



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**VALUASI NILAI TRANSAKSI AKUISISI MATAHARI  
DEPARTMENT STORE DENGAN MENGGUNAKAN METODE  
DISCOUNTED CASH FLOW**

**TESIS**

**LISTI AMALIA OCTAVIANI  
0806433155**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
JULI 2010**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**VALUASI NILAI TRANSAKSI AKUISISI MATAHARI  
DEPARTMENT STORE DENGAN MENGGUNAKAN METODE  
DISCOUNTED CASH FLOW**

**TESIS**

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

**LISTI AMALIA OCTAVIANI**

**0806433155**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN  
JAKARTA  
JULI 2010**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

**Nama : Listi Amalia Octaviani**

**NPM : 0806433155**

**Tanda Tangan :**



**Tanggal : 26 Juni 2010**

## HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh

Nama : Listi Amalia Octaviani  
NPM : 0806433155  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul Tesis : Valuasi Nilai Transaksi Akuisisi Matahari  
Department Store dengan Menggunakan Metode  
*Discounted Cash Flow*

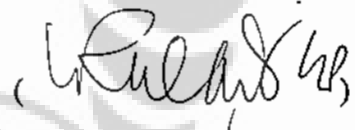
Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Junino Jahja, SE, MBA



Penguji : Dr. Irwan Adi Ekaputra



Penguji : Dr. Muhammad Muslich



Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 6 Juli 2010

## KATA PENGATAR

Puji syukur saya panjatkan ke hadirat 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 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 Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia
2. Bpk. Junino Jahja SE, MBA selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga dan pikiran untuk membimbing dan mengarahkan saya dalam penyusunan tesis ini.
3. Orang tua; Ismail A. Said dan Zahro Lamruni serta kakak-kakak tercinta; Liza Ferriyani dan Yannuar Darmawan yang telah memberikan bantuan dan dukungan material serta moralnya
4. Muhammad Arief Maulana yang telah dengan sabar, penuh pengertian dan kasih sayang mendukung saya untuk dapat menyelesaikan tesis ini.
5. Made Adi Sucipta, *relationship manager* Bank CIMB Niaga untuk proyek akuisisi Matahari *Department Store*, yang telah banyak membantu menyediakan data dan informasi yang dibutuhkan.
6. Atasan, rekan kerja dan *subordinate* di *Corporate Banking Funding* Bank CIMB Niaga yang selalu mendukung penuh.
7. Teman-teman kelas G-081 dan kelas KS-081 Magister Manajemen Universitas Indonesia, yang telah memberikan kenangan terindah selama dua tahun proses belajar di Magister Manajemen Universitas Indonesia..
8. Seluruh dosen pengajar dan karyawan Program Magister Manajemen Universitas Indonesia atas didikan dan kerja samanya.
9. Serta pihak-pihak lain yang tidak dapat disebutkan satu per satu, yang telah banyak membantu saya dalam menyelesaikan tesis ini.

Akhir kata, saya berharap Tuhan Yang Maha Esa berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu saya. Semoga tesis ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan.

Jakarta, 26 Juni 2010

Penulis



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

---

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

Nama : Listi Amalia Octaviani  
NPM : 0806433155  
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 Nilai Transaksi Akuisisi Matahari *Department Store*  
dengan Menggunakan Metode *Discounted Cash Flow***

Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan memublikasikan tugas akhir saya 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 : 26 Juni 2010

Yang Menyatakan



(Listi Amalia Octaviani)

## ABSTRAK

Nama : Listi Amalia Octaviani  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul : Valuasi Nilai Transaksi Akuisisi Matahari *Department Store*  
dengan Menggunakan Metode *Discounted Cash Flow*

Tesis ini membahas tentang perhitungan terhadap nilai perusahaan (*value of the firm*) yang akan diakuisisi. Umumnya ketertarikan calon investor muncul ketika harga yang ditawarkan atas sebuah investasi lebih rendah dibandingkan dengan nilai yang ditawarkannya (*undervalue*). Penelitian tesis ini akan menggunakan metode *Discounted Cash Flow (DCF)* melalui perhitungan *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* dan *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)* untuk mengetahui nilai Matahari *Department Store Tbk* sebagai target akuisisi dan membuktikan apakah nilai akuisisi yang telah disepakati oleh pihak PT. Matahari Putra Prima Tbk dan Meadow Asia Company Limited bersifat *fair, undervalue* atau bahkan *overvalue*.

Kata kunci:  
Akuisisi, valuasi, *discounted cash flow*



## ABSTRACT

Name : Listi Amalia Octaviani  
Study Program : Magister Manajemen  
Title : Valuation of Acquisition Transaction Value of Matahari  
Department Store with Discounted Cash Flow Method

This thesis discusses the calculation of the value of the firm (the value of the firm) to be acquired. Generally, the prospective investor's interest arises when the price offered for a investment is lower than the value it offers (undervalue). This thesis research will use the Discounted Cash Flow method (DCF) through the calculation of Free Cash Flow to Equity (FCFE) and Free Cash Flow to the Firm (FCFF) to assess the value of PT Matahari Department Store as a target acquisition and prove whether the value of the agreed acquisition by the PT. Matahari Putra Prima Tbk and Meadow Asia Company Limited is fair, even undervalue or overvalue.

Key Words:

Acquisition, valuation, discounted cash flow



## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	vi
ABSTRAK.....	vii
<i>ABSTRACT</i> .....	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR GRAFIK.....	xiii
DAFTAR RUMUS.....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
<b>1. PENDAHULUAN.....</b>	<b>1</b>
1.1. Latar Belakang Permasalahan.....	1
1.2. Identifikasi Masalah.....	3
1.3. Tujuan Penelitian.....	4
1.4. Sistematika Penulisan.....	4
<b>2. LANDASAN TEORI.....</b>	<b>6</b>
2.1. <i>Merger</i> dan Akuisisi.....	6
2.1.1. Definisi <i>Merger</i> dan Konsolidasi.....	7
2.1.2. Jenis-jenis <i>Merger</i> dan Klasifikasi Akuisisi.....	8
2.1.3. Proses Akuisisi.....	10
2.2. Valuasi.....	12
2.2.1. Valuasi Perusahaan Target Akuisisi.....	13
2.2.2. Metode Valuasi.....	15
2.2.2.1. <i>Discounted Cash Flow Valuation</i> .....	16
2.2.2.2. <i>Relative Valuation</i> .....	24
2.2.2.3. <i>Contingent Claim Valuation</i> .....	25
<b>3. METODOLOGI PENELITIAN.....</b>	<b>27</b>
3.1. Analisis Ekonomi Makro.....	28
3.2. Analisis Industri.....	29
3.3. Analisis Perusahaan.....	31
<b>4. ANALISIS.....</b>	<b>37</b>
4.1. Analisis Ekonomi Makro.....	37
4.1.1. Analisis Ekonomi Makro Indonesia Periode 2000-2009.....	37
4.1.1.1. Produk Domestik Bruto (PDB).....	37
4.1.1.2. Inflasi.....	43
4.1.1.3. Suku Bunga ( <i>BI rate</i> ).....	44
4.1.1.4. Neraca Perdagangan.....	46
4.1.2. Proyeksi Ekonomi Makro Indonesia Periode 2010-2014.....	47

4.2. Analisis Industri.....	50
4.2.1. Pertumbuhan Industri Toko Serba Ada di Indonesia.....	50
4.2.2. Struktur Industri, Peta Kompetisi dan Proposisi Nilai Matahari <i>Department Store</i> .....	52
4.2.2.1. Peta Kompetisi Industri Toko Serba Ada Indonesia.....	55
4.2.2.2. Atraktivitas Industri Toko Serba Ada dengan Target Segmen Kelas Menengah.....	57
4.2.2.3. Proposisi Nilai Matahari <i>Department Store</i> .....	59
4.3. Analisis Perusahaan.....	60
4.3.1. Profil Perusahaan.....	60
4.3.2. Analisis Strategi Bersaing Matahari <i>Department Store</i> .....	65
4.3.3. Analisis Peluang dan Resiko atas Investasi Akuisisi Matahari <i>Department Store</i> .....	63
4.3.4. Analisis Laporan Keuangan.....	66
4.3.4.1. Analisis Rasio Keuangan.....	66
4.3.4.2. Analisis Pertumbuhan.....	70
4.4. Valuasi Nilai Saham dan Perusahaan.....	76
4.4.1. Estimasi Tingkat Diskonto.....	76
4.4.1.1. <i>Cost of Equity</i> .....	76
4.4.1.2. <i>Cost of Debt</i> .....	76
4.4.1.3. <i>Weighted Average Cost of Capital (WACC)</i> .....	76
4.4.2. Proyeksi Keuangan .....	76
4.4.2.1. Proyeksi Penjualan.....	84
4.4.2.2. Proyeksi Beban Usaha.....	85
4.4.2.3. Proyeksi Neraca.....	85
4.4.3. Perhitungan Valuasi.....	85
4.4.3.1. <i>Free Cash Flow to Equity (FCFE)</i> .....	85
4.4.3.2. <i>Free Cash Flow to Equity (FCFF)</i> .....	89
<b>5. KESIMPULAN DAN SARAN.....</b>	<b>93</b>
5.1. Kesimpulan.....	93
5.2. Saran.....	95

## DAFTAR REFERENSI

## LAMPIRAN

## DAFTAR TABEL

Tabel 4.1.	Laju Pertumbuhan PDB menurut Jenis Penggunaan (%).....	38
Tabel 4.2.	Sumber Pertumbuhan Ekonomi menurut Penggunaan PDB (%).....	39
Tabel 4.3.	Laju Pertumbuhan PDB menurut Sektor Ekonomi (%).....	39
Tabel 4.4.	Sumber Pertumbuhan Ekonomi menurut Penggunaan PDB (%).....	40
Tabel 4.5.	Pertumbuhan PDB Harga Konstan 2000 menurut Penggunaan (%).....	41
Tabel 4.6.	Pertumbuhan PDB Harga Konstan 2000 menurut Sektor Ekonomi (%).....	42
Tabel 4.7.	Proyeksi PDB berdasarkan Harga Konstan 2000 menurut Penggunaan (%).....	48
Tabel 4.8.	Proyeksi PDB berdasarkan Harga Konstan 2000 menurut Sektor Ekonomi (%).....	53
Tabel 4.9	Perbandingan Jumlah Toko dan Pangsa Pasar Beberapa Pemain dalam Industri <i>Department Store</i> di Indonesia.....	55
Tabel 4.10.	Pemetaan Kompetisi antara Matahari <i>Department Store</i> dan Pesaing-pesaing Terdekatnya dalam Industri <i>Department Store</i> di Indonesia.....	56
Tabel 4.11.	Sejarah Matahari Group.....	61
Tabel 4.12.	Rasio Keuangan Matahari Putra Prima (MPPA).....	67
Tabel 4.13.	Pembukaan Toko Baru dan Penutupan Toko Lama Matahari <i>Department Store</i> yang Kurang <i>Profitable</i> , Periode Tahun 2005 – 2009.....	78
Tabel 4.14.	Perhitungan FCFE skenario norm.al.....	86
Tabel 4.15.	Perhitungan FCFE skenario optimis.....	87
Tabel 4.16.	Perhitungan FCFE skenario pesimis.....	88
Tabel 4.17.	Perhitungan FCFE skenario norm.al.....	89
Tabel 4.18.	Perhitungan FCFE skenario optimis.....	80
Tabel 4.19.	Perhitungan FCFE skenario pesimis.....	91

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1.	Komposisi Harga Akuisisi.....	9
Gambar 3.1.	Skema Penelitian.....	27
Gambar 4.1.	<i>Five Porter's Forces</i> dalam Industri <i>Departemnt Store</i> Kelas Menengah di Indonesia.....	58
Gambar 4.2.	<i>Value Proposition</i> Matahari <i>Department Store</i> .....	59
Gambar 4.3.	Jaringan Operasional Matahari <i>Department Store</i> di Indonesia....	62



## DAFTAR GRAFIK

Grafik 4.1.	Tingkat Inflasi Periode Januari 2005 - April 2010.....	43
Grafik 4.2.	Tingkat BI <i>Rate</i> Periode Januari 2005 - April 2010 .....	45
Grafik 4.1.	Perbandingan Penetrasi Industri <i>Department Store</i> Indonesia dengan Negara Asia Lainnya.....	51
Grafik 4.4.	Pangsa Pasar Pemain Industri <i>Department Store</i> Indonesia tahun 2004-2008.....	52
Grafik 4.5.	Perbandingan Pendapatan, CAGR, Pangsa Pasar, Jumlah Unit Toko dan Jangkauan Geografis Lima Pemain Utama Industri <i>Department Store</i> di Indonesia.....	57
Grafik 4.6.	Pertumbuhan Laba Kotor Matahari Putra Prima (MPPA) periode tahun 2005-2009.....	72
Grafik 4.7.	Pertumbuhan Laba Operasional Matahari Putra Prima (MPPA) periode tahun 2005-2009.....	73
Grafik 4.8.	Pertumbuhan Laba Bersih Matahari Putra Prima (MPPA) periode tahun 2005-2009.....	73
Grafik 4.9.	Pertumbuhan Total Aset Matahari Putra Prima (MPPA) periode tahun 2005-2009.....	74
Grafik 4.10	Perbandingan Pertumbuhan Total Kewajiban dan Total Ekuitas Matahari Putra Prima (MPPA) periode tahun 2005-2009.....	75

## DAFTAR RUMUS

Rumus.3.1.	<i>Value (Discounted Cash Flow)</i> .....	33
Rumus.3.2.	<i>Two—Stage FCFE Mode</i> .....	34
Rumus.3.3.	<i>General Version of FCFF Model</i> .....	35
Rumus.3.4.	<i>Cost of Equity</i> .....	35
Rumus.3.5.	<i>Weighted Average Cost of Capital</i> .....	36



## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Laporan Laba-Rugi PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2005-2009
- Lampiran 2 Persentase Proporsi Laporan Laba-Rugi PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2005-2009
- Lampiran 3 Laporan Neraca PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2005-2009
- Lampiran 4 Persentase Proporsi Laporan Neraca PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2005-2009
- Lampiran 5 Laporan Arus Kas PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2005-2009
- Lampiran 6 Analisis Rasio Keuangan PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2005-2009
- Lampiran 7 Proyeksi Laba-Rugi PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2010-2014 skenario normal
- Lampiran 8 Proyeksi Laba-Rugi PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2010-2014 skenario pesimis
- Lampiran 9 Proyeksi Laba-Rugi PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2010-2014 skenario optimis
- Lampiran 10 Proyeksi Neraca PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2010-2014 skenario normal
- Lampiran 11 Proyeksi Neraca PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2010-2014 skenario pesimis
- Lampiran 12 Proyeksi Neraca PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2010-2014 skenario optimis



# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Permasalahan

Pada awal tahun 2010, tepatnya pada tanggal 26 Januari 2010, publik dikejutkan dengan pemberitaan penjualan saham mayoritas PT. Matahari Department Store Tbk, salah satu *retailer* garmen terbesar di Indonesia dengan konsep *Department Store*. Dalam pengumuman yang dimuat di salah satu media cetak tersebut, diinformasikan bahwa Perjanjian Jual Beli (*Sale and Purchase Agreement*) antara PT. Matahari Putra Prima (MPPA) selaku penjual dan Meadow Asia Company Limited (MAC) sebagai pembeli telah ditandatangani, dimana Meadow Asia Company Limited, sebuah perusahaan yang didirikan berdasarkan hukum Cayman Islands, atau anak perusahaannya, menyetujui untuk melakukan akuisisi atas sejumlah 90.76% saham PT. Matahari Department Store Tbk (MDS) (<http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2010/01/26/10214388/Matahari.Dilepas.ke.Asing>, 12 Juli 2010, 17.34 WIB).

Sebelumnya, PT. Matahari Putra Prima Tbk merupakan pemilik 2,648,220,000 lembar saham (90.76%) PT. Matahari Department Store Tbk. PT. Matahari Putra Prima Tbk sedang melakukan restrukturisasi portofolio anak usahanya yaitu Matahari Department Store yang baru saja mengalami proses *spin off* menjadi entitas legal terpisah melalui Perjanjian Pengikatan Jual Beli dan Pengalihan Aset-aset (PPJBA) antara pihak PT. Matahari Putra Prima Tbk dengan pihak PT. Pacific Utama Tbk (LPPF) pada tanggal 29 September 2009. Proses pemisahan sebagai langkah restrukturisasi aset internal perusahaan ini, ditujukan untuk mendirikan entitas yang berbeda antara Matahari Department Store (MDS) dan Matahari Food Business (MFB) yang saat ini masih menjadi divisi unit usaha di bawah PT. Matahari Putra Prima Tbk. Sehingga selanjutnya diharapkan Matahari Department Store dapat memiliki independensi, transparansi dan fleksibilitas manajemen dan operasional untuk memenangkan pasar (<http://economy.okezone.com/read/2009/09/29/278/260694/278/matahari-putra-prima-pacific-utama-teken-ppjba>, 12 Juli 2010, 17.38 WIB).

Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa PT. Matahari Putra Prima Tbk pada Jumat, 30 Oktober 2009, menyetujui langkah rencana perusahaan untuk merestrukturisasi aset *departement store* kepada PT. Pacific Utama Tbk sampai dengan di atas 90.00%. Dengan restrukturisasi dan pengalihan aset tersebut, PT. Pacific Utama Tbk akan mengelola aset operasional Matahari Department Store Rencana restrukturisasi yang disetujui yakni mengalihkan dana Rp 430 miliar antara lain: (1) melalui persediaan barang, *furniture*, hak sewa toko, uang muka, serta kewajiban yang berhubungan; (2) proses pembayaran proses transfer tersebut akan dilaksanakan melalui penerbitan Surat Sanggup oleh PT. Pacific Utama Tbk; dan (3) PT. Pacific Utama Tbk akan melakukan Penawaran Umum Terbatas, di mana PT. Matahari Putra Prima Tbk akan bertindak sebagai satu-satunya pembeli siaga atas Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD). (<http://www.detikfinance.com/read/2009/11/03/124328/1234026/6/matahari-restrukturisasi-aset-pacific-utama-rp-430-miliar>, 12 Juli 2010, 17.43 WIB)

Sementara itu, dalam keterbukaan informasinya kepada Bursa Efek Indonesia atas Hasil Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) PT Pacific Utama Tbk, tanggal 4 November 2009, disampaikan bahwa RUPSLB menyetujui penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) sejumlah 2,652,652,800. Penerbitan saham umum terbatas dengan HMETD ini bertujuan menambah modal untuk pembayaran surat sanggup yang diterbitkan perseroan senilai Rp 430.06 miliar kepada PT. Matahari Putra Prima Tbk atas transaksi pembelian aset-aset milik PT. Matahari Putra Prima Tbk yang digunakan dalam unit usaha Matahari Department Store oleh PT Pacific Utama Tbk. Sebagai imbal balik tidak adanya arus kas pembayaran dalam transaksi tersebut, maka PT. Matahari Putra Prima Tbk menerima kepemilikan atas 90.76% saham PT. Pacific Utama Tbk, yang dalam RUPSLB ini, disetujui berubah nama menjadi PT. Matahari Department Store Tbk dengan menggunakan kode saham yang sama, yaitu LPPF. (<http://www.inilah.com/berita/ekonomi/2009/11/04/176704/rupslb-pacific-utama-setujui-rights-issue>, 12 Juli 2010, 17.46 WIB)

Lalu kini PT. Matahari Putra Prima Tbk sebagai pemegang saham mayoritas PT. Matahari Department Store Tbk memilih untuk menggandeng CVC Capital Partners Asia III Limited. CVC Capital Partners (CVC), adalah salah satu

firma *private equity* bertaraf internasional yang berpusat di Luxemburg, yang hingga saat ini telah mengelola lebih dari USD 45 miliar dana kelolaan dan memiliki jaringan di 20 tempat yang tersebar di Eropa, Asia dan Amerika. Dalam pemberitaan yang sama, diinformasikan bahwa selama 29 tahun terakhir, CVC Capital Partners telah melakukan 250 kegiatan investasi dengan portfolio CV terdiri dari 50 perusahaan (<http://www.cvc.com/Content/EN/General/Home.aspx>, 12 Juli 2010, 17.54 WIB).

