah) khususnya untuk keberangkatan dari Bandara Soekarno-Hatta, dari ruang tunggu ke pesawat.

- ***Inflight Service***

Inflight service adalah pelayanan yang diberikan kepada penumpang selama berada dalam pesawat. Pelayanan ini dimulai dengan *greeting* yang ramah dari *cockpit* dan *cabin crew* dan mempersilahkan penumpang untuk duduk mengenakan sabuk pengaman. Selanjutnya penumpang akan disugahi *welcome drink*, bacaan koran serta majalah, selimut, bantal, mainan anak (untuk penumpang yang membawa anak) serta *on board shop* (penjualan dalam pesawat). Dalam pesawat disediakan pilihan makanan dan minuman yang cukup baik selama penerbangan. Selain itu juga disediakan layanan *inflight entertainment system* berupa *audio video on demand* dilengkapi dengan layar *touch screen* dan *earphone* (khusus pesawat baru) yang menawarkan berbagai pilihan film, program tv, pilihan album musik dan *interactive video games*. Layanan *inflight entertainment* terdapat baik dikelas ekonomi maupun bisnis. Kursi di kelas bisnis juga dapat direbahkan 180 derajat atau menjadi *flat-bed-seats*.

- ***Postflight Service***

Setelah pesawat *landing* penumpang menuju pengambilan bagasi. Sama seperti keberangkatan, untuk kedatangan di bandara Soekarno-Hatta selalu disediakan garbarata atau bus dari pesawat ke gedung kedatangan. Perusahaan selalu mengusahakan *handling* bagasi yang cepat yang merupakan titik terakhir pelayanan. Pada tahap ini juga disediakan layanan *lost and found* jika ada kehilangan atau temuan barang.

- ***Offer***

Nilai yang diberikan Garuda kepada penumpang (*value proposition*) melalui jasa penerbangan adalah *safety*, *on time performance* dan *comfort*.

- Safety***

Keamanan dan keselamatan penerbangan merupakan hal utama yang ditawarkan perusahaan dan menjadikannya sebagai salah satu nilai lebih dibanding penerbangan lain di domestik. Hal ini telah dibuktikan dengan keberhasilan

perusahaan meraih sertifikat IOSA (IATA *Operational Safety Audit*) di tahun 2008. Garuda satu-satunya perusahaan penerbangan nasional yang bisa mendapatkan sertifikat IOSA. Perusahaan juga memiliki *incident rate* 0,41 kali per 1000 keberangkatan di tahun 2009 dan angka ini lebih rendah dibanding angka industri (Sumber: Garuda).

b. *On time performance*

Ketepatan waktu keberangkatan dan kedatangan merupakan keunggulan lain yang ditawarkan Perusahaan kepada penumpang. Angka *on time performance* (OTP) rata-rata Garuda tahun 2009 adalah 82,45%. Artinya adalah dari 100 penerbangan, rata-rata 82,45 penerbangan tiba tepat waktu. Angka ini lebih tinggi dari rata-rata industri domestic (Sumber: Garuda). Ketepatan waktu penerbangan sangat penting khususnya bagi pihak yang memiliki aktivitas yang padat dengan jadwal yang ketat.

c. *Comfort*

Untuk penerbangan domestik Garuda memiliki keunggulan lain dengan memberikan berbagai macam kemudahan dan kenyamanan bagi penumpang dibanding perusahaan penerbangan lainnya. Beberapa diantaranya adalah:

- Kenyamanan kabin, untuk *executive class* disediakan *flat-bed seat*, untuk *economy class* disediakan kursi yang ergonomis dengan jarak masing-masing 32 inci. Jarak antar kursi yang lebih renggang memberikan kenyamanan bagi rute jarak jauh atau bagi penumpang yang intensitas penerbangannya tinggi. Jarak antar kursi 32 inci tidak ditemukan di penerbangan domestik lainnya.
- Disediakan layanan *inflight entertainment* berupa *audio and movie on demand* (khusus pesawat baru).
- *Connecting flight* ke luar negeri dengan destinasi yang lebih banyak karena selain dengan penerbangan Garuda juga ada *joint operation Garuda with other carrier*.
- *Brand image* di domestic.

• ***Customer***

a. *Customer Relationship*

Bentuk hubungan yang dibangun Garuda dengan *customer* adalah bentuk hubungan yang berlangsung terus menerus. Hal ini dilakukan dengan mengajak

pelanggan menjadi anggota Garuda *Frequent Flyer* (GFF) atau mengajak perusahaan atau asosiasi tertentu menjadi *corporate account* dengan pemberian potongan harga. Garuda melalui program Garuda *Frequent Flyer* (GFF) menjalin kerjasama dengan beberapa bank di Indonesia dalam hal program *Rewards*. Melalui kerjasama ini anggota GFF yang melakukan transaksi di bank *partner* dapat menukarkan *point rewards*-nya menjadi *GFF Mileage*.

Keuntungan dengan adanya kerjasama ini adalah anggota GFF yang melakukan transaksi dengan bank *partner* tersebut akan lebih cepat mengumpulkan perolehan *Award Miles* untuk ditukarkan dengan *Award Ticket* atau *Upgrade Award*. Dalam hal ini anggota GFF tersebut dapat memperoleh *mileage* tidak hanya melalui aktivitas penerbangannya saja, melainkan juga dari transaksinya di bank *partner*.

Saat ini GFF telah menjalin kerjasama dengan 11 bank *partner* dan lembaga keuangan, yakni Citibank, HSBC, ANZ, Standard Chartered Bank, BII, Bank Niaga, ABN Amro, Danamon, GE Money dan DBS Bank. Disamping itu, program GFF juga bermitra dengan jaringan hotel Aerowisata, Indosat dan dengan PT Roda Mas untuk pembelian barang-barang di pesawat Garuda. Melalui mitra kerjasama ini, anggota GFF dapat memperoleh *mileage* dari kegiatan dan transaksi di luar penerbangan, seperti penggunaan kartu kredit, pulsa telepon selular, menginap di hotel dan pembelian barang-barang eksklusif di penerbangan Garuda.

