



UNIVERSITAS INDONESIA

**VALUASI PERUSAHAAN DALAM RANGKA AKUISISI
(STUDI KASUS AKUISISI PT KP OLEH PP)**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister Manajemen**


**DEVI SYAFRIYENI
0806432455**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN 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 : Devi Syafriyeni
NPM : 0806432455

Tanda Tangan : 
Tanggal : Juli 2010


HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Devi Syafriyeni
NPM : 0806432455
Program Studi : Magister Manajemen
Kekhususan : Keuangan
Judul Tesis : Valuasi Perusahaan Dalam Rangka Akuisisi
(Studi Kasus Akuisisi PT KP Oleh PP)

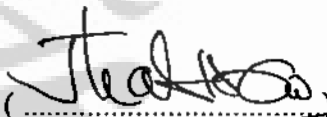
Telah berhasil dipertahankan dihadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Keuangan, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Imo Gandakusuma, MBA

(
.....)

Penguji : Thomas H. Secokusumo, MBA

(
.....)

Penguji : Eko Rizkianto, ME

(
.....)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : Juli 2010

KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Allah SWT, karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Saya menyadari bahwa, tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan tesis ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan tesis ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada:

- (1) Bapak Prof. Dr. Rhenald Kasali, selaku Ketua Program MM UI yang telah memberikan kesempatan dan fasilitas belajar yang kondusif.
- (2) Bapak Imo Gandakusuma, MBA, selaku dosen pembimbing karya akhir yang telah memberikan bimbingan serta dukungan penuh selama penyelesaian karya akhir ini.
- (3) Seluruh Dosen beserta Staf Program MM UI, yang telah membantu dan membimbing saya selama masa perkuliahan.
- (4) Keluarga tercinta: Suami, anak-anak, orang tua, kakak dan adik serta para asisten yang telah memberikan dukungan dan bantuan yang tulus, serta doa dalam kehidupan saya selama ini.
- (5) Ibu Yanti, Bpk. Adib, Mas Luki, Mas Jarot, Bpk. Abdilah beserta jajaran manajemen serta rekan-rekan di kantor, yang tidak bisa disebutkan satu persatu, yang telah membantu dalam pelaksanaan tugas akhir.
- (6) Arihta, Agnes, Hapsari dan teman-teman seperjuangan di MMUI angkatan 2008, terima kasih atas dukungan dan solidaritasnya, sehingga kita dapat menyelesaikan semua ini dengan menorehkan kenangan yang indah.
- (7) Teman-teman dan semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah memberikan dukungan sampai terselesaikannya karya akhir ini.

Akhir kata, saya berharap Allah SWT berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga tesis ini dapat membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Jakarta, Juli 2010

Penulis

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

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

Nama : Devi Syafriyeni
NPM : 0806432455
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 Perusahaan Dalam Rangka Akuisisi
(Studi Kasus Akuisisi PT KP oleh PP)**

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

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta
Pada tanggal : Juli 2010
Yang menyatakan



(Devi Syafriyeni)

ABSTRAK

Nama : Devi Syafriyeni
Program Studi : Magister Manajemen Universitas Indonesia
Judul : Valuasi Perusahaan Dalam Rangka Akuisisi
(Studi Kasus Akuisisi PT KP Oleh PP)

Tesis ini bertujuan untuk melakukan valuasi perusahaan atas rencana akuisisi yang akan dilakukan oleh PP kepada PT KP. Rencana akuisisi PT KP dilakukan atas dasar instruksi pemerintah untuk menyelamatkan PT KP dari kebangkrutan. Tesis ini akan menguraikan dan menghitung tentang besaran nilai kuantitatif yang digunakan untuk memperoleh nilai akuisisi dan beberapa aspek strategis yang diharapkan dapat dipertimbangkan oleh PP untuk melaksanakan rencana akuisisi tersebut. Metode valuasi yang digunakan adalah DCF dan ABV. Kedua metode memberikan hasil yang berbeda karena penggunaan asumsi yang mendasari perhitungan.

Kata kunci :

Valuation, Discounted Cash Flow, Adjusted Book Value

ABSTRACT

Name : Devi Syafriyeni
Study Program : Magister Manajemen Universitas Indonesia
Title : *Company's Valuation in Term of Acquisition
(Case Study on the Acquisition on PT KP by PP)*

This thesis aims to do a valuation on the company due to acquisition plan conducted by PP against PT KP. The acquisition plan on PT KP is conducted on the basis of the Government instructions to save PT KP of the bankruptcy process. This thesis will describe and calculate about the amount of quantitative values that is used to obtain the value of acquisition and any other strategic aspects that would be expected to be considered by PP in order to execute the acquisition plan. The method of valuation is using DCF dan ABV. Both methods should provide a different result because of the use of the assumptions underlying the calculations.

Key words:

Valuation, Discounted Cash Flow, Adjusted Book Value

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	v
ABSTRAK.....	vi
ABSTRACT.....	vii
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR GAMBAR.....	x
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR RUMUS.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiii
BAB 1 PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Permasalahan.....	3
1.3 Tujuan Penelitian.....	3
1.4 Metodologi Penulisan.....	3
1.4.1 Alur Pikir Penelitian.....	3
1.4.2 Sumber Data dan Periode Data.....	4
1.4.3 Studi Penelitian.....	5
1.4.4 Model Pengolahan Data.....	5
1.5 Kerangka Penulisan.....	6
BAB 2 LANDASAN TEORI.....	8
2.1 Pengertian Penggabungan Badan Usaha.....	8
2.2 Klasifikasi Penggabungan Badan Usaha.....	9
2.3 Bentuk-Bentuk Merger dan Akuisisi.....	9
2.4 Teori Motivasi Akuisisi.....	12
2.5 Keuntungan dan Kerugian Akuisisi.....	13
2.6 Proses Akuisisi.....	14
2.7 Faktor-Faktor Penentu Keberhasilan dan Kegagalan Merger dan Akuisisi.....	17
2.8 Sumber Pendanaan Akuisisi.....	18
2.9 Analisis Kinerja Keuangan.....	19
2.10 Penilaian Perusahaan.....	22
2.10.1 Metode <i>Discounted Cash Flow</i> (DCF).....	25
2.10.2 Metode <i>Adjusted Book Value</i> (ABV).....	28
2.11 Penelitian Terdahulu.....	28
BAB 3 GAMBARAN UMUM INDUSTRI DAN PERUSAHAAN.....	29
3.1 Gambaran Industri Kertas di Indonesia.....	29

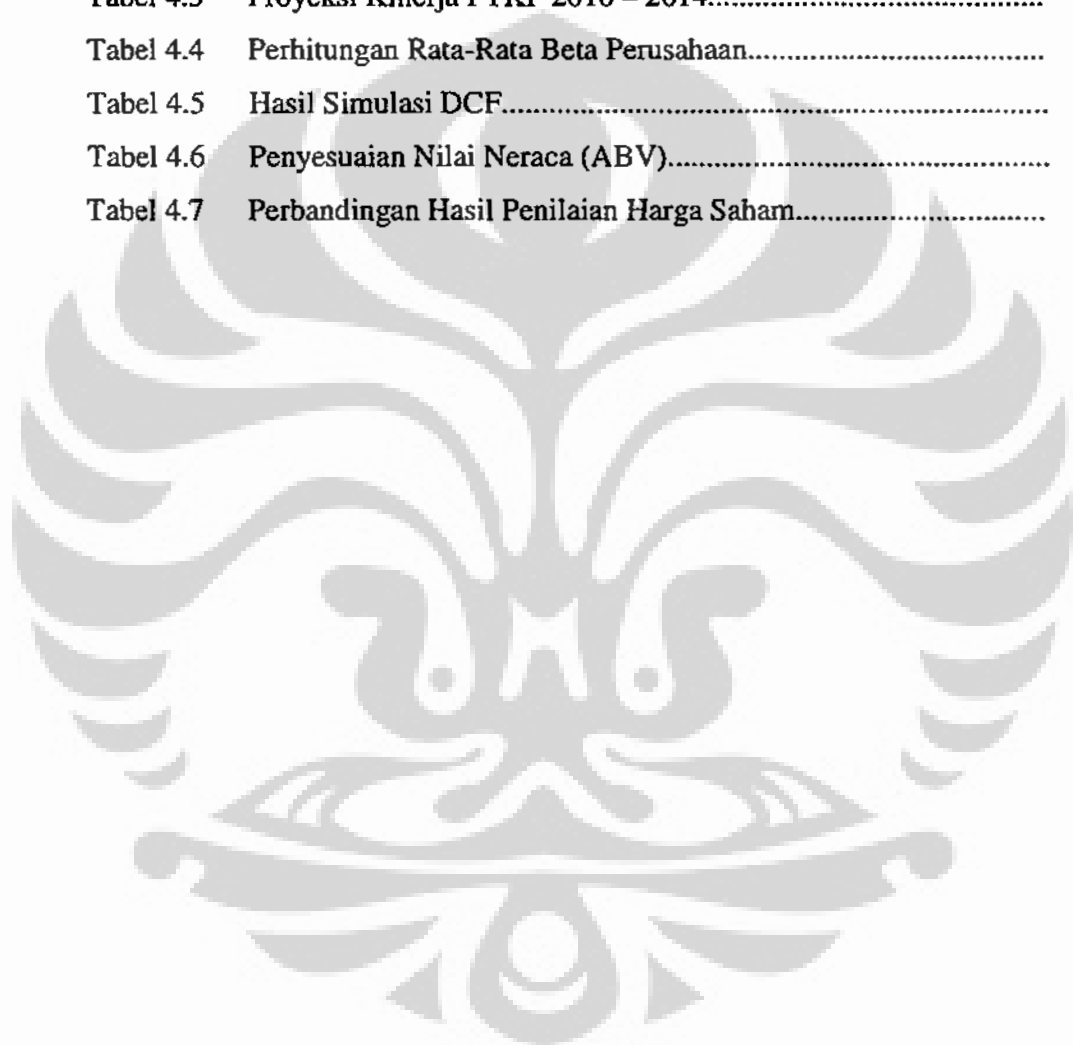
3.1.1	Perkembangan Harga <i>Pulp</i> dan Kertas.....	30
3.1.2	Perkembangan Industri <i>Security Paper</i>	31
3.2	Sejarah Singkat PP.....	31
3.2.1	Visi, Misi dan Tata Nilai PP.....	32
3.2.2	Pengembangan Perusahaan.....	33
3.3	Gambaran Umum PT KP.....	34
3.3.1	Struktur Modal dan Pemegang Saham PTKP.....	35
3.3.2	Aspek Produksi dan Penjualan PTKP.....	35
3.3.3	Kondisi Keuangan PTKP.....	37
BAB 4	ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	39
4.1	Analisis Faktor Strategis Akuisisi PTKP.....	39
4.1.1	Latar Belakang Privatisasi PTKP.....	39
4.1.2	Faktor Strategis Akuisisi PTKP.....	40
4.2	Analisis Kinerja Keuangan PTKP.....	46
4.3	Proyeksi Kinerja Keuangan PTKP.....	48
4.3.1	Analisis <i>Porter's Five Competitive Forces</i>	48
4.3.2	Asumsi Dasar Perhitungan.....	50
4.3.3	Proyeksi Laba Rugi.....	54
4.3.4	Proyeksi Neraca.....	58
4.3.5	Proyeksi Kinerja PTKP 2010-2014.....	59
4.4	Penilaian Perusahaan.....	60
4.4.1	Penilaian Berdasarkan Metode DCF.....	60
4.4.2	Penilaian Berdasarkan Metode ABV.....	64
4.4.3	Perbandingan Hasil Penilaian Perusahaan.....	68
BAB 5	KESIMPULAN DAN SARAN.....	70
5.1	Kesimpulan.....	70
5.2	Saran.....	71
	DAFTAR PUSTAKA.....	72

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1	Bagan Alur Pikir Penelitian.....	4
Gambar 2.1	Bagan Pendekatan dan Beberapa Metode Penilaian Perusahaan.	21
Gambar 3.1	Grafik Volume Penjualan PTKP 2005 – 2009.....	36
Gambar 3.2	Nilai Penjualan PTKP 2005 -2009.....	37
Gambar 3.3	Grafik Perkembangan Laba Rugi PTKP 2005 -2009.....	38
Gambar 3.4	Grafik Perkembangan Neraca PTKP 2005 – 2009.....	38
Gambar 4.1	Grafik Pesanan Uang Kertas Rupiah.....	43
Gambar 4.2	Perkembangan Kapasitas Produksi PTKP.....	53
Gambar 4.3	Grafik Proyeksi Penjualan PTKP 2010 – 2014.....	56
Gambar 4.4	Proyeksi Laba Rugi PTKP 2010 – 2014.....	58
Gambar 4.5	Proyeksi Neraca PTKP 2010-2014.....	59

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1	Data Perkembangan Harga Pulp di Dunia.....	30
Tabel 3.2	Struktur Permodalan dan Pemegang Saham PTKP.....	35
Tabel 4.1	Kinerja PTKP 2005 – 200.....	46
Tabel 4.2	Mesin dan Kapasitas Produksi PTKP.....	52
Tabel 4.3	Proyeksi Kinerja PTKP 2010 – 2014.....	60
Tabel 4.4	Perhitungan Rata-Rata Beta Perusahaan.....	62
Tabel 4.5	Hasil Simulasi DCF.....	64
Tabel 4.6	Penyesuaian Nilai Neraca (ABV).....	67
Tabel 4.7	Perbandingan Hasil Penilaian Harga Saham.....	68

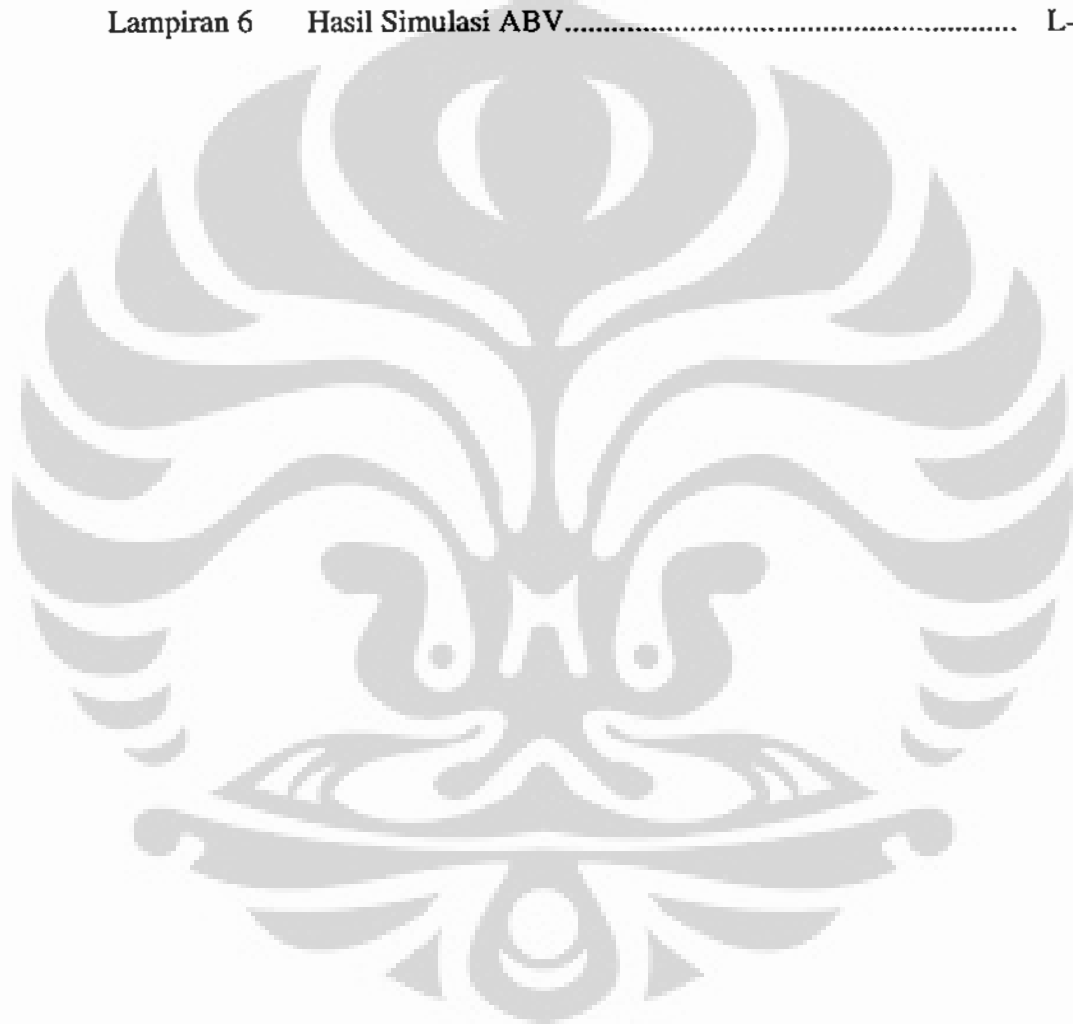


DAFTAR RUMUS

Rumus 2.1	<i>Current Ratio</i>	20
Rumus 2.2	<i>Quick Ratio</i>	20
Rumus 2.3	<i>Debt to total asset ratio</i>	20
Rumus 2.4	<i>Debt to equity ratio</i>	21
Rumus 2.5	<i>Gross profit margin</i>	21
Rumus 2.6	<i>Operating profit margin</i>	21
Rumus 2.7	<i>Net Profit margin</i>	21
Rumus 2.8	<i>Return on Equity</i>	22
Rumus 2.9	<i>Assets Turnover</i>	22
Rumus 2.10	<i>Inventory Turnover</i>	22
Rumus 2.11	<i>Free Cash Flow</i>	25
Rumus 2.12	Nilai Usaha.....	26
Rumus 2.13	<i>Terminal Value</i>	26
Rumus 2.14	<i>Weighted Average Cost of capital (WACC)</i>	27
Rumus 2.15	Biaya Modal Sendiri (Ke).....	27

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Neraca PTKP Tahun 2005 – 2009.....	L-1
Lampiran 2	Laporan Laba Rugi PTKP Tahun 2005 – 2009.....	L-2
Lampiran 3	Proyeksi Neraca PTKP Tahun 2010 – 2014.....	L-3
Lampiran 4	Proyeksi Laporan Laba Rugi PTKP Tahun 2010 – 2014	L-4
Lampiran 5	Hasil Simulasi DCF.....	L-5
Lampiran 6	Hasil Simulasi ABV.....	L-6



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Salah satu faktor penting bagi perusahaan untuk dapat menjaga eksistensinya dalam dunia usaha adalah ketepatan dalam mengambil strategi. Perkembangan yang terjadi dalam dunia usaha akibat perubahan teknologi, sosial dan budaya masyarakat memaksa perusahaan untuk mengambil strategi yang tepat agar tidak tertinggal dalam kancha persaingan. Strategi yang tepat tidak hanya membuat perusahaan tetap eksis, namun juga tumbuh dan berkembang.

Strategi untuk tumbuh dan berkembang dapat dilakukan dari dalam perusahaan (*organic/internal growth*), dan dari luar perusahaan (*external growth*). Strategi pertumbuhan internal dilakukan dengan membangun unit bisnis baru mulai dari awal (*start-up business*). Umumnya strategi ini membutuhkan tahapan yang cukup panjang mulai dari melakukan riset pasar, desain produk, perekrutan tenaga ahli, tes pasar, pengadaan dan pembangunan fasilitas produksi/operasi sebelum perusahaan menjual produknya kepasar. Sedangkan strategi pertumbuhan eksternal dilakukan dengan cara membeli atau menggabungkan diri dengan perusahaan yang sudah ada. Strategi ini merupakan jalur cepat untuk mengakses pasar produk baru tanpa harus membangun dari awal. Terdapat penghematan waktu yang sangat signifikan dibandingkan dengan pertumbuhan internal.

Akuisisi merupakan salah satu strategi pertumbuhan eksternal. Akuisisi adalah pengambilalihan (*takeover*) sebuah perusahaan dengan membeli aset perusahaan tersebut dan perusahaan yang dibeli tetap ada. (Brealey, et.al., 2000). Akuisisi dapat dikategorikan sebagai bentuk keputusan investasi jangka panjang (*penganggaran modal/capital budgeting*) yang harus diinvestigasi dan dianalisis dari aspek kelayakan bisnisnya. Hal ini dilakukan agar strategi akuisisi tersebut dapat berkontribusi bagi pencapaian tujuan normatif perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan atau memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan atau pemegang saham.

Demikian halnya dengan strategi akuisisi yang akan dilakukan oleh PP kepada PT KP. Rencana akuisisi itu bermula dari instruksi pemerintah c.q Menteri Badan Usaha Milik Negara (BUMN) kepada PP untuk menyelamatkan PT KP yang merupakan pabrik kertas pertama di Indonesia dan saat ini hampir mengalami kebangkrutan. Pemerintah berharap akuisisi tersebut dapat memperbaiki kinerja PT KP dimasa mendatang.

Perkembangan kinerja PT KP dalam beberapa tahun terakhir tidak menunjukkan pertumbuhan yang berarti, dan akhirnya kondisi ini menjadi perhatian pemerintah sebagai pemilik mayoritas perusahaan. Pada tahun 2002 pemerintah mulai menggulirkan wacana untuk memprivatisasi perusahaan tersebut, namun belum terlaksana sampai saat ini. Beberapa investor sudah mengajukan penawaran, termasuk investor asing. Untuk meningkatkan sinergi antar BUMN, pemerintah mengharapkan investor tersebut juga berasal dari BUMN terutama yang berhubungan erat dengan PT KP.

PP merupakan pelanggan utama PT KP. Saat ini produk utama PT KP yang digunakan oleh PP adalah kertas banderol sebagai bahan baku untuk produksi cetak pita cukai. Kertas banderol merupakan salah satu jenis kertas sekuriti dan untuk memproduksinya harus mendapat ijin dari pemerintah. Di Indonesia hanya terdapat dua perusahaan kertas yang diberi ijin untuk memproduksi kertas sekuriti yaitu PT KP dan PT Pura Barutama (perusahaan swasta).