Sebagai upaya untuk mengembangkan usaha *department store* perseroan. PT. Matahari Putra Prima Tbk dengan CVC Capital Partners membentuk anak usaha baru bernama Meadow Asia Company Limited (*joint venture*), dimana PT. Matahari Putra Prima Tbk akan menguasai 20% saham Meadow Asia Company, sedangkan 80% lainnya akan dimiliki oleh *funds* dari CVC Capital Partners. Perusahaan patungan ini akan secara khusus mengelola lini bisnis *department store*. Meadow Asia Company Limited akan mengambil alih 90.76% saham PT. Matahari Department Store Tbk dari PT. Matahari Putra Prima Tbk seharga Rp 2.705,33 per saham, atau senilai Rp 7.16 triliun. Di samping itu, Meadow Asia Company Limited juga akan melakukan pembelian saham sejumlah 7.24% dari pemegang saham PT. Matahari Department Store Tbk lainnya yaitu Pacific Asia Holdings Limited (PAH), sehingga Meadow Asia Company Limited akan menguasai secara total sebanyak 98% dari saham PT. Matahari Department Store Tbk atau setara dengan nilai Rp 7.74 triliun. Setelah transaksi ini, PT. Matahari Department Store Tbk secara tidak langsung dimiliki oleh PT. Matahari Putra Prima dan CVC Capital Partners melalui Meadow Asia Company. (<http://majalah.tempointeraktif.com/id/arsip/2010/03/08/EB/mbm.20100308.EB132950.id.html>, 12 Juli 2010, 17.56 WIB)

## 1.2. Identifikasi Masalah

Dalam proses akuisisi, hal yang menarik untuk dicermati adalah nilai akuisisi itu sendiri, yaitu nominal yang harus dibayarkan oleh pihak investor atas perusahaan yang diakuisisinya, untuk mengetahui hal tersebut, maka calon investor harus terlebih dahulu melakukan perhitungan terhadap nilai perusahaan (*value of the firm*) yang akan diakuisisi. Umumnya ketertarikan calon investor

muncul ketika harga yang ditawarkan atas sebuah investasi lebih rendah dibandingkan dengan nilai yang ditawarkannya (*undervalue*).

Penelitian tesis ini akan menggunakan metode *Discounted Cash Flow (DCF)* melalui perhitungan *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* dan *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)* untuk mengetahui nilai Matahari Department Store Tbk sebagai target akuisisi dan membuktikan apakah nilai akuisisi yang telah disepakati oleh pihak PT. Matahari Putra Prima Tbk dan Meadow Asia Company Limited bersifat *fair*, *undervalue* atau bahkan *overvalue*.

### 1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian dalam tesis ini adalah :

- a. Menghitung nilai saham dan perusahaan PT. Matahari Department Store Tbk sebagai perusahaan target akuisisi dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flow (DCF)* melalui perhitungan *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* dan *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)*.
- b. Membuktikan apakah nilai akuisisi yang telah disepakati oleh pihak PT. Matahari Putra Prima Tbk dan Meadow Asia Company Limited bersifat *fair*, *undervalue* atau *overvalue*, dengan membandingkan harga yang telah disepakati terhadap hasil perhitungan yang diperoleh dalam poin pertama.

### 1.4. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan tesis ini adalah sebagai berikut:

**Bab 1 : Pendahuluan**

Berisi penjelasan mengenai latar belakang permasalahan, identifikasi masalah, tujuan penelitian dan sistematika penulisan

**Bab 2 : Landasan Teori**

Berisi penjelasan mengenai landasan teori yang menjadi kerangka berpikir bagi peneliti dalam mengerjakan tesis ini berdasarkan studi literatur dan kepustakaan yang relevan dengan topik pembahasan.

**Bab 3 : Metodologi Penelitian**

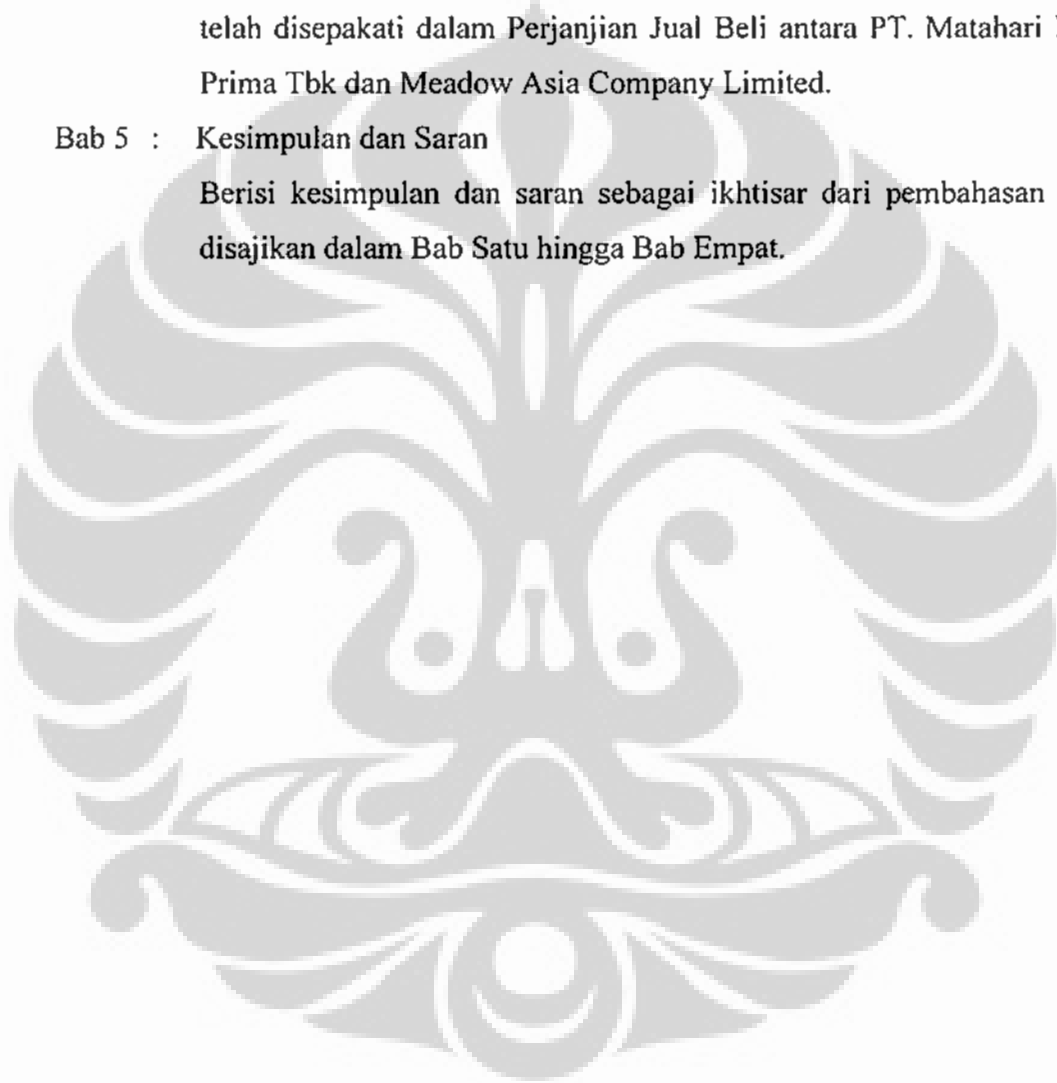
Berisi penjelasan mengenai skema kerja dan prosedur penelitian tesis.

**Bab 4 : Analisis dan Pembahasan**

Berisi penjelasan tentang *top-down analysis* terkait kondisi ekonomi makro, industri ritel *department store* dan profil serta analisis kinerja perusahaan Matahari Department Store serta hasil perhitungan nilai perusahaan (*value of the firm*) Matahari Department Store dengan metode *Discounted Cash Flow (DCF)* dibandingkan dengan nilai yang telah disepakati dalam Perjanjian Jual Beli antara PT. Matahari Putra Prima Tbk dan Meadow Asia Company Limited.

**Bab 5 : Kesimpulan dan Saran**

Berisi kesimpulan dan saran sebagai ikhtisar dari pembahasan yang disajikan dalam Bab Satu hingga Bab Empat.



## BAB 2

### LANDASAN TEORI

#### 2.1. *Merger* dan Akuisisi

Dalam permintaan yang terus bertambah atas ekonomi yang berkembang, perusahaan menggunakan strategi *merger* dan akuisisi sebagai langkah tercepat untuk mengambil keuntungan atas peluang pasar yang meningkat. Melalui *merger* dan akuisisi, perusahaan dapat dengan cepat memperluas kapasitas dan atau memasarkan produk baru. Namun meskipun banyak perusahaan yang mengejar strategi ekspansi melalui *merger* dan akuisisi, beberapa perusahaan lainnya justru mengandalkan restrukturisasi korporasi untuk menjadi lebih efisien. Untuk beberapa perusahaan, hal ini berarti menjual *prior acquisitions* atas divisi-divisi yang tidak lagi menarik bagi mereka. Bagi beberapa lainnya, bahkan dapat diartikan sebagai restrukturisasi drastis, melalui proses reorganisasi kepailitan. Dunia *merger* dan akuisisi saat ini termasuk peran restrukturisasi korporasi yang mencolok.

Jatuhnya aktivitas *merger* dan akuisisi pada awal tahun 1990an berbanding terbalik dengan tahun 1992 dimana volume transaksi justru meningkat secara intensif, dan inilah awal dari gelombang kelima atas *merger* dan akuisisi. Pada tahun 1993, dunia sekali lagi menghadapi kepanikan atas gelombang *merger* dengan skala besar, setelah sebelumnya pada tahun 1980an popularitas *merger* dan akuisisi menurun drastis karena kegagalan sejumlah *junk bond* dan *leveraged buyouts*. Namun bagaimanapun, gelombang ini berbeda dengan sebelumnya, dimana transaksi pada tahun 1990an tidak *highly leveraged hostile* sebagaimana transaksi yang umum dilakukan pada tahun 1980an.

Fitur *merger* dan akuisisi yang ditawarkan kini lebih strategis dan tidak dimotivasi oleh keuntungan jangka pendek atau struktur modal yang didominasi oleh porsi hutang. *Merger* dan akuisisi dalam dekade saat ini lebih menggunakan modal dibandingkan hutang, sehingga dengan begitu dapat terhindar dari kepailitan yang banyak terjadi dalam gelombang tahun 1980an (Gaughan, 1999).

### 2.1.1. Definisi *Merger* dan Konsolidasi

*Merger* adalah sebuah kombinasi atas dua perusahaan dimana hanya akan ada satu perusahaan yang bertahan dan perusahaan lain yang dilebur akan hilang dari eksistensi. Dalam *merger*, perusahaan yang mengakuisisi mengambil alih aset dan kewajiban perusahaan yang dileburnya. Terkadang istilah *statutory merger* digunakan untuk jenis transaksi bisnis seperti ini. *Statutory merger* berbeda dengan *subsidiary merger*, yaitu *merger* antara dua perusahaan dimana perusahaan target menjadi anak perusahaan atau bagian dari anak perusahaan. Sedangkan dalam *reverse subsidiary merger*, anak perusahaan dari pihak perusahaan yang akan mengakuisisi dilebur dengan perusahaan yang menjadi target akuisisi.

*Merger* berbeda dengan konsolidasi, yaitu sebuah kombinasi bisnis dimana dua perusahaan atau lebih bergabung membentuk perusahaan yang secara keseluruhan benar-benar baru. Seluruh perusahaan yang bergabung akan dibubarkan dan hanya entitas barulah yang akan beroperasi. Dalam konsolidasi, perusahaan asli akan dihentikan dan seluruh pemegang saham mereka akan menjadi pemegang saham di perusahaan yang baru. Salah satu cara untuk melihat perbedaan antara *merger* dan konsolidasi dapat diilustrasikan sebagai berikut:

$A + B = A$ , dimana B dilebur ke dalam perusahaan A (*merger*)

$A + B = C$ , dimana C adalah perusahaan yang benar-benar baru (konsolidasi)

Meskipun terlihat perbedaan antara *merger* dan akuisisi, namun terkadang dalam bidang *merger* dan akuisisi, kedua istilah ini dapat saling menggantikan. Secara umum, ketika perusahaan yang bergabung berukuran hampir sama, maka istilah konsolidasi lah yang digunakan, sedangkan jika dua perusahaan dengan ukuran yang sangat berbeda, *merger* merupakan istilah yang lebih tepat untuk digunakan. Meskipun dalam praktiknya, perbedaan in terkadang terlihat kabur, istilah *merger* lebih luas diaplikasikan pada kombinasi perusahaan dengan ukuran yang berbeda ataupun sama. (Gaughan,1999)

### 2.1.2. Jenis-jenis *Merger* dan Klasifikasi Akuisisi

*Merger* secara umum dikategorikan sebagai berikut (Gaughan, 1999):

1. *Horizontal Merger*; muncul ketika dua kompetitor bergabung, jika hal ini mengakibatkan perusahaan yang bergabung mengalami peningkatan kekuatan pasar yang akan menimbulkan *anti-competitive effects*, maka *merger* dapat bertentangan dengan *antitrust grounds*.
2. *Vertical Merger*; adalah kombinasi perusahaan yang memiliki hubungan pembeli-penjual. Hal ini tidak akan bertentangan dengan *antitrust regulators* meskipun begitu, kombinasi atas perusahaan ini jelas akan menghasilkan perusahaan yang lebih kuat.
3. *Conglomerate merger*; muncul ketika perusahaan yang bukan kompetitor dan tidak memiliki hubungan penjual-pembeli bergabung.

Sementara klasifikasi akuisisi dapat dibagi sebagai berikut (Damodaran, 2001):

#### a. Diakuisisi oleh Perusahaan Lain

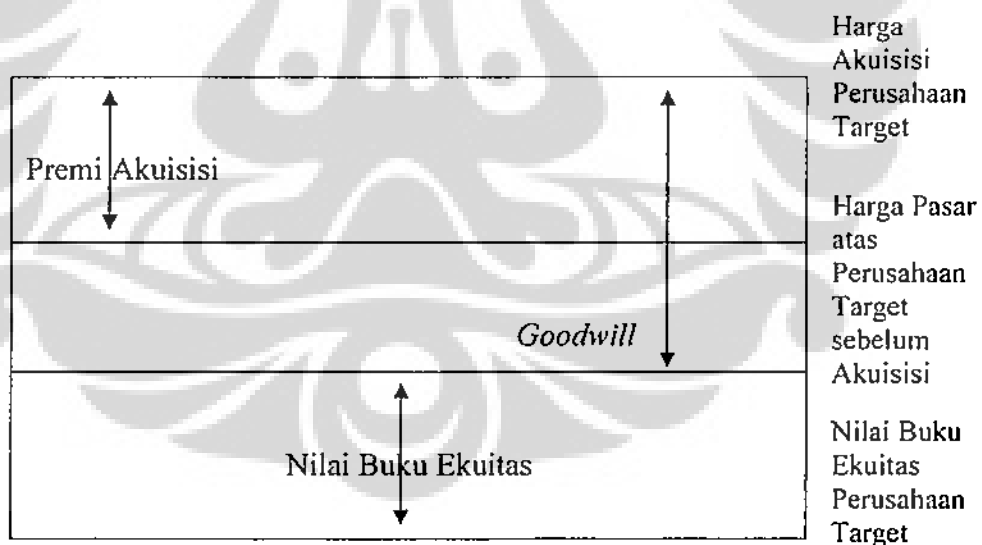
- *Merger*: Perusahaan target menjadi bagian dari perusahaan yang mengakuisisi, persetujuan pemegang saham dibutuhkan dari kedua perusahaan.
- Konsolidasi: Perusahaan target dan perusahaan pengakuisisi bergabung membentuk perusahaan baru, persetujuan pemegang saham dibutuhkan dari kedua perusahaan.
- *Tender Offer*: Perusahaan target melanjutkan eksistensinya selama ada pemegang saham yang tidak menyetujuinya, hal ini biasanya dilakukan dalam *hostile takeover*. Namun jika berlangsung sukses, maka penawaran akan berubah menjadi *merger*, dimana perusahaan yang mengakuisisi memegang kendali atas perusahaan.
- Akuisisi atas aset: Perusahaan target dilikuidasi dan menjadi *shell company*, sementara asetnya ditransfer kepada perusahaan yang mengakuisisi.



b. Diakuisisi oleh Manajemen Sendiri dan Investor Luar

Perusahaan target melanjutkan eksistensi, namun sebagai bisnis tertutup, biasanya diselesaikan melalui *tender offer*. Akuisisi seperti ini disebut sebagai *management buyouts* jika para manajernya terlibat dan *leveraged buyouts* jika pembiayaan utama atas *tender offer* berasal dari hutang.

Akuisisi dapat bersifat *friendly* ataupun *hostile*. Dalam *friendly acquisition*, manajer dalam perusahaan terbuka secara terbuka menyambut akuisisi, bahkan mencari peluang untuk diakuisisi. Sementara dalam *hostile acquisition*, manajemen perusahaan tidak ingin diakuisisi. Perusahaan yang akan mengakuisisi akan menawarkan harga yang lebih tinggi dibandingkan harga pasar perusahaan untuk mendorong para pemegang saham perusahaan melepas kepemilikan mereka. Perbedaan antara harga akuisisi dan harga pasar dalam akuisisi tersebut disebut sebagai premi akuisisi. Perbedaan antara harga yang dibayar dan nilai buku akuntansi atas ekuitas perusahaan yang diakuisisi akan dicatat sebagai *goodwill* dalam buku perusahaan yang mengakuisisi atau bahkan tidak dicatat.



**Gambar 2.1 Komposisi Harga Akuisisi**

Sumber: Aswath Damodaran, *Corporate Finance: Theory & Practice*, 2<sup>nd</sup> edition

### 2.1.3. Proses Akuisisi

Secara umum, terdapat empat langkah dalam proses mengakuisisi perusahaan target (Damodaran, 2002):

#### a. Mengembangkan Strategi Akuisisi

- Akuisisi perusahaan dengan harga yang lebih rendah dari seharusnya (*undervalue*)
- Diversifikasi sebagai upaya untuk mengurangi eksposur investor atas risiko spesifik perusahaan yang mengakuisisi. Diversifikasi dianggap dapat mengurangi volatilitas pendapatan dan risiko serta meningkatkan nilai potensial.
- Menciptakan sinergi operasional dengan meningkatnya pendapatan operasional, pertumbuhan atau keduanya melalui skala ekonomis, kekuatan harga, kombinasi kekuatan fungsional dan perluasan pasar; atau menciptakan sinergi finansial melalui peningkatan nilai atas kombinasi perusahaan, peningkatan kapasitas hutang dan manfaat atas pajak.
- Mengambil alih perusahaan dengan kinerja manajemen yang rendah, untuk kemudian melakukan manajemen perubahan untuk membuat nilai perusahaan meningkat.
- Memenuhi ketertarikan pribadi manajemen perusahaan yang akan mengakuisisi dan bukan untuk kemakmuran pemegang saham perusahaan yang akan mengakuisisi.