Diharapkan dengan kerjasama ini pelanggan Garuda yang menjadi anggota GFF mendapatkan *feature product* yang berbeda dibandingkan dengan pesaing lain di domestik.

b. Distribution Channels

Beberapa cara dibutuhkan untuk mendistribusikan barang dan jasa yang dijual. Distribusi jasa penerbangan beserta nilai *service* yang dimiliki Garuda ke pelanggan dapat dilakukan dengan berbagai cara misalnya melalui *well selected sales agent*, pembukaan *sales office*, *affiliate website* dan lainnya. Saat ini sedang dimaksimalkan penjualan tiket melalui *internet booking*, karena dengan *internet booking* pelanggan lebih dimudahkan dan Garuda juga bisa lebih efisien karena tidak perlu bayar komisi agen.

c. *Segmentation, Targeting and Positioning*

Segmentasi bisa dilakukan berdasarkan 4 cara yaitu: 1. demografi (usia, jenis kelamin, pekerjaan, tingkat pendapatan, pendidikan, ras dan suku), 2. geografi 3. *geodemographic* (gabungan geografi dan demografi), 4. *behavioral segmentation*. Berdasarkan hal tersebut maka Garuda melakukan segmentasi untuk penumpang dengan pendapatan menengah ke atas dan penumpang dengan *business trip*. Sementara target market Garuda saat ini adalah pasar domestik dan pasar regional dan secara bertahap mencapai pasar global. *Positioning* Garuda adalah sebagai *airline* dengan *full service* dan mengutamakan *on time performance* sesuai dengan *needs* dari segmentasi pasar yaitu penumpang dengan tujuan *business trip*.

• *Finance*

Untuk mengetahui aktivitas perusahaan dari segi keuangan dapat dilihat dari sisi biaya dan sisi pendapatan.

a. *Cost Structure*

Berikut ini adalah 10 biaya terbesar yang terjadi dalam perusahaan selama tahun 2009:

Tabel 4.8
10 Biaya Terbesar

| No | Jenis biaya | % |
|----|----------------------------------|-------|
| 1 | <i>Fuel</i> | 30,14 |
| 2 | <i>Maintenance</i> | 16,63 |
| 3 | <i>Administration</i> | 9,71 |
| 4 | <i>Lease</i> | 7,35 |
| 5 | <i>Sales Commission to agent</i> | 5,94 |
| 6 | <i>Ground handling</i> | 5,49 |
| 7 | <i>Depreciation</i> | 3,01 |
| 8 | <i>Cockpit Crew Person</i> | 2,93 |
| 9 | <i>Catering</i> | 2,50 |
| 10 | <i>Landing</i> | 2,10 |
| 11 | Biaya lainnya | 14,2 |
| | Total | 100 |

Sumber: Laporan Keuangan Garuda 2009

Salah satu tantangan yang harus dihadapi perusahaan penerbangan saat ini adalah fenomena kenaikan dan penurunan harga *fuel* secara signifikan. Walaupun harga *fuel* saat ini cenderung stabil, namun *fuel* tetap menjadi beban berat bagi semua penyedia sarana transportasi udara sehingga menuntut konsentrasi serta perhatian khusus. Karena *fuel* merupakan komponen biaya terbesar di dalam operasional

sebuah maskapai penerbangan maka usaha untuk melakukan efisiensi biaya pemakaian *fuel* menjadi kebijakan penting perusahaan. Disebabkan harga bahan bakar pesawat berada di luar rentang kendali perusahaan, maka upaya yang dapat dilakukan adalah melakukan kontrol terhadap penggunaan *fuel* (*fuel consumption*).

Sehubungan dengan hal tersebut, sejak tahun 2005 Garuda mencanangkan *Fuel Conservation Program*. Melalui program ini, perusahaan menjalankan beberapa langkah strategis penghematan *fuel* dan terus meningkatkan pencapaiannya. Langkah penghematan penggunaan *fuel* dimulai pada tahap pembelian bahan bakar, dimana sejak bulan Agustus 2006 sebagian pembelian *fuel* dilakukan melalui ikatan kontrak (*hedging*). Selanjutnya upaya dilakukan pada pelaksanaan kegiatan operasional penerbangan agar lebih efisien dan efektif. Upaya tersebut diantaranya adalah prosedur *tankering*, pemilihan *nearest alternate*, pengaturan posisi beban di dalam pesawat, pengaturan kecepatan pesawat, meningkatkan koordinasi dengan ATC (*Air Traffic Control*) guna mendapatkan *direct routing* dan *optimum flight level*, pengalihan data dari *air craft flight log* dengan *system online* dan lainnya. Selain itu, *flight technique* selalu dimodifikasi untuk menghasilkan penerbangan yang efisien tetapi tetap aman dan nyaman.

Saat ini perusahaan juga sedang mengembangkan program *monitoring uplift* dan biaya *fuel* di perwakilan (*station*) secara *realtime* dan terintegrasi, dikenal dengan nama FOGA (*Fuel Online Garuda Indonesia*). Beberapa upaya di atas telah berhasil menghemat penggunaan *fuel* secara signifikan.

b. *Revenue Stream*

Pendapatan perusahaan diperoleh dari hasil penjualan tiket penumpang, *excess baggage* penumpang, pendapatan *onboard shop* yaitu penjualan barang di pesawat, kargo, *charter flight*, *hajj flight* dan beberapa sumber pendapatan lainnya. Beberapa upaya yang dilakukan perusahaan untuk meningkat pendapatan telah disebutkan di atas misalnya kerja sama dengan beberapa bank dengan pemberian diskon pada *low season*, *joint operation with other carrier (code share)*, program GFF, *corporate account* dan beberapa program lainnya.

4.3 Analisis Nilai Perusahaan dengan Metode *Free Cash Flow to Equity*

4.3.1 Proyeksi Laporan Keuangan

4.3.1.1 Proyeksi Laporan Keuangan Internal Perusahaan

Proyeksi laporan keuangan periode 2010-2014 diperoleh dari Garuda yang terdiri dari proyeksi Laporan Laba Rugi, Proyeksi Neraca dan Proyeksi *Capital Expenditure*.

Berikut ini adalah proyeksi Laporan Laba Rugi:

Tabel 4.9
Proyeksi Laporan Laba Rugi Internal Perusahaan

Dalam jutaan rupiah

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <i>Operating Revenue</i> | 27.719.000 | 36.256.000 | 43.506.000 | 52.244.000 | 58.355.000 | 65.180.806 |
| <i>Growth</i> | 66% | 31% | 20% | 20% | 12% | 12% |
| <i>Operating expense</i> | 25.958.000 | 33.880.000 | 40.573.000 | 48.702.000 | 54.362.000 | 60.679.788 |
| <i>Growth</i> | 62% | 31% | 20% | 20% | 12% | 12% |
| <i>Others</i> | (249.000) | (162.000) | (122.000) | (165.000) | (236.000) | (337.552) |
| <i>Growth</i> | -180% | -35% | -25% | 35% | 43% | 43% |
| <i>Net income</i> | 1.512.000 | 2.214.000 | 2.811.000 | 3.377.000 | 3.757.000 | 4.163.466 |

Sumber: Garuda

Proyeksi di tahun keenam (2015) diasumsikan perusahaan akan tumbuh sama dengan pertumbuhan di tahun kelima (2014) dan akan stabil sampai dengan seterusnya (perpetuiti) yakni tumbuh sebesar 12%. Dengan asumsi tersebut maka diperoleh laba di tahun keenam sebesar Rp 4.163.466 juta.