Bagi PP, instruksi pemerintah untuk mengakuisisi PT KP memerlukan kajian yang sangat matang. Dari sisi pendanaan, hal ini dapat menjadi kendala karena proses akuisisi membutuhkan dana yang relatif tidak sedikit. Dengan status "Perum" yang dimiliki perusahaan, membatasi kemampuan PP untuk memupuk dana internal yang besar. Oleh karenanya keputusan akuisisi tersebut harus diyakini dapat memberikan manfaat yang jauh lebih besar dari biaya yang telah dikeluarkan oleh perusahaan untuk melakukan akuisisi. Begitu juga dengan aspek strategis yang dapat diperoleh dari akuisisi tersebut harus lebih tinggi dari usaha yang dilakukan untuk menyelamatkan perusahaan dari kebangkrutan. Dengan kata lain, sinergi yang diharapkan oleh pemerintah dapat tercapai dan memberikan nilai tambah bagi kedua belah pihak.

1.2 Perumusan Permasalahan

Rumusan permasalahan yang diangkat dalam karya akhir ini adalah:

1. Bagaimanakah gambaran kinerja keuangan PT KP?
2. Faktor-faktor strategis apa saja yang dapat mendasari pertimbangan PP untuk melakukan akuisisi terhadap PTKP?
3. Berapakah nilai wajar PTKP yang dapat direkomendasikan dalam proses akuisisi tersebut?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penulisan karya akhir ini berdasarkan pokok permasalahan yang telah dikemukakan diatas adalah:

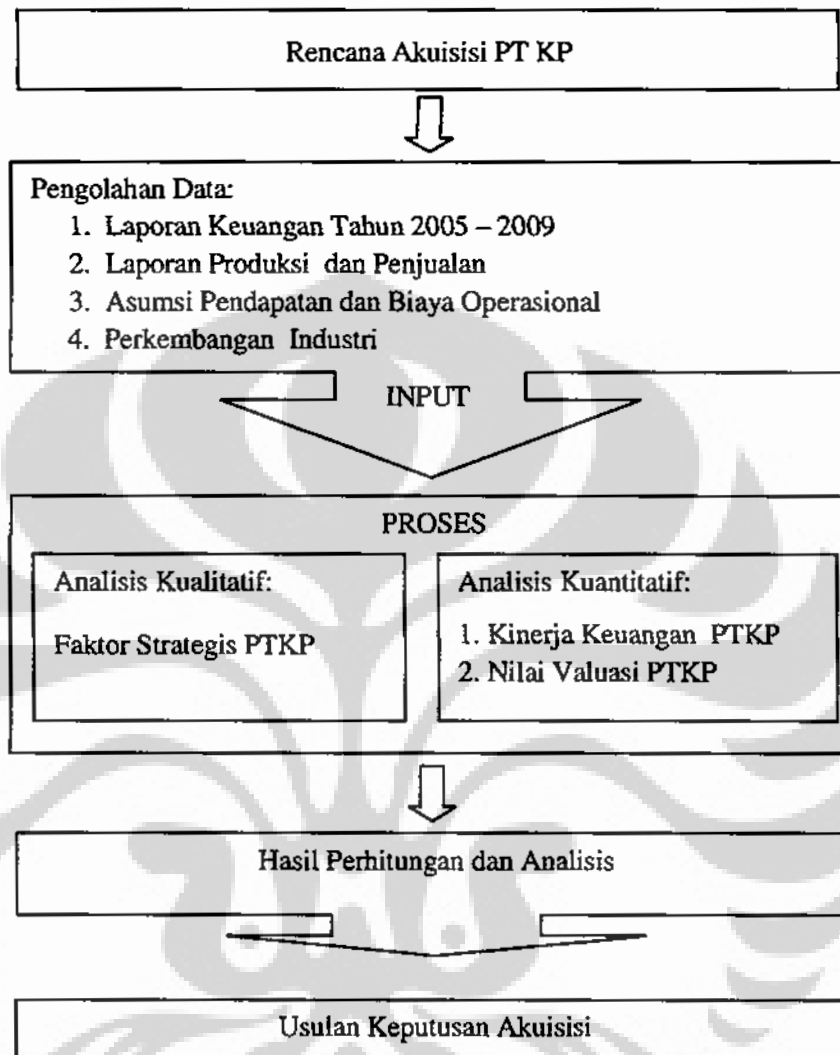
1. Mengetahui gambaran kinerja keuangan PT KP.
2. Mengetahui faktor-faktor strategis yang dapat dipertimbangkan oleh PP dalam melakukan akuisisi ke PTKP.
3. Memberikan gambaran nilai wajar PT KP sebagai pertimbangan dalam menentukan nilai akuisisi PP ke PTKP.

1.4 Metodologi Penelitian

1.4.1 Alur Pikir Penelitian

Alur pikir penelitian dari karya akhir ini dapat digambarkan sebagai berikut:

**Valuasi Perusahaan Dalam Rangka Akuisisi
(Studi Kasus Akuisisi PT KP oleh PP)**



Gambar 1.1 Bagan Alur Pikir Penelitian

Sumber: Olahan Penulis

1.4.2 Sumber Data dan Periode Data

a. Sumber Data

Dalam penelitian ini sumber data yang digunakan adalah data sekunder yaitu berupa:

- Laporan Produksi dan Penjualan dan Laporan Keuangan yang dikeluarkan oleh perusahaan.

- Studi literatur berupa buku, jurnal, penelitian terdahulu dan *browsing internet*.

b. Periode Data

Untuk membatasi ruang lingkup penelitian, periode data dibatasi mulai dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2009. Untuk periode proyeksi dibatasi untuk tahun 2010 sampai dengan 2014.

1.4.3 Studi Penelitian

Penulisan karya akhir ini menggunakan studi kasus atas rencana akuisisi yang akan dilakukan oleh PP kepada PT KP. Sampai dengan penulisan karya akhir ini proses akuisisi masih dalam proses kajian dan *due diligence* oleh tim penilai independen.

1.4.4 Model Pengolahan Data

a. Analisis Kinerja Keuangan PT KP

Untuk mengetahui gambaran kinerja keuangan perusahaan, diperoleh berdasarkan analisis rasio keuangan terhadap data laporan keuangan perusahaan.

b. Nilai Valuasi PT KP

Penilaian dilakukan terhadap ekuitas atau saham PT KP dengan menggunakan pendekatan *Discounted Cash Flow* (DCF) dan *Adjusted Book Value* (ABV).

Metode DCF dilakukan dengan langkah sebagai berikut:

- Menghitung nilai perusahaan atau *Enterprise Value* (EV) diperoleh dari *Discounted Free Cash Flow* dengan menjumlahkan arus kas bersih sebelum pembiayaan setelah pembayaran pajak, dan telah disesuaikan dengan *non cash expenses*, serta keperluan arus kas untuk modal kerja dan pembiayaan modal.

- Faktor diskonto menggunakan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) yang disusun berdasarkan tingkat biaya modal sendiri (K_e) dan biaya utang (K_d) yang wajar dipasar.
- Asumsi pertumbuhan *terminal value* adalah *0% per annually*, yang merupakan pendekatan konservatif dengan pertimbangan pertumbuhan industri untuk masa yang tak terhingga (*perpetuity*).

Metode ABV dilakukan dengan langkah sebagai berikut:

- Mengambil data aset perusahaan yang terbaru, berupa Neraca terakhir sebelum perhitungan.
- Melakukan penyesuaian terhadap setiap item di neraca untuk memperoleh nilai pasar dari aset tersebut.
- Nilai Ekuitas setelah penyesuaian merupakan nilai perusahaan

1.5 Kerangka Penulisan

Kerangka penulisan karya akhir ini terbagi ke dalam lima bab dengan sistematika sebagai berikut:

Bab 1 : Pendahuluan

Bab ini menjelaskan mengenai latar belakang yang mendasari penelitian, perumusan permasalahan, tujuan penelitian, dan kerangka penulisan.

Bab 2 : Landasan Teori

Bab ini menguraikan teori-teori yang mendasari metode dan analisis yang dilakukan pada penulisan karya akhir ini.

Bab 3 : Gambaran Umum Industri dan Perusahaan

Bab ini menguraikan gambaran umum industri yang berkaitan dengan produk kertas dan sejarah singkat mengenai PP dan PT KP.

Bab 4 : Analisis dan Pembahasan

Bab ini menjabarkan analisis kualitatif atas faktor-faktor strategis PT KP dan perhitungan kuantitatif atas kinerja keuangan dan valuasi PT KP sehingga diperoleh nilai perusahaan yang wajar dan dapat menjadi acuan atau pertimbangan PP untuk melakukan akuisisi.

Bab 5 : Kesimpulan dan Saran

Bab ini menuangkan kesimpulan hasil pengamatan dan penghitungan sesuai tujuan penulisan serta menyampaikan saran berkaitan dengan hasil analisis yang telah dilakukan pada karya akhir ini.



BAB 2 LANDASAN TEORI

2.1 Pengertian Penggabungan Badan Usaha

Perkembangan dunia usaha yang semakin cepat memaksa perusahaan untuk mengambil strategi yang tepat untuk mempertahankan keberadaannya. Bertambahnya jumlah pemain dalam dunia usaha meningkatkan intensitas dalam persaingan yang sering menjurus kedalam praktek usaha yang kurang sehat. Untuk mengatasi adanya saling merugikan antara perusahaan yang satu dengan perusahaan yang lain, perlu kiranya diadakan suatu bentuk kerja sama yang saling menguntungkan. Salah satu bentuk kerjasama yang dapat ditempuh adalah dengan melalui penggabungan usaha.

Penggabungan usaha dapat dikatakan sebagai bentuk strategi paling cepat untuk pertumbuhan dan perkembangan perusahaan. Menurut Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan Nomor 22 tentang Akuntansi Penggabungan Usaha, Penggabungan usaha (*business combination*) adalah penyatuan dua atau lebih perusahaan yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi karena satu perusahaan menyatu dengan (*uniting with*) perusahaan lain atau memperoleh kendali (*control*) atas aset dan operasi perusahaan lain. (IAI, 2007). Dari pengertian tersebut, maka penggabungan usaha dapat dibagi menjadi dua jenis yaitu:

- Akuisisi (*acquisition*) adalah suatu penggabungan usaha dimana salah satu perusahaan, yaitu pengakuisisi (*acquirer*) memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang diakuisisi (*acquiree*), dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui suatu kewajiban, atau mengeluarkan saham.
- Penyatuan kepemilikan (*uniting of interest/pooling of interest*) adalah suatu penggabungan usaha dimana para pemegang saham perusahaan yang bergabung bersama-sama menyatukan kendali atas seluruh, atau secara efektif seluruh aktiva neto dan operasi kendali perusahaan yang bergabung tersebut dan selanjutnya memikul bersama segala risiko dan manfaat yang melekat pada

entitas gabungan, sehingga tidak ada pihak yang dapat diidentifikasi sebagai perusahaan pengakuisisi (*acquirer*).

2.2 Klasifikasi Penggabungan Badan Usaha

Berdasarkan bentuknya, Scharft (1991) mengklasifikasikan penggabungan usaha ke dalam tiga bentuk yaitu merger atau *statutory merger*, konsolidasi dan akuisisi.

a) Merger atau *Statutory Merger*

Merger (penggabungan perusahaan) terjadi bilamana suatu badan usaha mengambil alih *assets* dan *liabilities* badan usaha lain, dan badan usaha lain tersebut statusnya dibubarkan atau dilikuidasi sedangkan badan usaha yang mengambil alih tetap meneruskan usahanya.

b) Konsolidasi

Konsolidasi (peleburan perusahaan) adalah peleburan dua atau lebih perusahaan dan membentuk perusahaan baru dan perusahaan yang meleburkan diri berakhir kedudukannya sebagai badan hukum/perusahaan.

c) Akuisisi

Akuisisi (pengambilalihan perusahaan) adalah pembelian atau pengambilalihan seluruh atau sebagian saham perusahaan dimana perusahaan yang diakuisisi (*acquired company*) masih hidup sebagai badan hukum/perusahaan, hanya saja kedudukannya berada di bawah pengendalian perusahaan pengakuisisi (*acquiring company*).

2.3 Bentuk- Bentuk Merger dan Akuisisi

Merger dan Akuisisi berdasarkan aktivitas ekonomik dapat diklasifikasikan dalam lima bentuk (Coyle, 2000) yaitu:

➤ Merger Horisontal

Merger horisontal adalah merger antara dua atau lebih perusahaan yang bergerak dalam industri yang sama. Sebelum terjadi merger perusahaan-perusahaan ini bersaing satu sama lain dalam pasar/industri yang sama. Salah satu tujuan utama merger dan akuisisi horisontal adalah untuk mengurangi persaingan atau untuk meningkatkan efisiensi melalui penggabungan aktivitas

produksi, pemasaran dan distribusi, riset dan pengembangan dan fasilitas administrasi. Efek dari merger horisontal ini adalah semakin terkonsentrasinya struktur pasar pada industri tersebut. Apabila hanya terdapat sedikit pelaku usaha, maka struktur pasar bisa mengarah pada bentuk oligopoli, bahkan akan mengarah pada monopoli.

➤ Merger Vertikal

Merger vertikal adalah integrasi yang melibatkan perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam tahapan-tahapan proses produksi atau operasi. Merger dan akuisisi tipe ini dilakukan jika perusahaan yang berada pada industri hulu memasuki industri hilir atau sebaliknya. Merger dan akuisisi vertikal dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang bermaksud untuk mengintegrasikan usahanya terhadap pemasok dan/atau pengguna produk dalam rangka stabilisasi pasokan dan pengguna. Tidak semua perusahaan memiliki bidang usaha yang lengkap mulai dari penyediaan input sampai pemasaran. Untuk menjamin bahwa pasokan input berjalan dengan lancar maka perusahaan tersebut bisa mengakuisisi atau merger dengan pemasok. Merger dan akuisisi vertikal ini dibagi dalam dua bentuk yaitu integrasi ke belakang atau ke bawah (*backward/downward integration*) dan integrasi ke depan atau ke atas (*forward/upward integration*).

➤ Merger Konglomerat

Merger konglomerat adalah merger dua atau lebih perusahaan yang masing-masing bergerak dalam industri yang tidak terkait. Merger dan akuisisi konglomerat terjadi apabila sebuah perusahaan berusaha mendiversifikasi bidang bisnisnya dengan memasuki bidang bisnis yang berbeda sama sekali dengan bisnis semula. Apabila merger dan akuisisi konglomerat ini dilakukan secara terus menerus oleh perusahaan, maka terbentuklah sebuah konglomerasi. Sebuah konglomerasi memiliki bidang bisnis yang sangat beragam dalam industri yang berbeda.

➤ Merger Ekstensi Pasar

Merger ekstensi pasar adalah merger yang dilakukan oleh dua atau lebih perusahaan untuk secara bersama-sama memperluas area pasar. Tujuan merger dan akuisisi ini terutama untuk memperkuat jaringan pemasaran bagi produk masing-masing perusahaan. Merger dan akuisisi ekstensi pasar sering dilakukan oleh perusahaan-perusahaan lintas negara dalam rangka ekspansi dan penetrasi pasar. Strategi ini dilakukan untuk mengakses pasar luar negeri dengan cepat tanpa harus membangun fasilitas produksi dari awal di negara yang akan dimasuki. Merger dan akuisisi ekstensi pasar dilakukan untuk mengatasi keterbatasan ekspor karena kurang memberikan fleksibilitas penyediaan produk terhadap konsumen luar negeri.

➤ Merger Ekstensi Produk

Merger ekstensi produk adalah merger yang dilakukan oleh dua atau lebih perusahaan untuk memperluas lini produk masing-masing perusahaan. Setelah merger perusahaan akan menawarkan lebih banyak jenis dan lini produk sehingga akan menjangkau konsumen yang lebih luas. Merger dan akuisisi ini dilakukan dengan memanfaatkan kekuatan departemen riset dan pengembangan masing-masing untuk mendapatkan sinergi melalui efektivitas riset sehingga lebih produktif dalam inovasi.

Akuisisi menurut Coyle (2000) dalam prakteknya juga dapat mengambil bentuk *aggressive*, *defensive*, dan *negotiated*. Akuisisi dikatakan bersifat *aggressive*, jika akuisisi dilakukan dengan paksa, yang pada umumnya memperoleh tentangan yang sangat besar dari manajemen perusahaan yang akan diambil alih, sehingga seringkali disebut juga dengan *hostile take over*. Bentuk akuisisi yang berlawanan dari *aggressive acquisition* ini adalah *negotiated take over*. Sedangkan suatu akuisisi disebut dengan *defensive*, jika terjadi keadaan tawar menawar antara manajemen perusahaan yang diambil alih mengenai pihak mana yang disetujui untuk melakukan pengambilalihan. *Defensive acquisition* ini pada umumnya terjadi sebagai reaksi dari *aggressive take over*.

2.4 Teori Motivasi Akuisisi

Firmansyah (2005) dalam karya akhirnya merangkum empat teori penting mengenai motivasi yang melatarbelakangi aktivitas akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan, yaitu:

➤ Teori Efisiensi

Melalui akuisisi perusahaan diharapkan dapat meningkatkan efisiensi karena dapat memperoleh sinergi yang secara sederhana dapat diartikan sebagai $2 + 2 = 5$, yaitu konsep di ilmu ekonomi yang menyatakan bahwa gabungan faktor-faktor yang komplementer akan melahirkan keuntungan yang berlipat ganda.

➤ Teori Diversifikasi

Melalui diversifikasi diharapkan stabilitas perusahaan dapat terjaga terutama stabilitas pendapatan perusahaan. Karena penurunan penjualan dapat diimbangi dengan lajunya usaha yang lain. Dengan kata lain risiko usaha dapat berkurang melalui diversifikasi ini. Diharapkan melalui diversifikasi perusahaan yang telah mencapai tahap *maturity* atau penurunan, dapat memasuki pasar dengan tingkat pertumbuhan dan keuntungan yang lebih besar.

➤ Teori Kekuatan Pasar

Meningkatkan pangsa pasar merupakan tujuan yang memotivasi perusahaan melakukan merger dan akuisisi, bahkan sering sekali terjadi penggabungan usaha pada perusahaan yang saling bersaing. Penggabungan ini secara teoritis akan menghasilkan penguasaan secara berlipat ganda. Merger dan akuisisi yang bertujuan memperbesar pangsa pasar ini pada umumnya dilakukan dalam bentuk integrasi horisontal. Namun dibalik itu ada kekhawatiran terjadinya kolusi antar perusahaan dalam suatu industri yang mengakibatkan praktek-praktek yang merugikan konsumen seperti monopoli atau oligopoli.

➤ **Teori Penilaian Lebih rendah.**

Bila suatu perusahaan dinilai lebih rendah dari nilai yang sebenarnya, maka akan mendorong minat perusahaan lainnya untuk mengakuisisi perusahaan tersebut. Nilai suatu perusahaan seringkali dihitung lebih rendah dari yang semestinya karena beberapa sebab yaitu, seperti:

- Ketidakmampuan manajemen menjalankan perusahaan sehingga kinerja perusahaan menjadi lebih rendah disamping harga sahamnya cenderung menurun terus.
- Bidang usaha yang kurang diminati para investor sehingga mengakibatkan harga saham rendah.
- Perusahaan menerapkan kebijakan pembayaran dividen yang terbatas sehingga kurang diminati investor.

2.5 Keuntungan dan Kerugian Akuisisi

Meningkatnya transaksi akuisisi dalam perkembangan dunia usaha karena perusahaan banyak memperoleh keuntungan atau manfaat dari proses tersebut. *Keuntungan atau manfaat dari akuisisi (Hitt, 2001) antara lain:*

- Prosesnya lebih cepat dan lebih murah daripada mendirikan perusahaan yang sama sekali baru dan belum menjalankan aktivitas utamanya.
- Melalui akuisisi perusahaan dapat lebih cepat mendatangkan keuntungan, karena perusahaan target telah beroperasi.
- Memperkuat struktur modal perusahaan dalam waktu relatif singkat.
- Perusahaan dapat menghindari dari pembayaran pajak ganda.
- Perusahaan yang terlibat dapat saling melengkapi dan menutupi kekurangannya masing-masing.

Namun, akuisisi juga memberikan dampak negatif dalam iklim dunia usaha, yaitu antara lain:

- Akuisisi horisontal dapat menimbulkan persaingan yang tidak sehat antara perusahaan besar dan kuat dengan perusahaan yang kecil dan lemah.

- Akuisisi yang tidak terencana secara matang, khususnya pada jenis konglomerat, sering membawa kerugian yang cukup besar bagi perusahaan pengakuisisi yang kurang menguasai bidang usaha perusahaan target.
- Akuisisi yang dilakukan secara besar-besaran oleh perusahaan yang sama, dapat menyebabkan pemusatan kekuatan ekonomi pada satu tangan yang menuju pada kecenderungan usaha yang bersifat monopolistik.
- Akuisisi yang dilakukan membuka peluang terjadinya rekayasa informasi dan finansial, seperti penilaian yang tidak wajar dan adanya konflik kepentingan diantara para pihak yang terlibat di dalamnya.

2.6 Proses Akuisisi

Keberhasilan akuisisi sangat ditentukan pada saat perencanaan, dan banyak aspek yang perlu dipertimbangkan sebelum melakukan akuisisi. Langkah-langkah proses akuisisi dapat dikelompokkan menjadi lima (Copeland, et.al., 2005), yaitu:

a) Tahap Pra akuisisi

Tahap awal proses akuisisi didahului dengan fase pra akuisisi yang menitikberatkan pada analisis evaluasi perusahaan sendiri, serta industri dimana perusahaan bergerak. Analisis evaluasi perusahaan sendiri dapat dilakukan dengan menilai bisnis unit/perusahaan sendiri, dengan tujuan dapat mengenal kekuatan dan kelemahan perusahaan. Dalam menganalisis perusahaan sendiri dapat menggunakan pendekatan nilai tambah. Pendekatan nilai tambah itu sendiri pada umumnya dapat dijelaskan melalui:

✓ Bisnis inti yang semakin kokoh

Dalam memperkuat bisnis inti, perusahaan perlu melakukan analisis struktur industri. Inti dalam melakukan analisis tersebut adalah dampak persaingan yang berpengaruh pada tingkat pengembalian modal yang ditanamkan. Kekuatan persaingan industri akan menentukan seberapa jauh arus masuk investasi ini akan terjadi dan mengendalikan tingkat pengembalian menuju tingkat pasar bebas dan mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk mempertahankan tingkat pengembalian di atas rata-rata.