#### b. Memilih Perusahaan Target dan Menilai Kontrol/ Sinergi

Setelah mengidentifikasi alasan program akuisisi maka langkah selanjutnya adalah menentukan perusahaan target yang sesuai untuk kemudian melakukan valuasi atas alternatif perusahaan yang menjadi target akuisisi. Untuk detail dan teknis valuasi perusahaan target akan dibahas dalam sub bab berikut dalam tesis ini.

#### c. Menentukan Harga yang harus Dibayar dan Pembiayaan atas Akuisisi

Nilai yang didapat dalam tahap valuasi merepresentasikan harga tertinggi (*ceiling price*) yang pengakuisisi akan bayar. Jika pengakuisisi membayar

dalam jumlah penuh, maka tidak akan ada nilai surplus atas nilai sinergi dan premi kontrol yang akan dinikmati oleh pemegang saham perusahaan pengakuisisi. Sejumlah faktor dalam hal ini akan menjadi batasan bagi pengakuisisi untuk dapat memaksimalkan nilai lebih atas transaksi akuisisi bagi para pemegang sahamnya:

- Harga pasar dari perusahaan target akuisisi, semakin tinggi semakin memperkecil kemungkinan keuntungan pemegang saham perusahaan yang akan mengakuisisi.
- Kelangkaan sumber daya spesialis yang akan diperoleh atas hasil kombinasi kedua perusahaan
- Kehadiran penawar lain yang juga tertarik untuk mengakuisisi perusahaan akan memperbesar kekuatan menawar pihak perusahaan yang menjadi target akuisisi.

Ketika perusahaan telah memutuskan untuk membayar sejumlah harga atas perusahaan yang menjadi target akuisisi, maka langkah selanjutnya adalah menentukan sumber pembiayaan atas akuisisi tersebut:

- Hutang versus Ekuitas; kombinasi keduanya tergantung dari kapasitas hutang dari kedua perusahaan yang akan mengakuisisi dan diakuisisi. Namun biaya modal yang digunakan dalam valuasi akuisisi tidak boleh merefleksikan hutang yang timbul atas transaksi ini, karena nilai besar yang didapat hanya akan mengakibatkan pengakuisisi membayar premi akuisisi yang lebih besar.
- Kas Tunai versus Saham; ada tiga cara sebuah perusahaan dapat menggunakan ekuitas dalam sebuah transaksi, yaitu dengan menggunakan dana kas yang tersedia, menerbitkan saham ke publik untuk kemudian menggunakan dana hasil penerbitan tersebut atau dengan menawarkan *stock swap*—saham dalam perusahaan pengakuisisi yang akan ditukar dengan saham perusahaan yang menjadi target akuisisi.

d. Mensukseskan Jalannya Proses Akuisisi setelah Kesepakatan Tercapai

## 2.2. Valuasi

Untuk menentukan harga wajar saham perusahaan, harus diperkirakan dividen serta keuntungan lain yang dapat diharapkan dari perusahaan. Oleh karena itu dibutuhkan analisis fundamental, mengingat prospek perusahaan, selain kekuatan perusahaan itu sendiri, juga ditentukan oleh lingkungan ekonomi yang lebih luas dimana bisnis perusahaan tersebut beroperasi. Bagi sejumlah industri dan perusahaan, bahkan kondisi ekonomi makro dapat memegang peranan utama dalam menentukan kinerja perusahaan. Oleh karena itu, dalam menganalisis prospek sebuah perusahaan, harus dimulai dengan mempelajari kondisi ekonomi agregat, dilanjutkan dengan posisi perusahaan dalam industri hingga analisis performa keuangan perusahaan itu sendiri. Pendekatan ini dikenal sebagai *top-down analysis approach* (Bodie, Kane & Marcus, 2009).

Dalam tahap analisis perusahaan, terdapat dua pendekatan analisis yang dapat digunakan, yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal. Melalui analisis fundamental, penilaian perusahaan akan dilakukan berdasarkan informasi yang didapat mengenai internal perusahaan untuk selanjutnya dikaitkan dengan lingkungan makro serta proyeksi di masa depan. Tujuan analisis fundamental ini adalah untuk mendapatkan nilai intrinsik dari perusahaan, dengan berfokus pada pendapatan perusahaan di masa yang akan datang. Sedangkan analisis teknikal merupakan analisis melalui harga dan volume transaksi saham di bursa. Pada penelitian kali ini akan berfokus pada analisis fundamental, melalui analisis laporan keuangan dan valuasi ekuitas.

Secara praktikal, sering kali terjadi kebiasaan dalam penilaian suatu perusahaan. Hal ini disebabkan adanya perbedaan persepsi antara perusahaan, investor serta asumsi-asumsi yang digunakan. Mengingat investor adalah pihak yang membeli aset keuangan perusahaan, maka asumsi yang digunakan harus dipilih secara cermat untuk meyakinkan tingkat harga yang dibayar akan merefleksikan arus kas yang diharapkan atas aset tersebut.

Kunci sukses berinvestasi dan *manage* aset-aset ini tergantung dari pengertian atas nilai dan sumber dari nilai itu sendiri. Begitu pula dalam transaksi akuisisi, valuasi memainkan peran yang sangat penting. Perusahaan atau individu yang melakukan akuisisi harus menentukan nilai wajar atas perusahaan yang

menjadi target sebelum akhirnya melakukan penawaran. Sementara perusahaan yang menjadi target akuisisi pun harus menentukan nilai wajar untuk kemudian menentukan apakah akan menerima atau menolak tawaran akuisisi tersebut. Terdapat sejumlah pertimbangan dalam valuasi *takeover* (Damodaran, 2002):

1. Dampak dari sinergi atas nilai kombinasi kedua perusahaan (perusahaan yang menjadi target dan perusahaan yang melakukan penawaran akuisisi) harus dipertimbangkan sebelum keputusan penawaran dibuat.
2. Dampak terhadap nilai atas perubahan manajemen dan restrukturisasi atas perusahaan target harus dipertimbangkan dalam penentuan harga yang wajar.
3. Terdapat masalah kebiasaan dalam valuasi *takeover*, perusahaan yang menjadi target akuisisi bisa menjadi terlalu optimis dalam memperkirakan nilai.

### 2.2.1. Valuasi Perusahaan Target Akuisisi

Valuasi atas sebuah akuisisi secara fundamental tidak berbeda dengan valuasi perusahaan lainnya, meskipun eksistensi kontrol dan sinergi telah menghasilkan kompleksitas dalam proses valuasi. Cara paling aman untuk menilai sebuah perusahaan target akuisisi adalah dengan memulainya dari (Damodaran, 2002):

#### a. Valuasi *Status Quo*

Valuasi perusahaan dimulai dengan estimasi nilai perusahaan dengan investasi, pembiayaan dan kebijakan dividen yang ada. Valuasi ini akan menjadi dasar kontrol premi dan sinergi yang akan diestimasi kemudian. Nilai perusahaan dalam hal ini adalah fungsi dari arus kas atas aset yang ada.

#### b. Nilai atas Kontrol Korporat

Investor dan perusahaan mau membayar premi yang lebih tinggi untuk dapat mengontrol manajemen perusahaan, terutama jika mereka mempersepsikan sebelumnya perusahaan tersebut dijalankan dengan kinerja rendah. Perusahaan yang beroperasi di bawah kapasitas optimum

seperti ini memiliki nilai kontrol yang lebih besar dibandingkan perusahaan dengan manajemen yang baik. Nilai atas kontrol perusahaan muncul karena adanya perubahan kebijakan atas manajemen yang ada sehingga akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

c. Valuasi Sinergi Operasional

Dalam sebagian besar pengambilalihan, terdapat potensi sinergi operasional. Beberapa memang berargumentasi mengenai bias atau tidaknya sebuah sinergi di valuasi. Sementara untuk menilai sinergi dibutuhkan asumsi atas arus kas masa depan dan pertumbuhannya, ketidaktelitian dalam proses tentunya dapat mengakibatkan nilai estimasi yang bias. Oleh karena itu, untuk menilai sinergi harus dapat dijawab dua pertanyaan fundamental:

- 1) *Dalam bentuk apakah sinergi tersebut akan tercipta?* Sinergi, agar dapat bernilai, harus mempengaruhi minimal satu dari empat input dalam proses valuasi— arus kas atas aset yang ada, tingkat pertumbuhan yang diharapkan yang lebih tinggi, jangka waktu pertumbuhan yang lebih lama, atau biaya modal yang lebih rendah.
- 2) *Kapan sinergi akan mulai berdampak pada arus kas perusahaan?* Nilai sinergi adalah nilai sekarang dari arus kas yang dihasilkannya, sehingga jika semakin lama dampaknya terhadap arus kas, maka semakin kecil nilainya.

Jika telah dapat menjawab pertanyaan ini, maka dapat diestimasi nilai sinergi menggunakan teknik *discounted cash flow* yang diperluas. Pertama, masing-masing perusahaan yang terlibat secara independen akan dinilai, kemudian mengestimasi nilai keduanya tanpa sinergi dengan menggabungkan dua nilai yang didapat dalam langkah pertama dan kedua. Terakhir akan dihitung dampak sinergi dengan menilai arus kas atas kombinasi kedua perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang diharapkan. Selisih antara nilai dalam tahap ketiga dan kedua inilah yang menghasilkan nilai sinergi.

#### d. Valuasi Sinergi Finansial

Sinergi juga dapat dihasilkan dari faktor-faktor finansial, adapun tiga sumber utama dari sinergi finansial yaitu penggunaan kelebihan kas yang lebih baik atau *cash slack* (lebih baik membeli perusahaan yang sudah berjalan daripada harus berinvestasi besar dalam proyek baru), *tax benefit* atau pengurangan pajak atas akumulasi kerugian dan peningkatan kapasitas hutang yang semuanya akan menghasilkan nilai bagi perusahaan.

Proses valuasi *takeover* akan menimbulkan kebiasaan antara keinginan manajemen dari kedua perusahaan, baik perusahaan yang akan mengakuisisi dan perusahaan yang akan diakuisisi dengan kepentingan mereka masing-masing atas para pemegang saham atau investornya. Melalui pendekatan *discounted cash flow valuation*, arus kas untuk ekuitas harus didiskontokan pada tingkat biaya ekuitas dan arus kas untuk perusahaan pada tingkat biaya modal, arus kas setelah pajak harus didiskontokan dengan tingkat diskonto setelah pajak dan arus kas sebelum pajak dengan tingkat diskonto sebelum pajak. Ketidaksesuaian arus kas dan tingkat diskonto yang digunakan akan mengakibatkan penilaian yang terlalu rendah atau terlalu tinggi secara signifikan. Perlu diperhatikan juga apakah akuisisi akan dibiayai dengan modal penuh oleh pihak yang akan mengambil alih atau dengan menggunakan kombinasi modal dan hutang sebagai pembiayaan.

#### 2.2.2. Metode Valuasi

Analisis menggunakan banyak model dalam praktik valuasi. Model-model ini menggunakan asumsi-asumsi yang berbeda, namun memiliki sejumlah karakter yang serupa dan dapat diklasifikasikan dalam *terms* yang lebih luas. Secara umum terdapat tiga pendekatan valuasi (Damodaran, 2002):

- a. *Discounted Cash flow* yang menghubungkan nilai sebuah aset terhadap nilai sekarang dari arus kas yang diharapkan di masa depan atas aset tersebut.
- b. *Relative Valuation*, mengestimasi nilai aset dengan melihat harga dari aset pembanding relatif terhadap variabel umum seperti pendapatan, arus kas, nilai buku atau penjualan.

- c. *Contingent Claim Valuation* yang menggunakan *options pricing models* untuk mengukur nilai dari aset yang memiliki karakter *share option*.

#### 2.2.2.1. *Discounted Cash flow Valuation*

*Discounted Cash Flow* merupakan pendekatan valuasi yang paling mendasar dan menjadi fundamental atas pengembangan dua pendekatan valuasi lainnya. Pendekatan ini menggunakan *present value* sebagai landasan, dimana nilai aset merupakan nilai sekarang atas arus kas yang dapat dihasilkan oleh aset tersebut di masa yang akan datang.

Arus kas akan sangat bervariasi untuk setiap aset yang berbeda—dividen untuk saham, kupon dan *face value* untuk obligasi dan arus kas setelah pajak untuk proyek. Tingkat diskonto akan menjadi sebuah fungsi risiko atas arus kas yang diestimasi, dengan tingkat diskonto yang lebih tinggi untuk aset yang lebih berisiko dan sebaliknya. Nilai disini merupakan *present value* dari arus kas yang diharapkan pada tingkat diskonto yang merefleksikan ketidakpastian.

Ada tiga langkah dalam valuasi *discounted cash flow* (Damodaran, 2002): yang pertama yaitu hanya menilai *equity stake* dalam bisnis; kemudian yang kedua menilai perusahaan secara keseluruhan, termasuk *equity* dan *other claimholders* dalam perusahaan, seperti pemegang obligasi, pemegang saham preferen, dan lain-lain; yang terakhir yaitu menilai perusahaan dalam bagian-bagian, dimulai dari operasi dan selanjutnya menambahkan dampak nilai hutang dan klaim non-modal lainnya.

Nilai ekuitas didapat dengan mendiskontokan arus kas yang diharapkan atas ekuitas (contohnya pendapatan residual setelah memenuhi semua kewajiban, kebutuhan reinvestasi dan kewajiban pajak serta pembayaran bunga dan pokok pinjaman) pada tingkat biaya ekuitas (misalnya *required rate of return* oleh para investor perusahaan). *Dividend discount model* merupakan salah satu model spesialis dalam valuasi ekuitas, dimana nilai ekuitas merupakan nilai sekarang dari dividen masa depan yang diharapkan.

Sementara nilai perusahaan didapat dengan mendiskontokan arus kas yang diharapkan untuk perusahaan (contohnya arus kas residual setelah memenuhi semua beban operasional, kebutuhan reinvestasi dan pajak namun sebelum



pembayaran kepada seluruh pemegang hutang dan saham) pada tingkat *weighted average cost of capital (WACC)*, dimana biaya atas komponen pembiayaan yang berbeda yang digunakan oleh perusahaan akan mempengaruhi *market value proportion* mereka.

Nilai perusahaan juga dapat diperoleh dengan menilai setiap klaim pada perusahaan secara terpisah. Dalam pendekatan ini, yang disebut sebagai *adjusted present value (APV)*, dimulai dengan menilai ekuitas perusahaan, mengasumsikan bahwa perusahaan hanya dibiayai oleh ekuitas. Selanjutnya akan dipertimbangkan nilai tambah atas hutang dengan mempertimbangkan nilai sekarang dari *tax benefit* yang dihasilkan atas hutang dan kemungkinan biaya *bankruptcy*. Pendekatan ini akan mendiskontokan setiap arus kas yang berbeda dengan tingkat diskonto yang berbeda pula.

Sementara ketiga pendekatan ini menggunakan definisi arus kas dan tingkat diskonto yang berbeda, mereka akan menghasilkan estimasi nilai yang konsisten, selama menggunakan asumsi yang sama dalam valuasi. Kesalahan utama yang harus dihindari adalah ketidakcocokan antara arus kas dan tingkat diskonto yang digunakan sehingga mengakibatkan kebiasaan dalam estimasi valuasi.

Model konvensional *discounted cash flow* menilai aset dengan mengestimasi nilai sekarang atas seluruh arus kas yang dihasilkan pada tingkat diskonto yang tepat. Sementara dalam model *excess return (and excess cash flow)*, hanya arus kas yang dihasilkan atas kelebihan dari tingkat pengembalian yang diharapkan lah yang dianggap sebagai penciptaan nilai, dan nilai sekarang atas kelebihan arus kas tersebut dapat ditambahkan ke dalam jumlah yang diinvestasikan dalam aset untuk mengestimasi nilainya.

Dalam transaksi akuisisi, terdapat dua isu spesifik yang harus dipertimbangkan ketika menggunakan model *discounted cash flow valuation* untuk menilai perusahaan target (Damodaran, 2002). Yang pertama yaitu, apakah terdapat sinergi dalam *merger* dan apakah nilainya dapat diperkirakan serta bagaimanakah dampaknya terhadap arus kas. Yang kedua, terutama dalam pengambilalihan secara paksa (*hostile*), apakah dampak perubahan manajemen terhadap arus kas di masa depan dan tingkat risiko yang dihadapi (tingkat diskonto).

a. *Free Cash Flow to Equity*

Model ini sebenarnya merupakan hasil pengembangan atas definisi arus kas untuk ekuitas setelah memenuhi semua kewajiban finansial, termasuk pembayaran hutang, dan pengeluaran modal serta kebutuhan modal kerja. Untuk mengestimasi berapa banyak kas sebuah perusahaan yang dapat dikembalikan kepada para pemegang saham, akan dimulai dengan pendapatan bersih (*net income*) dan mengubahnya menjadi arus kas dengan mengurangi (dan menambahkan) kebutuhan bersih reinvestasi perusahaan, perubahan modal kerja dan perubahan bersih dalam hutang pada ekuitas pemegang saham. Hingga akhirnya akan didapatkan arus kas yang tersisa dalam *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* (Damodaran, 2002):

Arus kas inilah yang tersedia untuk dibayarkan sebagai dividen kepada para pemegang saham. Perhitungan ini juga dapat disederhanakan jika diasumsikan pengeluaran modal bersih dan perubahan modal kerja dibiayai oleh kombinasi antara hutang dan ekuitas. Jika  $\delta$  adalah proporsi pembiayaan hutang atas dua komponen tersebut, dimana rasio hutang  $\delta$  sudah termasuk pembiayaan atas penerbitan saham preferen baru, maka dampak pada arus kas untuk ekuitas dapat direpresentasikan sebagai berikut:

Rasio kas terhadap pemegang saham dalam FCFE menunjukkan berapa banyak kas yang tersedia untuk dibayarkan kepada pemegang saham yang sebenarnya dikembalikan kepada mereka dalam bentuk dividen ataupun pembelian saham kembali. Jika rasio ini, selama kurun waktu adalah sama dengan atau mendekati 1, maka perusahaan membayarkan penuh secara keseluruhan kepada para pemegang saham. Namun jika nilainya secara signifikan lebih dari 1, maka perusahaan membayar lebih dari kemampuannya dengan menggunakan saldo kas uang ada ataupun melalui penerbitan saham atau obligasi baru.

Implikasi terhadap valuasi sangatlah sederhana. Jika menggunakan *dividend discount model* dan tidak mempertimbangkan penambahan kas yang diakibatkan oleh pembayaran dividen kurang dari kemampuan sebenarnya yang dimiliki perusahaan, maka penilaian ekuitas perusahaan lebih rendah dari seharusnya. Sementara penilaian perusahaan yang membayar dividen lebih dari kemampuannya, lebih tinggi dari nilai yang seharusnya.