Proyeksi neraca perusahaan dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel 4.10
Proyeksi Neraca Internal Perusahaan

Dalam jutaan rupiah

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| CURRENT ASSETS | | | | | |
| <i>Cash and Cash Equivalents</i> | 4.520.431 | 5.215.206 | 6.525.604 | 8.619.199 | 9.819.061 |
| <i>Trade Receivables</i> | 1.646.505 | 2.073.374 | 2.435.873 | 2.872.751 | 3.178.341 |
| <i>Other Assets</i> | 1.509.820 | 1.941.374 | 2.322.207 | 2.750.984 | 3.135.093 |
| Total Current Assets | 7.676.756 | 9.229.954 | 11.283.684 | 14.242.934 | 16.132.495 |
| NON CURRENT ASSETS | | | | | |
| Total Non Current Assets | 10.329.094 | 12.025.306 | 13.489.436 | 14.937.083 | 17.852.314 |
| Total Assets | 18.005.850 | 21.255.261 | 24.773.121 | 29.180.017 | 33.984.809 |
| LIABILITIES AND EQUITIES | | | | | |
| CURRENT LIABILITIES | | | | | |
| Total Current Liabilities | 5.783.933 | 7.553.354 | 9.050.196 | 10.864.702 | 12.600.165 |
| Total Long Term Liabilities | 4.474.268 | 3.691.689 | 2.850.825 | 2.013.371 | 1.269.498 |
| TOTAL LIABILITIES | 11.448.511 | 12.483.563 | 13.190.163 | 14.220.366 | 15.267.766 |
| Total Equity | 6.510.097 | 8.724.456 | 11.535.716 | 14.912.409 | 18.669.801 |
| TOTAL LIABILITIES & EQUITY | 18.005.850 | 21.255.261 | 24.773.121 | 29.180.017 | 33.984.809 |

Sumber: Garuda

Proyeksi *capital expenditure* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.11
Proyeksi Capital Expenditure 2010-2015 Internal Perusahaan

Dalam jutaan rupiah

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <i>Capital expenditure</i> | 1.140.512 | 1.086.555 | 1.366.846 | 1.208.269 | 1.073.395 | 1.202.202 |

Sumber: Garuda

4.3.1.2 Proyeksi Laporan Keuangan Berdasarkan Analisis Makro Ekonomi dan Industri

Proyeksi laporan keuangan berikut ini dihitung berdasarkan estimasi pertumbuhan ekonomi dan industri yang telah dijelaskan di bagian analisis makroekonomi dan analisis industri. Berdasarkan estimasi Bank Indonesia, ekonomi Indonesia di tahun 2010 akan tumbuh sekitar 5,5% - 5,6%, sedangkan menurut IMF akan tumbuh 4,8%. Dari analisis industri, ICAO (*International Civil Aviation Organization*) memprediksi industri penerbangan dunia di tahun 2010 akan tumbuh sekitar 3,3% dan di 2011 sebesar 5,5%. Sementara Boeing memprediksi pertumbuhan industri penerbangan

Asia Pasifik sampai dengan tahun 2028 sebesar 6,1%. Industri penerbangan domestik dalam 5 tahun ke depan diprediksi masih tumbuh 15% per tahun.

Berdasarkan kondisi tersebut maka diasumsikan perusahaan akan tumbuh sebesar 5% per tahun dalam 5 tahun ke depan dan pertumbuhan seterusnya (perpetuiti) sebesar 6%. Walaupun industri penerbangan domestik diprediksi tumbuh sebesar 15% dalam 5 tahun ke depan tetapi itu adalah prediksi pertumbuhan semua jenis layanan penerbangan domestik termasuk *low cost carrier* (LCC). Sedangkan untuk *full service airline* seperti Garuda diasumsikan tumbuh 5%. Pertumbuhan 5% diasumsikan berlaku untuk pertumbuhan penjualan, pertumbuhan biaya, pertumbuhan aset termasuk pertumbuhan *capital expenditure*, pertumbuhan kewajiban dan modal perusahaan untuk tahun 2010-2014. Sedangkan tahun 2015 dan seterusnya tumbuh 6%.

Berikut ini adalah proyeksi laba rugi dengan asumsi pertumbuhan 5% per tahun berdasarkan analisis makro ekonomi dan industri:

Tabel 4.12
Proyeksi Laporan Laba Rugi Berdasarkan
Analisis Makro Ekonomi dan Industri

Dalam jutaan rupiah

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <i>Operating Revenue</i> | 17.525.558 | 18.401.836 | 19.321.928 | 20.288.025 | 21.302.426 | 22.580.571 |
| <i>Growth</i> | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 6% |
| <i>Operating expense</i> | 16.782.436 | 17.621.557 | 18.502.635 | 19.427.767 | 20.399.155 | 21.623.105 |
| <i>Growth</i> | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 6% |
| <i>Others</i> | 326.424 | 342.745 | 359.882 | 377.877 | 396.770 | 420.577 |
| <i>Growth</i> | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 6% |
| <i>Net income</i> | 1.069.547 | 1.123.024 | 1.179.175 | 1.238.134 | 1.300.041 | 1.378.043 |

Sumber: Hasil olahan penulis

Berikut ini adalah proyeksi neraca dengan asumsi pertumbuhan 5% per tahun berdasarkan analisis makroekonomi dan industri:

Tabel 4.13
Proyeksi Neraca Berdasarkan
Analisis Makro Ekonomi dan Industri

Dalam jutaan rupiah

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| CURRENT ASSETS | | | | | |
| <i>Cash and Cash Equivalents</i> | 1.286.945 | 1.351.292 | 1.418.857 | 1.489.800 | 1.564.290 |
| <i>Trade Receivables</i> | 1.302.673 | 1.367.807 | 1.436.197 | 1.508.007 | 1.583.407 |
| <i>Other Assets</i> | 1.086.611 | 1.140.942 | 1.197.989 | 1.257.889 | 1.320.783 |
| Total Current Assets | 3.676.230 | 3.860.041 | 4.053.043 | 4.255.695 | 4.468.480 |
| NON CURRENT ASSETS | | | | | |
| <i>Total Non Current Assets</i> | 11.424.688 | 11.995.922 | 12.595.718 | 13.225.504 | 13.886.779 |
| Total Assets | 15.100.917 | 15.855.963 | 16.648.761 | 17.481.199 | 18.355.259 |
| LIABILITIES AND EQUITIES | 0 | | | | |
| CURRENT LIABILITIES | 0 | | | | |
| <i>Total Current Liabilities</i> | 6.628.320 | 6.959.736 | 7.307.723 | 7.673.109 | 8.056.765 |
| <i>Total Long Term Liabilities</i> | 5.097.821 | 5.352.712 | 5.620.348 | 5.901.365 | 6.196.434 |
| TOTAL LIABILITIES | 11.726.142 | 12.312.449 | 12.928.071 | 13.574.475 | 14.253.199 |
| <i>Total Equity</i> | 3.374.776 | 3.543.514 | 3.720.690 | 3.906.725 | 4.102.061 |
| TOTAL LIABILITIES & EQUITY | 15.100.917 | 15.855.963 | 16.648.761 | 17.481.199 | 18.355.259 |