Secara umum, persaingan dalam suatu industri terbentuk karena adanya lima kekuatan pembentuk persaingan seperti halnya yang dikemukakan oleh Porter yaitu: (Porter, 1980)

- Rivalitas diantara penjual dalam industri
- Kekuatan yang mendorong munculnya pendatang baru dalam industri
- Dorongan kekuatan dari perusahaan lain yang menghasilkan produk substitusi
- Kekuatan tawar menawar dari para pemasok
- Kekuatan tawar menawar dari pembeli

✓ Analisis Potensi Skala Ekonomis

Dalam menciptakan skala ekonomis dapat dilakukan analisis potensi skala ekonomis yang dibagi menjadi beberapa tahap yaitu:

- Identifikasi skala ekonomis
 - Mengurangi biaya-biaya produksi dengan meningkatkan volume atau efisiensi.
 - Meningkatkan efisiensi penjualan
 - Mengadakan penelitian dan pengembangan untuk meningkatkan efisiensi
- Analisis sebab akibat yang akan terjadi
 - Nilai tambah yang mungkin ada akibat skala ekonomis
 - Apakah tingkat pengembalian kapital lebih besar dari biaya
- Mengenal posisi dalam persaingan
 - Apakah pengaruh peranan pemerintah
 - Apakah pesaing juga dapat menciptakan skala ekonomis yang sama

✓ Transfer teknologi dan keterampilan

Salah satu keuntungan yang dapat diperoleh melalui akuisisi ialah terjadi transfer teknologi dan keterampilan dari salah satu pihak. Dimana keuntungan ini akan sangat terasa untuk perusahaan padat modal yang sangat tergantung pada keunggulan teknologi, transfer teknologi dan keterampilan.

b) Tahap Penyeleksian

Sebelum menentukan perusahaan target sebaiknya dilakukan penyeleksian terlebih dahulu. Metode penyeleksian dapat dilakukan dengan berbagai macam cara, salah satunya adalah dengan *knockout criteria*, yaitu dengan menetapkan beberapa kriteria sebagai persyaratan perusahaan target, misalnya lokasi ditetapkan beberapa alternatif, besarnya perusahaan (*size*), dan berbagai bentuk kriteria lainnya yang dianggap penting bagi perusahaan. Sampai akhirnya dari sekian banyak perusahaan yang dicalonkan akan diperoleh beberapa perusahaan yang sesuai dengan kriteria yang diinginkan untuk dinilai lebih lanjut pada tahap berikutnya.

c) Penilaian Perusahaan target

Menilai perusahaan target sama halnya dengan menilai masa depan perusahaan tersebut, oleh karena itu tidak ada ketetapan khusus yang menjadi formula dalam menetapkan berapa nilai yang wajar. Semua bentuk penilaian perlu dilakukan analisis lebih lanjut, karena memprediksi masa depan bukanlah hal yang mudah, sedangkan mengandalkan data historis dikhawatirkan tidak dapat merefleksikan masa depan perusahaan.

Dengan kata lain, nilai perusahaan target sangat bergantung pada sinergi yang dapat diperoleh melalui akuisisi. Dalam hal ini sangatlah penting untuk dapat mengenal berbagai metode penilaian serta konsep-konsep akuntansi yang berlaku. Penjelasan mengenai metode valuasi perusahaan target akan dibahas pada bab selanjutnya.

d) Tahap Negosiasi

Kemampuan bernegosiasi dapat dikatakan sebagai suatu seni yang sulit ditetapkan dengan rumus tertentu. Strategi bernegosiasi biasanya diawali dengan mengenal internal perusahaan dan perusahaan target dengan baik. Secara praktis, perlu dibentuk tim kerja dengan individu-individu yang tepat serta melakukan perencanaan yang matang.

e) Tahap Integrasi Pasca Akuisisi

Pasca akuisisi merupakan fase dimana perusahaan dapat menilai program akuisisi yang telah dilaksanakan atau dikenal sebagai fase evaluasi guna memberikan informasi umpan balik bagi perusahaan. Penilaian ini dapat digunakan dengan mengukur kinerja perusahaan melalui ROS (*Return On Sales*) atau dengan bentuk-bentuk lainnya yang dianggap relevan dalam menilai kinerja perusahaan pasca akuisisi.

2.7 Faktor-faktor Penentu Keberhasilan dan Kegagalan Merger dan Akuisisi

Hunt et.al., (1987) mengakhiri penelitian mereka dengan mengidentifikasi faktor-faktor yang memberikan kontribusi kepada kesuksesan dan kegagalan akuisisi (Sudarsanam, 1999). Faktor-faktor yang dianggap memberi kontribusi terhadap keberhasilan merger dan akuisisi yaitu:

- a. Melakukan audit sebelum merger dan akuisisi.
- b. Perusahaan target dalam keadaan baik.
- c. Memiliki pengalaman merger dan akuisisi sebelumnya.
- d. Perusahaan target relatif kecil.
- e. Melakukan merger dan akuisisi yang bersahabat.

Keberhasilan atau kegagalan suatu merger dan akuisisi juga dapat dilihat pada saat proses perencanaan. Pada saat proses ini biasanya terjadi sudut pandang yang berbeda-beda antara fungsi organisasi dalam menanggapi pengambilan keputusan merger dan akuisisi seiring dengan meningkatnya momentum, selanjutnya terjadi rancunya pengharapan dimana terjadi perbedaan-perbedaan harapan di pihak manajemen. Dari proses tersebut dapat memunculkan faktor-faktor yang memicu kegagalan merger dan akuisisi yaitu:

- a. Perusahaan target memiliki kesesuaian strategi yang rendah dengan perusahaan pengambil alih.
- b. Hanya mengandalkan analisis strategik yang baik tidaklah cukup untuk mencapai keberhasilan merger dan akuisisi.

- c. Tidak adanya kejelasan mengenai nilai yang tercipta dari setiap program merger dan akuisisi.
- d. Pendekatan-pendekatan integrasi yang tidak disesuaikan dengan perusahaan target yaitu absorpsi, preservasi atau simbiosis.
- e. Rencana integrasi yang tidak disesuaikan dengan kondisi lapangan.
- f. Tim negosiasi yang berbeda dengan tim implementasi yang akan menyulitkan proses integrasi.
- g. Ketidakpastian, ketakutan dan kegelisahan diantara staf perusahaan yang tidak ditangani. Untuk itu tim implementasi dari perusahaan pengambilalih harus menangani masalah tersebut dengan kewibawaan, simpati dan pengetahuan untuk menumbuhkan kepercayaan dan komitmen mereka pada proses integrasi.
- h. Pihak pengambil alih tidak mengkomunikasikan perencanaan dan pengharapan mereka terhadap karyawan perusahaan target sehingga terjadi kegelisahan diantara karyawan.

2.8 Sumber Pendanaan Akuisisi

Sumber pendanaan akuisisi akan mempengaruhi *cost of capital* secara langsung, dimana komponen yang terkandung didalamnya adalah biaya modal sendiri (*cost of equity*) dan biaya utang (*cost of debt*). Beberapa alternatif pendanaan akuisisi adalah sebagai berikut:

- **Uang tunai (*cash*)**

Alternatif ini dipilih oleh pihak perusahaan pengakuisisi dengan berbagai pertimbangan seperti adanya kelebihan dana, pihak manajemen mengetahui bahwa tingkat pengembalian yang diperoleh akan lebih besar atau adanya motivasi disektor pajak.

- **Bank**

Penggunaan jasa pinjaman bank akan mempengaruhi biaya utang perusahaan, oleh karena itu perlu dipertimbangkan apakah tingkat pengembalian arus kas akan sesuai dengan biaya modal kerja itu sendiri.

- Yayasan Dana Pensiun

Sumber pendanaan akuisisi dapat diperoleh melalui yayasan dana pensiun yang menyediakan pinjaman baik jangka pendek, menengah, maupun panjang. Lebih lanjut lagi melalui program ESOP (*Employee Stock Ownership Program*), yayasan dana pensiun itu sendiri dapat turut serta membiayai akuisisi dengan membeli saham-saham perusahaan sendiri.

- Penerbitan Saham

Penerbitan saham oleh perusahaan pengakuisisi dapat dilakukan sebagai sumber pembiayaan pembelian perusahaan target. Dalam hal ini perusahaan pengakuisisi akan memperoleh saham (*stock for stock acquisition*). Pendanaan akuisisi dengan alternatif ini dapat dilakukan dengan menerbitkan saham dengan biasa, prioritas atau yang lazim digunakan adalah penerbitan saham terbatas (*right issue*).

2.9 Analisis Kinerja Keuangan

Analisis rasio keuangan merupakan metode umum yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan di bidang keuangan. Rasio merupakan alat yang membandingkan suatu hal dengan hal lainnya sehingga dapat menunjukkan hubungan atau korelasi dari suatu laporan finansial berupa neraca dan laporan laba rugi. Adapun jenis rasio yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio likuiditas, solvabilitas, probabilitas dan aktivitas.

- Rasio Likuiditas.

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial yang jatuh tempo dalam jangka pendek. Ukuran likuiditas yang digunakan dalam penelitian ini yaitu:

- a. *Current ratio*

Current ratio dihitung dengan membagi aktiva lancar dengan kewajiban lancar. Rasio ini menunjukkan besarnya aktiva yang diharapkan akan dikonversi menjadi kas dalam jangka pendek untuk menutup kewajiban lancar. Rasio yang rendah menunjukkan kurangnya modal untuk membayar utang. Namun rasio

yang tinggi tidak selalu berarti perusahaan sedang dalam keadaan yang baik. Hal tersebut dapat berarti bahwa kas tidak digunakan sebaik mungkin.

Perhitungan *current ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio} = \text{Current Asset} / \text{Current Liabilities} \quad (2.1)$$

b. *Quick ratio*

Quick ratio dihitung dengan mengurangi persediaan dari aktiva lancar dan sisanya dibagi dengan kewajiban lancar. Persediaan dihilangkan karena dianggap aktiva yang sulit dikonversi menjadi kas dengan cepat. Perhitungan *quick ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Quick Ratio} = (\text{Current Asset} - \text{Inventories}) / \text{Current Liabilities} \quad (2.2)$$

➤ Rasio Solvabilitas

Rasio solvabilitas dihitung dari perbandingan utang dengan total aktiva dan modal sendiri perusahaan. Rasio ini menyangkut jaminan, yang mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar utang bila pada suatu saat perusahaan dilikuidasi atau dibubarkan. Dengan kata lain rasio ini mengukur seberapa besar perusahaan menggunakan dana dari pihak luar atau kreditor.

a. *Debt to total asset ratio*.

Debt to total asset ratio mengukur seberapa besar seluruh utang dijamin oleh seluruh aktiva perusahaan. Kreditor lebih menyukai rasio yang rendah karena semakin rendah rasio ini, maka semakin besar perlindungan terhadap kerugian kreditor dalam peristiwa likuidasi. Namun, di sisi lain pemilik saham lebih menyukai rasio yang tinggi karena dapat meningkatkan laba yang diharapkan. Untuk mengukur besarnya *debt to total asset* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Debt to total asset ratio} = \text{Total Liabilities} / \text{Total Asset} \quad (2.3)$$

b. *Debt to equity ratio*.

Rasio ini merupakan imbalan antara utang dengan modal sendiri. Semakin tinggi rasio ini berarti modal sendiri semakin sedikit dibanding dengan utangnya. Bagi perusahaan ukuran utang sebaiknya tidak melebihi dari modal

sendiri karena resiko menjadi tinggi apabila terjadi likuidasi dan perusahaan akan kesulitan untuk membayar utang. Perhitungan *debt to equity ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Debt to equity ratio} = \text{Total Liabilities} / \text{Owner's Equity} \quad (2.4)$$

➤ Rasio Profitabilitas.

Rasio profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Rasio ini membantu perusahaan dalam mengontrol penerimaannya. Rasio-rasio profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

a. *Gross profit margin*

Gross profit margin mengukur berapa laba kotor yang berasal dari selisih penjualan dengan biaya produksinya. Perhitungan *gross profit margin* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Gross profit margin} = \text{Gross profit} / \text{Sales} \quad (2.5)$$

b. *Operating profit margin*.

Operating profit margin mengukur berapa laba usaha yang dihasilkan dari penjualan atau pendapatan. Semakin rendah rasio ini, semakin kurang baik karena biaya-biaya operasi naik. Kemungkinan hal ini terjadi karena ada pemborosan. Perhitungan *operating profit margin* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Operating profit margin} = \text{Operating profit} / \text{Sales} \quad (2.6)$$

c. *Net profit margin*.

Net profit margin mengukur seberapa banyak laba bersih setelah pajak dan bunga yang dapat dihasilkan dari penjualan atau pendapatan. Rasio yang rendah bisa disebabkan karena penjualan turun lebih besar dari turunnya ongkos, dan sebaliknya. Setiap perusahaan berkepentingan terhadap *profit margin* yang tinggi. Untuk menghitung *net profit margin* digunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Net profit margin} = \text{Net profit} / \text{Sales} \quad (2.7)$$

d. *Return On Equity*.

Return On Equity mengukur seberapa banyak laba bersih yang dapat dihasilkan dari investasi para pemegang saham dalam perusahaan. Rasio yang rendah dapat diartikan bahwa manajemen kurang efisien dalam penggunaan modal, sedangkan rasio yang tinggi dapat menunjukkan bahwa sebagian besar modal diperoleh dari pinjaman atau manajemen sangat efisien. Untuk menghitung *Return On Equity* digunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Return On Equity} = \text{Net Profit} / \text{Owner's Equity} \quad (2.8)$$

➤ Rasio Aktivitas

Rasio ini mengukur efektivitas perusahaan dalam menggunakan aktiva yang dimilikinya atau dapat pula dikatakan rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa efisien perusahaan menggunakan sumber daya yang dimilikinya untuk menghasilkan pendapatan. Rasio-rasio aktivitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

a. *Assets Turnover*

Rasio ini mengukur perputaran semua aktiva yang dimiliki perusahaan dan berapa jumlah penjualan yang diperoleh dari tiap rupiah aktiva. Untuk menghitung *assets turnover* digunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Assets Turnover} = \text{Sales} / \text{Total Assets} \quad (2.9)$$

b. *Inventory Turnover*

Rasio ini mengukur berapa kali dana yang ditanam dalam persediaan berputar dalam satu periode. Semakin tinggi rasio *inventory turnover* menunjukkan perusahaan bekerja semakin efisien. Untuk menghitung *inventory turnover* digunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Inventory turnover} = \text{Sales} / \text{Inventory} \quad (2.10)$$

2.10 Penilaian Perusahaan

Setiap *asset*, baik yang riil maupun finansial memiliki nilai. (Damodaran, 2002). Kunci sukses dalam berinventasi dan mengelola *asset* terletak pada pemahaman tentang nilai dan sumber nilai tersebut. Ada *asset* yang lebih mudah untuk dinilai

daripada *asset* lainnya dan rincian penilaian berbeda dari satu kasus ke kasus lainnya. Menurut Nurhayati (2009) terdapat beberapa pendekatan yang sering digunakan oleh para praktisi untuk menilai perusahaan, yang dikelompokkan ke dalam tiga pendekatan yaitu:

a. Pendekatan Laba (*Income Approach*)

Dengan menggunakan pendekatan ini nilai perusahaan dapat diperoleh dengan cara mendiskontokan *future cash flow* yang dihasilkan dari penyertaan tersebut.

Dengan metode ini ada 3 hal penting yang harus dilakukan :

- ✓ mendefinisikan arus kas bersih atau laba sesuai dengan sifat dan jenis usaha,
- ✓ memproyeksikan arus kas tersebut dalam periode tertentu,
- ✓ menetapkan tingkat diskontoan yang tepat (*discount rate*) yang wajar dan tepat,

sehingga akan diperoleh *present value* dari perusahaan tersebut.

b. Pendekatan pasar (*Market approach*)

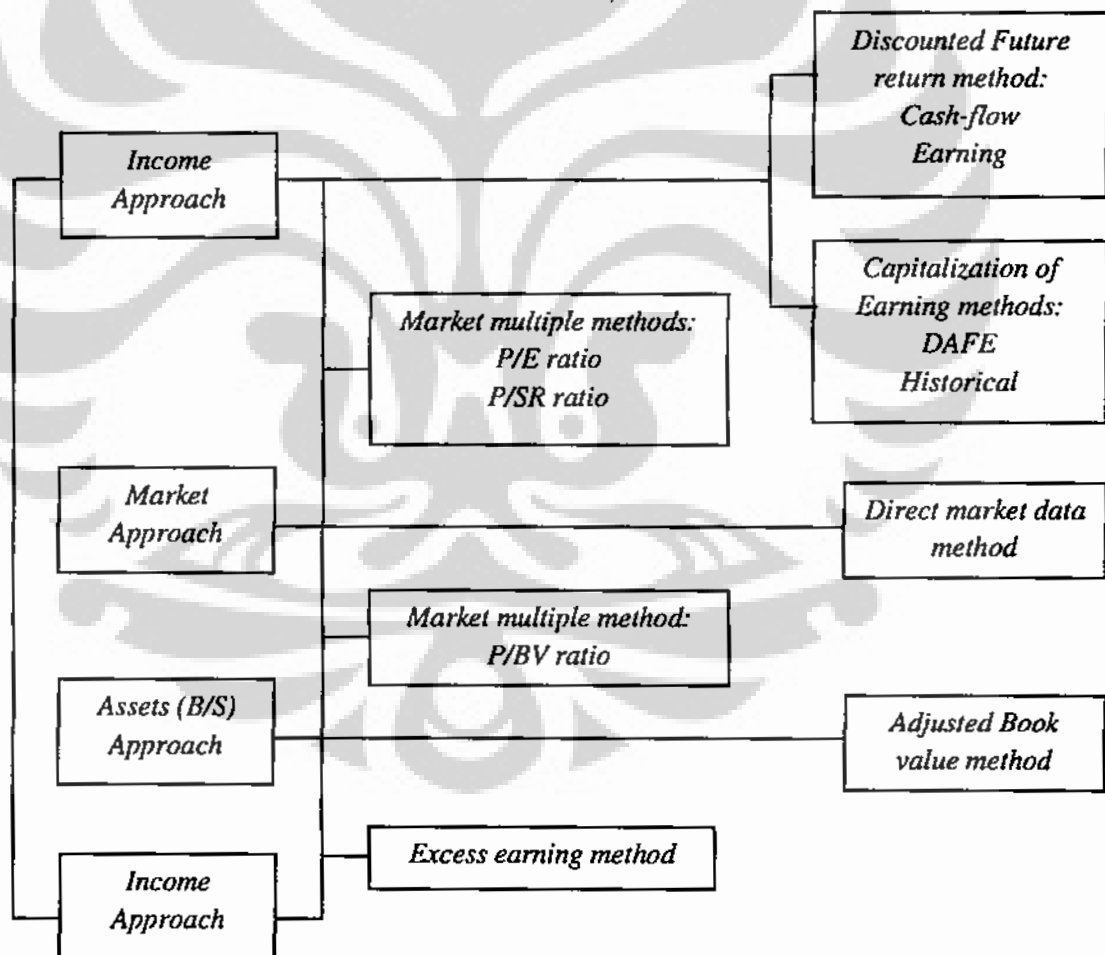
Metode ini mencoba menetapkan nilai perusahaan berdasarkan harga yang telah terjadi dari perusahaan yang sebanding (*comparable*) baik pada pasar modal maupun diluar pasar modal. Faktor yang krusial adalah harus mencari perusahaan yang sebanding dengan perusahaan yang dinilai dalam bidang usaha atau berada pada industri yang sama. Sebanding disini ialah bahwa perbedaan dari berbagai indikator pembanding adalah minimal. Indikator yang bisa dijadikan pembanding, *sales turnover*, tingkat *leverage*, *asset* dan komposisi *asset*, laba, tingkat pertumbuhan dan rasio-rasio keuangan seperti likuiditas, solvabilitas.

Dari perusahaan-perusahaan yang sebanding tersebut, dilakukan perbandingan antara harga pasar sahamnya dengan beberapa variabel yang ada di perusahaan pembanding tersebut, misalnya dengan *Price Earning Ratio*-nya (P/E ratio), *Sales revenue* dengan *book value of Equity*. Rasio-rasio tersebut digunakan sebagai multiplier untuk mengkonversi *earning* menjadi indikasi nilai perusahaan yang dinilai. Dalam metode ini dikenal dengan metode data pasar langsung, bila data perusahaan pembanding dicari dari data jual beli perusahaan diluar pasar modal.

Kesulitan dalam metode ini adalah sulitnya mencari data yang valid dari perusahaan pembanding dan mencari perusahaan pembanding itu sendiri.

c. Pendekatan Neraca (*Balance Sheet approach*)

Pendekatan ini menghitung nilai perusahaan atau ekuitas melalui penyesuaian nilai buku menjadi nilai pasar yang wajar dari angka-angka yang ada pada neraca. Nilai pasar wajar ekuitas (*net worth*) merupakan selisih nilai *asset* dan *liabilities* yang telah disesuaikan. Penyesuaian adalah dengan menilai kembali pos-pos aktiva yang dinilai ulang dengan harga pasar, demikian pula dengan aktiva tetap, (*property*) menggunakan konsep yang digunakan dari badan penilai, dengan menggunakan *current value* atau *replacement value*.



Gambar 2.1 Bagan pendekatan dan beberapa metode penilaian perusahaan (*business valuation*)

Sumber : Nurhayati (2009)

2.10.1 Metode *Discounted Cash Flow* (DCF)

Dasar pemikiran metode DCF adalah:

- Nilai dari suatu aktiva/investasi adalah nilai sekarang (*present value*) atas arus kas yang diharapkan akan diperoleh dari investasi atau aktiva tersebut dimasa datang
- Nilai sebuah bisnis ditentukan oleh kemampuannya menghasilkan arus kas dimasa mendatang.
- Suatu investasi baru memiliki nilai jika investasi tersebut dapat memberikan pengembalian yang lebih besar dibandingkan dengan biaya yang harus dikeluarkan untuk memperoleh pendanaan untuk membiayai investasi tersebut.

Model DCF menilai ekuitas dari perusahaan sebagai nilai dari operasi perusahaan dikurangi nilai utang dan klaim investor yang superior terhadap ekuitas umum (*common equity*). Nilai dari operasi ditambah nilai utang sama dengan nilai *cash flow* beruntun yang didiskon dengan angka yang merefleksikan *cash flow* yang bebas resiko.

Nilai operasi

Nilai operasi sama dengan nilai ekspektasi *free cash flow* yang akan datang yang sudah didiskon. *Free cash flow* (FCF) adalah arus kas bersih yang dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{FCF} = \text{After tax operating earning} + \text{non cash charges} - \text{investasi pada working capital, Property, Plant \& Equipment (PPE) dan aset lainnya.} \quad (2.11)$$

Nilai operasi tidak melibatkan arus kas yang berkenaan dengan pembiayaan (*financing*) seperti biaya bunga dan dividen. Arus kas bersih adalah arus kas yang tepat untuk model evaluasi, karena merefleksikan arus kas yang dihasilkan operasi perusahaan yang tersedia bagi semua penyedia modal perusahaan baik utang maupun ekuitas. Arus kas bersih ini juga sama dengan jumlah arus kas yang

dibayarkan atau diterima dari penyedia modal (yang berupa bunga, dividen, pinjaman bersih, pembayaran utang).