Ketika dividen digantikan dengan FCFE dalam penilaian ekuitas, secara implisit mengasumsikan bahwa FCFE akan dibayarkan kepada pemegang saham. Sehingga mengakibatkan dua konsekuensi (Damodaran, 2002): (1) Tidak akan ada arus kas di masa depan yang akan ditahan untuk perusahaan dan (2) Tingkat pertumbuhan yang diharapkan dalam FCFE akan termasuk pertumbuhan pendapatan dari aset operasional dan bukan pendapatan dari peningkatan *marketable securities*. FCFE merepresentasikan pengukuran yang diperhalus atas apa yang perusahaan dapat kembalikan kepada para pemegang saham, baik dalam bentuk dividen maupun pembelian saham kembali.

- *Constant Growth FCFE Model*

*Constant Growth FCFE Model* (Damodaran 2002) ini didesain untuk menilai perusahaan yang bertumbuh pada tingkat pertumbuhan stabil dan dalam posisi yang *steady*. Model ini, seperti halnya *stable growth dividend discount model* cocok untuk perusahaan yang bertumbuh pada tingkat yang dapat dibandingkan atau lebih rendah dibandingkan nominal pertumbuhan ekonomi. Jika perusahaan stabil dan membayarkan seluruh FCFEnya sebagai dividen, maka nilai yang didapat dalam model ini akan sama dengan nilai yang diperoleh dengan penilaian menggunakan model *Gordon Growth*.

- *Two-Stage FCFE Model*

*Two-Stage FCFE Model* (Damodaran, 2002) didesain untuk menilai perusahaan yang diharapkan akan bertumbuh lebih cepat dibandingkan perusahaan stabil lainnya dalam kurun periode tertentu untuk kemudian menjadi stabil setelahnya. Harga terminal dihitung menggunakan model tingkat pertumbuhan tak terbatas:

Asumsi yang digunakan untuk menghitung FCFE setelah tahun terminal harus konsisten dengan asumsi stabilitas. Dimana, ketika pengeluaran modal dapat lebih besar dari depresiasi dalam fase pertumbuhan tinggi sebelumnya, perbedaan harus semakin mengecil sebagaimana perusahaan memasuki fase pertumbuhan stabilnya. Dua pendekatan dalam model pertumbuhan stabil, yaitu kebutuhan pengeluaran modal industri rata-rata dan

dengan pertumbuhan fundamental (*equity reinvestment rate* =  $g/ROE$ ) untuk membuat estimasi ini.

Beta dan rasio hutang juga harus disesuaikan dalam pertumbuhan stabil untuk merefleksikan fakta bahwa perusahaan dengan pertumbuhan stabil cenderung memiliki risiko rata-rata (beta mendekati 1) dan menggunakan lebih banyak hutang dibandingkan perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi.

Model ini membuat asumsi yang sama dengan *two-stage dividend discount model*, namun berbeda karena penekanannya pada FCFE dan bukan dividen. Sehingga model ini menghasilkan penilaian yang lebih baik dibandingkan *dividend discount model* ketika menilai perusahaan dengan dividen yang *unsustainable* (karena mereka lebih tinggi dibandingkan FCFE) atau membayar dividen kurang dari kemampuan atau FCFEnya.

- *E Model—Three -Stage FCFE Model*

*E Model* (Damodaran, 2002) didesain untuk menilai perusahaan yang diharapkan akan bertumbuh melalui tiga tahapan pertumbuhan—fase awal dengan tingkat pertumbuhan tinggi, periode transisional dimana tingkat pertumbuhan menurun dan periode *steady-state* dimana pertumbuhan stabil.

Model ini mengasumsikan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan melalui tiga tingkat, sehingga perlu diingat agar asumsi atas variabel lain tetap konsisten dengan asumsi pertumbuhan ini, khususnya pengeluaran modal berbanding depresiasi dan tingkat risiko yang dihadapi (beta). Model ini cocok digunakan untuk menilai perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang sangat tinggi pada saat ini, khususnya bagi perusahaan yang membayar dividen lebih tinggi atau rendah daripada FCFEnya.

b. *Free Cash Flow to the Firm*

Jika sebelumnya *dividend discount model* dan FCFE menilai ekuitas perusahaan, maka model *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)* mengembangkan pendekatan lain untuk valuasi dimana seluruh perusahaan akan dinilai, dengan mendiskontokan akumulasi arus kas terhadap seluruh pemegang klaim perusahaan

dengan biaya modal rata-rata tertimbang (pendekatan biaya modal) atau dengan menambahkan dampak marjinal atas hutang terhadap nilai perusahaan tanpa hutang (pendekatan *adjusted present value* atau APV).

FCFF adalah jumlah total arus kas kepada seluruh pemegang klaim perusahaan, termasuk pemegang saham, pemegang obligasi dan pemegang saham preferen. Terdapat dua cara untuk menghitung FCFF, yang pertama yaitu dengan menambahkan seluruh arus kas terhadap para pemegang klaim dan cara kedua yang lebih sederhana untuk mendapatkan FCFF adalah dengan mengestimasi arus kas secara prioritas terhadap klaim-klaim ini.

Arus kas ini dihitung sebelum pembayaran hutang, maka sering kali disebut sebagai *unlevered cash flow*. FCFF ini tidak terkait dengan manfaat pajak atas pembayaran bunga. Hal ini dikarenakan penggunaan biaya atas hutang setelah pajak dalam biaya modal telah memperhitungkan manfaat ini, dan oleh karena itu jika memasukkannya dalam arus kas maka akan terjadi perhitungan ganda.

Perbedaan antara FCFF dan FCFE yang utama adalah arus kas yang berhubungan dengan hutang—pembayaran bunga, pembayaran pokok pinjaman dan penerbitan hutang baru—dan klaim nonekuitas lainnya, seperti dividen saham preferen. Untuk perusahaan yang membiayai pengeluaran modal dan kebutuhan modal kerja mereka dengan kombinasi hutang dan ekuitas serta membiayai pembayaran pokok pinjaman mereka melalui penerbitan hutang baru, nilai FCFFnya dapat melebihi nilai FCFEnya. Ukuran yang paling sering digunakan dalam valuasi adalah *earnings before interest, depreciation and amortization (EBITDA)*. Ukuran pendapatan lainnya yang kerap kali digunakan untuk menghitung arus kas adalah *earning before interest (EBIT)*, *net operating profit or loss after taxes (NOPLAT)* atau *net operating income (NOI)* yang merupakan pendapatan operasi sebelum pajak dan beban non-operasional lainnya.

Model FCFF, berbeda dengan *dividend discount model* dan model FCFE, menilai perusahaan lebih dari hanya sekedar ekuitas. Nilai ekuitas, bagaimanapun dapat dihasilkan dari nilai perusahaan dikurangi dengan nilai pasar atas *outstanding* hutang. Keuntungan menggunakan pendekatan valuasi perusahaan adalah arus kas yang berkaitan dengan hutang tidak perlu dipertimbangkan secara eksplisit, karena FCFF adalah arus kas sebelum hutang. Dalam kasus dimana,

tingkat *leverage* diharapkan berubah signifikan seiring berjalannya waktu, hal ini tentunya akan menghemat waktu karena tidak akan mudah mengestimasi penerbitan hutang baru ataupun pelunasan hutang di masa depan. Namun pendekatan FCFF membutuhkan informasi tentang rasio hutang dan estimasi biaya hutang rata-rata tertimbang. Nilai ekuitas yang didapat melalui pendekatan valuasi perusahaan dan pendekatan valuasi ekuitas akan sama jika menggunakan asumsi yang konsisten tentang *financial leverage*. (Damodaran, 2002)

Sama dengan model *dividend discount* dan model FCFE, versi model FCFF yang akan digunakan, tergantung dari asumsi terhadap pertumbuhan masa depan (Damodaran, 2002), apakah akan tumbuh secara stabil atau tidak, yang dapat direpresentasikan dalam model *stable growth rate FCFF model* dan *general version of FCFF model*.

- *Stable Growth FCFF Model*

Sebuah perusahaan yang bertumbuh pada tingkat yang dapat dipertahankan selamanya, dapat dinilai dengan menggunakan *stable growth model*. Untuk menggunakan model ini, terdapat dua kondisi yang harus terpenuhi, yang pertama bahwa tingkat pertumbuhan yang digunakan dalam model harus lebih rendah atau sama dengan tingkat pertumbuhan ekonomi dan yang kedua, karakter perusahaan harus konsisten dengan asumsi pertumbuhan stabil. Namun seperti model pertumbuhan stabil lainnya, model ini sensitif terhadap asumsi tingkat pertumbuhan yang diharapkan, sebagaimana tingkat diskonto yang digunakan adalah WACC yang secara umum bagi kebanyakan perusahaan lebih rendah dibandingkan biaya ekuitasnya.

- *General Version of FCFF Model*

Selanjutnya, jika perusahaan mencapai *steady state* setelah  $n$  tahun dan mulai bertumbuh pada tingkat pertumbuhan stabil  $g$ , maka nilai perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan model umum FCFF. Perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi atau dalam proses merubah tingkat *leverage* mereka dapat dinilai dengan cara terbaik melalui pendekatan FCFF. Perhitungan FCFF lebih sulit dalam hal ini karena volatilitas yang diakibatkan oleh

pembayaran hutang (atau penerbitan baru), dan nilai ekuitas, yang merupakan komponen kecil dari total nilai perusahaan, lebih sensitif terhadap asumsi pertumbuhan dan risiko.

### c. Risiko dan Tingkat Diskonto

Ketika melakukan penilaian aset dan perusahaan, perlu digunakan tingkat diskonto yang merefleksikan risiko arus kas. *Cost of debt* harus mempertimbangkan *default risk* sementara *cost of equity* harus menghitung premi atas risiko ekuitas di dalamnya. Risiko dalam istilah statistik dijelaskan sebagai varian antara pengembalian aktual dan pengembalian yang diharapkan. Sebagaimana tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan dan harga saham, maka harus mempertimbangkan mereka yang memiliki saham tersebut, investor marjinal. Karakteristik sebuah investasi dapat diukur melalui dua variabel—tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) yang merepresentasikan peluang investasi dan deviasi standar atau varian yang merepresentasikan bahaya atau ancaman. Estimasi ini umumnya menggunakan tingkat pengembalian di masa lampau yang dianggap sebagai indikator yang cukup baik untuk memperkirakan estimasi distribusi pengembalian masa depan.

- *Cost of Equity*

*Cost of equity* adalah tingkat pengembalian yang diharapkan (*rate of return*) yang diperoleh investor ketika melakukan investasi pada suatu perusahaan. Dua pendekatan dalam melakukan estimasi *cost of equity*, yaitu *dividend growth model* dan *risk and return model*, yang paling dikenal melalui model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

CAPM memasukkan unsur risiko sistematis yang tidak dapat didiversifikasi, yaitu beta. Beta perusahaan ditentukan oleh tiga variabel, yaitu tipe industri dimana perusahaan menjalankan bisnisnya (*cyclical*), *degree of operating leverage* (DOL) dan *degree of financial leverage* (DFL) perusahaan. Semakin tinggi angka beta perusahaan maka semakin sensitif bisnis perusahaan terhadap kondisi pasar secara umum. Tingginya angka beta bisa disebabkan oleh tingginya nilai DOL yaitu perbandingan biaya tetap terhadap

keuntungan dan begitu pula jika perusahaan memiliki porsi hutang atas aset atau DFL yang tinggi sehingga mengakibatkan risiko perusahaan meningkat.

Sedangkan *risk premium* adalah perbedaan antara tingkat rata-rata pengembalian dengan rata-rata pengembalian *risk free asset*. Cara yang paling umum dilakukan untuk menghitung premi risiko adalah dengan membandingkan perbedaan tingkat rata-rata pengembalian saham dengan *treasury bills* sebagai aset yang dianggap bebas risiko. Dalam hal mengestimasi tingkat premi risiko harus memperhatikan perbedaan keadaan ekonomi, risiko politik dan struktur pasar suatu Negara berdasarkan jumlah perusahaan dan luas diversifikasi usaha suatu Negara.

- *Cost of Debt*

*Cost of debt* merupakan pengukuran biaya atas pendanaan melalui hutang yang ditentukan oleh variabel tingkat bunga saat ini, risiko *default* perusahaan yang bisa dihitung dengan menggunakan peringkat hutang perusahaan. *Tax benefit* diperoleh karena biaya bunga dapat diperhitungkan menjadi pengurang dalam menghitung penghasilan kena pajak. Keuntungan yang meningkat seiring dengan peningkatan tarif pajak ini akan membuat angka *cost of debt* meningkat setelah pajak lebih rendah dari *cost of debt* sebelum pajak.

- *Weighted Average Cost of Capital*

Tingkat diskonto yang digunakan dalam perhitungan tergantung pada struktur pendanaan perusahaan, jika pendanaannya merupakan kombinasi antara hutang dan ekuitas. Maka tingkat diskonto yang dapat digunakan untuk perhitungan valuasi adalah *weighted average cost of capital (WACC)*. WACC sendiri merupakan rata-rata tertimbang biaya atas modal yang terdiri dari komponen pembiayaan pendanaan perusahaan, yaitu hutang dan ekuitas.

#### 2.2.2.2. *Relative Valuation*

Dalam *relative valuation* (Damodaran, 2002), nilai sebuah aset dihasilkan dari penghargaan atas aset yang dapat diperbandingkan, dibuat menjadi standar berdasarkan variabel yang umum seperti *earnings*, *cash flows*, *book value* atau



*revenues*. Selain ketiga variabel ini, *price to cash flow*, *price to dividends*, and *market value to replacement value (Tobin's Q)* juga memainkan peran penting dalam analisis. Tidak seperti *discounted cashflow analysis*, yang mencoba mencari nilai intrinsik perusahaan, valuasi relatif lebih mengandalkan pada pasar, dengan asumsi bahwa tingkat rata-rata saham dalam pasar adalah benar, namun hal ini dapat mengakibatkan kesalahan dalam mengukur harga saham individual

Sebagian besar valuasi relatif didasarkan pada perbandingan, namun terdapat sejumlah valuasi relatif yang didasarkan pada fundamental. Dalam *discounted cash flow valuation*, nilai perusahaan ditentukan oleh arus kas yang diharapkan. Beberapa analis menggunakan model *discounted cash flow* ini untuk menghasilkan ketiga variabel valuasi relatif. Sementara analis yang lain membandingkan ketiga variabel antar perusahaan atau waktu dan membuat asumsi eksplisit atau implisit tentang bagaimana perusahaan serupa atau berbeda secara fundamental.

Pendekatan valuasi relatif terbilang sederhana dan mudah untuk dibandingkan. Model ini dapat digunakan untuk mengestimasi nilai secara cepat untuk perusahaan dan aset, serta sangat berguna jika sejumlah perusahaan besar diperdagangkan pada pasar finansial, dan pasar secara rata-rata, menilai perusahaan-perusahaan ini secara benar. Namun karena industri atas obyek dalam penelitian ini tidak memenuhi kriteria tersebut dan valuasi relatif cenderung mengabaikan variabel risiko, pertumbuhan dan potensi arus kas yang justru menjadi faktor pertimbangan krusial dalam transaksi akuisisi, maka model valuasi relatif ini dianggap kurang relevan dalam penelitian kali ini.

### 2.2.2.3. *Contingent Claim Valuation*

Model *contingent claim valuation* ini merupakan pengembangan model valuasi yang paling revolusioner untuk menilai *traded options*. Sejumlah argumen atas aset seperti paten atau sumber daya yang tidak dikembangkan harus juga dinilai, sebagaimana hal ini tidak dilakukan dalam *discounted cash flow models*. Klaim kontingen atau opsi adalah klaim atas sejumlah kontinjensi tertentu—misalnya ketika nilai atas aset yang menjadi landasan melebihi nilai tertentu untuk sebuah *call option* atau di bawah nilai tertentu untuk sebuah *put option*

(Damodaran, 2002). Model ini pertama kali dikembangkan oleh Fischer Black dan Myron Schole pada tahun 1972 dan telah diperluas menjadi sejumlah varian. Model valuasi ini kurang relevan dengan penelitian yang terkait dengan transaksi akuisisi ini.



## BAB 3

### METODOLOGI PENELITIAN

Untuk menentukan nilai saham dan perusahaan, analisis harus dilakukan dengan memperkirakan pendapatan atas perusahaan tersebut. Inilah inti dari analisis fundamental—yaitu analisis penentuan nilai berdasarkan prospek pendapatan. Karena prospek perusahaan terkait dengan ekonomi yang lebih luas, bagaimanapun, analisis fundamental harus mempertimbangkan lingkungan bisnis dimana perusahaan beroperasi. Oleh karena itu, dalam menganalisis sebuah prospek perusahaan, dapat dimulai dengan lingkungan ekonomi yang luas, menilai ekonomi agregat negara dan bahkan internasional, kemudian akan dapat melihat implikasinya terhadap lingkungan industri dimana perusahaan beroperasi dan terakhir yaitu penilaian posisi perusahaan dalam industri. Sistematisasi analisis ini dinamakan sebagai *top-down analysis* (Bodie, Kane & Marcus, 2009) dan berikut adalah kerangka kerja penelitian karya ilmiah, yang akan menjadi acuan dalam melakukan pendekatan analisis tersebut:



**Gambar 3.1. Skema Penelitian**

Sumber: diolah sendiri

### 3.1. Analisis Ekonomi Makro

Analisis prospek perusahaan akan dimulai dari ekonomi global, yang mungkin mempengaruhi jalannya bisnis suatu perusahaan. Lingkungan global dapat merepresentasikan risiko-risiko politik yang berkaitan dengan pertumbuhan ekonomi, pengembalian investasi, kebijakan perdagangan, arus modal dan status buruh misalnya. Faktor lain yang mempengaruhi kemampuan bersaing sebuah industri atas suatu Negara adalah nilai tukar terhadap mata uang lain, terutama terhadap mata uang mayor, sebagaimana nilai tukar berfluktuasi, nilai uang atas barang yang dihargai dengan mata uang asing pun ikut berfluktuasi yang dapat mengakibatkan kemungkinan hilangnya penjualan akibat mahalnya harga barang.

Makroekonomi merupakan lingkungan dimana perusahaan beroperasi dan untuk dapat memproyeksikan kinerja investasi harus dapat menilai terlebih dahulu status perekonomian secara keseluruhan, dan dalam hal ini akan mengulas sejumlah angka statistik ekonomi utama seperti:

- a. Pertumbuhan Domestik Bruto (PDB); merupakan ukuran total (agregat) produksi barang dan jasa atas suatu ekonomi nasional dalam periode tertentu. Nilai PDB dapat berupa PDB nominal yang mengukur pertumbuhan ekonomi yang disebabkan oleh bertambahnya produk barang dan jasa yang dihasilkan oleh ekonomi nasional dan inflasi, yaitu meningkatnya harga-harga barang dan jasa tersebut atau PDB riil untuk mengukur pertumbuhan ekonomi nasional secara riil dengan mengeluarkan pengaruh inflasi dari nilai PDB nominal. Pertumbuhan PDB yang cepat mengindikasikan ekonomi yang berkembang dan peluang bagi perusahaan untuk meningkatkan penjualannya.
- b. Inflasi; adalah tingkat dimana harga-harga meningkat secara umum. Tingkat inflasi yang terlalu tinggi sering kali diasosiasikan dengan kondisi ekonomi yang terlalu panas, dimana permintaan atas barang dan jasa melebihi kapasitas produksi dan mendorong naiknya tingkat harga sehingga mengakibatkan daya beli masyarakat menurun dan akhirnya memberi tekanan pada tingkat suku bunga.