Sumber: Hasil olahan penulis

Berikut ini adalah proyeksi *capital expenditure*:

Tabel 4.14
Proyeksi *Capital Expenditure* Berdasarkan
Analisis Makro Ekonomi dan Industri

Dalam jutaan rupiah

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <i>Capital expenditure</i> | 1.156.764 | 1.214.602 | 1.275.332 | 1.339.099 | 1.406.054 | 1.490.417 |

Sumber: Hasil olahan penulis

4.3.2 *Cost of Equity*

Cost of equity (K_e) diperoleh dengan menggunakan rumus CAPM:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

R_f adalah tingkat bunga *riskfree* aset diperoleh dari tingkat bunga SBI 1 bulan pada Desember 2009 yaitu sebesar 6,5%. $R_m - R_f$ atau *risk premium* adalah *risk premium* Indonesia yang diperoleh dari Damodaran (*Equity Risk Premium: Determinants, Estimation and Implications - A Post Crisis Update*, Oktober 2009) sebesar 6,07%. Nilai beta yang digunakan diperoleh dari www.damodaran.com sebesar 2,55. Nilai

beta ini adalah nilai beta untuk industri *air transport* dunia, *beta* industri penerbangan nasional belum ada. Berdasarkan data tersebut maka diperoleh *cost of equity* perusahaan sebesar 21,98%.

4.3.3 Perhitungan Valuasi Perusahaan: Metode *Free Cash Flow to Equity*

4.3.3.1 Menggunakan Proyeksi Laporan Keuangan Internal Perusahaan

Dalam tesis ini metode valuasi yang digunakan adalah metode *free cash flow to equity* dan metode *abnormal earning*. Dengan metode *free cash flow to equity (FCFE)* valuasi dilakukan dengan mendiskontokan *expected cash flows* untuk ekuitas yaitu arus kas yang tersisa setelah perusahaan memenuhi semua beban seperti pembayaran pajak, pembayaran bunga dan pokok pinjaman, pengeluaran modal untuk menjaga pertumbuhan perusahaan. Arus kas ini didiskontokan dengan menggunakan *cost of equity*. *Cash flows to equity* dihitung dengan cara melakukan penyesuaian terhadap laba bersih. Rumus yang digunakan adalah:

$$FCFE = \text{Net income} - (\text{capital expenditure} - \text{depreciation}) - \Delta \text{ non cash working capital} + (\text{new debt} - \text{debt repayment})$$

Dengan menggunakan rumus tersebut, diasumsikan perusahaan akan tumbuh stabil mulai tahun 2015 maka diperoleh hasil *valuation* sebagai berikut:

Tabel 4.15
Perhitungan *Value per Share* dengan Metode FCFE Menggunakan Proyeksi Internal Perusahaan

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|-----------|--------------------|-----------|-----------|-------------|-------------|
| <i>Net income</i> | 1.512.000 | 2.214.000 | 2.811.000 | 3.377.000 | 3.757.000 | 4.163.466 |
| <i>Capital expenditure</i> | 1.140.512 | 1.086.555 | 1.366.846 | 1.208.269 | 1.073.395 | 1.202.202 |
| <i>Depreciation expense</i> | 625.000 | 656.000 | 366.000 | 343.000 | 345.000 | 386.400 |
| <i>Changes in non cash working capital</i> | 1.409.569 | (910.997) | (753.511) | (948.851) | (1.045.764) | (1.171.256) |
| <i>(New debt-debt repayment)</i> | 1.110.644 | (791.579) | (831.864) | (837.454) | (743.873) | (833.138) |
| FCFE | 697.563 | 1.902.863 | 1.731.801 | 2.623.128 | 3.330.496 | 3.685.782 |
| <i>Terminal value</i> | | | | | | 36.931.681 |
| <i>Ke</i> | 21,98% | 21,98% | 21,98% | 21,98% | 21,98% | 21,98% |
| <i>Year</i> | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | |
| Present Value | 571.867 | 1.278.881 | 954.184 | 1.184.854 | 1.233.292 | 13.675.900 |
| <i>Value of equity (dalam jutaan Rp)</i> | | 18.898.978 | | | | |
| <i>Value of equity dalam rupiah</i> | | 18.898.978.000.000 | | | | |
| <i>Outstanding shares</i> | | 9.120.498 | | | | |
| <i>Value of equity/share</i> | | 2.072.143 | | | | |

Berdasarkan hitungan di atas maka diperoleh nilai *equity* perusahaan sebesar Rp18.898.978 juta dengan nilai per lembar saham sebesar Rp 2.072.143.

Nilai *terminal value* di atas sebesar Rp 36.931.681 juta dihitung dengan mendiskontokan FCFE di tahun keenam (2015) pada *growth* yang sudah stabil (perpetuiti) dengan perhitungan sebagai berikut:

$$\text{Terminal value} = \frac{\text{FCFE 2015}}{(Ke-g)} = \frac{3.685.782}{(0,2198 - 0,12)} = 36.931.681$$

Nilai *changes in non cash working capital* serta *new debt- debt repayment* yang ada di tabel di atas dihitung dengan cara berikut ini:

Tabel 4.16
Perhitungan *Changes in Non Cash Working Capital* dan *Debt – Net*
Menggunakan Proyeksi Perusahaan

Dalam jutaan rupiah

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|-------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Aset lancar | 3.501.171 | 7.676.756 | 9.229.955 | 11.283.684 | 14.242.934 | 16.132.495 |
| Kas dan setara kas | 1.225.662 | 4.520.431 | 5.215.206 | 6.525.604 | 8.619.199 | 9.819.061 |
| Aset lancar-non kas | 2.275.509 | 3.156.325 | 4.014.749 | 4.758.080 | 5.623.735 | 6.313.434 |
| Kewajiban lancar | 6.312.686 | 5.783.933 | 7.553.354 | 9.050.196 | 10.864.702 | 12.600.165 |
| Debt jatuh tempo 1 tahun | 2.530.263 | 2.530.263 | 2.530.263 | 2.530.263 | 2.530.263 | 2.530.263 |
| Kewajiban lancar-non debt | 3.782.423 | 3.253.670 | 5.023.091 | 6.519.933 | 8.334.439 | 10.069.902 |
| <i>Non cash working capital</i> | (1.506.914) | (97.345) | (1.008.342) | (1.761.853) | (2.710.704) | (3.756.468) |
| <i>Changes in non cash working capital</i> | | 1.409.589 | (910.997) | (753.511) | (948.851) | (1.045.764) |
| Debt | 3.315.451 | 4.426.095 | 3.634.516 | 2.802.652 | 1.965.198 | 1.221.325 |
| <i>(New debt-debt repayment)</i> | | 1.110.644 | (791.579) | (831.864) | (637.454) | (743.873) |