Sesuai dengan definisi arus kas yang konsisten, angka diskon yang diterapkan pada arus kas bersih harus merefleksikan *opportunity cost* terhadap semua penyedia modal, proporsional dengan besarnya kontribusi, yakni *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. *Opportunity cost* ini sama dengan *rate of return (ROR)* yang diperoleh investor pada investasi lain dengan risiko yang ekuivalen.

Karena tidak mungkin memperkirakan *cash flow* perpetual, maka alternatif pendekatan yang bisa dilakukan dalam perhitungan adalah dengan memisahkan nilai usaha menjadi dua periode yakni selama periode waktu eksplisit dan periode setelahnya. Pendekatan ini dirumuskan:

$$\text{Nilai usaha} = \text{PV arus kas selama periode peramalan eksplisit} + \text{PV arus kas setelah periode peramalan eksplisit} \quad (2.12)$$

Nilai setelah periode peramalan eksplisit adalah nilai yang *continue* yang dikenal dengan istilah *Terminal Value (TV)*. Rumus perhitungannya adalah:

$$\text{TV} = \frac{\text{FCF tahun ke-1 setelah Periode peramalan}}{\text{WACC} - \text{tingkat pertumbuhan}} \quad (2.13)$$

Biaya Modal

Biaya modal merupakan cerminan tingkat pendapatan minimum yang diharapkan investor dari suatu transaksi akuisisi dan digunakan untuk mendiskontokan *cash flow* menjadi nilai sekarang. Biaya Modal dihitung dengan menggunakan metode WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) yaitu rata-rata tertimbang dari biaya utang (*cost of debt*) dan biaya modal sendiri (*cost of equity*).

Langkah pertama menghitung WACC dimulai dengan membuat perkiraan proyeksi biaya utang (Kd) lalu perkiraan proyeksi biaya modal sendiri (Ke). Biaya utang yang telah dipotong dengan pajak kemudian dikalikan dengan proporsi utang dari struktur modal, dan ditambahkan dengan biaya modal yang juga

dikalikan dengan proporsi modal sendiri dari struktur modal, sehingga diformulasikan sebagai berikut:

$$WACC = (E/V) K_e + (D/V) K_d (1-t) \quad (2.14)$$

Dalam menghitung biaya modal sendiri, sehingga perlu memasukkan faktor risiko dalam perhitungan. Capital Asset Pricing Model (CAPM) merupakan salah satu metode yang telah memasukkan faktor tersebut. Analisis dengan CAPM mengasumsikan bahwa biaya modal sendiri sama dengan *risk free rate* ditambah dengan *risk premium* yang diharapkan atau dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (2.15)$$

Keuntungan dan kerugian dari penggunaan metode DCF menurut Hakimian (2005) adalah sebagai berikut:

Keuntungan:

- Valuasi berdasarkan nilai fundamental suatu aset, sehingga hasilnya lebih rendah dari persepsi pasar.
- Investor yang baik adalah membeli bisnis bukan saham, maka model DCF adalah cara yang tepat untuk menentukan kapan harus membeli aset.
- Valuasi dengan DCF memaksa kita untuk berpikir mengenai karakteristik dari perusahaan dan mengerti tentang bisnisnya.

Kerugian:

- Model membutuhkan lebih banyak input dan informasi dibandingkan dengan pendekatan valuasi lainnya.
- Input dan informasi ini tidak hanya sukar diperkirakan namun juga dapat dengan mudah dimanipulasi oleh siapapun yang menginginkannya.
- Tidak ada jaminan sesuatu perusahaan akan tumbuh terus.

2.10.2 Metode *Adjusted Book Value* (ABV)

Untuk menghitung nilai perusahaan berdasarkan metode ABV, terdapat beberapa tahap yang harus dilakukan (Mellen, 2010) yaitu sebagai berikut:

- a) Tentukan nilai awal, umumnya berdasarkan nilai neraca terkini perusahaan target, sebelum tanggal penilaian. Neraca audited lebih disukai karena memberikan nilai yang sudah diaudit kewajarannya.
- b) Lakukan penyesuaian terhadap setiap item dalam neraca, baik untuk masing-masing item harta, kewajiban dan ekuitas, untuk memperkirakan nilai pasarnya.
- c) Lakukan penyesuaian terhadap item yang tidak tercatat dalam neraca, bisa berupa harta berwujud atau tidak berwujud.
- d) *Tax affecting*, pertimbangkan kewajaran *tax affecting* dalam penyesuaian terhadap neraca.
- e) Nilai akhir, setelah dilakukan penyesuaian maka disusun nilai neraca yang telah merefleksikan harga pasar. Setelah itu lakukan perhitungan terhadap nilai ekuitas baru berdasarkan selisih dari nilai pasar aktiva dan nilai pasar utang.

2.11 Penelitian Terdahulu

Penelitian yang berkaitan dengan penilaian perusahaan dalam rangka akuisisi telah dilakukan oleh beberapa penulis sebelumnya, antara lain:

- a. Penelitian yang dilakukan oleh Firmansyah (2005) dengan judul Analisis Strategi dan Penentuan Nilai Wajar Akuisisi Novus Petroleum oleh PT Medco Energi International.
- b. Penelitian yang dilakukan oleh Tedjakusuma (1995) dengan judul Analisis Penilaian Perusahaan Target dalam Proses Akuisisi Internal (Suatu Studi Kasus Pada PT VE terhadap PT AP).

BAB 3

GAMBARAN UMUM INDUSTRI DAN PERUSAHAAN

3.1 Gambaran Industri Kertas di Indonesia

Bahan baku utama dari perusahaan yang bergerak di bidang percetakan adalah *pulp* dan kertas. Perkembangan industri *pulp* dan kertas di Indonesia cukup berfluktuasi. Berdasarkan informasi beberapa media yang bersumber pada data Asosiasi Pulp dan Kertas Indonesia (APKI), pertumbuhan industri kertas pada kuartal pertama tahun 2010 mencapai 30%. Namun memasuki kuartal kedua diprediksi akan mengalami penurunan akibat muncul *issue* yang berkembang dimasyarakat internasional mengenai Indonesia sebagai negara penghasil emisi karbon ketiga tertinggi di dunia. Industri kertas Indonesia dianggap ikut andil dalam faktor penyebab kerusakan hutan yang mengancam keselamatan lingkungan sehingga mengurangi minat mereka menggunakan produk kertas dari Indonesia. (www.bataviase.co.id)

Industri *pulp* dan kertas saat ini menghadapi dilema antara memenuhi kebutuhan pasokan kertas masyarakat yang semakin besar disatu sisi, namun disisi lain *supply* bahan baku untuk membuat kertas yaitu kayu/serat kayu semakin berkurang. Sebagian besar bahan baku masih mengandalkan kayu hutan alam. Semakin parahnya kerusakan alam yang terjadi akibat pemotongan kayu di hutan-hutan kayu alam tersebut membuat pemerintah mengeluarkan Peraturan Pemerintah (PP) RI No.45 tahun 2004 tentang perlindungan hutan. PP ini dengan tegas melarang penggunaan kayu yang berasal dari hutan kayu alam dan meminta pelaku industri untuk melakukan penanaman kembali dan menanam hutan tanaman industri (HTI) sendiri. Dengan dilaksanakannya PP tersebut maka *supply* bahan baku kertas domestik untuk sementara menjadi terbatas. (www.pusgrafin.go.id)

Keterbatasan bahan baku dapat teratasi bila pemerintah dan pengusaha kehutanan mampu menjaga kesinambungan pasokan kayu dengan menggalakkan penanaman HTI. Diharapkan kebutuhan bahan baku dapat dipenuhi oleh HTI dan tidak lagi menggunakan hutan kayu alam yang berpotensi merusak lingkungan.

3.1.1 Perkembangan Harga *Pulp* dan Kertas

Berdasarkan data Asosiasi *Pulp* dan Kertas Indonesia (APKI), *pulp* dan kertas merupakan komoditas yang harganya cukup berfluktuasi, dan pada periode terakhir ini mengalami kenaikan yang cukup signifikan. Pada bulan Pebruari 2010 harga *pulp* jenis serat panjang di pasar Asia mencapai US\$ 750 per ton dan jenis serat pendek mencapai \$ 720.

Tabel 3.1 Data Perkembangan Harga *Pulp* di Dunia (US\$/ton)

Jenis <i>Pulp</i>	Okt 2009	Nov 2009	Des 2009	Jan 2010	Peb 2010
Serat Panjang					
Eropa	770	800	800	830	860
USA	800	830	830	850	880
Asia	680	710	710	720	750
Serat Pendek					
Eropa	650	700	700	730	760
USA	700	730	730	760	790
Asia	590	630	660	690	720

Sumber: Buletin Berita Industri *Pulp* dan Kertas Indonesia, Edisi Maret 2010

Meningkatnya harga *pulp* juga memicu kenaikan harga kertas. Berdasarkan data APKI harga kertas HVS mencapai US\$ 1.000 per ton di bulan November 2009 atau naik sekitar 42,9% dari harga rata-rata sebelumnya sebesar US\$ 700 per ton pada semester pertama tahun 2009. (www.kontan.co.id)

Pemicu kenaikan tersebut adalah membaiknya permintaan *pulp* dan kertas dari beberapa negara tujuan ekspor, antara lain negara-negara di kawasan Eropa, Amerika Serikat, dan Asia. Penutupan sejumlah pabrik *pulp* di Eropa dan Amerika Utara telah memicu keterbatasan pasokan di dunia sejak tahun 2007. Selain itu peningkatan permintaan ini juga disebabkan terbukanya pasar baru dengan masuknya pembeli dari timur Tengah dan Amerika Utara.

3.1.2 Perkembangan Industri *Security Paper*

Berbeda dengan jenis kertas yang lain, dengan kekhususannya *security paper* (kertas sekuriti) memiliki keunikan tersendiri. Kertas sekuriti memiliki fitur-fitur pengaman untuk menghindari pemalsuan. Fitur-fitur ini sangat sulit untuk digandakan, namun mudah dikenali secara langsung melalui peralatan khusus. Industri kertas sekuritas memerlukan perizinan khusus dari negara.

Pasar utama kertas sekuriti adalah instansi pemerintah. Pertumbuhan permintaan kertas sekuriti secara relatif akan selalu meningkat sejalan dengan pertumbuhan ekonomi nasional. Kertas sekuriti ini umumnya digunakan sebagai media cetak dokumen-dokumen berharga seperti uang, pita cukai, materai, perangko, paspor dan produk sekuritas lainnya. Walaupun kebutuhan kertas sekuriti domestik cukup besar, produsen kertas sekuriti di Indonesia hanya ada dua yaitu PT KP dan PT Pura Barutama (Pura Group). Oleh karena itu masih dilakukan impor kertas sekuriti untuk memenuhi kebutuhan.

3.2 Sejarah Singkat PP

PP merupakan Badan Usaha Milik Negara yang dibentuk pada tahun 1971. Pada awalnya PP merupakan gabungan dari Perusahaan Negara Percetakan Kebayoran yang mencetak uang kertas (berdiri tahun 1952) dan Perusahaan Negara Artha Yasa yang mencetak uang logam (berdiri tahun 1954). (Sumber: *Company profile* PP)

Berdasarkan Peraturan Pemerintah No.32 tahun 2006, PP mendapat tugas:

- a) Mencetak Uang Rupiah Republik Indonesia;
- b) Mencetak dokumen sekuriti negara antara lain paspor, pita cukai, meterai dan dokumen pertanahan (sertifikat tanah, dan sebagainya);
- c) Mencetak dokumen sekuriti lainnya dan barang cetakan logam non uang;
- d) Mencetak uang dan dokumen sekuriti negara lain atas permintaan negara yang bersangkutan;
- e) Menyediakan jasa yang mempunyai nilai sekuriti tinggi yang berkaitan dengan kegiatan usaha perusahaan; dan

- f) Usaha lainnya yang dapat menunjang tercapainya maksud dan tujuan perusahaan.

3.2.1 Visi, Misi dan Tata Nilai PP

PP mempunyai visi sebagai Perusahaan Berkelas Dunia di bidang “*Integrated security Printing & system*” dan memiliki misi untuk menghasilkan produk berkualitas dan bernilai sekuriti tinggi kebanggaan bangsa. Dalam mencapai visi dan misi tersebut, PP melandasi kehidupan berorganisasinya dengan berpatokan pada lima Tata Nilai perusahaan. Kelima tata nilai tersebut yaitu:

- Integritas, mampu berpikir dan berlaku secara adil dan proporsional tidak hanya mengucapkan secara lisan pikirannya, tapi juga membuktikan dengan sikap dan tindakan.
- Kualitas, hal utama yang dijual PP kepada pelanggannya.
- *Teamwork*, penciptaan kondisi dimana terdapat pemimpin yang mampu mengakomodir dan mengarahkan anggotanya dalam kerja tim untuk mampu berpikir kreatif sekaligus memiliki toleransi yang tinggi, sehingga menghasilkan sinergi yang optimal.
- Inovasi, pemikiran hal-hal yang merupakan terobosan baru yang bermanfaat bagi kemajuan PP, tidak saja pada sebuah produk tapi juga pada pengelolaan dan perilaku perusahaan secara efisien, baik kepada publik internal maupun eksternal.
- Sekuriti, jaminan sekuriti bukan hanya dari teknik cetak intaglio saja, tapi juga mencakup sistem secara total. Sekuriti bukan berarti tertutup atau terbatas, namun lebih pada cara mengedukasi masyarakat sehingga memiliki “sadar sekuriti” sehingga tidak mudah tertipu dengan pemalsuan (*counterfeiting*).

3.2.2 Pengembangan Perusahaan

Dengan diberlakukannya Undang-Undang Nomor 5 Tahun 1999 tentang Anti Monopoli dan Persaingan Usaha Tidak Sehat membuat PP harus bersiap diri menghadapi masuknya pesaing baru. Disamping itu juga dengan dibukanya era

perdagangan bebas membuka kesempatan bagi perusahaan percetakan sekuriti kelas dunia untuk masuk ke Indonesia. Posisi sebagai “pencetak tunggal” untuk dokumen sekuriti, satu demi satu mulai tergeser dan pada akhirnya hak istimewa yang diberikan pemerintah kepada PP mungkin saja bisa hilang. Tentunya peluang ini tidak dilewatkan oleh para kompetitor yang sudah bersiap merebut pangsa pasar yang selama ini dimiliki PP.

Untuk mengantisipasi hal tersebut PP mulai menerapkan strategi pengembangan perusahaan dengan melakukan aliansi strategis sejak tahun 1999. Namun PP masih terkendala oleh terbatasnya jumlah modal yang dapat digunakan dalam rangka pengembangan usaha secara maksimal. Untuk mengupayakan strategi agar tetap dapat berjalan, PP berusaha mengoptimalkan penggunaan sumber daya yang dimilikinya saat itu.

Strategi pengembangan dan aliansi strategis yang sudah dirintis oleh PP yaitu:

a. Kerja Sama Operasi (KSO) PDT

KSO PDT merupakan Kerjasama Operasi dengan PT Panca Wira Usaha, Perusahaan Daerah Propinsi I Jawa Timur (d/h PD Aneka Jasa dan Permesinan) melalui perjanjian KSSO No.SP- 481/VII/1999 tanggal 11 Agustus 1999 dan resmi mulai beroperasi sejak 1 April 2000. Maksud dan tujuan pendirian KSO yaitu untuk melakukan kegiatan kerjasama dalam bidang percetakan sekuritas non uang melalui penerapan dan pengembangan teknologi serta kompetensi kedua belah pihak tanpa membentuk badan hukum baru, serta untuk menghasilkan dan memasarkan produk dengan mutu dan harga yang kompetitif untuk pasar potensial di Propinsi Jawa Timur dan sekitarnya.

b. *Joint Venture* PT SPS

Selain kertas, tinta sekuriti juga merupakan bahan baku utama dalam percetakan produk sekuriti. Sebagai langkah awal PP dalam mengembangkan usahanya, PP mencoba menjajaki kerjasama dengan Sicpa, S.A. Swiss, yaitu produsen tinta sekuriti terbesar didunia dan merupakan pemasok PP untuk tinta cetak uang Rupiah dan beberapa produk sekuriti lainnya. Kesepakatan kerjasama antara PP dengan Sicpa, S.A. Swiss tertuang dalam *Joint Venture*

Agreement tanggal 3 Juni 2002 dan akhirnya pada tanggal 19 Februari 2003 PT SPS resmi berdiri.

3.3 Gambaran Umum PT KP

PT KP didirikan pada tahun 1922 dengan nama NV Papierfabriek Padalarang yang merupakan cabang dari NV Fabriek Nijmegen di Belanda. Pada tahun 1959 berdasarkan Peraturan Pemerintah Nomor 50 tahun 1959, perusahaan dinasionalisasi dan resmi menjadi milik negara Indonesia. Dan pada tanggal 20 Mei 1991, berdasarkan Peraturan Pemerintah Nomor 29 tahun 1991 perusahaan berubah bentuk menjadi Perusahaan Perseroan. (sumber: *Company Profile PT KP*)

Berdasarkan Akta No.21/1998, maksud dan tujuan perusahaan adalah melakukan kegiatan usaha industri *pulp* dan kertas. Untuk mencapai maksud dan tujuan tersebut diatas, perusahaan dapat melaksanakan kegiatan usaha sebagai berikut:

- a. Mengadakan, mengolah dan menghasilkan bahan-bahan mentah menjadi bahan baku yang diperlukan guna pembuatan kertas dan produk-produk lainnya serta mengolah bahan baku tersebut menjadi berbagai jenis kertas dan produk-produk lainnya khususnya seperti kertas uang, meterai, banderol, kartu penduduk, surat tanda tamat belajar, kertas cigaret dan berbagai jenis kertas dan produk-produk industri hilir seperti: *converting*, percetakan, pembuatan *security features* antara lain hologram, kinegram, dan lain-lain barang yang sejenis termasuk produk sampingnya;
- b. Menyalurkan dan memperdagangkan berbagai macam hasil produksi tersebut dalam ayat 1 pasal ini serta hasil produksi sampingan dan barang-barang pelengkap lainnya yang diperlukan untuk menunjang pemasaran hasil produksi tersebut diatas, baik produksi sendiri-sendiri maupun produksi pihak lain serta produk lainnya dengan cara-cara dan jalan tertentu serta melakukan pekerjaan lainnya yang bersangkutan dengan usaha perusahaan baik untuk dalam negeri maupun luar negeri;

- c. Memberi jasa dalam proyek-proyek pembangunan industri pulp dan kertas serta penelitian, perbaikan dan pemeliharaan pabrikasi alat-alat pada umumnya yang berhubungan dengan pekerjaan-pekerjaan tersebut diatas.

3.3.1 Struktur Modal dan Pemegang Saham PTKP

PT KP telah beberapa kali mengalami perubahan akta, dan berdasarkan Akta Risalah Rapat No.24 tanggal 23 Juni 2003, yang dibuat dihadapan Doktor Wiratni ahmadi, S.H., Notaris di Bandung, struktur permodalan dan susunan pemegang saham perusahaan dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 3.2 Struktur Permodalan dan Pemegang Saham PTKP

Keterangan	Saham @ Rp1.000.000,-		%
	Jumlah Saham	Nominal (Rp)	
Struktur Permodalan :			
Modal Dasar	125.000	125.000.000.000	100,00
Modal yang Belum Disetor	63.673	63.673.000.000	50,94
Modal Disetor	61.327	61.327.000.000	49,06
Pemegang Saham :			
Negara Republik Indonesia	25.000	25.000.000.000	40,76
PT. Pengelola Investama Mandiri	28.160	28.160.000.000	45,92
PT. Kertas Kraft Aceh (Persero)	8.167	8.167.000.000	13,32
Total	61.327	61.327.000.000	100,00

Sumber: Laporan Keuangan PTKP tahun 2009

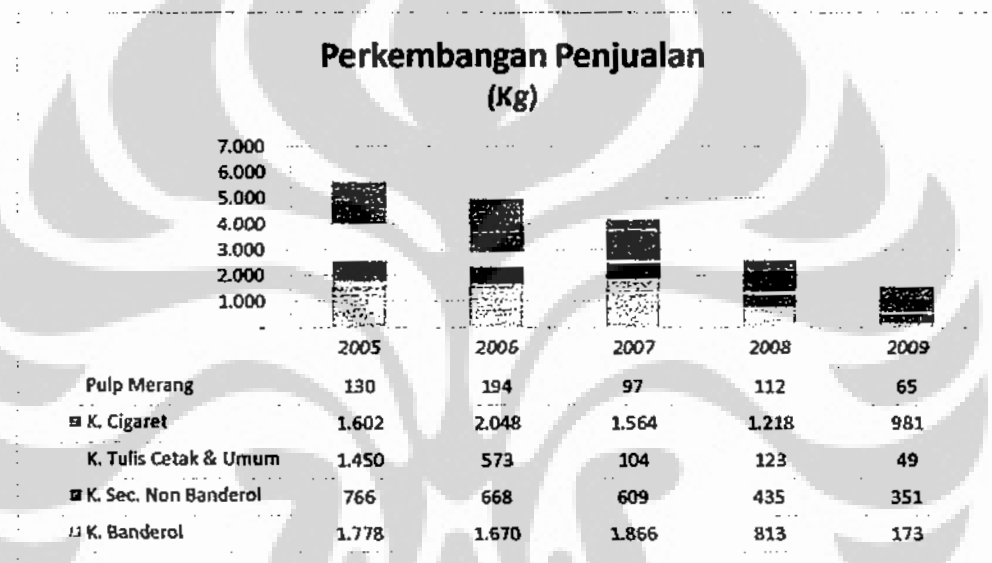
3.3.2 Aspek Produksi dan Penjualan PTKP

a. Jenis Produk dan Pelanggan PTKP

Produk utama yang dihasilkan oleh PTKP adalah kertas sekuriti, namun untuk memenuhi permintaan pasar dan pengoptimalan penggunaan mesin produksi, PTKP juga memproduksi kertas umum, kertas sigaret dan *pulp* merang. Kertas sekuriti yang dihasilkan oleh PTKP dibagi menjadi dua yaitu kertas banderol dan kertas sekuriti non banderol. Pelanggan kertas banderol adalah PP sedangkan kertas sekuriti non banderol adalah perusahaan percetakan sekuriti, baik milik pemerintah maupun perusahaan swasta.