- c. Tingkat Suku Bunga; merupakan ukuran biaya modal yang dikeluarkan perusahaan untuk pemodal dan ukuran keuntungan investasi yang diperoleh oleh pemodal. Tingginya tingkat suku bunga dapat mengurangi nilai sekarang atas arus kas masa depan, sehingga mengurangi peluang investasi. Bank Indonesia menggunakan tingkat suku bunga sebagai alat untuk mengendalikan jumlah uang beredar; kebijakan bunga rendah diharapkan akan mendorong tingkat konsumsi dan investasi, sebaliknya kebijakan uang ketat dengan tingkat suku bunga diharapkan akan mendorong minat menabung masyarakat sehingga tingkat inflasi dapat lebih terkontrol.
- d. Defisit Anggaran; atas pemerintahan federal merupakan perbedaan antara pengeluaran pemerintah dan pendapatannya. Kekurangan anggaran harus diatasi dengan pinjaman pemerintah, nilai pinjaman pemerintah yang terlalu besar dapat mendorong naiknya tingkat suku bunga dengan meningkatkan permintaan total atas kredit dalam ekonomi. Para ekonom percaya bahwa pinjaman pemerintah yang berlebihan dapat mengacaukan investasi dan pinjaman swasta dengan cara meningkatkan tingkat suku bunga dan mengganggu investasi bisnis.

### 3.2. Analisis Industri

Setelah analisis makroekonomi, maka langkah selanjutnya dalam analisis fundamental adalah menganalisis industri dimana perusahaan berkecimpung. Analisis industri dianggap perlu dan penting untuk dilakukan karena setiap industri memiliki karakteristik yang berbeda antara satu dengan yang lain, adapun untuk menganalisis industri dalam penulisan topik kali ini, akan digunakan dua pendekatan, yaitu:

- a. Tingkat Pertumbuhan Industri; dimana pertumbuhan masing-masing industri sangat bervariasi, dengan tingkat kecepatan pertumbuhan yang berbeda-beda pula. Dengan mengetahui tingkat pertumbuhan industri dan perbandingannya terhadap pertumbuhan ekonomi, dapat menentukan keadaan dan prospek suatu perusahaan serta mengambil keputusan

investasi. Investasi yang baik sebaiknya dilakukan pada industri yang memiliki tingkat pertumbuhan yang relatif sama dengan tingkat pertumbuhan ekonomi. Namun investasi pada industri dengan tingkat pertumbuhan yang relatif lebih tinggi dibandingkan pertumbuhan ekonomi akan menghasilkan keuntungan yang lebih besar.

- b. Pemetaan Kompetisi Industri; diperlukan untuk melihat tingkat kepadatan pemain dalam industri yang tentunya akan sangat menentukan porsi kue keuntungan yang harus dibagi sesama pemain di dalamnya. Melalui pendekatan *Five Porter's Forces* (Hill & Jones, 2008), akan melihat gambaran kondisi industri, dimana untuk menghasilkan barang dan jasa terdapat aturan yang menentukan kemampuan perusahaan untuk bersaing dalam suatu industri. Kekuatan kolektif dari lima kekuatan bersaing ini yaitu: (1) *Tingkat persaingan dalam industri* yang akan mempengaruhi keputusan strategi perusahaan untuk dapat menandingi gerakan pesaing dan memenangkan pasar; (2) *Ancaman pendatang baru* perusahaan tidak hanya menghadapi persaingan dengan pemain yang telah ada, namun juga dengan kompetitor-kompetitor potensial yang akan membawa perubahan dalam industri. Namun ancaman ini dapat dihindari dengan skala ekonomis, diferensiasi produk, kebutuhan modal, *switching cost*, akses ke saluran distribusi serta kebijakan pemerintah; (3) *Ancaman produk substitusi* yang memiliki kecenderungan untuk memiliki tingkat harga dan prestasi yang lebih baik dibandingkan produk industri; (4) *Kekuatan tawar-menawar pembeli* yang dipengaruhi oleh sensitivitas harga dan kekuatan relatif tawar menawar atau kemampuan pembeli untuk menurunkan tingkat harga; (5) *Kekuatan tawar-menawar pemasok* dimana pemasok dapat mengancam menaikkan harga atau menurunkan kualitas produk atau jasa yang dibeli, umumnya terbentuk karena hanya ada sedikitnya jumlah pemasok.

### 3.3. Analisis Perusahaan

Analisis perusahaan diawali dengan profil singkat perusahaan, dilanjutkan dengan:

- a. Analisis Strategi Bersaing Perusahaan; berdasarkan analisis struktur persaingan dalam industri, perusahaan dapat menentukan posisi relatif dalam industrinya, Selain menganalisis *value proposition* perusahaan berdasarkan pemetaan kompetisi yang telah disajikan dalam analisis industri, juga akan dilakukan analisis strategi mereka melalui dua aspek keunggulan bersaing, yaitu keunggulan dalam struktur biaya dan diferensiasi.
- b. Analisis Peluang dan Risiko Investasi melalui Akuisisi, sebagaimana tujuan penulisan ini adalah untuk menentukan nilai wajar atas transaksi akuisisi, maka sebelumnya akan dianalisis secara kualitatif atas peluang dan risiko atas transaksi investasi akuisisi tersebut.
- c. Analisis Laporan Keuangan; merupakan bentuk paling umum dari informasi keuangan perusahaan. Informasi akuntansi yang terdapat pada laporan keuangan perusahaan akan menjadi dasar untuk menganalisis atau menginterpretasikan variabel finansial yang akan digunakan untuk mengestimasi nilai intrinsik perusahaan. Analisis rasio keuangan akan digunakan untuk mengungkap profil perusahaan, karakteristik ekonomi yang dimilikinya termasuk dalam aspek operasi, investasi dan pembiayaan. Rasio menggambarkan hubungan matematis antar pos yang satu dengan pos yang lainnya. Rasio yang akan digunakan untuk menganalisis kinerja perusahaan adalah sebagai berikut:
  - *Analisis rentabilitas* atau *profitabilitas*; menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu, dengan membandingkan laba yang diperoleh dalam suatu periode dengan jumlah modal perusahaan tersebut. Rasio yang umum digunakan adalah *return on asset*, *return on equity*, *return on investment* dan *price earning ratio*.

- *Analisis Likuiditas*; merupakan kemampuan perusahaan untuk membayar hutang jangka pendek, yang diukur dari kemampuannya untuk mengubah aktiva non kas menjadi kas. Rasio yang sering digunakan yaitu *current ratio* dan *quick ratio*.
- *Analisis Aktivitas*; rasio-rasio aktivitas menggambarkan hubungan antara tingkat kegiatan perusahaan (umumnya dikategorikan sebagai penjualan) dengan aset-aset yang dibutuhkan untuk menunjang jalannya operasional perusahaan. Antara lain yaitu *inventory turnover*, *days' of inventory*, *receivables turnover*, *days' of receivables*, *fixed asset turnover* dan *total asset turnover*.
- *Analisis Solvabilitas*; merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya bila dilikuidasi, baik kewajiban jangka pendek maupun panjang. Rasio yang sering digunakan antara lain *debt to equity ratio*, *leverage ratio* dan *times interest earned*.

Selain itu, juga akan dilakukan analisis pertumbuhan perusahaan berdasarkan data historis lima tahun untuk melihat tren bisnis perusahaan.

- d. *Valuasi Saham dan Perusahaan*; merupakan langkah terakhir untuk mencapai tujuan akhir penulisan yaitu mendapatkan nilai wajar atas transaksi akuisisi berdasarkan proyeksi keuangan yang telah dibuat sebelumnya. Valuasi memegang peranan yang sangat penting untuk menentukan keputusan untuk membeli atau menjual suatu aset. Tanggal penilaian (valuasi) saham ini berdasarkan data per 31 Desember 2009 dengan mempertimbangkan bahwa transaksi *sales and purchase agreement* mereka adalah 25 Januari 2010. Yang dinilai disini adalah penilaian 90.76% saham MDS dimana MDS merupakan hasil *spin off* divisi *department store* dari Matahari Putra Prima yang pada November 2009 resmi dipisahkan menjadi entitas mandiri, PT. Matahari Department Store Tbk dengan kode saham LPPF (semula bernama PT. Pacific Utama Tbk).



Selanjutnya dalam penilaian saham MDS (LPPF), pendekatan yang diaplikasikan adalah pendekatan pendapatan (*Income Approach*). Pendekatan dan metode penilaian ini dianggap paling sesuai untuk diaplikasikan dalam penilaian ulang MPPA dan MDS. Dalam penilaian saham melalui pendekatan pendapatan, seluruh pendapatan yang dihasilkan saham tersebut akan dikuantifikasi, kemudian mengkonversi pendapatan tersebut menjadi suatu indikasi nilai dari investasi atau saham, melalui proses kapitalisasi atau diskonto (*Discounted Cash Flow*). Pendapatan yang dimaksud berupa laba bersih atau arus kas bersih yang sudah bebas dari kebutuhan investasi dan modal kerja untuk mendukung operasi dan pertumbuhan perusahaan. Dalam penilaian aset atau investasi melalui pendekatan pendapatan, tidak perlu menilai Aktiva Tidak Berwujud, karena pendapatan yang dihasilkan oleh investasi tersebut dianggap merupakan kontribusi dari aktiva berwujud dan aktiva tidak berwujud.

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (3.1)$$

dimana:

n = umur dari aset

CF<sub>t</sub> = arus kas dalam periode t

r = tingkat diskonto merefleksikan risiko dari arus kas yang diestimasi

Sehingga konsep dasar metode ini adalah memproyeksikan pendapatan mendatang yang terkait dengan subyek perusahaan atau investasi yang dinilai dan mendiskonto arus pendapatan yang diproyeksikan tersebut menjadi nilai kini, pada tingkat diskonto tertentu yaitu biaya oportunitas kapital yang merefleksikan waktu dan risiko yang melekat dengan arus pendapatan tersebut. Nilai suatu saham/ ekuitas (*subject of business interest*) adalah nilai kini dari pendapatan yang dihasilkan saham/ ekuitas tersebut di masa mendatang.

Universitas Indonesia

Penilaian saham dengan metode *Discounted Cash Flow* ini didasarkan pada proyeksi keuangan selama beberapa tahun. Untuk penilaian saham MDS, mengingat bahwa perusahaan ini masih merencanakan ekspansi, maka masih diperlukan penambahan investasi yang harus dibelanjakan baik dengan ekuitas maupun melalui pinjaman dana eksternal pihak ketiga, maka analisis dilakukan berdasarkan proyeksi arus kas yang merupakan arus kas bersih yang akan diterima investor (*free cash flow to equity*), setelah memperhitungkan kebutuhan arus kas untuk peningkatan volume operasional dan perubahan arus kas dari penambahan/pengurangan pinjaman.

Pendekatan dalam penelitian ini dibagi menjadi dua sub-model, yaitu *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)* dan *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*, dimana FCFF menghitung total kas yang tersedia untuk pemegang obligasi dan pemegang ekuitas, sementara FCFE hanya berfokus pada kas yang tersedia untuk pemegang saham. Penggunaan kedua model ini selain dimaksudkan sebagai komparasi untuk menguji konsistensi hasil perhitungan valuasi juga difokuskan kepada pihak pemegang saham yang dalam hal ini akan bertindak sebagai investor dalam transaksi akuisisi.

Matahari Department store dinilai sebagai perusahaan yang diharapkan akan bertumbuh lebih cepat dibandingkan perusahaan stabil lainnya dalam kurun periode tertentu untuk kemudian menjadi stabil setelahnya, dimana harga terminal dihitung menggunakan model tingkat pertumbuhan tak terbatas. Oleh karena itu penelitian kali ini akan menggunakan model *two stage FCFE Model* dan *general version of FCFF model* sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{Value} &= \text{PV of FCFE} + \text{PV of terminal price} \\
 &= \sum_{t=1}^{t=n} \text{FCFE}_t / (1+k_{e,hg})^t + P_n / (1+k_{e,hg})^n \quad (3.2)
 \end{aligned}$$

dimana:

$FCFE_t$  = FCFE dalam tahun t

$P_n$  = Harga pada akhir periode pertumbuhan luar biasa

$k_e$  = Biaya ekuitas dalam pertumbuhan tinggi ( $h_g$ ) dan pertumbuhan stabil(st)

$$Value\ of\ firm = \frac{FCFF_1}{(WACC - g_n)} \quad (3.3)$$

dimana:

$FCFF_1$  = FCFF yang diharapkan pada tahun mendatang

WACC = Biaya modal rata-rata tertimbang

$g_n$  = Tingkat pertumbuhan FCFF selamanya

Untuk FCFE tingkat diskonto yang akan digunakan adalah *cost of equity*, sementara untuk menghitung FCFF akan digunakan *weighted average cost of capital (WACC)*. Untuk menghitung *cost of equity*, sebelumnya akan dihitung nilai beta, *risk free rate* dan *risk premium* perusahaan. Perhitungan beta akan dilakukan melalui regresi antara penghasilan saham terhadap penghasilan indeks kumulatif pasar, dalam hal ini IHSG. Sementara untuk *risk free rate* untuk menyamakan horizon waktu data historis dan proyeksi keuangan selama lima tahun, maka akan digunakan *yield* sekuritas pemerintah dengan jangka waktu yang sama, yaitu Surat Utang Negara (SUN) lima tahun sebagai *risk free rate*. Sedangkan untuk *market risk premium* akan digunakan selisih antara *expected market return* yang diperoleh melalui data Bloomberg dengan *risk free rate*.

$$k_e = r_f + \beta_i [r_m - r_f] \quad (3.4)$$

dimana:

$k_e$  = *cost of equity*

$r_f$  = *risk free rate*

$r_m$  = *tingkat pengembalian yang diharapkan atas indeks pasar*

$\beta_i$  = *beta; risiko sistematis suatu saham*

$$WACC = k_d \left( \frac{D}{D+E} \right) + k_e \left( \frac{E}{D+E} \right) \quad (3.5)$$

dimana:

$k_e$  = *cost of equity*

$\frac{E}{D+E}$  = *market value proportion of equity in financing mix*

$k_d$  = *cost of debt after tax*

$\frac{D}{D+E}$  = *market value proportion of debt in financing mix*

## BAB 4

### ANALISIS

#### 4.1. Analisis Ekonomi Makro

##### 4.1.1. Analisis Ekonomi Makro Indonesia Periode 2000-2009

Kondisi ekonomi makro Indonesia sendiri dapat digambarkan oleh sejumlah indikator ekonomi, antara lain yaitu pertumbuhan ekonomi melalui tingkat Produk Domestik Bruto (PDB), tingkat pengangguran, tingkat inflasi, tingkat suku bunga (*BI rate*) dan Anggaran Defisit melalui neraca perdagangan Negara dan setimen pasar. Dilihat dari kinerja perekonomian Indonesia selama tahun 2000-2008, sebenarnya dapat dikatakan relatif baik. Tercatat dari tahun 2005, pertumbuhan ekonomi Indonesia selalu berada di atas angka 5.00% dan bahkan mencapai 6.28% dan 6.10% di tahun 2007 dan 2008. Meskipun pada akhirnya, dampak krisis global tetap menunjukkan imbasnya pada perekonomian ekonomi Indonesia yang menganut sistem ekonomi terbuka di tahun 2008.

##### 4.1.1.1. Produk Domestik Bruto (PDB)

Pada awal tahun 2008, Indonesia terpengaruh dampak negatif krisis energi yang ditandai dengan kembali naiknya harga bahan bakar minyak (BBM) akibat melonjaknya harga minyak mentah internasional dan krisis komoditas yang diakibatkan oleh meningkatnya harga komoditas di pasar internasional. Hal ini jelas mengganggu perekonomian Indonesia, bahkan anggaran pemerintah pun membengkak karena melonjaknya subsidi BBM bagi masyarakat dan tingkat inflasi pun meningkat dan berdampak pada tingkat suku bunga melalui *BI rate* yang mengalami peningkatan di tahun 2008.

Kasus *subprime mortgage* yang ditandai dengan bangkrutnya lembaga investasi Lehman Brothers di Amerika Serikat pada triwulan ketiga tahun 2008, menjadi kejutan besar bagi perekonomian global. Pertumbuhan ekonomi yang semula diprediksi mencapai 4.10% terpaksa direvisi menjadi 3.90% dan kembali

mengalami revisi kedua pada bulan Januari 2009 menjadi 3.40%. Pada penghujung tahun 2008, perekonomian di hampir semua Negara mengalami perlambatan pertumbuhan ekonomi, bahkan sejumlah Negara maju seperti Amerika Serikat, Jepang, kawasan Euro dan Inggris mengalami kontraksi perekonomian.

**Tabel 4.1**  
**Laju Pertumbuhan PDB menurut Jenis Penggunaan (%)**

Tipe Pengeluaran	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Konsumsi Rumah Tangga	3.13	3.36	3.84	3.89	4.97	3.95	3.17	5.01	5.34
Konsumsi Pemerintah	6.49	8.98	12.99	10.03	3.99	6.64	9.61	3.89	10.43
Pembentukan Modal Tetap Bruto	14.18	6.50	4.69	10.03	14.58	10.89	2.46	9.39	11.69
Perubahan Inventori	0.00	0.00	(68.73)	10.03	(48.91)	33.50	(13.37)	(100.84)	0.00
Ekspor Barang-Jasa	26.48	2.93	(1.22)	10.03	13.50	16.60	9.41	8.54	9.49
Impor Barang-Jasa	21.09	8.20	(4.28)	10.03	27.02	17.77	8.58	8.97	10.03
<b>PDB</b>	<b>4.92</b>	<b>3.45</b>	<b>4.50</b>	<b>10.03</b>	<b>5.05</b>	<b>5.69</b>	<b>5.51</b>	<b>6.28</b>	<b>6.06</b>

Sumber: Badan Pusat Statistik, "telah diolah kembali"

Pada triwulan terakhir 2008 harga komoditas di pasar internasional mulai beranjak turun, bahkan cukup signifikan, antara lain yaitu komoditas minyak, gas alam, hasil tambang seperti emas, perak, nikel, timah, tembaga serta kelompok komoditas pangan seperti beras, jagung, CPO, karet dan kapas. Gabungan kondisi ini menyebabkan pertumbuhan volume perdagangan dunia turun dari 7.20% pada tahun 2007 menjadi 4.10% di tahun 2008 yang berdampak pada tingkat ekspor dan impor Indonesia hingga akhirnya Indonesia mengalami kontraksi selama triwulan keempat tahun 2008. Indonesia tercatat mengalami penurunan sebesar 3.65% dibandingkan pertumbuhan pada triwulan ketiga tahun 2008, meskipun tetap mencatat pertumbuhan positif sebesar 5.18% dibandingkan triwulan IV tahun 2007. Namun, secara kumulatif, pertumbuhan ekonomi Indonesia selama tahun 2008 masih positif dengan tingkat 6.06% (turun 0.22% dari tahun 2007) karena kinerja yang sangat baik di tiga triwulan pertama tahun 2008.