4.3.3.2 Menggunakan Proyeksi Laporan Keuangan Hasil Analisis Makro Ekonomi dan Industri

Dengan menggunakan asumsi berdasarkan hasil analisis makro ekonomi dan analisis industri seperti dijelaskan di atas maka nilai perusahaan dihitung dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.17
Perhitungan *Value per Share* dengan Metode FCFE Berdasarkan Asumsi
Pertumbuhan Makro Ekonomi dan Industri

Dalam jutaan rupiah

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <i>Net income</i> | 1.069.547 | 1.123.024 | 1.179.175 | 1.238.134 | 1.300.041 | 1.378.043 |
| <i>Capital expenditure</i> | 1.156.764 | 1.214.602 | 1.275.332 | 1.339.099 | 1.406.054 | 1.490.417 |
| <i>Depreciation expense</i> | 1.606.220 | 1.686.531 | 1.770.857 | 1.859.400 | 1.952.370 | 2.069.512 |
| <i>Changes in non cash working capital</i> | (201.859) | (211.852) | (222.549) | (233.677) | (245.361) | (260.082) |
| <i>(New debt-debt repayment)</i> | 165.773 | 174.061 | 182.784 | 181.902 | 201.498 | 213.587 |
| FCFE | 1.886.634 | 1.980.966 | 2.080.014 | 2.184.015 | 2.293.215 | 2.430.808 |
| <i>Terminal value</i> | | | | | | 15.211.565 |
| <i>Ke</i> | 21,98% | 21,98% | 21,98% | 21,98% | 21,98% | 21,98% |
| <i>Year</i> | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | |
| Present Value | 1.546.675 | 1.331.373 | 1.146.041 | 986.509 | 849.184 | 5.632.883 |
| <i>Value of equity (dalam jutaan Rp)</i> | | 11.492.665 | | | | |
| <i>Value of equity dalam rupiah</i> | | 11.492.665.000.000 | | | | |
| <i>Outstanding shares</i> | | 9.120.498 | | | | |
| <i>Value of equity/share</i> | | 1.260.092 | | | | |

Berdasarkan hitungan di atas maka diperoleh nilai *equity* perusahaan sebesar Rp11.429.665 juta dengan nilai per lembar saham sebesar Rp 1.260.092.

Nilai *terminal value* di atas sebesar Rp 15.211.565 juta dihitung dengan mendiskontokan FCFE di tahun keenam (2015) pada *growth* yang sudah stabil (perpetuiti) dengan perhitungan sebagai berikut:

$$\text{Terminal value} = \frac{\text{FCFE 2015}}{(Ke-g)} = \frac{2.430.808}{(0,2198 - 0,06)} = 15.211.565$$

Nilai *changes in non cash working capital* serta *new debt- debt repayment* yang ada di tabel di atas dihitung dengan cara berikut ini:

Tabel 4.18
Perhitungan *Changes in Non Cash Working Capital dan Debt – Net* Berdasarkan
Asumsi Pertumbuhan Makro Ekonomi dan Industri

Dalam jutaan rupiah

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Aset lancar | 3.676.230 | 3.860.041 | 4.053.043 | 4.255.695 | 4.468.480 |
| Kas dan setara kas | 1.286.945 | 1.351.292 | 1.418.857 | 1.489.800 | 1.564.290 |
| Aset lancar-non kas | 2.389.284 | 2.508.749 | 2.634.186 | 2.765.895 | 2.904.190 |
| Kewajiban lancar | 6.628.320 | 6.959.736 | 7.307.723 | 7.673.109 | 8.056.765 |
| <i>Debt</i> jatuh tempo 1 tahun | 2.530.263 | 2.530.263 | 2.530.263 | 2.530.263 | 2.530.263 |
| Kewajiban lancar-non <i>debt</i> | 4.098.057 | 4.429.473 | 4.777.460 | 5.142.846 | 5.526.502 |
| <i>Non cash working capital</i> | (1.708.773) | (1.920.725) | (2.143.274) | (2.376.951) | (2.622.312) |
| <i>Changes in non cash working capital</i> | (201.859) | (211.952) | (222.549) | (233.677) | (245.361) |
| Debt | 3.481.224 | 3.655.285 | 3.838.049 | 4.029.951 | 4.231.449 |
| (<i>New debt-debt repayment</i>) | 165.773 | 174.061 | 182.764 | 191.902 | 201.498 |

4.4 Analisis Nilai Perusahaan dengan Metode *Abnormal Earning*

Melalui metode *abnormal earning* nilai intrinsik ekuitas perusahaan adalah penjumlahan nilai buku awal ekuitasnya (*book value of equity - beginning*) ditambah dengan nilai sekarang dari seluruh perkiraan *abnormal earnings* (laba *abnormal*) dari operasi perusahaan di masa yang akan datang. Persamaan untuk menghitung laba *abnormal* sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Abnormal Earnings} &= \text{Earnings} - \text{Capital Charge} \\ &= E - \text{Ke} \cdot B_v \end{aligned}$$

Keseluruhan nilai sekarang laba *abnormal* tersebut diperoleh dari akumulasi perkiraan laba normal yang didiskontokan pada *required rate of return* (*Ke*) perusahaan.

Keseluruhan nilai sekarang (*present value*) dari laba *abnormal* tersebut menunjukkan seberapa besar tingkat kemampuan penciptaan nilai (*value creating ability*) dari suatu perusahaan. Dari model ini juga diketahui berapa minimal laba yang diinginkan oleh perusahaan dari investasi modal yang telah dilakukan oleh sebuah perusahaan (*Return on Equity – ROE*), yang tercermin dalam *capital charge* ($\text{Ke} \times \text{BV equity}$).