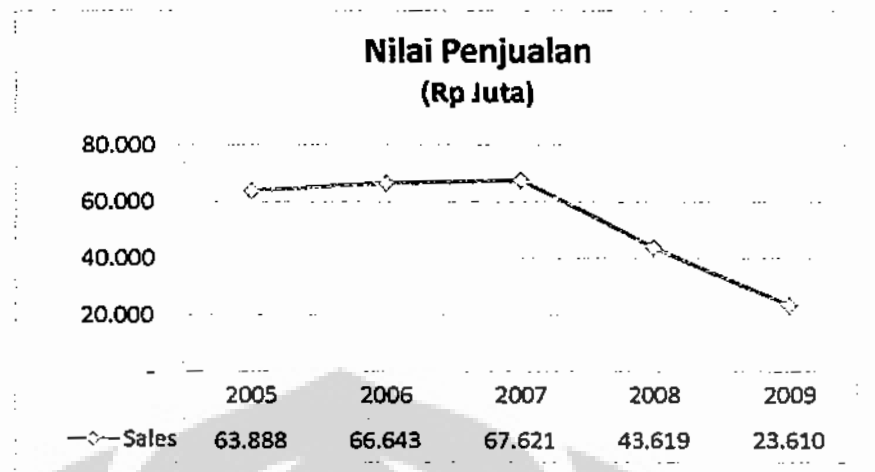
b. Perkembangan Penjualan PTKP

Berdasarkan laporan keuangan PTKP, penjualan atas produk PTKP mengalami penurunan baik dari segi volume maupun nilainya dari tahun ketahun. Bahkan dalam tiga tahun terakhir persentase penurunan menunjukkan angka yang cukup signifikan. Penjualan tahun 2008 turun sebesar 36% dari penjualan tahun 2007. Penurunan ini berlanjut ke tahun 2009 dengan penjualan turun sebesar 54% dari tahun 2008. Grafik volume dan nilai penjualan dari tahun 2006 – 2009 dapat dilihat pada gambar-gambar berikut ini:



Gambar 3.1 Grafik Volume Penjualan PTKP tahun 2005 – 2009

Sumber: Laporan produksi PTKP

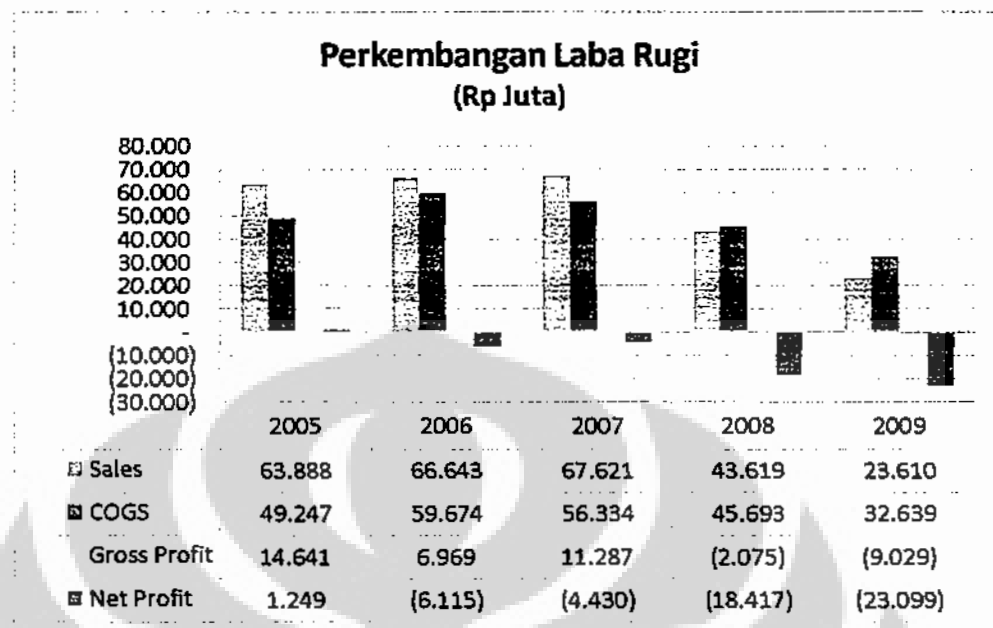


Gambar 3.2 Nilai Penjualan PTKP tahun 2005 – 2009

Sumber: Laporan Keuangan PTKP

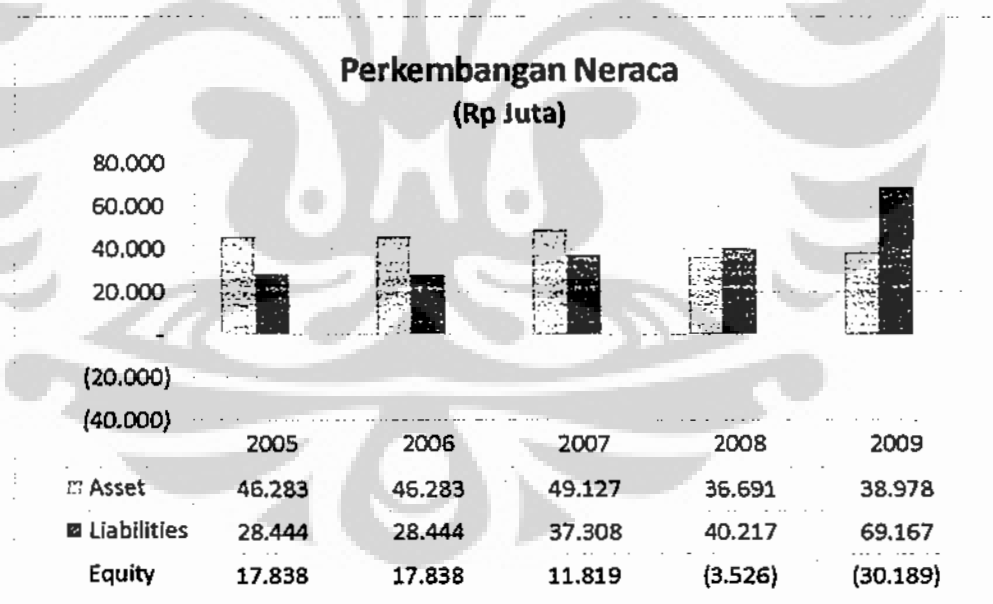
3.3.3 Kondisi Keuangan PT KP

Penurunan penjualan PT KP berdampak pada kondisi keuangan perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangan PT KP. Berdasarkan Laporan Laba Rugi PT KP periode tahun 2005 – 2009, terdapat penurunan keuntungan yang cukup signifikan. Mulai tahun 2006 perusahaan sudah mengalami kerugian yang semakin besar nilainya pada tahun 2009. Kerugian ini berdampak pada posisi neraca PT KP. Berikut adalah grafik perkembangan Laba rugi dan Neraca PT KP tahun 2005 – 2009.



Gambar 3.3 Grafik Perkembangan Laba Rugi PTKP 2005 – 2009

Sumber: Laporan Keuangan PTKP



Gambar 3.4 Grafik Perkembangan Neraca PTKP 2005 – 2009

Sumber: Laporan Keuangan PTKP

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Faktor Strategis Akuisisi PT KP

4.1.1 Latar Belakang Privatisasi PT KP

Privatisasi yang dilakukan pemerintah terhadap beberapa Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dalam dekade terakhir ini telah menjadi bagian dari kebijakan ekonomi pemerintah. Privatisasi dipandang sebagai langkah untuk mengurangi intervensi pemerintah dalam bidang ekonomi. Privatisasi diharapkan dapat meningkatkan daya saing dan efisiensi perusahaan yang selanjutnya mendukung pertumbuhan ekonomi di Indonesia.

Perkembangan kinerja BUMN yang bergerak dalam bidang industri kertas beberapa tahun terakhir terus memburuk. Berdasarkan data BUMN yang mengalami kerugian, beberapa diantaranya adalah pabrik kertas yaitu PT Kertas Leces, PT Kertas Kraft Aceh dan PT KP. Kerugian terus dialami dalam beberapa tahun sehingga perusahaan terpaksa berhenti operasi sementara. (www.Jakartapress.com). Penyebab kerugian terutama karena keterbatasan bahan baku dan masalah likuiditas yang rendah. Akibatnya perusahaan BUMN tersebut tidak mampu bersaing dengan perusahaan swasta untuk meraih pasar kertas yang sedang tumbuh dengan pesat.

PTKP sudah masuk dalam agenda pemerintah sebagai salah satu dari 24 BUMN yang dicanangkan untuk diprivatisasi sejak tahun 2002. Rencana privatisasi terhadap PTKP termasuk dalam kategori *Strategic Sale* yaitu strategi privatisasi untuk menjual saham BUMN yang dikuasai pemerintah kepada investor tunggal, atau sekelompok investor tertentu. *Strategic Sale* dimaksudkan untuk mendatangkan dan melibatkan investor baru dalam pengelolaan BUMN yang diharapkan dapat meningkatkan kinerja BUMN, misalnya teknologi baru, budaya dan metode kerja yang efektif dan efisien, perluasan pasar dan sebagainya. (Syahrir : 2002).

Kinerja PT KP yang tidak menunjukkan perkembangan berarti merupakan salah satu alasan pokok pemerintah untuk mendivestasi sahamnya di perusahaan tersebut. Pemerintah menilai perusahaan tidak mampu memberikan kontribusi keuntungan sesuai target. Seperti halnya perusahaan kertas milik negara lainnya, beberapa tahun terakhir perusahaan terus membukukan kerugian dan bahkan pada tahun 2009 perusahaan terpaksa menghentikan operasinya karena tidak mempunyai modal kerja.

Sebagai langkah penyelamatan, pemerintah akhirnya merampungkan kajian terhadap rencana privatisasi PTKP. Berdasarkan surat yang dikirimkan oleh Menteri BUMN kepada PP di pertengahan tahun 2009, pemerintah telah menunjuk PP yang merupakan *prime customer* PTKP untuk melakukan *penyelamatan operasional serta mempersiapkan proses akuisisi terhadap PTKP*.

4.1.2 Faktor Strategis Akuisisi PTKP

Bagi PP, instruksi pemerintah untuk mengakuisisi PTKP perlu pengkajian dan perencanaan yang matang. Mahalnya biaya akuisisi dan tingginya resiko ketidakpastian atas sukses tidaknya rencana menjadi pertimbangan utama dalam suatu proses akuisisi. Akuisisi tersebut akan memiliki implikasi yang signifikan bagi kontinuitas dan perkembangan PP di masa yang akan datang. Akuisisi yang sukses dapat memberikan pertumbuhan bagi kedua perusahaan yang akan meningkatkan *value* para *stakeholdernya*, namun sebaliknya bila gagal dapat membawa perusahaan ke arah kehancuran baik bagi PP sebagai perusahaan pengakuisisi maupun PTKP sebagai perusahaan yang diakuisisi.

Kondisi PTKP yang kurang begitu baik di masa lampau memang perlu mendapat perhatian khusus PP dalam rangka mempersiapkan langkah dan kebijakan yang akan diambil dalam proses akuisisi. Namun berdasarkan pengamatan terhadap kejadian historis dan perkembangan industri kertas sekuriti, terdapat beberapa faktor strategis yang dapat dijadikan pertimbangan oleh PP untuk melaksanakan akuisisi tersebut.

a. Mengamankan pasokan Kertas Banderol bagi pengadaan produk Pita Cukai

Pita cukai merupakan salah satu dokumen negara yang sangat vital dan merupakan bagian dari komponen penerimaan negara. Untuk tahun 2010 pemerintah menargetkan penerimaan dari cukai sebesar 57,2 triliun. (sumber: Dirjen Bea Cukai) Oleh karena itu pemerintah sangat *concern* terhadap pengadaan dan kecukupan pasokan pita cukai dimasyarakat.

Pengadaan pita cukai saat ini dilakukan oleh konsorsium yang terdiri dari tiga perusahaan, yaitu PTKP, PT Pura Barutama dan PP. PTKP bertindak sebagai penyedia bahan baku berupa kertas Banderol, dan kemudian kertas tersebut dikirim ke PT Pura Barutama yang bertindak sebagai penanam fitur sekuriti ke dalam kertas berupa hologram, sebelum akhirnya kertas berhologram tersebut diserahkan ke PP untuk dicetak. Dalam konsorsium tersebut PP juga bertindak sebagai *leader* yang bertanggung jawab atas kelancaran pengadaan pita cukai.

Saat PTKP terpaksa menghentikan sementara operasional produksinya karena kekurangan modal kerja, hal ini sangat mengganggu kontinuitas proses produksi. Flow produksi menjadi terputus karena tidak ada bahan baku kertas banderol untuk kegiatan produksi. Akhirnya PP terpaksa mencari produsen kertas lain untuk memenuhi kebutuhan kertas banderol yang tentunya menambah waktu dan biaya. Apabila kejadian ini tidak dengan segera diatasi, maka akan mengganggu ketersediaan pita cukai di masyarakat.

Akuisisi yang dilakukan PP ke PTKP secara tidak langsung dapat mengamankan pasokan produksi kertas banderol dalam pengadaan pita cukai. Melalui sinergi yang dihasilkan dari akuisisi diharapkan kinerja PTKP akan membaik dan dapat kembali beroperasi dengan normal.

b. Peluang pasar kertas yang besar

Berdasarkan data pertumbuhan industri yang dikeluarkan oleh Badan Pusat Statistik untuk periode triwulan I tahun 2010, disebutkan bahwa industri Penerbitan, Percetakan dan Reproduksi Media Rekaman meningkat 7.53%

dari periode yang sama tahun 2009. Namun disisi lain untuk industri kertas dan barang dari kertas turun 6.74%. (www.bps.go.id). Seharusnya antara industri percetakan/penerbitan dan industri kertas merupakan dua industri yang berjalan berdampingan karena sebagian besar bahan baku percetakan adalah kertas. Data tersebut mengindikasikan bahwa peluang pasar kertas untuk memenuhi pasokan bahan baku bagi industri percetakan di dalam negeri masih terbuka lebar.

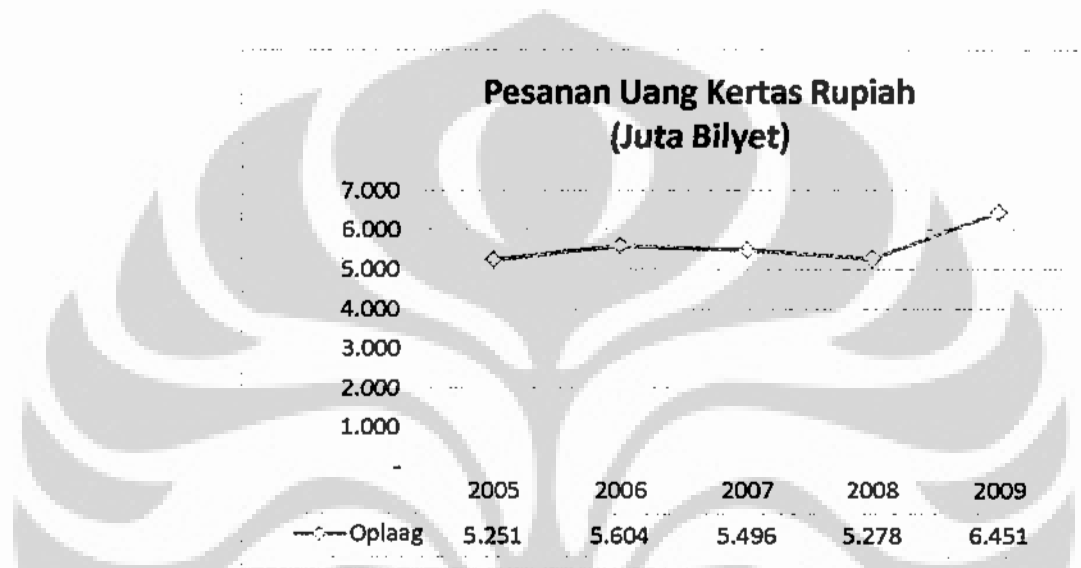
Untuk pasar internasional, Indonesia masih memiliki prospek untuk meningkatkan pangsa pasar. Saat ini Indonesia menduduki peringkat ke-9 untuk kategori industri *pulp* dan memiliki 2,4% pangsa pasar dunia. Sedangkan untuk industri kertas Indonesia menduduki peringkat ke-12 di dunia dengan pangsa pasar sebesar 2,2%. Pangsa pasar kertas terbesar masih dikuasai oleh Finlandia dan negara-negara Amerika Latin seperti Brazil dan Chili. (www.pusgrafin.go.id).

Kebutuhan *pulp* dan kertas dunia diperkirakan belum dapat terpenuhi akibat makin berkurangnya sumber bahan baku yaitu kayu pohon. (www.kompas.com). Banyak perusahaan kertas dunia yang tutup karena kesulitan memperoleh bahan baku. Bagi Indonesia hal ini melupakan peluang untuk meningkatkan pangsa pasar. Kondisi iklim Indonesia cukup menguntungkan bagi penanaman kembali hutan. Apabila pemerintah, produsen dari kalangan industri kayu dan masyarakat konsekwen dengan program penanaman Hutan Tanaman Industri (HTI), maka kebutuhan bahan baku dapat terpenuhi.

Peluang ini dapat dimanfaatkan oleh PTKP untuk meraih pasar kertas dalam dan luar negeri. PTKP memiliki potensi dan kapasitas yang bila dibenahi akan mampu menyerap kebutuhan pasar. Dengan mengoptimalkan kinerja sumber daya dan tersedianya sumber modal yang cukup, maka diharapkan PTKP dapat bersaing dengan swasta dan pada akhirnya memberikan keuntungan bagi PP.

c. Prospek Pengembangan usaha PTKP untuk membuat kertas uang

Berdasarkan data pesanan dan produksi PP terlihat, kuantitas pesanan uang kertas Rupiah Bank Indonesia menunjukkan tren yang meningkat terutama untuk tahun 2008 ke tahun 2009. Berikut adalah grafik perkembangan permintaan uang kertas selama lima tahun terakhir.



Gambar 4.1 Grafik Pesanan Uang Kertas Rupiah

Sumber: Laporan pesanan dan produksi PP

Jumlah kuantitas uang kertas Rupiah yang dicetak oleh PP termasuk besar bila dibandingkan dengan negara-negara lain. Kuantitas tersebut hanya kalah bila dibandingkan dengan uang kertas yang dicetak oleh Amerika Serikat, India dan China. Hal ini terkait dengan populasi jumlah penduduk di negara-negara tersebut yang memang terbesar didunia sehingga kebutuhan akan uang pun besar.

Kebutuhan bahan baku berupa kertas uang dalam produksi cetak uang Rupiah sampai saat ini sebagian besar masih impor khususnya untuk pecahan berdenominasi besar (Rp 10.000, Rp 20.000, Rp 50.000 dan Rp 100.000). Sedangkan bahan kertas uang untuk pecahan denominasi kecil (Rp 1.000 dan Rp 5.000) sebagian sudah mulai dipasok oleh produsen kertas sekuriti dalam

negeri yaitu PT Pura Barutama. Hal ini mengindikasikan potensi pasar dalam negeri untuk kertas uang masih memiliki peluang yang tinggi.

Sebagai perusahaan milik negara, usaha PTKP dapat dikembangkan untuk mulai merambah bisnis produk kertas uang tersebut. Selain memiliki ijin resmi untuk memproduksi kertas sekuritas, PTKP memiliki kapasitas dan kapabilitas yang mampu mendukung untuk memasuki pasar kertas uang. Secara kapasitas PTKP memiliki sarana dan prasarana yang cukup memadai walaupun secara teknis memerlukan penambahan investasi dan *upgrading* permesinan. Lokasi perusahaan berada cukup dekat dengan PP yaitu di Padalarang, Jawa Barat serta memiliki sumber air bersih yang merupakan syarat utama dalam pembuatan kertas uang, merupakan nilai tambah yang dimiliki oleh PTKP dibandingkan kompetitornya. Sedangkan dari segi kapabilitas, PTKP yang telah memiliki pengalaman yang cukup lama dalam teknologi produksi kertas sekuritas dianggap cukup mumpuni untuk memasuki bisnis ini.

Bila PTKP berhasil dikembangkan sebagai produsen kertas uang maka masalah ketergantungan terhadap bahan kertas impor dapat teratasi. Hal ini selain berdampak pada penurunan harga bahan baku kertas uang karena tidak ada biaya impor, juga dapat menghemat devisa negara. Disamping itu juga *problem yang sering muncul karena keterlambatan kedatangan kertas atau kualitas kertas yang tidak sesuai dengan spesifikasi diharapkan dapat selesai dalam waktu relatif singkat.*

d. Mengurangi keikut-sertaan swasta dalam industri produk vital

Uang, pita cukai, paspor, meterai merupakan beberapa produk dokumen negara yang memiliki unsur vital dan strategis. Pemerintah harus menjamin ketersediaan kuantitas dan kualitas produk tersebut sesuai dengan kebutuhan masyarakat. Apabila terjadi masalah dan gangguan dalam hal-hal yang terkait dengan pengadaan dan peredaran dokumen-dokumen tersebut dikhawatirkan akan berdampak pada stabilitas nasional.

Untuk menjamin keberadaan produk vital tersebut, maka pemerintah perlu memiliki kendali atas produksinya. Bentuk kendali pemerintah antara lain menentukan kuota/batasan jumlah produk boleh yang dihasilkan oleh perusahaan. Hal ini dapat mengurangi peluang penyalahgunaan seperti timbulnya usaha pemalsuan oleh pihak yang tidak bertanggung jawab. Selain meresahkan masyarakat sebagai pengguna dari dokumen-dokumen tersebut, usaha pemalsuan tersebut juga merugikan negara karena mengurangi pemasukan.

Meningkatnya peranan PT Pura Barutama yang sebelumnya hanya memasok kertas sekuriti untuk kebutuhan swasta, dan kini mulai memasuki area produk vital dengan memproduksi kertas uang, membuktikan bahwa kalangan swasta sangat tertarik memasuki industri ini. Peranan PT Pura akan semakin bertambah apabila tidak dilakukan upaya untuk meyelamatkan PTKP. Semua kegiatan usaha yang selama ini merupakan porsi PTKP secara otomatis akan diambil alih PT Pura yang merupakan kompetitor utama PTKP.