**Tabel 4.2**  
**Sumber Pertumbuhan Ekonomi menurut Penggunaan PDB (%)**

Pengeluaran	2007	2008
Pengeluaran Konsumsi Rumah Tangga	2.9	3.1
Pengeluaran Konsumsi Pemerintah	0.3	0.8
Pembentukan Modal Tetap Bruto	2.0	2.6
Eskpor Barang-Jasa	3.8	4.6
Dikurangi: Impor Barang-Jasa	3.3	3.9
<b>Produk Domestik Bruto (PDB)</b>	<b>3.3</b>	<b>6.1</b>

Sumber: Badan Pusat Statistik, "telah diolah kembali"

Menurut sektor ekonomi, semua sektor mengalami pertumbuhan positif dengan tingkat tertinggi sebesar 16.2% berasal dari sektor pengangkutan dan komunikasi, diikuti oleh sektor Listrik, Gas dan Air Bersih serta Sektor Keuangan, *Real Estate* dan Jasa Perusahaan di posisi kedua dan ketiga, yang masing-masing menunjukkan pertumbuhan sebesar 10.9% dan 8.2%. Sementara pertumbuhan terendah dari sektor pertambangan dan penggalian yang hanya sebesar 0.51%.

**Tabel 4.3**  
**Laju Pertumbuhan PDB menurut Sektor Ekonomi (%)**

Sektor Ekonomi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Pertanian, Peternakan, Kehutanan dan Perikanan	1.9	1.7	3.5	3.8	3.3	2.7	3.4	3.4	4.7
Pertambangan dan Penggalian	5.5	1.3	1.0	1.0	(4.5)	3.2	1.7	2.0	0.5
Industri Pengolahan	6.0	3.1	5.3	5.3	6.4	4.6	4.6	4.7	3.7
Listrik, Gas dan Air Bersih	7.6	8.2	4.9	8.9	5.2	6.3	5.8	10.3	10.9
Konstruksi	5.6	4.4	6.1	5.5	7.5	7.5	8.3	8.6	7.3
Perdagangan, Hotel dan Restoran	5.7	3.7	5.5	4.3	5.7	8.3	6.4	8.4	7.2
Pengangkutan dan Komunikasi	8.6	7.8	12.2	8.4	13.4	12.8	14.4	14.0	16.2
Keuangan, Real Estate, dan Jasa Perusahaan	4.6	5.4	6.7	6.7	7.7	6.7	5.5	8.0	8.2
Jasa-Jasa	2.3	3.1	3.8	3.8	4.9	5.2	6.2	6.6	6.4
<b>Produk Domestik Bruto (PDB)</b>	<b>4.92</b>	<b>3.45</b>	<b>4.50</b>	<b>4.50</b>	<b>5.05</b>	<b>5.69</b>	<b>5.51</b>	<b>6.28</b>	<b>6.01</b>

Sumber: Badan Pusat Statistik, "telah diolah kembali"

Universitas Indonesia

Namun kontributor terbesar pertumbuhan adalah sektor perdagangan, hotel dan restoran dengan sebesar 1.25%, meskipun mengalami penurunan pertumbuhan *yoy* sebesar 1.18% dari tahun 2007. Kemudian diikuti oleh sektor pengangkutan dan komunikasi dan industri pengolahan dengan kontribusi sebanyak 1.2% dan 1.0% dari total PDB 6.1%.

**Tabel 4.4**  
**Sumber Pertumbuhan Ekonomi menurut Penggunaan PDB (%)**

Pengeluaran	2007	2008
Pertanian, Peternakan, Kehutanan dan Perikanan	0.5	0.7
Pertambangan dan Penggalian	0.2	0.0
Industri Pengolahan	1.3	1.0
Listrik, Gas dan Air Bersih	0.1	0.1
Bangunan	0.5	0.5
Perdagangan, Hotel dan Restoran	1.4	1.2
Pengangkutan dan Komunikasi	1.0	1.2
Kuangan, Penyewaan dan Jasa Perusahaan	0.7	0.8
Jasa-Jasa	0.6	0.6
<b>Produk Domestik Bruto (PDB)</b>	<b>6.3</b>	<b>6.1</b>

Sumber: Badan Pusat Statistik, "telah diolah kembali"

Sementara pada awal tahun 2009, sektor perbankan pun juga mengalami krisis likuiditas, menghadapi situasi seperti ini Pemerintah pun segera melakukan intervensi melalui penurunan suku bunga (*BI rate*) hingga level 7.75% pada bulan Maret 2009. Namun penurunan *BI rate* ini tidak dengan serta merta diikuti dengan penurunan suku bunga kredit secara proporsional, yang ketika itu masih berada di kisaran 14-16%, dan hal ini jelas mengakibatkan keterbatasan penyaluran kredit kepada sektor riil. Selain isu likuiditas, sebenarnya lambatnya laju penyaluran kredit juga diakibatkan oleh ketakutan perbankan akan risiko kredit macet akibat kondisi perekonomian yang tidak kondusif. Meskipun sebenarnya total Dana Pihak Ketiga (DPK) perbankan Indonesia mencapai Rp 59 triliun dalam 3 bulan



terakhir tahun 2008, namun tetap tidak mendorong sektor perbankan untuk lebih agresif dalam menyalurkan kreditnya. Untuk kelebihan likuiditas ini, kalangan perbankan memanfaatkan suku bunga SBI yang ketika itu masih di angka 8.7%, hingga pada akhir Maret 2009 posisi SBI mencapai Rp 229 triliun, sementara penyaluran kredit berada posisi Rp 1,073.91 triliun, meningkat tipis sekitar Rp 3.14 triliun dari posisi akhir tahun 2008 sebesar Rp. 1,070.77 triliun.

Di tengah dampak krisis ekonomi global dan pertumbuhan negatif yang terjadi di berbagai Negara di dunia, Indonesia terbilang cukup bertahan sepanjang semester pertama tahun 2009 dengan pertumbuhan ekonomi sebesar 4.4%, 4% dan 4.2% untuk masing-masing triwulan pertama, kedua dan ketiga tahun 2009. Bersama Cina dan India, Indonesia termasuk Negara yang mampu meminimalisir pengaruh krisis ekonomi global karena pasar domestiknya yang kuat.

**Tabel 4.5**  
**Pertumbuhan PDB Harga Konstan 2000 menurut Penggunaan (%)**

Lapangan Usaha	Triwulan III 2009 thd Triwulan III 2008	Triwulan I-III/2009 thd Triwulan I-III/2008
Pengeluaran Konsumsi Rumah Tangga	4.7	5.2
Pengeluaran Konsumsi Pemerintah	10.2	15.1
Pembentukan Modal Tetap Bruto	4.0	3.4
Ekspor Barang dan Jasa	-8.2	-14.1
Dikurangi: Impor Barang dan Jasa	18.3	-22.7
<b>Produk Domestik Bruto (PDB)</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>

Sumber: Badan Pusat Statistik, "telah diolah kembali"

Mengingat beratnya kinerja ekspor, pemerintah pun mengimbau masyarakat untuk mengutamakan penggunaan produksi dalam negeri dibandingkan produk impor. Tercapainya pertumbuhan sebesar 4.2%, ditunjang oleh kenaikan konsumsi rumah tangga sebesar 5.2% dan konsumsi pemerintah sebesar 15.1%, dengan kontribusi sektor konsumsi yang mencapai 69.9%, maka sektor ini merupakan sektor pertumbuhan utama dengan total 3.4% dari total 4.2%. Penurunan ekspor yang

mencapai 14.1% tidak terlalu berpengaruh, karena diimbangi dengan penurunan impor sebesar 22.7%, sehingga ekspor bersih mengalami kenaikan sebesar 37.4%.

Peningkatan konsumsi masyarakat ini menunjukkan peningkatan daya beli masyarakat akibat rendahnya tingkat inflasi selama tahun 2009 yang berhasil diciptakan salah satunya melalui peningkatan pengeluaran pemerintah. Selama periode Januari-September 2009 laju inflasi hanya mencapai sekitar 2.48%, sementara konsumsi rumah tangga meningkat 5.32% pada tiga triwulan pertama tahun 2009 yang merupakan peningkatan yang tinggi sejak tahun 2000, meskipun tetap lebih rendah 0.3% dibanding tingkat pertumbuhan tahun 2008.

**Tabel 4.6**  
**Pertumbuhan PDB Harga Konstan 2000 menurut Sektor Ekonomi (%)**

Pengeluaran	Triwulan III 2009 thd Triwulan III 2008	Triwulan I-III/2009 thd Triwulan I-III/2008
Pertanian, Peternakan, Kehutanan dan Perikanan	2.7	3.4
Pertambangan dan Penggalian	6.5	4.1
Industri Pengolahan	1.3	1.4
Listrik, Gas dan Air Bersih	14.6	13.9
Bangunan	.8	7.2
Perdagangan, Hotel dan Restoran	-0.6	-0.2
Pengangkutan dan Komunikasi	18.2	17.6
Keuangan, Penyewaan dan Jasa Perusahaan	4.9	5.5
Jasa-Jasa	5.8	6.7
<b>Produk Domestik Bruto (PDB)</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>

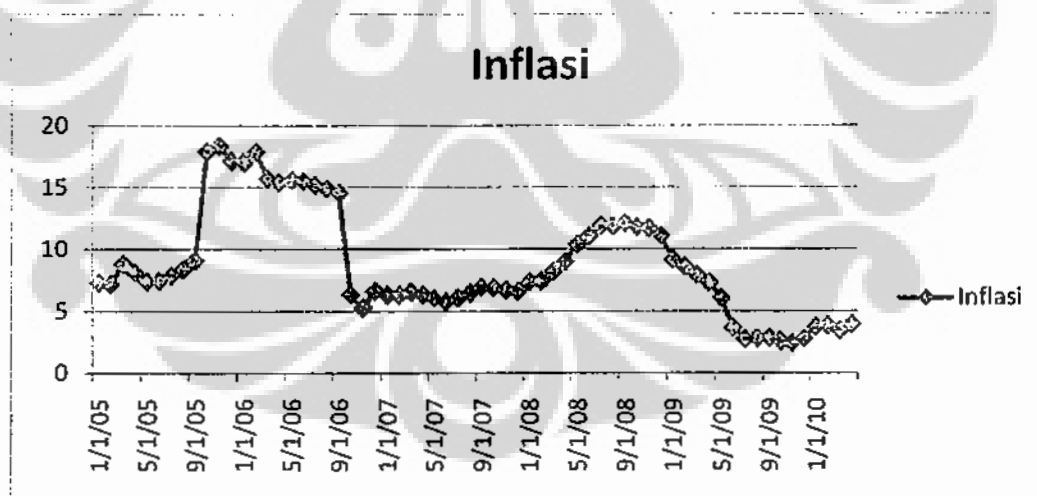
Sumber: Badan Pusat Statistik, "telah diolah kembali"

Menurut sektor ekonomi, sektor pengangkutan dan komunikasi masih memegang peran utama dalam pertumbuhan ekonomi Indonesia sebesar 17.6% dalam tiga triwulan pertama tahun 2009. Diikuti oleh sektor listrik, air dan gas bersih serta sektor jasa-jasa di posisi kedua dan ketiga. Sementara sektor *tradable* seperti pertanian, pertambangan dan industri pengolahan (manufaktur) justru

mengalami perlambatan pertumbuhan. Khususnya perlambatan pada industri manufaktur, terlihat pada rendahnya impor barang modal dan bahan baku yang pada periode triwulan pertama 2009 mengalami penurunan sebesar 4.1% dan 38.73% dari tahun 2008. Berkaitan dalam upaya meningkatkan daya saing sektor industri ini, ada baiknya pemerintah untuk dapat memperbaiki fundamental sektor seperti peraturan perburuhan, infrastruktur, ketersediaan energi dan iklim investasi yang kondusif.

#### 4.1.1.2. Inflasi

Selama periode tahun 2000-2008 rata-rata tingkat inflasi di Indonesia adalah sebesar 9.42% yang jauh melebihi rata-rata pertumbuhan ekonomi yang hanya sebesar 5.13%. Setelah meningkat tajam pada tahun 2001 hingga mencapai angka 12.55%, laju inflasi berhasil ditekan hingga angka 5.06% pada tahun 2003 dan meningkat sedikit menjadi 6.04% pada tahun 2004. Namun laju inflasi ini kembali melonjak pada tahun 2005 dan tahun 2008 pada saat krisis ekonomi global terjadi.



**Grafik 4.1. Tingkat Inflasi Indonesia Periode Januari 2005 – April 2010**

Sumber: Badan Pusat Statistik, "telah diolah kembali"

Memasuki tahun 2008, isu *subprime mortgage* di Amerika Serikat dan lonjakan harga minyak internasional hingga \$100 per barel mulai menyeruak. Hal ini menyebabkan melemahnya nilai tukar Rupiah dan meningkatnya sejumlah harga komoditas hingga mengakibatkan lonjakan inflasi, tidak hanya di Indonesia tapi juga di sejumlah negara. Tingkat inflasi Indonesia pada tahun 2008 bahkan mencapai 11.06%. Harga pangan di pasar internasional pada semester pertama tahun 2008 telah mengakibatkan terganggunya produksi pangan dan meningkatnya harga komoditas ini, dan selanjutnya mendorong kenaikan kelompok makanan lainnya yaitu minuman, rokok dan tembakau.

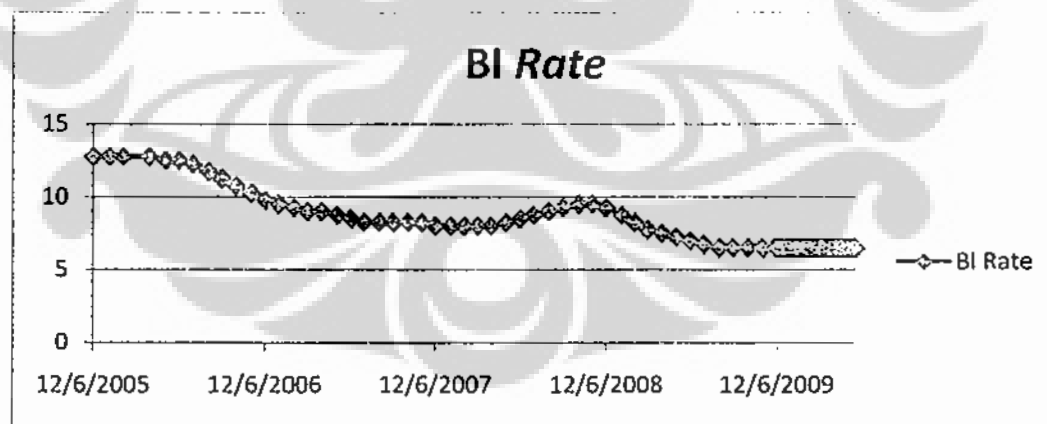
Kenaikan harga minyak dari akhir tahun 2007 hingga triwulan ketiga tahun 2008 juga telah mendorong inflasi kelompok perumahan, air, listrik dan bahan bakar akibat meningkatnya harga BBM sebanyak 29% pada 24 Mei 2008. Kelompok komoditas lain yang juga terkena dampak kenaikan BBM adalah sektor transportasi, komunikasi dan jasa keuangan yang mengalami inflasi sebesar 7.49% selama tahun 2008. Ketika harga minyak dunia kembali merosot pada triwulan terakhir tahun 2008, pemerintah pun melakukan kebijakan penurunan harga BBM pada tanggal 1 dan 15 Desember 2008 dan mengakibatkan deflasi di sektor transportasi, komunikasi dan jasa keuangan sebesar 2.74%. Sementara selama tahun 2009, sangat mengejutkan, angka inflasi justru mengalami penurunan, tercatat selama periode Januari-Oktober 2009 inflasi sebesar 2.48%.

#### 4.1.1.3. Suku Bunga (*BI rate*)

Selama periode tahun 2001-2004, selain berhasil menekan laju inflasi, Bank Indonesia juga secara bertahap, menurunkan tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), bahkan dari tingkat 17.62% di akhir tahun 2001 ke level 7.43% pada akhir tahun 2004. Hal ini jelas berimbas positif terhadap perekonomian Indonesia, bahkan pada tahun 2004, pertumbuhan ekonomi Indonesia berhasil menembus angka 5% dan mencatat angka pertumbuhan tertinggi sejak krisis ekonomi tahun 1997/1998.

Namun selanjutnya pada tahun 2005, perekonomian Indonesia kembali mengalami tekanan faktor eksternal, akibat meningkatnya harga minyak dunia sekitar US\$70 per barel dan meningkatnya suku bunga Fed yang telah memperlemah nilai tukar sebagian besar mata uang dunia, termasuk Rupiah. Kondisi ini seketika mempengaruhi perekonomian nasional yang ketika itu mengalami kelebihan likuiditas. Aksi spekulasi oleh masyarakat pun menyeruak, hingga akhirnya pemerintah mengeluarkan sejumlah kebijakan moneter sebagai langkah pengendalian, termasuk menggunakan *BI rate* sebagai *inflation targeting framework (ITF)*. Memasuki semester kedua tahun 2005, Bank Indonesia menerapkan kebijakan moneter yang cukup ketat, dan akibatnya suku bunga SBI kembali dan terus meningkat hingga level 12.75% pada Desember 2005.

Terkendalinya laju inflasi tahun 2006 di angka 6.6% ikut mendorong turunnya suku bunga *BI rate* hingga kembali ke *single digit*, yaitu sebesar 9.75% setelah hampir 1.5 tahun berada di angka *double digit*. Selain itu, kondisi makroekonomi yang relatif stabil, termasuk nilai tukar rupiah yang menguat, sentimen positif pelaku pasar dan stagnansi suku bunga Fed ikut mendukung penurunan *BI rate* kala itu.



**Grafik 4.2. Tingkat BI Rate Periode Tahun 2005 – 2009**

Sumber: Badan Pusat Statistik, "telah diolah kembali"

Hal ini terus berlanjut di tahun 2007 hingga menyentuh angka 8% , namun resesi perekonomian Amerika Serikat yang telah berdampak pada krisis ekonomi global

khususnya di akhir tahun 2008 memaksa Bank Indonesia untuk kembali meningkatkan BI *rate* menjadi 8.25%. Kebijakan peningkatan BI *rate* ini pertama kali dilakukan oleh BI semenjak April 2006. Selanjutnya ancaman inflasi tahun 2008 akibat krisis ekonomi global mendorong BI untuk secara bertahap meningkatkan BI *rate* sebesar 25 bps hingga 9.5% per Oktober 2008 dan setelahnya berangsur menurun sampai dengan tahun 2009.

#### 4.1.1.4. Neraca Perdagangan

Selama periode tahun 2000-2008, nilai ekspor Indonesia mengalami peningkatan dari tahun ke tahun, hingga mencapai US \$ 136.8 miliar pada tahun 2008. Namun dampak krisis ekonomi global tetap tak terhindarkan dan menyebabkan penurunan yang cukup berarti di tahun 2009, bahkan selama periode Januari-September 2009 nilai ekspor hanya tercatat sebesar US\$ 80.1 miliar, turun 25.57% dari periode yang sama tahun sebelumnya. Kenaikan tertinggi sebelumnya juga pernah terjadi pada tahun 2005, yaitu sebesar 19.6%, meskipun ketika itu sebenarnya Indonesia tengah mengalami masa sulit akibat meningkatnya harga minyak dunia. Namun kenaikan nilai ekspor ketika itu ditunjang oleh kenaikan harga komoditas sektor pertambangan dan pertanian di pasar internasional.