4.4.1 Perhitungan Nilai Perusahaan: Metode *Abnormal Earning*

4.4.1.1 Menggunakan Proyeksi Laporan Keuangan Internal Perusahaan

Nilai ekuitas perusahaan dengan metode *abnormal earning* dapat dihitung dengan persamaan berikut:

$$P_0 = B_0 + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{(ROE_j - Ke) B_{j-1}}{(1 + Ke)^j} \quad \text{atau}$$

$$P_0 = B_0 + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{E - Ke \cdot B_{j-1}}{(1 + Ke)^j}$$

dimana:

| | |
|------------------------|--|
| P_0 | = nilai intrinsik saham |
| B_0 | = nilai awal buku ekuitas |
| $(ROE_j - Ke) B_{j-1}$ | = <i>abnormal earnings</i> atau <i>net earnings - capital charge</i> |
| E | = laba bersih |
| B_{j-1} | = nilai buku tahun ke - j |
| <i>capital charge</i> | = $Ke \times \text{book value of equity}$ |
| Ke | = <i>rate of return (cost of equity)</i> |

Berdasarkan rumus di atas dan berdasarkan proyeksi laporan keuangan internal perusahaan maka nilai ekuitas dihitung dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.19
Perhitungan *Value per Share* dengan Metode *Abnormal Earning* Menggunakan
Proyeksi Perusahaan

Dalam jutaan rupiah

| Tahun | <i>n</i> | Net Income | <i>Ke</i> | BV of Equity | AE | AE/(1+ <i>Ke</i>) ^{<i>n</i>} |
|--------------------------------------|----------|------------|-----------|--------------|-----------|--|
| 2009 | | | | 3.214.071 | | |
| 2010 | 1 | 1.512.000 | 21,98% | 6.510.097 | 81.081 | 66.471 |
| 2011 | 2 | 2.214.000 | 21,98% | 8.724.456 | 296.365 | 199.182 |
| 2012 | 3 | 2.811.000 | 21,98% | 11.535.716 | 275.450 | 151.767 |
| 2013 | 4 | 3.377.000 | 21,98% | 14.912.409 | 99.253 | 44.832 |
| 2014 | 5 | 3.757.000 | 21,98% | 18.669.801 | (346.622) | - |
| 2015 | 6 | 4.163.466 | 21,98% | 20.910.177 | (432.591) | - |
| PV AE | | | | | | 462.252 |
| BV equity akhir 2009 | | | | | | 3.214.071 |
| Value of equity (dalam jutaan) | | | | | | 3.676.323 |
| Value of equity (dalam rupiah penuh) | | | | | | 3.676.323.000.000 |
| Outstanding shares | | | | | | 9.120.498 |
| Value of equity/share | | | | | | 403.084 |

AE = Abnormal earning = Net income - (*ke* * BV equity)

Dari hasil perhitungan tersebut diperoleh nilai ekuitas perusahaan sebesar Rp3.676.323 juta dengan nilai per lembar saham sebesar Rp 403.084.

4.4.1.2 Menggunakan Proyeksi Laporan Keuangan Hasil Analisis Makro Ekonomi dan Industri

Perhitungan nilai ekuitas perusahaan dengan menggunakan metode *abnormal earning* berdasarkan asumsi pertumbuhan tahun 2010-2014 sebesar 5% serta tahun 2015 dan seterusnya sebesar 6% dihitung dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.20
Perhitungan *Value per Share* dengan Metode *Abnormal Earning* Berdasarkan Asumsi Pertumbuhan Makro Ekonomi dan Industri

Dalam jutaan rupiah

| Tahun | <i>n</i> | <i>Net income</i> | <i>Ke</i> | <i>BV of Equity</i> | <i>AE</i> | <i>Present value AE = AE/(1+Ke)ⁿ</i> |
|--------------------------------------|----------|-------------------|-----------|---------------------|-----------|---|
| 2009 | | | | 3.214.071 | | |
| 2010 | 1 | 1.069.547 | 21,98% | 3.374.776 | 327.771 | 268.709 |
| 2011 | 2 | 1.123.024 | 21,98% | 3.543.514 | 344.160 | 231.304 |
| 2012 | 3 | 1.179.175 | 21,98% | 3.720.690 | 361.368 | 199.106 |
| 2013 | 4 | 1.238.134 | 21,98% | 3.906.725 | 379.436 | 171.389 |
| 2014 | 5 | 1.300.041 | 21,98% | 4.102.061 | 398.408 | 147.532 |
| 2015 | 6 | 1.378.043 | 21,98% | 4.594.308 | 368.214 | |
| <i>Terminal value</i> | | | 21,98% | | 2.304.218 | 853.258 |
| PV AE | | | | | | 1.871.298 |
| BV equity akhir 2009 | | | | | | 3.214.071 |
| Value of equity (dalam jutaan) | | | | | | 5.085.369 |
| Value of equity (dalam rupiah penuh) | | | | | | 5.085.369.000.000 |
| Outstanding shares | | | | | | 9.120.498 |
| Value of equity/share | | | | | | 557.576 |

$AE = \text{Abnormal earning} = \text{Net income} - (ke * BV \text{ equity})$

Dari hasil perhitungan tersebut diperoleh nilai saham perusahaan per lembar sebesar Rp 557.576.

Nilai *terminal value* di atas dihitung dengan cara berikut ini:

$$\text{Terminal value} = \frac{\text{Abnormal earning 2015}}{(Ke-g)} = \frac{368.214}{(0,2198 - 0,06)} = 2.304.218$$

4.4.2 Perbandingan Hasil Valuasi antara Metode FCFE dan *Abnormal Earning*

Berikut ini adalah perbandingan hasil valuasi Garuda antara metode *free cash flow to equity* dan metode *abnormal earning*:

Tabel 4.21
Perbandingan Hasil Valuasi antara Metode FCFE dan *Abnormal Earning*

| | Metode FCFE | Metode <i>abnormal earning</i> |
|--|--------------------|--------------------------------|
| Berdasarkan proyeksi lap. keuangan Internal perusahaan | | |
| <i>Value of equity</i> (dalam rupiah penuh) | 18.898.978.000.000 | 3.676.323.000.000 |
| <i>Outstanding shares</i> | 9.120.498 | 9.120.498 |
| <i>Value of equity/share</i> | 2.072.143 | 403.084 |
| Berdasarkan proyeksi lap. Keuangan dengan analisis makroekonomi dan industri | | |
| <i>Value of equity</i> (dalam rupiah penuh) | 11.492.665.000.000 | 5.085.369.000.000 |
| <i>Outstanding shares</i> | 9.120.498 | 9.120.498 |
| <i>Value of equity/share</i> | 1.260.092 | 557.576 |

Dari perbandingan tersebut nilai perusahaan lebih tinggi dengan menggunakan metode FCFE dibanding metode *abnormal earning*, hal ini disebabkan pada metode *abnormal earning*, nilai *abnormal earning* di tahun kelima dan keenam lebih kecil dan bahkan negatif pada perhitungan dengan menggunakan proyeksi laporan keuangan internal perusahaan. Ini sangat berpengaruh terhadap total valuasi karena nilai *abnormal earning* di tahun kelima dan keenam akan membentuk nilai *terminal value*. Seharusnya nilai *terminal value* memberikan kontribusi yang terbesar terhadap hasil valuasi.