Langkah yang diambil PT Pura dapat menjadi motor penggerak bagi kalangan swasta lain. Melihat potensi usaha dan keuntungan dari industri produk sekuriti, dapat memotivasi pihak swasta untuk mendesak pemerintah melepaskan kendalinya pada beberapa industri produk vital tanpa memikirkan dampak negatifnya. Akhirnya pemerintah akan sulit menjamin 'eksistensi' dan validitas dokumen vital tersebut karena pihak swasta sudah mulai bermain, yang akan berimplikasi pada menurunnya kepercayaan masyarakat terhadap pemerintah bila terjadi banyak kasus pemalsuan.

Akuisisi PTKP oleh PP dapat meminimalisir kemungkinan terjadinya kondisi diatas. Kepemilikan 100% pemerintah atas PP dapat menjadikan PP sebagai kepanjangan tangan pemerintah yang secara tidak langsung masih memiliki kendali terhadap PTKP. Dengan demikian akuisisi ini dapat mengurangi dominasi swasta dalam industri produk vital.

e. Meningkatkan sinergi antar BUMN

Melalui Instruksi Menteri BUMN Nomor 108/MBU/2002 tanggal 4 Juni 2002 tentang sinergi BUMN, pemerintah menghimbau agar BUMN saling bekerja sama dalam meningkatkan performa masing-masing. Dengan bersinergi diharapkan BUMN dapat meningkatkan daya saingnya dalam menghadapi swasta sehingga mampu memberikan kontribusi yang menguntungkan bagi negara.

Dengan mengakuisisi PTKP, PP dapat memberikan bantuan baik yang bersifat *financing* (modal kerja) maupun *non financing* (*transfer knowledge*) yang sangat dibutuhkan oleh PTKP. Selain itu, PP juga dapat melakukan fungsi pengawasan terhadap kebijakan yang akan diambil perusahaan sehingga tidak merugikan kepentingan para pemegang sahamnya.

4.2 Analisis Kinerja Keuangan PT KP

Berdasarkan data Neraca dan Laporan Laba Rugi PTKP selama lima tahun terakhir (2005 – 2009) dapat tercermin gambaran performa keuangan perusahaan sebagai berikut:

Tabel 4.1 Kinerja PTKP 2005 - 2009

Deskripsi	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Liquidity</i>					
<i>Current ratio</i>	0.9	0.9	0.8	0.4	0.3
<i>Quick ratio</i>	0.3	0.3	0.3	0.0	0.1
<i>Solvability</i>					
<i>Debt to Equity Ratio</i>	159%	159%	316%	-1140%	-229%
<i>Debt to Asset Ratio</i>	61%	61%	76%	110%	177%
<i>Profitability</i>					
<i>Gross Margin</i>	23%	10%	17%	-5%	-38%
<i>Operating Margin</i>	8%	-6%	0	-31%	-79%
<i>Net Margin</i>	2%	-9%	-7%	-42%	-98%
<i>Return on Equity</i>	7%	-34%	-37%	N/A	N/A
<i>Activity</i>					
<i>Asset Turnover</i>	1.38	1.44	1.38	1.19	0.61
<i>Inventory Turnover</i>	5.45	6.12	6.04	5.15	4.21

Sumber : Olahan penulis

Likuiditas

Current ratio menunjukkan tren penurunan yang cukup signifikan dari tahun 2005 sebesar 0.9 menjadi hanya sebesar 0.3 di tahun 2009. Begitu pula dengan *Quick ratio* yang semula sebesar 0.3 di tahun 2005 menjadi sebesar 0.1 di tahun 2009. Penurunan pada rasio ini mengindikasikan bahwa perusahaan memang sedang mengalami masalah likuiditas yang cukup parah sehingga mempengaruhi kemampuan dalam penyediaan modal kerja.

Solvabilitas

Rasio total utang terhadap modal (*Debt to Equity ratio/DER*) dari tahun 2005 menunjukkan angka yang tinggi yaitu sebesar 159% dan kemudian meningkat signifikan menjadi 316% di tahun 2007. Bahkan di tahun 2008 dan 2009 DER menunjukkan angka negatif yang berarti modal perusahaan sudah dalam posisi minus karena akumulasi kerugian yang dialami perusahaan. Rasio total utang terhadap total harta (*Debt to Assets ratio/DAR*) juga menunjukkan peningkatan dari semula 61% di tahun 2005 menjadi 177% di tahun 2009. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan semakin bergantung pada utang untuk sumber pembiayaannya.

Profitabilitas

Hasil perhitungan terhadap rasio-rasio profitabilitas perusahaan menunjukkan nilai yang kurang baik. Sejak tahun 2006 sebagian besar nilai sudah berada dalam posisi *minus* dan terus bertambah. *Gross profit margin* turun dari 23% di tahun 2005 menjadi -38% di tahun 2009, *Operating profit margin* turun dari 8% di tahun 2005 menjadi -79% di tahun 2009, *Net profit margin* turun dari 2% di tahun 2005 menjadi -98% di tahun 2009, *Return on equity* turun dari 7% di tahun 2005 menjadi -37% di tahun 2007 (tahun 2008 dan 2009 tidak dihitung karena posisi *equity* sudah negatif). Hasil rasio diatas mengindikasikan bahwa perusahaan tidak mampu lagi untuk menghasilkan keuntungan karena biaya operasi sudah lebih besar dari pendapatan perusahaan.

Aktivitas

Tingkat perputaran asset (*Asset turnover*) menunjukkan penurunan dari 1.38 di tahun 2005 menjadi 0.61 di tahun 2009. Penurunan juga terjadi pada perputaran persediaan (*Inventory turnover*) dari 5.45 di tahun 2005 menjadi 4.21 di tahun 2009. Penurunan tersebut menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan dari aktivitas operasional semakin rendah.

4.3 Proyeksi Kinerja Keuangan PT KP

Untuk mengetahui prospek kinerja keuangan PTKP di masa yang akan datang adalah dengan membuat proyeksi laporan keuangan (Neraca dan Laporan Laba Rugi). Disamping itu angka proyeksi dapat digunakan untuk menghitung nilai perusahaan. Proyeksi ini dibatasi untuk masa tahun 2010 sampai dengan 2014.

4.3.1 Analisis *Porter's Five Competitive Forces*

Untuk membuat proyeksi atas laporan keuangan perusahaan, hal yang paling kritis adalah menentukan asumsi tingkat pertumbuhan. Asumsi tersebut berasal dari analisis terhadap beberapa hal yang terkait dengan kondisi makro industri perusahaan. Berikut ini akan disajikan analisis industri berdasarkan lima kekuatan persaingan Porter (*Porter's Five Competitive Forces*).

a. Tingkat Persaingan

Jumlah perusahaan yang bergerak pada industri kertas di Indonesia cukup banyak, namun untuk sektor kertas sekuriti hanya ada dua yaitu PT KP (BUMN) dan PT Pura Barutama (swasta). Hal ini terkait dengan izin yang diberikan oleh pemerintah hanya kepada kedua perusahaan tersebut. Walaupun tidak ada pembagian pelanggan secara formal diantara kedua perusahaan tersebut, sebagian besar pelanggan PT KP berasal dari instansi pemerintah, dan pelanggan PT Pura Barutama sebagian besar dari swasta.

Sebagian besar produk yang dihasilkan oleh PT KP adalah kertas sekuriti. Kertas sekuriti tersebut berupa kertas banderol untuk produksi pita cukai dan kertas non banderol untuk produk sekuriti lainnya seperti passport, meterai sertifikat, KTP

dan lain-lain. Permintaan atas produk tersebut relatif mengikuti perkembangan ekonomi nasional karena pemerintah menjaga ketersediaan produk tersebut dimasyarakat agar tidak terjadi *over/under stock*. Selama ini PT KP masih sanggup memenuhi kebutuhan instansi pemerintah, dan apabila masih ada kapasitas berlebih maka dimanfaatkan untuk menerima pesanan untuk kertas non sekuritas. Namun dalam beberapa tahun terakhir kemampuan perusahaan menurun karena kekurangan likuiditas. Banyak order yang tidak sanggup dikerjakan karena perusahaan tidak mampu membiayai kegiatan operasionalnya. Hal ini merupakan peluang bagi pesaing tunggalnya yaitu PT Pura Barutama untuk merebut pangsa pasar yang sebelumnya dimiliki oleh PT KP.

Dari informasi diatas diperoleh gambaran bahwa posisi PT KP sebenarnya masih cukup kuat karena mengantongi ijin untuk memproduksi kertas sekuriti, namun perlu waspada bila PT KP tidak mampu mengatasi masalah kesulitan likuiditas yang dialaminya saat ini. Bisa saja sewaktu-sewaktu pemerintah mencabut ijin yang diberikan bila dianggap tidak mampu memenuhi kebutuhan pemerintah.

b. Ancaman Pendatang Baru

Perlunya ijin dari pemerintah untuk produksi kertas sekuriti memang membatasi masuknya pesaing baru dalam industri tersebut. Namun dengan perkembangan dunia industri dan diberlakukannya Undang-undang Anti Monopoli Nomor 5 tahun 1999, kemungkinan suatu saat ijin tersebut dihapus tetap ada. Hal ini akan membuka kesempatan bagi pendatang baru untuk memasuki industri tersebut dan meningkatkan ancaman bagi posisi PT KP.

c. Ancaman Produk Substitusi

Untuk meningkatkan efisiensi dan mencegah pemalsuan, sekarang ini didunia berkembang wacana untuk mengubah dokumen dalam bentuk kertas menjadi sistem elektronik. Beberapa produk yang sudah terealisasi adalah seperti tiket atau karcis angkutan umum yang sudah tidak lagi menggunakan kertas, namun berubah menjadi *e-tickets*. Untuk produk dokumen sekuriti saat ini sudah mulai diperkenalkan produk *e-passport*.

Pergeseran penggunaan produk kertas menjadi produk elektronik lambat laun sudah mulai diterima oleh masyarakat dan kemungkinan akan mempengaruhi industri kertas sekuritas yang diproduksi PT KP. Meskipun sampai saat ini belum ada rencana pengalihan kertas sekuritas menjadi sistem elektronik, namun PT KP tetap harus mewaspadaai munculnya ancaman produk substitusi suatu saat nanti.

d. Kekuatan Tawar Menawar Pembeli

Posisi PT KP yang cukup kuat karena tingkat persaingan yang rendah, tidak serta merta membuat posisi PT KP sebagai penjual menjadi dominan atas pembeli. Hal ini disebabkan karena sebagian besar pelanggan dan produk yang dihasilkan PT KP juga hanya bisa dijual kepada instansi pemerintah. Dengan demikian posisi tawar pembeli menjadi seimbang dengan penjual atau bahkan lebih kuat.

e. Kekuatan Tawar Menawar Pemasok

Pemasok utama dalam industri kertas adalah pemasok bahan baku berupa *wood pulp*. Posisi pemasok cukup kuat terkait dengan ketersediaan bahan baku yang berasal dari hutan kayu alam semakin menurun. Hal ini berdampak pada semakin tingginya posisi tawar pemasok dalam menetapkan harga. Untuk menjaga kontinuitas produksi, perusahaan kurang memiliki *bargaining position* atas harga yang ditawarkan karena sulitnya memperoleh bahan baku.

Berdasarkan analisis industri berdasarkan *Porter's five competitive forces* diatas, diperoleh gambaran bahwa posisi PT KP dalam beberapa tahun kedepan sangat bergantung pada kebijakan pemerintah. Hal ini perlu menjadi catatan baik bagi manajemen PT KP maupun PP sebagai perusahaan pengakuisisi. Manajemen perlu memikirkan arah pengembangan perusahaan sehingga ketergantungan menjadi berkurang dan mampu mandiri.

4.3.2 Asumsi Dasar Perhitungan

Dalam membuat proyeksi laporan keuangan PTKP, terdapat beberapa aspek yang sangat mempengaruhi hasil perhitungan. Oleh karena itu perlu dibuat suatu asumsi yang menjadi landasan perhitungan sehingga tidak memberikan hasil yang rancu.

a). Aspek Pendanaan

Dari gambaran kinerja perusahaan masa lalu diperoleh informasi bahwa perusahaan memiliki masalah pada likuiditas yang terus menurun dari tahun ke tahun. Bahkan pada tahun 2009 likuiditas mencapai titik terendah sehingga perusahaan harus menghentikan sementara kegiatan operasinya. Untuk mengatasi masalah tersebut, perusahaan membutuhkan sumber dana baru untuk modal kerja. Modal kerja dibutuhkan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan agar kembali berjalan normal.

Berdasarkan data laporan keuangan historis, perusahaan pernah beberapa kali memperoleh dana untuk menambah modal kerja dengan melakukan anjak piutang yaitu menjaminkan kontrak proyek dari pelanggan utama perusahaan yaitu PP. Dari anjak piutang tersebut perusahaan memperoleh tambahan dana yang jumlahnya bervariasi, yaitu antara Rp 6 milyar (tahun 2005) sampai dengan Rp 23 milyar (tahun 2007) per tahun. Tingkat suku bunga yang dibayar berkisar antara 12,5% (kredit dari Bank Mandiri) sampai dengan 18% per tahun (kredit dari Yapetri).

Di awal tahun 2009 perusahaan terpaksa berhenti beroperasi karena kekurangan modal kerja. Untuk menjaga kesinambungan penyediaan bahan baku kertas banderol dalam produksi pita cukai, PP memberi bantuan berdasarkan perjanjian penyediaan modal kerja antara PP dan PTKP. Nilai bantuan modal kerja tahun 2009 Rp 34,7 milyar dan telah dicatat dalam Neraca PTKP pada pos Utang Kredit Modal Kerja. Untuk tahun 2010, 2011, 2012, 2013 direncanakan PP akan menambah bantuan modal kerja ke PTKP berturut-turut senilai Rp 6,5 milyar, Rp 5 milyar, Rp 3,5 milyar dan Rp 500 juta. Utang ini direncanakan akan dikonversi menjadi penyertaan saham apabila proses akuisisi oleh PP selesai dilaksanakan.

Disamping itu, untuk keperluan pembuatan proyeksi, diasumsikan perusahaan masih memerlukan dana untuk tambahan modal kerja sebesar Rp 15 milyar. Jumlah tersebut diperoleh berdasarkan perhitungan nilai tengah dari *range* kebutuhan modal kerja yang diterima perusahaan pada tahun-tahun sebelumnya. $((6 + 23) : 2 = 14,5$ dibulatkan menjadi 15 milyar). Dana diperoleh melalui pinjaman (kredit) perbankan dan bersifat *revolving* (kredit yang dananya dapat

ditarik berulang-ulang artinya kredit dapat ditarik sekaligus atau secara bertahap tergantung pada kebutuhan debitur). Tingkat suku bunga menggunakan tingkat suku kredit rata-rata perbankan yang berlaku saat ini, yaitu sebesar 13,89% atau dibulatkan menjadi 14%. (Sumber: Bank Indonesia)

b). Aspek Kapasitas

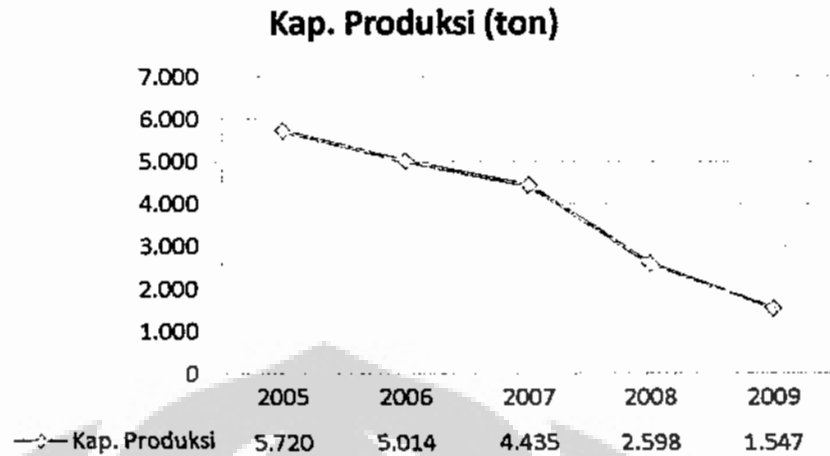
Berdasarkan laporan produksi dan kapasitas PTKP, diketahui bahwa untuk melaksanakan kegiatan operasionalnya PTKP mengandalkan pada tiga buah mesin utama dengan total kapasitas terpasang adalah sebesar 6500 ton per tahun. Mesin-mesin tersebut digunakan untuk menghasilkan produksi PTKP dengan rincian sebagai berikut.

Tabel 4.2 Mesin dan Kapasitas Produksi PTKP

Keterangan	Mesin I (MK I)	Mesin II (MK II)	Mesin III (MK III)
Jenis Produksi	Banderol	Security Non Banderol	Security Non Banderol
	Security Non Banderol	Pulp Merang	Tulis Cetak
		Tulis Cetak	Cigaret
		Kertas Bungkus	
		Jasa Makloon	
Kapasitas	2500 ton / tahun	1500 ton / tahun	2500 ton / tahun
Teknologi	Jerman	Jerman	Jepang
Tahun Pembuatan	1921	1931	1974

Sumber: Laporan produksi dan kapasitas PTKP

Realisasi produksi atau tingkat utilisasi ketiga mesin tersebut menunjukkan tren yang semakin menurun. Frekuensi gangguan teknis meningkat karena umur mesin yang sudah tua. Kesulitan likuiditas yang dialami membuat perusahaan tidak mampu melakukan rekondisi total. Kapasitas produksi tahun 2005 mencapai 88% (5.720 ton) dan tahun 2009 turun drastis menjadi 24% (1.547 ton). Berikut adalah perkembangan kapasitas produksi mesin dari tahun 2005 – 2009.



Gambar 4.2 Perkembangan Kapasitas Produksi PTKP

Sumber: Laporan Produksi PTKP

Berdasarkan hasil analisa industri yang dibahas sebelumnya diketahui bahwa industri PT KP saat ini masih bergantung pada kebijakan pemerintah sehingga membuat posisi perusahaan cukup rentan. Hal ini meningkatkan resiko perusahaan dalam melakukan investasi. Dengan kondisi keuangan yang kurang kondusif, akan sangat riskan bila perusahaan menambah kapasitas dengan cara membeli permesinan baru yang nilainya sangat signifikan.

Dalam membuat proyeksi, diasumsikan perusahaan tidak menambah permesinan baru dan tetap mengandalkan kapasitas mesin yang ada saat ini. Mesin MK I dan MK III tetap dikhususkan untuk memproduksi kertas Banderol, Security Non Banderol dan kertas Cigaret. Sedangkan mesin MK II sesuai dengan spesifikasinya diperuntukkan untuk memproduksi kertas cetak/umum, *pulp* merang maupun produk lainnya yang rendah tingkat keekonomiannya.

Kredit modal kerja yang diperoleh perusahaan digunakan untuk melakukan rekondisi dan perbaikan terhadap mesin – mesin produksi. Diharapkan perbaikan tersebut dapat meningkatkan produktivitas mesin sehingga mampu beroperasi pada kapasitas maksimal yang pernah dicapai perusahaan sebesar 88%. Perbaikan mesin diasumsikan dilakukan secara bertahap selama 2 tahun (2010 dan 2011). Perbaikan mesin di tahun 2010 meningkatkan kapasitas produksi menjadi 65%

dan di tahun 2011 menjadi 88%. Tingkat kapasitas normal ini dipertahankan untuk tahun-tahun proyeksi selanjutnya.

Biaya untuk melakukan perbaikan mesin (*overhaul*) adalah nilai *capital expenditure* perusahaan. Pelaksanaan *overhaul* direncanakan bertahap selama tiga tahun mulai dari tahun 2010 sampai dengan 2012. Nilai *capital expenditure* untuk masing masing ditahun diasumsikan sebesar Rp 3 milyar. Disamping itu perusahaan juga berencana mengambil alih usaha boiler batubara yang selama ini pengadaannya diserahkan kepada pihak ketiga (PT Catur Elang Perkasa) dengan sistem BOT (*Build Operate & Transfer*) dengan nilai sebesar Rp 5 milyar. Pengambilalihan dilakukan karena menilai kerjasama tersebut kurang menguntungkan perusahaan.

4.3.3 Proyeksi Laba Rugi

a. Volume Produksi dan Penjualan

Kondisi penjualan perusahaan pada tahun - tahun sebelumnya memperlihatkan tren yang menurun. Berdasarkan analisa industri yang sudah dibahas sebelumnya, kondisi pasar produk sekuritas cenderung stabil. Faktor penyebab penurunan kinerja perusahaan bukan karena berkurangnya permintaan, namun disebabkan ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi permintaan pelanggan. Apabila dilakukan pembenahan terhadap kondisi likuiditas dan permesinan, maka potensi peningkatan penjualan masih cukup besar.

Dengan diasumsikan perusahaan memperoleh tambahan dana untuk modal kerja, maka akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk membeli bahan baku produksi. Dana tersebut juga digunakan untuk perbaikan dan rekondisi mesin-mesin produksi sehingga kapasitas produksi menjadi naik. Kapasitas mesin yang besar berpengaruh pada daya tampung perusahaan atas pesanan pelanggan. Makin besar kemampuan produksi maka makin banyak produk yang dijual.