Selanjutnya, nilai ekspor terus mengalami perbaikan, bahkan pada tahun 2006, neraca perdagangan Indonesia mencatat surplus sebesar US\$ 39.6 miliar atau naik 41.7% dari tahun 2005. Peningkatan kembali terjadi pada tahun 2007, yaitu sebesar 13.3% dan menyebabkan cadangan devisa Indonesia terus meningkat. Pada tahun 2008, semester kedua, dampak isu *subprime mortgage* AS mulai terasa, terlebih lagi di triwulan ketiga tahun tersebut, terutama ketika Lehman Brothers dinyatakan bangkrut pada tanggal 15 September 2008. Di bulan Desember 2008, nilai ekspor maupun impor Indonesia mengalami penurunan dibandingkan bulan dan tahun sebelumnya. Namun karena penurunan impor lebih besar, maka neraca perdagangan di bulan tersebut masih mencatat angka positif sebesar US\$0.99 miliar. Sementara itu, meskipun nilai ekspor tahun 2008 mengalami penurunan, namun masih menunjukkan peningkatan di periode yang

sama tahun 2007 yaitu dari US\$ 114.1 miliar menjadi US\$ 136.76 miliar, dimana kontributor ekspor terbesar tahun 2008 berasal dari ekspor migas sebanyak 31.1% atau US\$ 28.96 miliar. Meningkatnya nilai ekspor migas ini ditunjang oleh naiknya ekspor minyak mentah, hasil minyak dan gas alam. Sementara jika dilihat dari kontribusi terhadap nilai ekspor secara keseluruhan, sektor industri dan perdagangan lah yang menyumbang terbesar, yaitu sebanyak 64.4%, diikuti oleh pertambangan dan pertanian masing-masing sebanyak 10.8% dan 3.6%.

#### 4.1.2. Proyeksi Ekonomi Makro Indonesia tahun 2010-2014

Perekonomian dunia menunjukkan perkembangan yang positif sejak akhir Maret 2009. Didukung oleh proses stabilisasi sektor perbankan AS serta kesepakatan pertemuan G-20 untuk meredakan gejolak pasar keuangan dengan memperketat peraturan pasar keuangan global, komitmen untuk menambah stimulus fiskal dan peningkatan dana cadangan IMF. Meredanya keketatan pasar kredit telah mengembalikan minat investor global terhadap asset-aset berisiko, termasuk asset *emerging market* di kawasan Asia. Meskipun harus dikatakan, perbaikan ekonomi ini belum memasuki tahap aman.

Sementara itu dari domestik, meskipun lambat, secara keseluruhan Indonesia pada tahun 2008 mencatat pertumbuhan ekonomi sebesar 6.1%. Periode tahun 2009 pun dapat dikatakan cukup baik, kembali menggeliatnya sektor perbankan dalam penyaluran kredit serta kembalinya pasar modal secara moderat diharapkan akan mendorong perbaikan ekonomi secara maksimal, sehingga kinerja perekonomian Indonesia di tahun 2010 ini dapat lebih baik dibandingkan tahun 2009. Jika pada tahun 2009 perekonomian Indonesia tumbuh 4.2% maka diharapkan tahun ini pertumbuhan akan meningkat 1% menjadi 5.2%, optimisme ini didukung dengan meningkatnya investasi dan kredibilitas pemerintah di mata asing dan kalangan usaha lainnya.

Dari angka yang ditargetkan tersebut, bahkan pemerintah memiliki keyakinan cukup besar bahwa pertumbuhan ekonomi Indonesia dapat menembus angka 6% di tahun 2010 ini. Pertumbuhan investasi melalui sektor riil dan peningkatan ekspor dianggap akan menjadi penggerak sisi permintaan, sementara

sektor industri dan konstruksi diharapkan akan memang peranan penting dari sisi penawaran. Berkembangnya sektor pertanian, perdagangan dan keuangan, serta stabilitas ekonomi dan politik Indonesia diharapkan akan mendukung pertumbuhan ekonomi yang lebih baik di tahun 2010.

Diperkirakan, nilai ekspor akan meningkat 6.3%, angka ini dianggap memungkinkan berdasarkan data pertumbuhan ekspor Indonesia tahun 2004-2008 yang rata-rata di atas 10%. Hal ini tentunya perlu didukung dengan kemudahan investasi dan peningkatan produksi khususnya di sektor industri manufaktur. Oleh karena itu diharapkan pemerintahan SBY mampu menanggulangi hambatan investasi pada sektor riil selama ini, dan diharapkan pada tahun ini pertumbuhan investasi atau pembentukan modal tetap bruto dapat mencapai 5.3%, meningkat 1.9% dari angka tahun 2009, meskipun jauh berada di bawah angka pertumbuhan tahun 2008. Terbatasnya ruang investasi ini membuat angka proyeksi pertumbuhan impor hanya sebesar 7.9%. Sementara konsumsi rumah tangga dan pemerintah juga tetap diperkirakan akan bertumbuh sebanyak 4.8% dan 12.6% meskipun angka ini lebih rendah jika dibandingkan dengan angka tahun 2009. Akumulasi atas sejumlah penggunaan ini diproyeksikan akan membentuk tingkat PDB sebesar 5.24% di tahun 2010.

Tabel 4.7

**Proyeksi PDB berdasarkan Harga Konstan 2000 menurut Penggunaan (%)**

Lapangan Usaha	2007	2008	2009	2010
Pengeluaran Konsumsi Rumah Tangga	5.0	5.3	5.2	4.8
Pengeluaran Konsumsi Pemerintah	3.9	11.2	15.1	12.6
Pembentukan Modal Tetap Bruto	9.4	12.1	3.4	5.3
Ekspor Barang dan Jasa	8.5	10.00	-14.1	6.3
Dikurangi: Impor Barang dan Jasa	9.0	10.1	-22.7	7.9
<b>Produk Domestik Bruto (PDB)</b>	<b>6.32</b>	<b>6.01</b>	<b>4.2</b>	<b>5.24</b>

Sumber: Perencanaan Bank Indonesia, "telah diolah kembali"



Menurut sektor ekonomi, sektor pengangkutan dan komunikasi diperkirakan akan tetap mencatat pertumbuhan tertinggi sebesar 15.5%, meskipun lebih rendah 2.1% dari tahun 2009. Disusul oleh sektor listrik, gas dan air bersih; sektor keuangan, *real estate* dan jasa perusahaan; sektor konstruksi; serta sektor jasa-jasa masing-masing sebesar 11.2%, 6.5%, 6.4% dan 6.37% di posisi kedua sampai kelima untuk tingkat pertumbuhan sektor ekonomi tertinggi di tahun 2010. Sementara dari sisi produksi, pertumbuhan ekonomi akan kembali didukung oleh pertumbuhan sektor industri manufaktur, dengan harapan kondisi politik pemerintah cukup kondusif untuk mendukung pertumbuhan ekonomi dan industri. Jika pada masa orde baru dulu pembangunan ekonomi Indonesia sempat berorientasi pada *import substitution* dan *export oriented*, maka diharapkan pemerintah dapat kembali memberikan arahan pada pembangunan sektor industri. Pulihnya perokonomian global yang tentunya juga akan berdampak positif pada perekonomian nasional mendorong kontributor utama pertumbuhan ekonomi Indonesia yaitu sektor perdagangan, diperkirakan akan meningkat secara berarti pada tahun ini sebanyak 3.20%. Hal ini didukung pula oleh pertumbuhan sektor industri manufaktur.

Untuk laju inflasi, diperkirakan pada tahun ini akan meningkat dan diharapkan tetap terkendali. Hal ini diakibatkan oleh peningkatan ekonomi nasional dan pemulihan ekonomi global. Kondisi ini diharapkan akan kembali mengaktifkan perdagangan internasional dan memulihkan kondisi serta kepercayaan investor bisnis, sehingga diharapkan akan mengundang masuknya modal asing untuk investasi domestik. Meskipun potensi ini akan mendongkrak laju sektor industri, namun di satu sisi akan mengakibatkan tekanan pada harga dalam negeri. Diperkirakan laju inflasi pada tahun ini akan bergerak antara 5.5-6.5%, angka ini dianggap tidak berlebihan, karena diperkirakan nilai tukar Rupiah masih cenderung stabil, sementara tingkat investasi dan konsumsi berdasarkan proyeksi PDB menurut kegunaannya meningkat secara moderat, yang disebabkan oleh masih rendahnya daya beli masyarakat

## 4.2. Analisis Industri

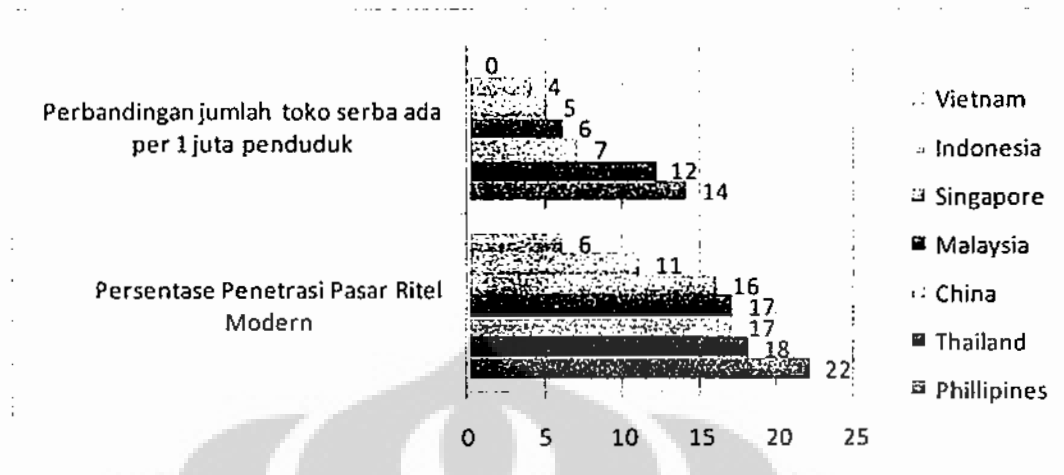
### 4.2.1. Pertumbuhan Industri Toko Serba Ada (*Department Store*) di Indonesia

Industri Toko Serba Ada Indonesia memiliki fundamental yang kuat, meskipun masih di bawah angka penetrasi-pasar relatif negara Asia (11% dari toko ritel modern non-grosir Indonesia vs 18% untuk negara-negara Asia lainnya) (McKinsey Consulting, 2010).

- Pasar toko serba ada telah menunjukkan pertumbuhan yang sehat pada tingkat *compound annual growth rate* (CAGR) ~11% pada tahun 2008, selama periode waktu ketika PDB nominal tumbuh sebesar 15% dengan kontribusi ritel modern penjualan sebesar 13% dan pendapatan kelas menengah di 33% CAGR.
- Kontradiksi ini dapat dijelaskan oleh kurang intensnya persaingan di industri toko serba ada Indonesia, dimana pemain tidak menghadapi tekanan untuk cepat berkembang, seperti yang terjadi di pasar Amerika Serikat dan Cina.

Prospek pertumbuhan toko serba ada Indonesia adalah positif (dengan tingkat CAGR 10-12% di 2009-14), didorong oleh harapan bahwa merek-merek toko serba ada akan terus membuka toko baru selama permintaan laten ada. Permintaan ini memberikan gambaran positif: pertumbuhan PDB riil diharapkan tumbuh di sekitar ~6% p.a, rumah tangga kelas menengah terus meningkat dari ~ 39% menjadi ~ 56% pada tahun 2014, dan meningkatnya kepercayaan konsumen.

Meskipun penetrasi *department store* di Indonesia terbelah belum maksimal jika dibandingkan negara Asia lainnya, hanya 11% jika dibandingkan 18% pangsa pasar rata-rata negara Asia lainnya untuk pengecer non-grosir modern, namun pasar toko serba ada ini telah menunjukkan pertumbuhan yang sehat pada angka sekitar 11% CAGR (*compound annually growth rate*) pada tahun 2000-2008, dengan pertumbuhan kelas pendapatan menengah sebesar 33%.



**Grafik 4.3. Perbandingan Penetrasi Industri *Department Store* Indonesia dengan Negara Asia Lainnya**

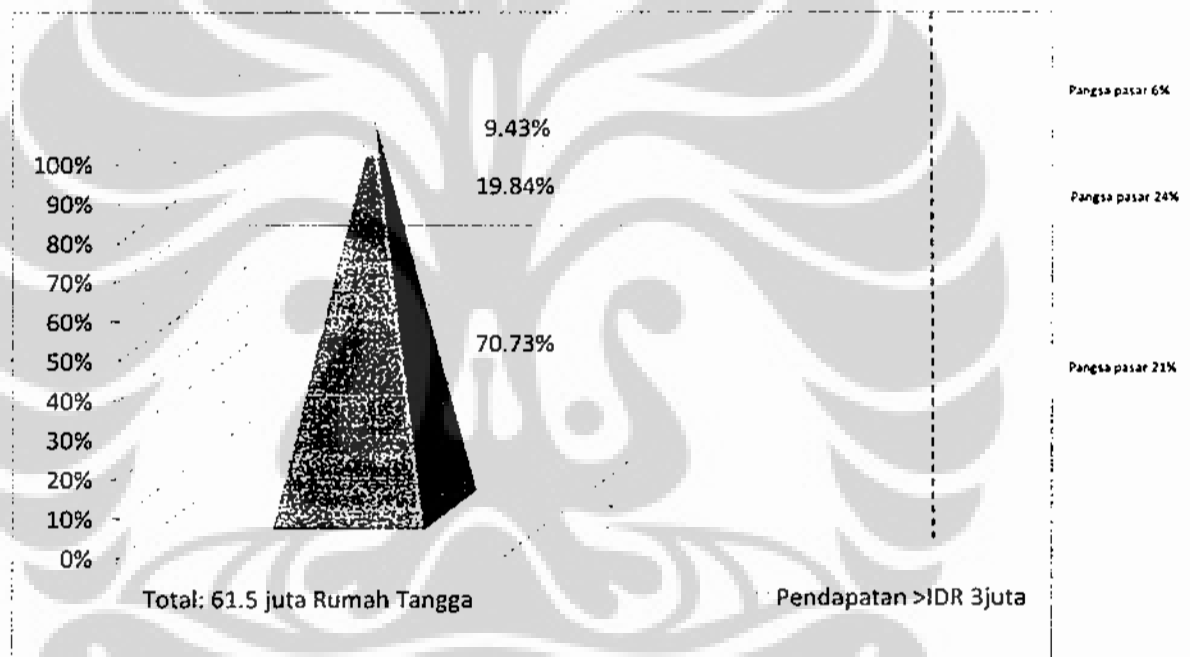
Sumber: McKinsey Consulting, "telah diolah kembali"

Kondisi yang bertolak belakang ini disebabkan oleh kondisi kompetisi yang tidak menekan pemain untuk melakukan ekspansi secara cepat seperti di negara-negara maju. Diperkirakan bahwa pertumbuhan *department store* di Indonesia akan positif yaitu sebesar 10-12% CAGR pada tahun 2009-2014, seiring dengan perbaikan kondisi ekonomi global, nasional dan daya beli serta preferensi masyarakat atas pengecer modern dan meningkatnya persaingan merek toko serba ada yang akan terus membuka toko-toko baru selama permintaan laten masih tetap ada.

Jika penetrasi toko serba ada Indonesia (11%) mencapai angka rata-rata Negara Asia dengan tingkat penetrasi pasar sebesar 18%, maka pasar toko serba ada ini akan dapat meningkat secara potensial hingga mencapai IDR 30 triliun per tahun (saat ini IDR 23.6 triliun per tahun). Sementara jika perbandingan jumlah toko serba ada Indonesia terhadap 1 juta penduduk (saat ini ~4) mencapai angka rata-rata Negara Asia dengan per kapita setiap toko sebesar ~9 dari ritel modern, maka pasar toko serba ada dapat meningkat hingga bahkan dua kali lipat hingga mencapai IDR 50 triliun.

Selama kurun waktu tahun 2000-2008, pertumbuhan pendapatan toko serba ada mencapai 10.33% sedangkan pertumbuhan jumlah toko serba ada Indonesia berkisar 8.67%. Berdasarkan data ini, menunjukkan bahwa MDS tumbuh diatas tingkat pertumbuhan rata-rata pasar toko serba ada yaitu 11.56% berbanding 10.33%.

#### 4.2.2. Struktur Industri, Peta Kompetisi dan Proposisi Nilai Matahari *Department Store*



**Grafik 4.4. Pangsa Pasar Pemain Industri *Department Store* Indonesia tahun 2004-2008**

Sumber: Matahari Department Store, "telah diolah kembali"

Berdasarkan *positioning* dan pangsa pasar dalam industri *department store* dalam grafik di atas, dapat dilihat bahwa Matahari Department Store merupakan pemimpin pasar dengan porsi pangsa pasar sebanyak 24%, kemudian disusul oleh Ramayana dengan 21% dan Sogo di posisi ketiga dengan angka yang cukup jauh yaitu 6%. Namun ketiga pemimpin ini sebenarnya berada dalam *positioning* yang

berbeda jika dilihat berdasarkan target market yang mereka bidik dengan landasan pendapatan per bulan rumah tangga.

Pertumbuhan industri *department store* diyakini dapat lebih tinggi jika permintaan akan *department store* di Indonesia dapat lebih dipenuhi secara maksimal. Dimana PDB riil Indonesia tumbuh kuat dengan angka rata-rata 5% CAGR selama periode tahun 2000-2008. Indonesia dapat dibilang cukup *survive* dan hanya sedikit terpengaruh oleh krisis global dibandingkan Negara-negara tetangga Asia lainnya dan diharapkan akan meningkat terus pada tingkat rata-rata 6% selama kurun waktu tahun 2009-2014. Sementara itu, kelas pendapatan menengah, dengan tingkat pendapatan *disposable* per tahun sebesar IDR 50-150 juta diperkirakan akan meningkat sebanyak dari 39 menjadi 56% selama periode tahun 2009-2014 dan kelas dengan tingkat

Pertumbuhan potensial bisa jadi lebih tinggi dari rata-rata pertumbuhan historis sebesar 10.33%, jika permintaan laten atas toko serba ada di Indonesia dapat lebih disadari, terlebih lagi didukung oleh sejumlah data yang mendukung, yaitu:

- a. PDB riil Indonesia mengalami pertumbuhan CAGR sebesar 5% dari tahun 2000 sampai dengan 2008
- b. Indonesia hanya sedikit terpengaruhi oleh krisis ekonomi global di tahun 2008, dan diharapkan tumbuh rata-rata sekitar 6% pada tahun 2009-2014
- c. Penduduk dengan pendapatan kelas menengah Indonesia yaitu antara IDR 50-150 juta per tahun diperkirakan akan meningkat dari 39%-56% dari total jumlah rumah tangga dalam periode tahun 2009-2014
- d. Penduduk berpendapatan kelas rendah di bawah IDR 50 juta per tahun akan menurun dari 57% menjadi 34% dari total rumah tangga 2009-2014.
- e. Tingkat kepercayaan diri konsumen juga diperkirakan akan meningkat pada tahun 2010 ini dibandingkan tahun 2008 dan 2009. Hal ini diindikasikan melalui kondisi ekonomi, pendapatan, tingkat pengangguran, harga dan simpanan (tabungan).




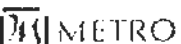
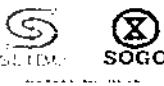
MDS merupakan pemain terbesar (dengan 24% pangsa pasar) di pasar toko serba Indonesia dan memiliki fundamental yang kuat. MDS telah mengalahkan pesaing domestik dari segi pertumbuhan penjualan dan profitabilitas.