Pada metode *abnormal earning* besaran *terminal value* menjadi titik penting dalam membentuk nilai intrinsik ekuitas perusahaan sebagaimana halnya dalam metode *discounted cash flow* lainnya seperti FCFE. Besaran *terminal value* diperoleh dari estimasi terhadap arus kas masa depan dengan asumsi perkiraan untuk masa yang tidak terbatas (perpetui). Sebagai perbandingan, dengan metode FCFE di atas kontribusi *terminal value* terhadap nilai ekuitas perusahaan adalah sebesar 61,9% diperoleh dari PV *terminal value* dibagi dengan total PV (13.675.900 / 22.108.300)

4.4.3 Perbandingan dengan Hasil Penelitian Sebelumnya

Seperti disebutkan di akhir Bab 2 bahwa valuasi nilai intrinsik saham PT Garuda Indonesia sebelumnya pernah dianalisis melalui tesis oleh Surya Dharma Hutagaol, mahasiswa MMUI, pada tahun 2005 dengan metode yang berbeda yaitu *Free Cash Flow to The Firm (FCFF)*. Hasil valuasi tersebut menghasilkan nilai intrinsik saham PT Garuda Indonesia sebesar Rp 1.284.284 per lembar saham.

Tabel berikut menggambarkan perbandingan penelitian yang dilakukan penulis dibandingkan dengan penelitian sebelumnya:

Tabel 4.22
Perbandingan dengan Penelitian Sebelumnya

| Keterangan | Penulis | | Penelitian sebelumnya |
|-------------------------------------|---|---|------------------------|
| | FCFE | <i>Abnormal earning</i> | |
| Metode yang digunakan | FCFE | <i>Abnormal earning</i> | FCFF |
| Tahun penelitian | 2009 | 2009 | 2005 |
| Nilai beta | 2,55 | 2,55 | 1,82 |
| <i>Risk free rate</i> | 6,50% | 6,50% | 7,30% |
| <i>Risk premium</i> | 6,07% | 6,07% | 8,25% |
| <i>Cost of equity (Ke)</i> | 21,98% | 21,98% | 22,32% |
| Sumber proyeksi laporan keuangan | 1. Internal perusahaan | 1. Internal perusahaan | 1. Internal perusahaan |
| <i>Growth perpetuity</i> | 12% | 12% | 10% |
| Hasil valuasi per lembar saham (Rp) | 2.072.143 | 403.084 | 1.284.284 |
| | 2. Berdasarkan proyeksi makroekonomi & industri | 2. Berdasarkan proyeksi makroekonomi & industri | 2. - |
| <i>Growth perpetuity</i> | 6% | 6% | - |
| Hasil valuasi per lembar saham (Rp) | 1.260.092 | 557.576 | - |

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

- a. Dari hasil perhitungan nilai saham perusahaan dengan metode *free cashflow to equity* diperoleh nilai wajar saham PT Garuda Indonesia adalah Rp 2.072.143 per lembar saham jika menggunakan proyeksi laporan keuangan internal perusahaan, sedangkan berdasarkan asumsi dari hasil analisis makroekonomi dan industri diperoleh sebesar Rp1.260.092 per lembar saham
- b. Dari hasil perhitungan dengan metode *abnormal earning* nilai wajar saham PT Garuda Indonesia adalah Rp 403.084 per lembar saham jika menggunakan proyeksi laporan keuangan internal perusahaan, sedangkan berdasarkan asumsi dari hasil analisis makroekonomi dan industri diperoleh sebesar Rp557.576 per lembar saham

5.2 Saran

- a. Sesuai dengan hasil perhitungan di atas disarankan kepada PT Garuda Indonesia untuk menjual saham pada saat IPO minimum pada salah satu harga di atas sesuai dengan metode dan asumsi yang dianggap paling relevan bagi perusahaan. Dengan pertumbuhan ekonomi nasional yang stabil disertai pertumbuhan jumlah penumpang domestik dan juga kondisi ekonomi global yang mulai pulih sebaiknya PT Garuda Indonesia memiliki strategi bersaing yang handal untuk menangkap peluang tersebut. Strategi itu bisa dengan investasi pesawat baru dan canggih sehingga mampu bersaing dengan pesawat maskapai asing, memiliki manajemen yang handal dan berpengalaman jika perlu mempekerjakan tenaga asing yang memiliki catatan prestasi di industri *airline* dunia.
- b. Berdasarkan hasil perhitungan harga saham di atas disarankan kepada calon investor untuk membeli saham Garuda maksimum pada salah satu harga di atas, tergantung metode dan asumsi yang dianggap paling relevan bagi investor. Sesuai dengan analisis makro, analisis industri dan analisis internal perusahaan, prospek PT Garuda Indonesia ke depan masih bagus dan diprediksi terus tumbuh melalui penambahan rute dan peningkatan frekuensi.

- c. Perbedaan hasil yang signifikan dari dua metode valuasi saham di atas perlu ditindaklanjuti melalui studi mendalam dengan menggunakan industri berbeda, kondisi perekonomian yang berbeda serta asumsi yang berbeda sehingga diperoleh hasil yang lebih komprehensif.



DAFTAR PUSTAKA

- ATW (*Air Transport World*) magazine, October 2009
- AAPA (*Association of Asia Pacific Airlines*) Report, 2009
- Anoraga, P., Pakarti, P (2003). Pengantar Pasar Modal. Rineka Cipta.
- Anthony, R.N., Hawkins, D.F., Merchant, K.A. (2007). *Accounting: Text & Cases* (12th ed.). McGraw-Hill.
- Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A.J. (2009). *Investment* (8th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Chesbrough, H. (2007). *Business model innovation: It's not just about technology anymore. Strategy and Leadership* (vol.35, pp.12-17). Emerald Group Publishing Limited.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2009, October). *Equity risk premium: Determinants, estimation and implications - a post crisis update*.
- Eiteman, D.K., Stonehill, A.I., Moffett, M.H. (2007). *Multinational business finance*, (7th ed). Boston: Pearson International.
- Garuda Growth Plan 2009-2014.
- Kotler, P., et.al (1999). *Marketing management – an Asian perspective*. Singapore: Prentice Hall.
- Laporan Tahunan Perusahaan, PT. Garuda Indonesia, 2008.
- Laporan Tahunan Perusahaan, PT. Garuda Indonesia, 2009.
- Laporan Keuangan Konsolidasi PT Garuda Indonesia dan Anak Perusahaan untuk Tahun Yang Berakhir 31 Desember 2009 dan 31 Desember 2008.
- Miles, D., Scott, A.,(2005). *Macroeconomics: understanding the wealth of nations*. Chicester: Wiley.
- Mullins, J.W., Jr Walker, O.C., Jr Boyd, H.W. (2008). *Marketing management – a strategic decision-making approach* (6th ed.). McGraw-Hill.
- Porter, M.E. (1998). *Competitive advantage - creating and sustaining superior performance*. New York: Simon & Schuster.

Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J., Jordan, B.D. (2008). *Modern financial statement* (8 th ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.

Thompson A.A., Arthur., Strickland A.J., Gamble J.E., (2010). *Crafting and executing strategy* (17th ed.). New York: McGraw-Hill.