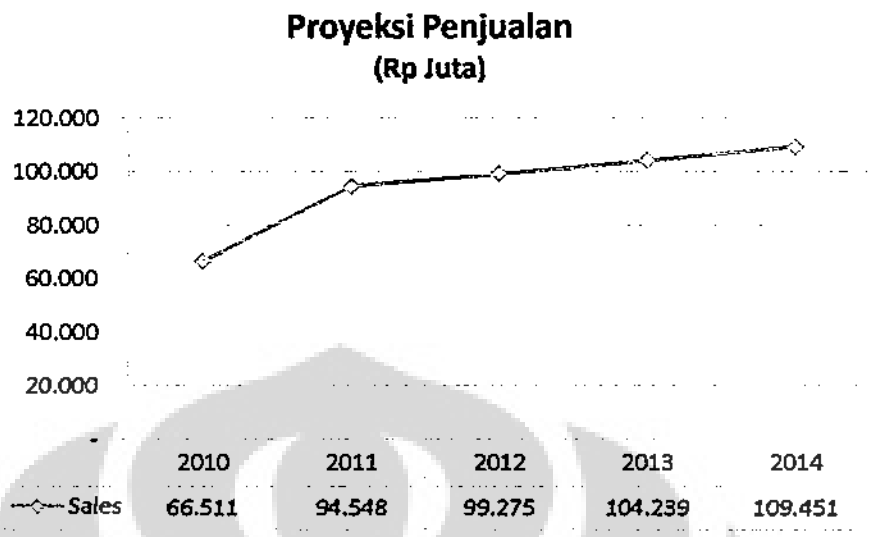
Dalam menyusun proyeksi penjualan diasumsikan bahwa volume produksi yang dihasilkan dan dijual sama dengan tingkat kapasitas mesin yang ada pada tahun

proyeksi. Pada tahun 2010 kapasitas produksi diasumsikan sebesar 65% dari kapasitas terpasang (6.500 ton) atau sama dengan 4.225 ton sedangkan untuk tahun 2011 dan tahun-tahun selanjutnya, kapasitas produksi sebesar 88% atau sama dengan 5.720 ton. Kuantitas produksi tersebut sama dengan kuantitas penjualan.

b. Proyeksi Kenaikan Harga

Walaupun harga kertas secara umum menunjukkan peningkatan yang cukup besar besar yaitu mencapai 42,9 %, namun kenaikan tersebut terlalu optimis untuk digunakan dalam perhitungan proyeksi penjualan PTKP. Dari data APKI diketahui bahwa fluktuasi harga kertas sangat tinggi sehingga persentase kenaikan harga tidak dapat dijadikan patokan. Alasan lainnya adalah bahwa sebagian besar produk yang dijual PTKP adalah kertas sekuriti yang berbeda perlakuannya dengan kertas umum. Adanya fitur-fitur khusus yang diaplikasikan dalam kertas sekuriti akan mempengaruhi harga. Demikian juga dengan karakteristik konsumen PTKP yang sebagian besar dari instansi pemerintah dan BUMN. Sehubungan dengan harga jual produk, umumnya perusahaan yang bertransaksi dengan instansi pemerintah memiliki daya tawar yang rendah dalam menentukan harga. Hal tersebut berlaku pula dengan PTKP yang melakukan transaksi harga langsung dengan pemerintah.

Harga produk dalam penyusunan proyeksi untuk tahun 2010 diasumsikan menggunakan harga dasar yang berasal dari harga rata-rata tahun sebelumnya. Harga dasar tersebut disesuaikan dengan kenaikan harga rata-rata historis sebesar 9% sehingga membentuk harga tahun 2010. Harga kemudian dikalikan dengan proyeksi volume penjualan untuk mendapatkan nilai penjualan di tahun 2010. Harga pada tahun 2011 dan tahun-tahun selanjutnya diasumsikan hanya naik 5% dari harga tahun sebelumnya untuk mengantisipasi fluktuasi harga yang sangat tajam. Berikut adalah grafik proyeksi perkembangan penjualan PTKP tahun 2010 -2014.



Gambar 4.3 Grafik Proyeksi Penjualan PTKP 2010 - 2014

Sumber: Olahan Penulis

c. Biaya Produksi

Dalam menyusun proyeksi untuk biaya produksi terlebih dahulu ditentukan asumsi target *gross margin*. Berdasarkan data laporan keuangan historis, rata-rata *gross margin* yang diperoleh perusahaan tahun 2005 – 2007 adalah sebesar 17%. Untuk tahun 2008 dan 2009 *gross margin* bernilai negatif yang berarti biaya produksi sudah melebihi dari harga jualnya. Salah satu penyebabnya adalah faktor kenaikan harga bahan baku dan penolong yang cukup signifikan yang berdampak pada peningkatan biaya produksi. Sehubungan dengan keterbatasan kemampuan perusahaan dalam menentukan kenaikan harga jual produk, maka peningkatan biaya produksi akan mengurangi persentase margin.

Berdasarkan kondisi diatas maka perlu dilakukan penyesuaian terhadap target persentase *gross margin*. Penyesuaian tersebut untuk mengantisipasi kenaikan biaya bahan baku. Untuk perhitungan proyeksi diasumsikan target *gross margin* sebesar 15% sehingga nilai biaya produksi menjadi sebesar 85% dari nilai penjualan.

d. Beban Usaha

Umumnya biaya yang masuk dalam pos beban usaha bersifat *controllable cost* atau biaya yang keberadaan atau penggunaannya masih dapat dikendalikan oleh manajemen. Berdasarkan data historis, persentase beban usaha terhadap penjualan PTKP mengalami peningkatan yang cukup tajam, dari 15% ditahun 2005 menjadi 40% pada tahun 2009. Hal ini mengindikasikan perusahaan kurang efisien dalam mengelola biaya usahanya. Untuk meningkatkan performa keuangan perusahaan dimasa yang akan datang, manajemen perlu memperketat pengeluaran biaya pada pos tersebut sehingga menjadi lebih efisien.

Untuk pembuatan proyeksi, beban usaha tahun 2010 diasumsikan sebesar 15% dari nilai penjualan. Untuk tahun-tahun selanjutnya diasumsikan efisiensi perusahaan meningkat sehingga mampu menekan beban usaha menjadi 10% dari penjualan.

e. Biaya Bunga kredit

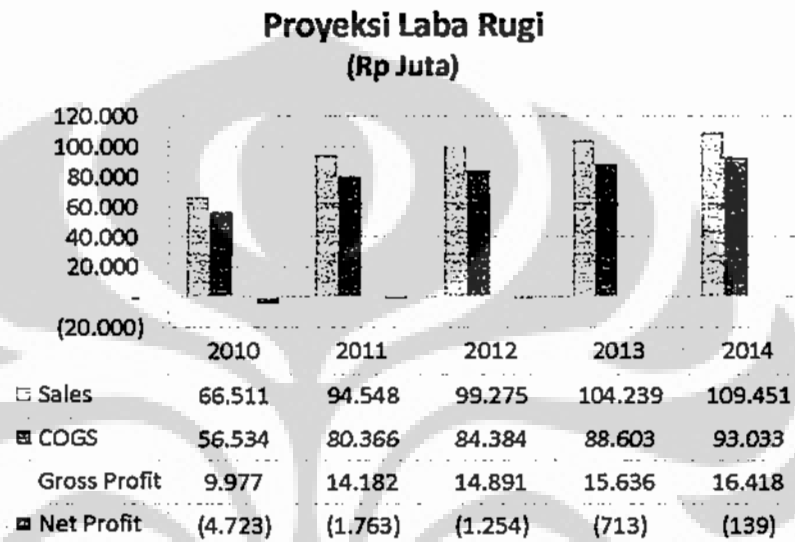
Biaya bunga kredit dihitung berdasarkan beban bunga atas pinjaman yang diterima oleh perusahaan. Berdasarkan asumsi pokok yang sudah disampaikan sebelumnya berkaitan dengan aspek pendanaan, diasumsikan perusahaan memperoleh kredit modal kerja sebesar Rp 15 milyar dengan tingkat suku bunga sebesar 14% per tahun.

Disamping itu, berdasarkan data laporan keuangan, perusahaan masih menanggung biaya bunga atas utang modal kerja kepada Yapetri (Yayasan Pegawai PP) yang dilakukan pada periode sebelumnya. Saldo utang sebesar Rp 2,5 milyar dengan tingkat suku bunga 18% per tahun. Berdasarkan perhitungan, maka total biaya bunga kredit pada masa proyeksi adalah sebesar Rp 2,55 milyar kecuali untuk tahun 2010 diasumsikan biaya bunga untuk modal kerja baru hanya setengah dari total biaya.

f. Pendapatan dan Beban lain-lain

Dalam penyusunan proyeksi diasumsikan tidak terdapat perubahan pada nilai Pendapatan dan beban lain-lain. Tahun 2010 menggunakan nilai ditahun 2009 dan konstan ditahun-tahun selanjutnya.

Berdasarkan uraian diatas, maka gambaran proyeksi Laporan Laba Rugi PTKP untuk tahun 2010 – 2014 dapat terlihat pada grafik sebagai berikut:



Gambar 4.4 Proyeksi Laba Rugi PTKP 2010 – 2014

Sumber: Olahan Penulis

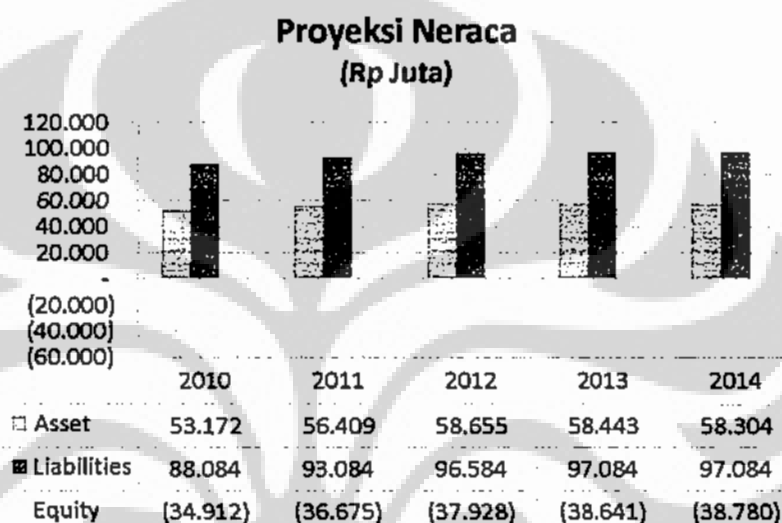
4.3.4 Proyeksi Neraca

Dalam membuat proyeksi neraca, diasumsikan beberapa ketentuan sebagai berikut:

- a. Piutang Usaha diperhitungkan berdasarkan tingkat penjualan dengan asumsi peningkatan 5% per tahun dengan rata-rata umur piutang adalah 60 hari.
- b. Aktiva Tetap bertambah sebesar nilai *capital expenditure* perusahaan.
- c. Utang Lain-lain diasumsikan terdapat perubahan terkait penambahan dana talangan dari PP dan pembayaran terhadap PT Catur Elang Perkasa terkait dengan pengambilalihan proyek Boiler.

- d. Utang Kredit Modal Kerja sebesar Rp 15 milyar terkait dengan asumsi pendanaan.
- e. Item neraca lain diasumsikan konstan, kecuali nilai kas yang mengikuti perubahan terkait dengan item neraca lainnya.

Proyeksi Neraca PTKP tahun 2010 – 2014 secara ringkas dapat dilihat pada grafik dibawah ini:



Gambar 4.5 Proyeksi Neraca PTKP 2010-2014

Sumber: Olahan penulis

4.3.5 Proyeksi Kinerja PTKP 2010-2014

Berdasarkan hasil proyeksi keuangan perusahaan yang tercermin dalam Neraca dan Laporan Laba Rugi untuk tahun 2010 sampai dengan 2014, maka diperoleh gambaran pencapaian kinerja perusahaan sebagai berikut:

Tabel 4.3 Proyeksi Kinerja PTKP 2010 - 2014

Deskripsi	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Liquidity</i>					
<i>Current ratio</i>	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
<i>Quick ratio</i>	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
<i>Solvability</i>					
<i>Debt to Equity Ratio</i>	-252%	-254%	-255%	-251%	-250%
<i>Debt to Asset Ratio</i>	166%	165%	165%	166%	167%
<i>Profitability</i>					
<i>Gross Margin</i>	15%	15%	15%	15%	15%
<i>Operating Margin</i>	0%	4%	5%	5%	5%
<i>Net Margin</i>	-7%	-2%	-1%	-1%	0%
<i>Return on Equity</i>	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<i>Activity</i>					
<i>Asset Turnover</i>	1.25	1.68	1.69	1.78	1.88
<i>Inventory Turnover</i>	7.00	9.95	10.45	10.97	11.52

Sumber : Olahan penulis

Gambaran kinerja keuangan perusahaan berdasarkan Laporan Keuangan PTKP 2010-2014 yang didasarkan pada beberapa asumsi, terlihat adanya perbaikan walaupun tidak signifikan. Rasio likuiditas dan aktivitas perusahaan nilainya meningkat dari tahun ke tahun yang mengindikasikan adanya pertumbuhan. Rasio solvabilitas dan profitabilitas sebagian masih dalam posisi minus walaupun nilainya makin kecil. Perusahaan belum mampu meningkatkan keuntungan sehubungan proporsi biaya produksi masih tinggi. Diharapkan kondisi ini akan membaik terkait dengan pertumbuhan yang berkelanjutan dari perusahaan.

4.4 Penilaian Perusahaan

4.4.1 Penilaian berdasarkan Metode DCF

Dalam melakukan perhitungan valuasi dengan metode DCF, terdapat beberapa tahapan perhitungan yang harus dilakukan terlebih dahulu yaitu:

1. Menghitung Biaya Modal

Biaya Modal dihitung dengan menggunakan metode WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) yaitu rata-rata tertimbang dari biaya utang (*cost of debt*) dan biaya modal sendiri (*cost of equity*). Langkah pertama menghitung WACC

dimulai dengan membuat perkiraan proyeksi biaya utang (K_d) lalu perkiraan proyeksi biaya modal sendiri (K_e). Biaya utang yang telah dipotong dengan pajak kemudian dikalikan dengan proporsi utang dari struktur modal, dan ditambahkan dengan biaya modal yang juga dikalikan dengan proporsi modal sendiri dari struktur modal.

Biaya Utang (K_d)

Biaya utang berasal dari dana pembiayaan yang diterima oleh PTKP yang berasal dari kredit perbankan. Besarnya biaya utang adalah sebesar 14%. Sedangkan biaya kredit modal kerja yang berasal dari PP tidak dimasukkan sebagai biaya utang karena diasumsikan utang tersebut akan dikonversi menjadi penyertaan saham pada saat proses akuisisi dilaksanakan.

Biaya Modal Sendiri (K_e)

Untuk menghitung biaya modal sendiri dengan metode CAPM, terdapat beberapa hal yang perlu ditentukan terlebih dahulu yaitu:

a. Tingkat investasi atas investasi bebas risiko (R_f)

Tingkat pengembalian atas investasi yang bebas risiko yang digunakan sebagai *benchmark* adalah obligasi pemerintah seri FR 0027 dengan *yield* sebesar 8,48%. (sumber: Bank Indonesia)

b. Tingkat pengembalian premium ($R_m - R_f$)

Nilai asumsi risk premium untuk Indonesia adalah sebesar 9%. Hal ini berdasarkan riset *Country Default Spreads and Risk Premium* per Januari 2010 yang dilakukan oleh Damodaran.

c. Koefisien Beta (β)

Koefisien beta merefleksikan risiko portfolio pasar. Beta dihitung dengan regresi linear antara tingkat pengembalian historis saham dengan pengembalian historis indeks pasar. Sebagaimana halnya perusahaan tertutup, maka agak sulit untuk mengetahui koefisien beta PTKP karena sahamnya tidak diperdagangkan

di publik. Untuk mengetahui beta PTKP maka digunakan rata-rata beta perusahaan dengan industri sejenis yang sudah *go public*. Berdasarkan informasi yang diperoleh dari situs Bloomberg, nilai beta beberapa perusahaan adalah sebagai berikut:

Tabel 4.4 Perhitungan Rata-Rata Beta Perusahaan

Nama Perusahaan	Kode Saham	Negara	Nilai Beta
1. PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	TKIM:IJ	Indonesia	1.133
2. Indah Kiat Pulp and Paper Corp. Tbk	INKP:IJ	Indonesia	1.194
3. Minfeng Special Paper Co. Ltd	600235:CH	China	0.961
4. Orient Paper & Industries Ltd	OPI:IN	India	1.071
5. TB Lanna Resources PCL	LANNA:TB	Thailand	1.236
6. OJI Paper Co. Ltd	3861:JP	Jepang	0.834
Rata-rata			1.0715

Sumber: Bloomberg

Dari perhitungan rata-rata beta perusahaan dengan industri sejenis pada tabel diatas, maka diperoleh nilai koefisien beta yang akan digunakan dalam menghitung biaya modal sendiri PTKP yaitu sebesar 1.07 (dibulatkan).

Berdasarkan data-data diatas maka diperoleh nilai biaya modal sendiri yaitu :

$$K_e = 8.48\% + (1.07 \times 9\%)$$

$$K_e = 18.11\%$$

Proporsi Struktur Modal dan Tax Rate

Sehubungan dengan nilai ekuitas pada Neraca perusahaan masih dalam posisi negatif maka struktur modal antara utang dan modal yang ada tidak wajar digunakan dalam menghitung WACC. Proporsi struktur modal perusahaan menggunakan asumsi yaitu 40% untuk utang dan 60% modal sendiri. Proporsi ini

dianggap cukup ideal untuk perusahaan. *Tax rate* menggunakan tarif pajak penghasilan perusahaan sebesar 25%.

Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Setelah memperoleh data-data diatas, selanjutnya dilakukan perhitungan perkiraan biaya modal PTKP adalah sebesar:

$$WACC = (60\% \times 18.11\%) + (40\% \times 14\% \times 0.75)$$

$$WACC = 15.07\%$$

2. Menghitung Estimasi Arus Kas Bersih untuk Ekuitas (*Net Cash Flow to Equity/FCFE*)

Dari proyeksi laporan keuangan yang telah dibuat sebelumnya, maka kemudian diestimasi tambahan aliran kas masuk bersih (*incremental cash inflow*) dan tambahan aliran kas keluar (*incremental cash outflow*) dari *Earning Before Interest and Taxes* (EBIT). *Incremental cash inflow* berasal dari nilai depresiasi sedangkan *incremental cash outflow* berasal dari nilai *change in nett working capital* dan *capital expenditure*. *Change in nett working capital* (NWC) diperoleh dengan cara mengurangkan antara *current assets* dan *current liabilities* yang relevan, dan kemudian baru dicari perubahannya dengan jalan mengurangkan NWC tahun ini dibandingkan tahun sebelumnya.

3. Menghitung *Terminal Value*

Dalam menentukan *Terminal value* yang dihitung mulai tahun 2015, *net cash flow* diasumsikan tumbuh sebesar 0%, yang merupakan pendekatan konservatif untuk masa yang tak terhingga.

4. Akun Penyesuaian

Setelah memperoleh nilai ekuitas, perlu diteliti apakah terdapat potensi pengeluaran kas dimasa akan datang. PTKP saat ini mempunyai utang pajak yang

cukup besar senilai Rp 21,5 milyar dan sudah menerima surat peringatan dari Dirjen Pajak untuk segera melunasinya. Nilai utang pajak ini merupakan akun penyesuaian terhadap nilai ekuitas hasil valuasi perusahaan.

Hasil simulasi DCF

Berdasarkan hasil perhitungan dengan ketentuan seperti yang disampaikan sebelumnya, maka didapat harga per lembar saham PTKP berdasarkan metode DCF adalah sebagai berikut:

Tabel 4.5 Hasil Simulasi DCF

	Nilai (Rp Juta)
Nilai Arus Kas Kini, 2010 -2014	7.636
Nilai Terminal	32.395
Nilai Perusahaan	40.031
Kas	88
Nilai Ekuitas Sebelum Penyesuaian	40.119
Penyesuaian:	
Utang Pajak	21.500
Nilai Ekuitas Bersih	18.619
Saham beredar	61.327 Lembar
Nilai per lembar saham (Rp)	303.605

Sumber: Olahan Penulis

4.4.2 Penilaian berdasarkan metode *Adjusted Book Value*

Penilaian berdasarkan metode *Adjusted Book Value* (ABV) memerlukan serangkaian penyesuaian dalam rangka memperoleh refleksi nilai buku dari utang dan aset pada masa sekarang, jika diasumsikan aset dan utang tersebut akan dilikuidasi. Penyesuaian akan dilakukan terhadap Laporan Keuangan (*audited*) perusahaan per tanggal 31 Desember 2009. Sebelumnya pada tahun 2008, atas aset PTKP telah dilakukan penilaian oleh *independent appraisal* yaitu PT HP.

Asumsi yang digunakan oleh perusahaan penilai akan dijadikan panduan untuk menilai *market value* dari aset PTKP

Penilaian aktiva lancar

- a) Kas dan Bank sebesar Rp 88 juta, dinilai tidak memerlukan penyesuaian. Nilai buku telah menggambarkan nilai wajar dari perkiraan ini.
- b) Piutang Dagang (*net*), sebesar Rp 1.695,8 juta, dinilai tidak memerlukan penyesuaian. Nilai buku piutang dagang pada neraca sudah dalam kondisi *netto* setelah dikurangkan dengan estimasi piutang yang tidak tertagih berdasarkan *aging schedule*.
- c) Piutang Lain-lain sebesar Rp 119,5 juta, dinilai tidak memerlukan penyesuaian. Piutang lain-lain terdiri dari piutang karyawan yang berjangka waktu kurang dari satu tahun berupa pinjaman dan pengobatan yang akan diperhitungkan pada saat pembayaran gaji ke karyawan.
- d) Biaya Dibayar di Muka sebesar Rp 447,3 juta, perlu disesuaikan yaitu dikeluarkan dari nilai aset karena dianggap tidak memiliki nilai komersil. Biaya tersebut berupa uang muka sewa atas pemakaian alat.
- e) Uang Muka sebesar Rp 1.430,8 juta, dinilai tidak memerlukan penyesuaian. Nilai buku dianggap menggambarkan nilai wajar dari perkiraan ini. Pos uang muka terdiri dari uang muka pajak dan pembelian barang.
- f) Persediaan sebesar Rp 15.232, 2 juta, perlu penyesuaian untuk memperhitungkan kemungkinan barang-barang yang rusak atau *obsolescence*. Berdasarkan penilaian konsultan, nilai pasar persediaan berada pada kisaran 80% - 90%. Dalam menghitung persediaan digunakan nilai tengah yaitu sebesar 85%.

Penilaian Aktiva Tetap

Dalam menilai aktiva tetap perusahaan, penyesuaian dilakukan berdasarkan estimasi *fixed assets valuation* yang telah dibuat konsultan PT HP. Berdasarkan laporan penilaian, nilai pasar (*market value*) aktiva tetap perusahaan diperkirakan mencapai kisaran 350% - 400% dari nilai buku perkiraan. Untuk penilaian akan digunakan nilai tengah yaitu 375%. Nilai buku aktiva tetap per 31 Desember 2009 sebesar Rp 18.713,5 juta.

Penilaian Aktiva Lain-lain

- a) Jaminan sebesar Rp 40,6 juta, berupa saldo jaminan kepada instansi pemerintah, dinilai tidak memerlukan penyesuaian. Nilai buku dianggap menggambarkan nilai wajar dari perkiraan ini.
- b) Piutang *non current* sebesar Rp 5,2 juta, berupa saldo piutang pengobatan karyawan yang telah berumur lebih dari 3 tahun, perlu penyesuaian atas piutang tidak tertagih sehingga dikurangkan dari nilai buku perkiraan ini.
- c) Aktiva Pajak Tangguhan sebesar Rp 928,13 juta, dinilai tidak memerlukan penyesuaian. Nilai buku dianggap menggambarkan nilai wajar dari perkiraan ini.
- d) Hak Guna Bangunan sebesar Rp 466,6 juta, dinilai tidak memerlukan penyesuaian. Nilai buku dianggap menggambarkan nilai wajar dari perkiraan ini.