White, G.I., Sondhi, A.C., Fried, D. (2003). *The analysis and use of financial statement*. (3rd ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.

www.adb.org

<http://www.airfleets.net>

http://www.analisadaily.com/index.php?option=com_content&view=article&id=33699:menkeu-sri-mulyani-proyeksi-pertumbuhan-2010-oleh-imf-terlalu-renda&catid=26:nasional&Itemid=44 "Menkeu Sri Mulyani: Proyeksi Pertumbuhan 2010 oleh IMF Terlalu Rendah"

<http://www.antaranews.com>

<http://www.antaranews.com/view/?i=1247120472&c=EKB&s=MAK> "IMF Naikkan Proyeksi Ekonomi Global 2010"

www.aswathdamodaran.com/

<http://bataviase.co.id/detailberita-10524047.html> "PT Garuda Indonesia Merentang sayap terbang tinggi"

<http://www.bi.go.id/>

http://www.bi.go.id/web/id/Publikasi/Kebijakan+Moneter/Tinjauan+Kebijakan+Moneter/TKM_0310.htm "Tinjauan Kebijakan Moneter - Maret 2010"

http://www.bi.go.id/web/id/Publikasi/Kebijakan+Moneter/Tinjauan+Kebijakan+Moneter/LKM_trw409.htm "Laporan Kebijakan Moneter - Triwulan IV-2009"

<http://web.bisnis.com/sektor-riil/transportasi/1id176468.html> "IATA: Rugi krisis penerbangan Eropa US\$1,7 miliar"

<http://bisniskeuangan.kompas.com>, *download* Februari 2010

<http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2010/02/10/14534212/Lion.Air.Kalahkan.Garuda> "Paling Banyak Angkut Penumpang, Lion Air Kalahkan Garuda"

<http://bisniskeuangan.kompas.com/read/xml/2009/10/23/15345468/>"Dephub. Targetkan. Pertengahan 2010 Seluruh Maskapai Bisa ke Eropa"

www.boeing.com/commercial/cmo

<http://bola.kompas.com/read/xml/2009/06/08/12074898/maskapai.dunia.merugi.hingga.tahun.depan> "Maskapai Dunia Merugi hingga Tahun Depan"

<http://www.bps.go.id>

<http://www.bps.go.id/?news=759> "Jumlah Wisatawan Mancanegara Februari 2010 Naik 6,10 Persen Dibanding Bulan Sebelumnya"

<http://www.centreforaviation.com>

<http://www.datacon.co.id>

<http://www.datacon.co.id/Outlook-2010Fokus.html> INDONESIAN COMMERCIAL NEWSLETTER Desember2009 "FOKUS OUTLOOK EKONOMI INDONESIA 2010"

www.depkeu.go.id

<http://www.ekon.go.id>

<http://www.ekon.go.id/content/view/530/1/> "Outlook Perekonomian Indonesia 2010"

<http://etradinggallery.com/node/5607> "Prediksi IHSG Pilih Saham Berbasis Konsumsi Domestik"

<http://economy.okezone.com/read/2010/02/02/213/299817/213/asia-pasar-terbesar-penerbangan-dunia> "Asia Pasar Terbesar Penerbangan Dunia"

<http://www.iata.org/economics>

www.imf.org

<http://www.indonesiaheadlines.com>

<http://www.indonesiaheadlines.com/index.php?id=724127> "Tingkatkan Jumlah Penerbangan, Garuda Indonesia Tambah 120 Pesawat"

<http://www2.inilah.com/berita/ekonomi/2009/12/20/232451/penerbangan-asean-untungkan-indonesia/> "Penerbangan ASEAN Untungkan Indonesia"

<http://www.kabarbisnis.com>, *download* Februari 2010

http://www.kabarbisnis.com/ane kabisnis/transportasi/289063Garuda_Indonesia_target_kan_angkut_12_juta_penumpang.html "Garuda Indonesia targetkan angkut 12 juta penumpang"

http://www.kabarbisnis.com/ane kabisnis/transportasi/289157Skytrax_nobatkan_Garuda_jadi_maskapai_bintang_empat.html "Skytrax nobatkan Garuda jadi maskapai bintang empat"

http://www.kabarbisnis.com/aneke-bisnis/transportasi/289148_2014_Garuda_targetkan_pendapatan_Rp57_6_triliun_.html "2014 , Garuda targetkan pendapatan Rp57,6 triliun"

<http://www.kontan.co.id>, Februari 2010

<http://www.kontan.co.id/index.php/bisnis/news/8786/Garuda-Targetkan-Pangsa-Pasar-Kargo-52> "Garuda Targetkan Pangsa Pasar Kargo 52% "

<http://www.kontan.co.id/index.php/internasional/news/26741/ADB-Rilis-Proyeksi-Pertumbuhan-Ekonomi-2010> "Proyeksi Pertumbuhan Ekonomi 2010 - ADB Rilis Proyeksi Pertumbuhan Ekonomi 2010"

<http://www.koran-jakarta.com>

<http://www.mediaindonesia.com>

<http://www.pelita.or.id/baca.php?id=33064> "Batasi Pertumbuhan Industri Penerbangan di Indonesia"

<http://www.reuters.com> "Indonesia expects 8.5% tourism increase in 2010"

<http://swa.co.id>

<http://www.tempointeraktif.com>, *download* Februari 2010

<http://www.tempointeraktif.com/hg/bisnis/2010/02/10/brk,20100210224826,id.html> "Jumlah Penumpang Pesawat Lampau Target"

<http://www.tempointeraktif.com/hg/bisnis/2009/12/14/brk,20091214-213750,id.html> "Asosiasi Penerbangan Setuju 'Langit Terbuka' ASEAN"

<http://tempointeraktif.com/hg/bisnis/2010/04/15/brk,20100415-240654,id.html> "Angka Perekonomian Cina Terus Melambung"

<http://www.tempointeraktif.com/hg/bisnis/2009/06/05/brk,20090605-180152,id.html> "Pemerintah Akan Beri Insentif Merger Maskapai"

<http://traveltexonline.com>, *download* Januari 2010

<http://traveltexonline.com/read/traveltalk/emirsyah-garuda-indonesia-quantum-leap-hingga-2014> "Emirsyah: Garuda Indonesia Quantum Leap Hingga 2014"

<http://www.vibiznews.com>

<http://vibiznews.com/article/economy/2010/06/09/rupiah-diuji-krisis-eropa/> "Rupiah Diuji Krisis Eropa"

http://vibizdaily.com/detail/bisnis/2010/06/02/bi_rupiah_melemah_hingga_rp_9600us_di_2011 "Rupiah Diprediksi Melemah ke 9.600 Hingga Akhir Tahun"

<http://id.wikipedia.org>

<http://web.worldbank.org>

<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWSPress> "Press Release
No:2010/234/DEC"



Universitas Indonesia