Penilaian Utang

- a) Utang Dagang sebesar Rp 4.702,3 juta, dinilai tidak memerlukan penyesuaian. Nilai buku dianggap menggambarkan nilai wajar dari perkiraan ini.

- b) Utang Pajak sebesar Rp 21.437,9 juta, dinilai tidak memerlukan penyesuaian. Nilai buku dianggap menggambarkan nilai wajar dari perkiraan.
- c) Utang Lain-lain sebesar Rp 7.451,9 juta, dinilai tidak memerlukan penyesuaian. Nilai buku dianggap menggambarkan nilai wajar dari perkiraan ini.
- d) Beban Yang Masih Harus Dibayar sebesar Rp 2.061,7 juta, dinilai tidak memerlukan penyesuaian. Nilai buku dianggap menggambarkan nilai wajar dari perkiraan ini.
- e) Kewajiban Imbalan Kerja sebesar Rp 379,2 juta, dinilai tidak memerlukan penyesuaian. Nilai buku dianggap menggambarkan nilai wajar dari perkiraan ini.
- f) Kewajiban Jangka Panjang sebesar Rp 34.689,3 juta, dinilai tidak memerlukan penyesuaian. Nilai buku dianggap menggambarkan nilai wajar dari perkiraan ini.

Hasil simulasi ABV

Setelah dilakukan beberapa penyesuaian untuk menggambarkan nilai wajar dari perkiraan yang ada di pos-pos aktiva, utang dan ekuitas di Neraca, maka diperoleh nilai Neraca setelah penyesuaian adalah sebagai berikut:

Tabel 4.6 Penyesuaian Nilai Neraca (ABV)

	(Juta Rp)	
	Sebelum Penyesuaian	Setelah Penyesuaian
Aktiva	39.167	87.892
Utang	70.723	70.723
Ekuitas	(31.555)	17.169

Sumber: Olahan Penulis

Berdasarkan jumlah saham yang beredar sebanyak 61.327 lembar, maka nilai per lembar saham berdasarkan metode ABV adalah sebesar:

Rp 17.169 juta : 61.327 lembar = Rp 279.964,00 / lembar saham (dibulatkan).

Metode ABV diatas terbatas hanya dilakukan terhadap harta berwujud dan belum melakukan penilaian terhadap harta tidak berwujud perusahaan seperti goodwill atau ijin yang dimiliki oleh PT KP untuk memproduksi kertas sekuritas yang jarang dimiliki oleh perusahaan lainnya. Penilaian terhadap harta tidak berwujud memerlukan *professional judgement*. Bila dilakukan penilaian terhadap harta tidak berwujud tersebut, maka dapat menambah nilai saham PT KP berdasarkan metode ABV.

4.4.3 Perbandingan Hasil Penilaian Perusahaan

Perbandingan hasil penilaian harga saham PTKP berdasarkan metode DCF dan ABV dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

Tabel 4.7 Perbandingan Hasil Penilaian Harga Saham

Metode	Nilai (Rp)
Discounted Cash Flow (DCF)	303.605
Adjusted Book Value (ABV)	279.964
Selisih	23.641
%	8%

Sumber: Olahan Penulis

Dari tabel diatas terlihat bahwa penilaian dengan menggunakan metode DCF menghasilkan nilai yang lebih tinggi dari metode ABV dengan selisih nilai yang mencapai 8%. Perbedaan hasil disebabkan oleh penggunaan asumsi dalam perhitungan dan pada metode ABV belum memasukkan penilaian terhadap harta tidak berwujud yang dimiliki oleh PT KP.

Nilai saham yang diperoleh dari penilaian memperlihatkan hasil yang jauh dibawah nilai nominal saham yaitu sebesar Rp 1.000.000,00 per lembar. Dengan kata lain nilai saham riil jauh lebih rendah atau terdiskon hampir sebesar 70% daripada nilai nominal saham. Kasus ini merupakan kebalikan situasi bila dibandingkan dengan penilaian saham perusahaan sehat. Pada perusahaan sehat

umumnya nilai riil saham jauh berada diatas nilai nominalnya atau dengan kata lain terdapat premium atas saham perusahaan tersebut. Akumulasi kerugian yang dialami PT KP dari tahun ke tahun telah menyebabkan posisi ekuitas menjadi negatif dan hal ini berimplikasi pada nilai riil saham yang berada dibawah nilai nominal.

Discount for Lack of Marketability

Saham-saham perusahaan yang telah terdaftar di pasar modal lebih mudah diperjual-belikan dibandingkan dengan saham perusahaan bukan publik atau tertutup seperti halnya PT KP. Saham perusahaan bukan publik relatif agak sulit diperjual-belikan, setidaknya-tidaknya butuh waktu lebih lama dibandingkan dengan saham yang sudah *go public*. Konsekwensinya terhadap saham yang belum *go public* seperti saham PT KP akan dikenakan potongan harga (*discount for lack of marketability*) karena kemampuannya untuk diperjualbelikan tidak semudah saham perusahaan yang *go public*.

Besaran *discount for lack of marketability* diatur dalam Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor: KEP-340/BL/2009 tentang Pedoman Penilaian dan Penyajian Laporan Penilaian Usaha di Pasar Modal. Berdasarkan ketentuan, apabila akuisisi yang dilakukan PP akan menjadikannya pemegang saham mayoritas, maka *discount for lack of marketability* berkisar antara 20% - 40% dari indikasi nilai.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan pembahasan dan analisis pada bab-bab sebelumnya, dapat penulis simpulkan beberapa hal sebagai berikut:

1. Berdasarkan analisis terhadap kinerja historis PTKP berdasarkan rasio likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan aktivitas, diperoleh gambaran kinerja yang kurang baik. Hasil yang diperoleh menunjukkan tren penurunan yang mengindikasikan kinerja perusahaan makin memburuk. Kinerja yang buruk lebih disebabkan oleh masalah internal perusahaan berupa tingkat likuiditas yang rendah dan teknologi permesinan yang sudah tua.
2. Berdasarkan perhitungan penilaian perusahaan berdasarkan metode DCF, diperoleh perkiraan nilai saham PTKP adalah sebesar Rp 303.605,00 per lembar saham. Nilai yang diperoleh dari metode ini dipengaruhi oleh asumsi yang digunakan pada saat penyusunan proyeksi laporan keuangan yang menentukan nilai arus kas bersih (*free cash flow*) yang diharapkan akan diperoleh di masa datang.
3. Berdasarkan perhitungan penilaian perusahaan berdasarkan metode ABV, diperoleh perkiraan nilai saham PTKP adalah sebesar Rp 279.964,00 per lembar saham. Nilai yang diperoleh dari metode ini belum memperhitungkan harta tidak berwujud yang dimiliki dan merupakan nilai tambah bagi perusahaan. Bila diperhitungkan, nilai saham PT KP berdasarkan metode ABV akan lebih tinggi dari nilai di atas.
4. Nilai saham yang diperoleh berdasarkan kedua metode diatas memberikan hasil yang jauh berada dibawah nilai nominal saham yaitu Rp 1.000.000,- per lembar. Dengan kata lain nilai riil saham PT KP terdiskon dari nilai nominalnya.

5.2 Saran

- Akuisisi yang akan dilakukan oleh PP kepada PTKP adalah atas dasar instruksi dari pemerintah untuk menyelamatkan perusahaan tersebut dari ancaman likuidasi. Melalui akuisisi disarankan PP dapat membantu manajemen PT KP untuk keluar dari masalah likuiditas yang dialami saat ini. Bantuan dapat berupa *transfer knowledge* dan kontrol terhadap pengelolaan kas agar efektif dan efisien. PP juga dapat memberikan jaminan bagi PT KP untuk memperoleh pendanaan yang lebih besar sehingga memiliki modal yang cukup untuk mengembangkan usahanya sehingga mampu memperoleh pasar diluar instansi pemerintah. Dengan demikian PT KP akan memiliki posisi yang lebih kuat dan pada akhirnya mampu memberikan kontribusi keuntungan bagi para pemegang saham.
- Penelitian atas valuasi saham PTKP ini dilakukan sebelum akuisisi dilaksanakan. Untuk menghitung valuasi tersebut digunakan beberapa asumsi yang mempengaruhi hasil perhitungan. Untuk selanjutnya dapat dilakukan penelitian lebih lanjut dengan menggunakan data-data realisasi pasca akuisisi dan kemudian dibandingkan dengan nilai pembelian saham PTKP yang sebenarnya oleh PP. Hal ini dapat memberikan gambaran tentang tingkat kewajaran nilai saham PTKP.

DAFTAR PUSTAKA

- Brealey, R. A., and Myers, S., (2000), *Principles of Corporate Finance, 6th ed.*, Boston, McGraw-Hill.
- Copeland, T.,(1992): *Valuation, measuring & managing the value of companies*, Mc. Kinsey & Comp. Inc.
- Coyle, B., (2000): *Mergers and acquisition*, Amacom, New York.
- Damodaran, A., (2002): *Investment Valuation: Tools & Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, Inc., New York.
- Firmansyah, C. (2005): Analisis dan penentuan nilai wajar akuisisi Novus Petroleum oleh PT Medco Energi International, Magister Manajemen UI.
- Hakiman, (2005): Model penentuan harga IPO di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan metode *Real Option*, Pasca Sarjana Unpad.
- Hitt, M. A., & J. S. Horrison, (2001): *M & A, a guide to creating value for stakeholders*, Oxford University.
- IAI, (2007), Standar akuntansi keuangan, Salemba Empat.
- Mellen, Chris M., and Frank C. E., (2010) *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*, John Wiley & Sons, Inc., New York.
- Nurhayati, E., (2009): Metode penilaian bisnis (*business valuation*) dalam merger dan akuisisi suatu perusahaan, *Working paper in accounting and finance*, Universitas Padjadjaran.
- Porter, M.E., (1980): *Competitive strategy*, Free Press, New York
- Scharf, C. A., (1991): *Acquisition, merger, sales, buyout and takeover*, 4th ed., Prentice Hall.
- Sudarsanam, (1999): *The essence of merger and acquisition*, Edisi Pertama, Penerbit Andi, Yogyakarta.
- Syahrir, I., dan Samosir, (2002): Analisis privatisasi BUMN dalam rangka pembiayaan APBN, *Kajian Ekonomi dan Keuangan*, Vol. 6 No. 4, Departemen Keuangan RI.
- Tedjakusuma, E., (1995): Analisis penilaian perusahaan target dalam proses akuisisi internal (suatu studi kasus pada PT VE terhadap PT AP), Magister Manajemen UI.
- http://www.bloomberg.com/markets/stocks/movers_index_ibov.html
- <http://www.kontan.co.id/index.php/keuangan/news/38069/Bunga-Kredit-Bank-Pelat-Merah-Naik>

http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/regulasi_pm/peraturan_pm/VIII/VIII.C.3.pdf

<http://bataviase.co.id/detailberita-10519415.html>

http://pusgrafin.go.id/main/index.php?option=com_content&task=view&id=33&Itemid

<http://www.jakartapress.com/www.php/news/id/11567/Daftar-8-BUMN-yang-Rugi-3-Tahun-Berturut-turut.jp>

http://www.bps.go.id/brs_file/industri-03mei10.pdf Berita Resmi statistik Badan Pusat Statistik no. 29/05/Th. XIII, 3 Mei 2010.

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html



Lampiran I
PT KP
Neraca
(Rp Juta)

	2005	2006	2007	2008	2009
AKTIVA					
AKTIVA LANCAR					
Kas dan setara kas	315	315	281	71	88
Piutang dagang (net)	8.094	8.094	8.784	237	1.712
Piutang lain-lain	239	239	230	155	119
Beban dibayar dimuka	591	591	573	113	447
Uang muka	441	441	726	1.310	1.431
Persediaan	15.431	15.431	17.937	14.484	15.251
Jumlah Aktiva Lancar	25.110	25.110	28.532	16.369	19.049
AKTIVA TETAP					
Nilai perolehan	42.487	42.487	42.748	42.893	43.441
Akumulasi penyusutan	(21.936)	(21.936)	(22.916)	(23.853)	(24.768)
Nilai buku aktiva tetap	20.551	20.551	19.832	19.040	18.673
Aktiva dalam penyelesaian	274	274	-	-	-
Jumlah Aktiva Tetap	20.825	20.825	19.832	19.040	18.673
AKTIVA LAIN-LAIN					
Jaminan	41	41	41	41	41
Piutang non current	9	9	9	5	5
Aktiva pajak tangguhan	112	112	195	744	744
Hak guna bangunan	185	185	518	492	467
Jumlah Aktiva lain-lain	347	347	763	1.282	1.256
JUMLAH AKTIVA	46.283	46.283	49.127	36.691	38.978
KEWAJIBAN DAN EKUITAS					
KEWAJIBAN					
KEWAJIBAN JANGKA PENDEK					
Hutang dagang	6.611	6.611	6.035	6.444	4.704
Hutang pajak	12.475	12.475	15.532	16.751	20.003
Hutang lain-lain	581	581	4.845	9.728	42.282
Beban yang masih harus dibayar	973	973	1.561	1.100	1.984
Hutang kredit modal kerja	6.000	6.000	6.000	6.000	-
Hutang Jiwesraya jatuh tempo satu tahun	1.482	1.482	3.072	-	-
Jumlah Kewajiban Jangka Pendek	28.122	28.122	37.045	40.022	69.973
KEWAJIBAN JANGKA PANJANG					
Kewajiban imbalan kerja	322	322	262	195	194
Jumlah Kewajiban Jangka Panjang	322	322	262	195	194
JUMLAH KEWAJIBAN	28.444	28.444	37.308	40.217	69.167
EKUITAS					
Modal					
Modal Saham					
Modal dasar	125.000	125.000	125.000	125.000	125.000
Modal saham yang belum ditempatkan	(63.673)	(63.673)	(63.673)	(63.673)	(63.673)
Jumlah Modal Saham	61.327	61.327	61.327	61.327	61.327
Cadangan					
Cadangan umum	162	162	162	162	162
Saldo Laba (Rugi) Tahun lalu	(35.449)	(35.449)	(43.651)	(49.670)	(65.373)
Jasa produksi 2005	(653)	(653)	-	-	-
Cadangan Dana Pensiun ke Jiwesraya	(1.434)	(1.434)	(1.589)	3.072	-
Labar (Rugi) tahun ini	(6.115)	(6.115)	(4.430)	(18.417)	(26.305)
Saldo Laba (Rugi) s.d Tahun ini	(43.651)	(43.651)	(49.670)	(65.015)	(91.678)
JUMLAH EKUITAS	17.838	17.838	11.819	(3.526)	(30.189)
JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS	46.283	46.283	49.127	36.691	38.978

Lampiran 2
PT KP
Laporan Laba Rugi
(Rp Juta)

	2005	2006	2007	2008	2009
Penjualan	63.888	66.648	67.621	48.619	23.610
Beban pokok penjualan	48.247	59.674	56.334	45.693	32.639
Laba (Rugi) Kotor	14.641	6.969	11.287	(2.075)	(9.029)
Beban Usaha	9.577	11.105	11.426	11.281	9.551
Laba (Rugi) Operasi	5.064	(4.136)	(139)	(13.356)	(18.580)
Beban Bunga	(1.013)	(1.036)	(1.896)	(2.276)	(1.298)
Laba (Rugi) setelah Bunga	4.051	(5.172)	(2.035)	(15.632)	(19.878)
Pendapatan (Beban) lain-lain	(1.643)	(81)	(2.479)	(3.333)	(3.410)
Laba (Rugi) Bersih Sebelum Pajak	2.408	(5.252)	(4.514)	(18.965)	(23.288)
PPh Badan	1.387	-	-	-	-
Laba (Rugi) Setelah PPh Badan	1.022	(5.252)	(4.514)	(18.965)	(23.288)
Penghasilan (Beban) Pajak Tangguhan	228	(86)	83	549	184
Laba (Rugi) Setelah Pajak Tangguhan	1.249	(6.115)	(4.430)	(18.417)	(23.099)

Lampiran 3
PT KP
Proyeksi Neraca
(Rp.Juta)

	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA					
AKTIVA LANCAR					
Kas dan setara kas	2.546	6.491	9.802	13.634	17.519
Piutang dagang (net)	7.723	8.103	8.501	8.919	9.358
Piutang lain-lain	119	119	119	119	119
Beban dibayar dimuka	447	447	447	447	447
Uang muka	1.431	1.431	1.431	1.431	1.431
Persediaan	15.251	15.251	15.251	15.251	15.251
Jumlah Aktiva Lancar	27.518	31.843	35.552	39.802	44.126
AKTIVA TETAP					
Nilai perolehan	51.441	54.441	57.441	57.441	57.441
Akumulasi penyusutan	(27.043)	(31.131)	(35.594)	(40.057)	(44.519)
Nilai buku aktiva tetap	24.398	23.310	21.847	17.385	12.922
Aktiva dalam penyelesaian	-	-	-	-	-
Jumlah Aktiva Tetap	24.398	23.310	21.847	17.385	12.922
AKTIVA LAIN-LAIN					
Jaminan	41	41	41	41	41
Piutang non current	5	5	5	5	5
Aktiva pajak tangguhan	744	744	744	744	744
Hak guna bangunan	467	467	467	467	467
Jumlah Aktiva Lain-lain	1.256	1.256	1.256	1.256	1.256
JUMLAH AKTIVA	53.172	56.409	58.655	58.443	58.304
KEWAJIBAN DAN EKUITAS					
KEWAJIBAN					
KEWAJIBAN JANGKA PENDEK					
Hutang dagang	4.704	4.704	4.704	4.704	4.704
Hutang pajak	20.003	20.003	20.003	20.003	20.003
Hutang lain-lain	46.199	51.199	54.699	55.199	55.199
Beban yang masih harus dibayar	1.984	1.984	1.984	1.984	1.984
Hutang kredit modal kerja	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
Hutang Jiwesraya jatuh tempo satu tahun	-	-	-	-	-
Jumlah Kewajiban Jangka Pendek	87.890	92.890	96.390	96.890	96.890
KEWAJIBAN JANGKA PANJANG					
Kewajiban imbalan kerja	194	194	194	194	194
Jumlah Kewajiban Jangka Panjang	194	194	194	194	194
JUMLAH KEWAJIBAN	88.084	93.084	96.584	97.084	97.084
EKUITAS					
Modal					
Modal Saham					
Modal dasar	125.000	125.000	125.000	125.000	125.000
Modal saham yang belum ditempatkan	(63.673)	(63.673)	(63.673)	(63.673)	(63.673)
Jumlah Modal Saham	61.327	61.327	61.327	61.327	61.327
Cadangan					
Cadangan umum	162	162	162	162	162
Saldo Laba (Rugi) Tahun lalu	(91.678)	(96.401)	(98.164)	(99.417)	(100.130)
Jasa produksi 2005	-	-	-	-	-
Cadangan Dana Pensiun ke Jiwesraya	-	-	-	-	-
Labo (Rugi) tahun ini	(4.723)	(1.763)	(1.254)	(713)	(139)
Saldo Laba (Rugi) s.d Tahun ini	(96.401)	(98.164)	(99.417)	(100.130)	(100.269)
JUMLAH EKUITAS	(34.912)	(36.675)	(37.928)	(38.641)	(38.780)
JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS	53.172	56.409	58.655	58.443	58.304

Lampiran 4
 PT KP
 Proyeksi Laporan Laba Rugi
 (Rp Juta)

	2010	2011	2012	2013	2014
Penjualan	66.511	94.548	99.275	104.239	109.451
Beban pokok penjualan	56.534	80.366	84.384	88.603	93.033
Laba (Rugi) Kotor	9.977	14.182	14.891	15.636	16.418
Beban Usaha	9.790	9.985	10.185	10.389	10.597
Laba (Rugi) Operasi	187	4.197	4.706	5.247	5.821
Beban Bunga	(1.500)	(2.550)	(2.550)	(2.550)	(2.550)
Laba (Rugi) setelah Bunga	(1.313)	1.647	2.156	2.697	3.271
Pendapatan (Beban) Lain-lain	(3.410)	(3.410)	(3.410)	(3.410)	(3.410)
Laba (Rugi) Bersih Sebelum Pajak	(4.723)	(1.763)	(1.254)	(713)	(139)
PPh Badan	-	-	-	-	-
Laba (Rugi) Setelah PPh Badan	(4.723)	(1.763)	(1.254)	(713)	(139)
Penghasilan (Beban) Pajak Tangguhan	-	-	-	-	-
Laba (Rugi) Setelah Pajak Tangguhan	(4.723)	(1.763)	(1.254)	(713)	(139)

Lampiran 5
PT KP
Hasil Simulasi DCF
(Rp Juta)

NILAI PERUSAHAAN	2010	2011	2012	2013	2014	TV
Pendapatan	66.511	94.548	99.275	104.239	109.451	
Beban Produksi	56.534	80.366	84.384	88.603	93.033	
Gross Profit	9.977	14.182	14.891	15.636	16.418	
Beban-beban operasi	9.790	9.985	10.185	10.389	10.597	
EBIT	187	4.197	4.708	5.247	5.821	
Income Tax	-	-	-	-	-	
After tax EBIT	187	4.197	4.708	5.247	5.821	
Penyesuaian						
Depresiasi dan Amortisasi	2.275	4.088	4.463	4.463	4.463	
Kebutuhan modal kerja	(6.011)	(379)	(388)	(416)	(438)	
Kebutuhan belanja modal	(6.000)	(3.000)	(3.000)	-	-	
FC to Equity	(11.549)	4.806	6.771	9.292	9.846	65.344
WACC	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
Terminal Perpetuity Growth						0%
Discount Factor	0,87	0,76	0,66	0,57	0,50	0,50
PV of FC to Equity + TV	(10.037)	3.705	3.788	5.300	4.881	32.395
Penilaian Ekuitas						
Nilai Arus Kas Kini (2010-2014)	7.637					
Nilai Terminal (TV)	32.395					
Enterprise Value	40.031					
Kas/(hutang) Bersih	68					
Nilai Ekuitas - 100% sebelum penyesuaian	40.119					
Dikurangi:						
Potential tax liabilities	21.600					
Contingent liabilities						
Nilai Ekuitas Bersih - 100%	18.519					
Saham beredar	61.327					
Nilai per-saham (Rp)	303.805					