- a. Kunci sukses keberhasilan MDS adalah: jaringan yang luas, merek yang kuat, produk-produk yang *fashionable* dan kualitas pelayanan yang prima. MDS mampu memberikan proposisi nilai melalui kemenangan strategi berdasarkan standar format toko serba ada yang memfasilitasi tujuan bisnis secara keseluruhan.
- b. Hasil survei konsumen (McKinsey Consulting, 2009): memperkuat pandangan bahwa MDS adalah pemimpin yang pasar, dengan tingkat kesadaran yang sangat kuat dan penggunaan merek untuk merek pribadinya MDS. Hasil atas survey yang dilakukan di 5 kota (n = 531) menyatakan:
  - Perilaku Konsumen: Responden berbelanja di toko serba ada rata-rata 18 kali per tahun, dengan mayoritas MDS dan Ramayana sebagai pilihan mayoritas (9 dan 8 kunjungan per tahun, masing-masing). Responden menghabiskan lebih banyak uang di MDS dibandingkan pilihan mayoritas lain seperti Ramayana (hampir Rp 3 juta per tahun dibandingkan dengan kurang dari Rp 2 juta untuk semua merek lain).
  - Kesehatan merek: Untuk lima faktor yang pelanggan pertimbangkan ketika memilih merek toko untuk dikunjungi, MDS secara umum mengungguli Ramayana (kecuali di 2 kota). MDS adalah pemimpin yang yang jelas dalam analisis saluran merek, mengidentifikasi 76% pelanggan yang disurvei sebagai pelanggan tetap dan memperoleh skor tertinggi dalam niat pelanggan untuk mengunjungi kembali di masa depan.
  - Label pribadi: label pribadi MDS menikmati kekuatan merek yang kuat. Label merek pribadi MDS, 44% disebut sebagai salah satu dari 3 merek favorit pelanggan (pertanyaan terbuka). Tiga merek pribadi MDS yang paling sering disebutkan adalah Nevada, Cole dan St.Yves yang tampak secara konsisten mempertahankan pelanggan lebih banyak dibandingkan label-label lainnya.

## 4.2.2.1. Peta Kompetisi Industri Toko Serba Ada Indonesia

Tabel 4.9  
Pemetaan Kompetisi antara Matahari Department Store dan Pesaing-  
Pesaing Terdekatnya dalam Industri *Department Store* di Indonesia

← Low-End High-End →

					
<b>Jangkauan &amp; Sebaran</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 104 toko</li> <li>- 42 kota</li> <li>- 21% pangsa pasar berdasarkan penjualan</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 85 toko</li> <li>- 45 kota</li> <li>- 24% pangsa pasar berdasarkan penjualan</li> <li>- Sebagai <i>anchor tenant</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 4 toko</li> <li>- Jakarta dan Bali</li> <li>- Pangsa Pasar tidak signifikan</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 4 toko</li> <li>- Jakarta dan Bandung</li> <li>- Pangsa Pasar tidak signifikan</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 17 toko (empat merek toko)</li> <li>- 4 kota untuk Sogo</li> <li>- 6% pangsa pasar untuk Sogo</li> <li>- Sebagai <i>anchor tenant</i></li> </ul>
<b>Merek</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Merek dikenal, namun penawaran lebih ditujukan ke kelas bawah</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Merek dikenal, bahkan berdasarkan survey mayoritas menyebut sebagai merek terkuat</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Merek tidak terlalu dikenal karena keterbatasan geografis</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Merek dikenal terbatas di kota besar dan kelas menengah ke atas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Monopoli untuk sejumlah merek asing (Sogo, Seibu, Harvey Nichols dan Debenhams)</li> </ul>
<b>Persediaan dan Ragam produk</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tampilan toko padat, ramai dan sempit</li> <li>- Merek kelas bawah, persaingan harga</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tampilan toko lebih tertata dan luas</li> <li>- Dengan strategi baru, merek berfokus pada kelas menengah ke atas. Pertimbangan harga dan kualitas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fokus pada kelas menengah</li> <li>- Beberapa merek berat dan kelas menengah atas (cth: Body Shop)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Merek premium seperti SK2, Guess, dll</li> <li>- Tampilan toko tertata, dengan <i>fashion</i> terkini</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Merek dan produk eksklusif kelas atas</li> </ul>
<b>Iklim Toko</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kebersihan, pencahayaan minim dan rendah</li> <li>- Menggunakan volume untuk menarik konsumen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Toko lama relatif serupa dengan Ramayana, tapi konsep baru lebih bernilai mengingat kelas yg dibidik menengah ke atas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Toko yang nyaman, bersih dan terang</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Iklim toko nyaman, luas dan bersih</li> <li>- Dilengkapi dengan alunan musik mendukung dan tidak berlebihan/</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tampilan toko sangat mewah, luas, bersih, nyaman dan pencahayaan sangat baik</li> </ul>
<b>Kualitas Pelayanan</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Karyawan kurang ramah</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Karyawan cukup proaktif dan ramah</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Pelayanan standar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Karyawan ramah dan proaktif</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Standar pelayanan tinggi</li> </ul>
<b>Harga/ Nilai atas Uang</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dibandingkan pesaing di kelasnya, cenderung paling murah</li> <li>- Strategi diskon setiap hari</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Harga hampir sama dengan Centro dan Metro dan di atas Ramayana</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Harga cenderung sama dengan Matahari</li> <li>- Variasi merek cukup beragam, namun tidak ada merek privat</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Harga relatif lebih tinggi di kelasnya, namun jenis dan ragam merek serta produk lebih variatif</li> <li>- Strategi diskon berkala</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Khusus untuk Sogo harga relatif sama dengan Metro, sementara Seibum Debenhams dan Harvey Nichols di kelas <i>top premium</i></li> </ul>

Sumber: diolah sendiri

Dalam pemetaan industri toko serba ada Indonesia sangat didominasi oleh dua pemain besar yaitu Matahari dan Ramayana. Adapun perbandingan jumlah toko di seluruh Indonesia dan pangsa pasar antara 7 toko serba ada adalah sebagai berikut:

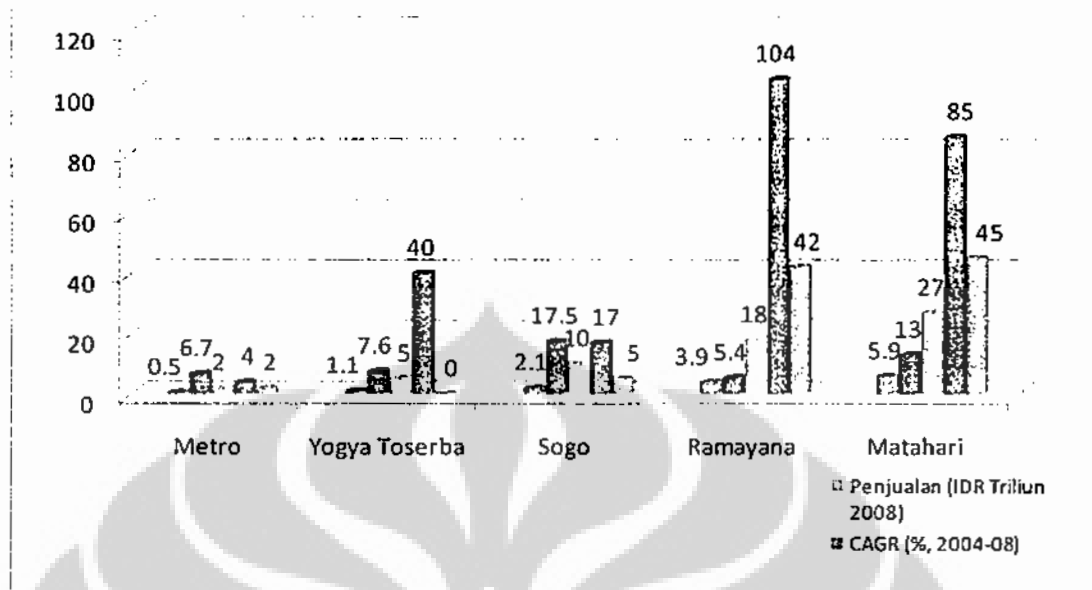
**Tabel 4.10**  
**Perbandingan Jumlah Toko dan Pangsa Pasar Beberapa Pemain**  
**dalam Industri *Department Store* di Indonesia**

	Ramayana	Matahari	Yogya	Sogo	Centro	Metro	Rimo	Java	Saga	Hadri	Debenhams
Jumlah Toko di Indonesia	104	85	40	10	5	4	7	3	3	3	2
Pangsa Pasar	21%	24%	5%	N/A	1%	2%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Sumber: McKinsey Consulting, "telah diolah kembali"

Dari segi penjualan Matahari menduduki peringkat pertama dengan penjualan mencapai IDR 5.9 triliun, diikuti oleh Ramayana yang berada pada tingkat kelas target segmen yang sama di angka IDR 3.9 triliun, lalu Sogo dengan IDR 2.1 triliun, Yogya 0.5 triliun dan Metro IDR 0.5 triliun setiap tahunnya. Berdasarkan pangsa pasar, lima pemain terbesar dalam industri ini adalah Matahari, Ramayana, Sogo, Yogya dan Metro dimana masing-masing sebenarnya membidik kelas konsumen yang berbeda: Matahari kelas menengah, Ramayana dengan kelas menengah ke bawah, Sogo kelas atas, Yogya kelas bawah dan Metro untuk kelas menengah ke atas. Sementara dari total unit *department store* yang dimiliki oleh Matahari *Department Store*, Matahari menduduki peringkat kedua terbanyak sebesar 85 unit, sementara peringkat pertama dipegang oleh Ramayana dengan total 104 unit dimana sebaran Ramayana menjangkau hingga Nusa Tenggara dan Papua dimana *department store* lain tidak. Peringkat ketiga sampai kelima ditempati oleh Yogya Toserba sebanyak 40 unit, Sogo 10 unit dan Rimo 7 unit.





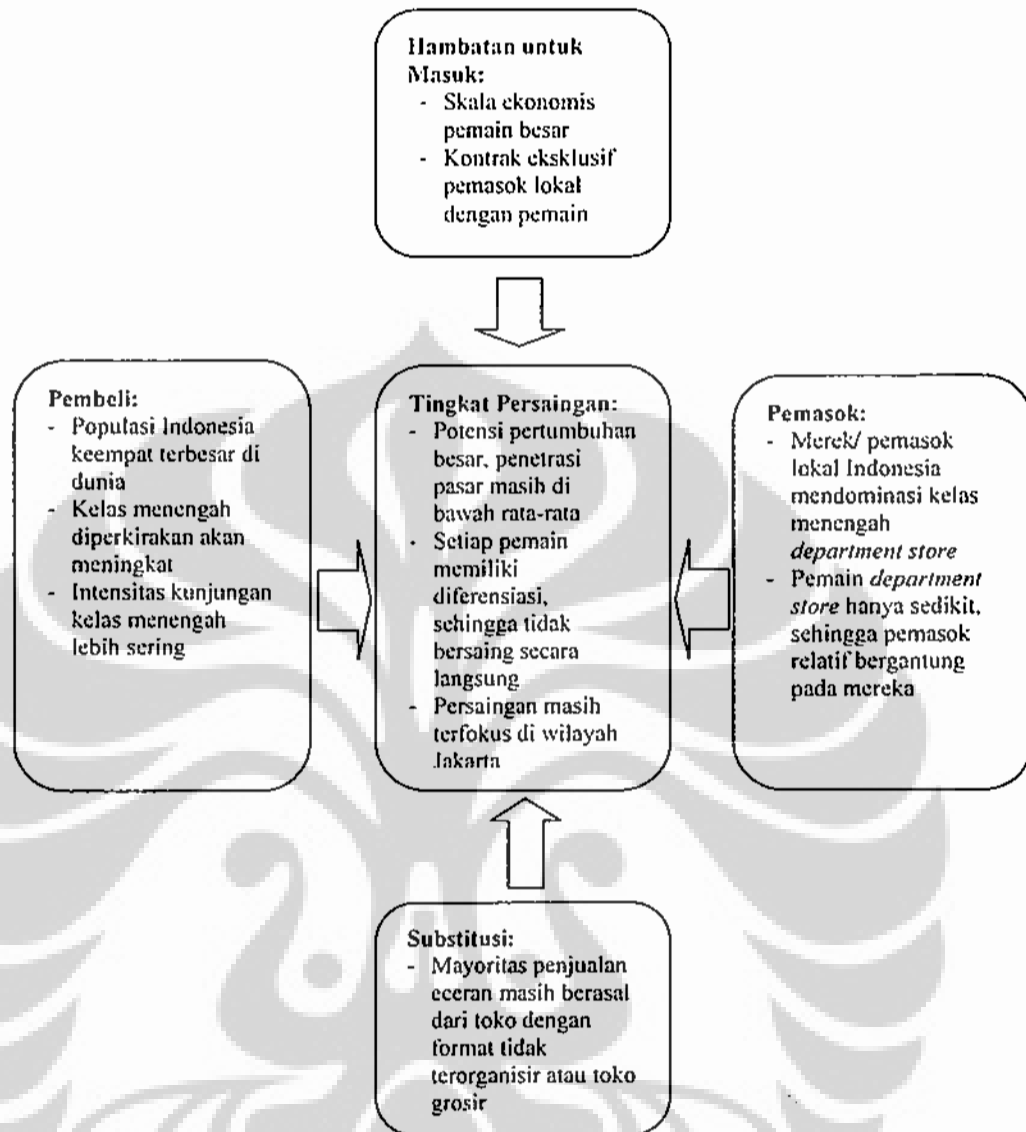
**Grafik 4.5. Perbandingan Pendapatan, CAGR, Pangsa Pasar, Jumlah Unit Toko dan Jangkauan Geografis Lima Pemain Utama Industri *Department Store* di Indonesia**

Sumber: McKinsey Consulting, "telah diolah kembali"

#### 4.2.2.2. Atraktivitas Industri Toko Serba Ada dengan Target Segmen Kelas Menengah

Dengan menggunakan *Five Porter's Forces* sebagai pendekatan analisis atraktivitas industri *department store* di Indonesia, khususnya untuk kelas konsumen dengan pendapatan menengah, maka didapati bahwa:

- Tingkat Persaingan: pasar *department store* Indonesia memiliki potensi pertumbuhan yang signifikan dengan didominasi oleh beberapa pemain sehingga akan sulit bagi pemain baru untuk masuk dan bersaing; dengan format *department store* para pemain yang ada seperti tidak bersaing secara langsung; dan kompetisi pasar terfokus di Jakarta
- Substitusi: Penjualan ritel masih didominasi oleh toko yang tidak terorganisir dan atau toko dengan format grosir.



**Gambar 4.1. Five Porter's Forces dalam Industri Department Store Kelas Menengah di Indonesia**

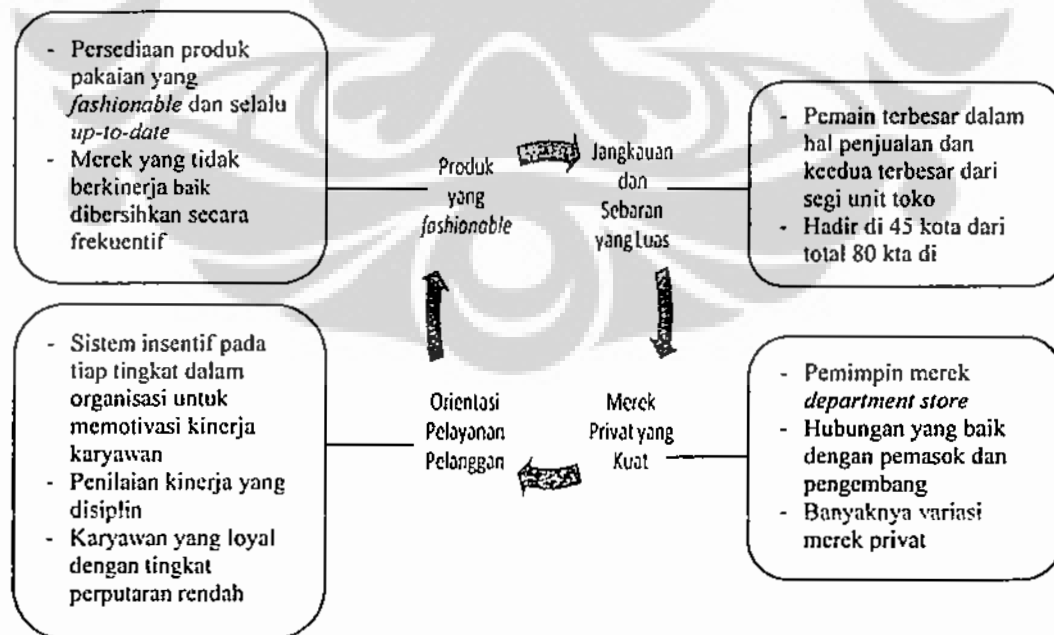
Sumber: diolah sendiri

- c. Pembeli: Indonesia dengan populasi terbesar ke-empat setelah Cina, India dan Amerika; tingkat penetrasi pasar/ industri hanya 11% dan berada di bawah angka rata-rata Negara tetangga Asia lainnya sehingga peluang untuk tumbuh masih sangat besar; Proyeksi pertumbuhan kelas menengah yang lebih memilih pengecer modern.

- d. Pemasok: Merek lokal mendominasi *department store* kelas menengah, namun karena jumlah pemainnya sedikit maka pemasok justru relatif bergantung pada *department store* sebagai unit distribusi mereka.
- e. Hambatan untuk Masuk dalam Pasar: Skala ekonomis dari segi investasi pembangunan jaringan toko dan penjualan merek domestik harus mencapai 70-80% dari total penjualan; sebagian besar pemasok lokal telah memiliki kontrak eksklusif dengan *department store* yang ada.

#### 4.2.2.3. Proposisi Nilai Matahari Department Store

Matahari Department Store merupakan pemain terbesar dengan total pangsa pasar sebesar 24% di industri *department store* Indonesia dan memiliki infrastruktur yang kuat. Faktor kesuksesannya yang membentuk *value proposition*-nya antara lain yaitu jangkauan dan sebaran geografi yang luas, merek yang kuat (baik toko maupun merek produk privat dari Matahari), produk-produk yang *fashionable* dan tetap *up-to-date* dengan perkembangan terkini, serta orientasi yang ditanamkan Matahari pada setiap karyawannya yaitu pelayanan yang prima kepada setiap konsumen yang datang.



Gambar 4.2. Value Proposition Matahari Department Store

Sumber: diolah sendiri

MDS memiliki proposisi nilai yang kuat, tanpa kompetitor langsung diantara pemain-pemain lokal toko serba ada lainnya. Berdasarkan grafik perbandingan, *value proposition* dan survey konsumen yang dilakukan oleh McKinsey & Company serta pemetaan kompetisi dalam industri toko serba ada, dapat dilihat bahwa sebenarnya tidak ada pesaing MDS yang bersaing secara langsung (*head-to-head*) meskipun tetap bersinggungan di batas bawah dan atas dari target pasar yang mereka bidik. Masing-masing juga memiliki diferensiasi khususnya dari ragam merek dan *ambience* toko yang coba mereka bangun untuk merpresentasikan merek toko dan *positioning* mereka di benak para konsumen.

### 4.3. Analisis Perusahaan

#### 4.3.1. Profil Perusahaan

Matahari didirikan pertama kali pada tahun 1958 oleh pendirinya, seorang legendaris di dunia ritel Indonesia yaitu Bapak Hari Darmawan, yang memiliki reputasi dan pengalaman yang sudah dikenal di pasar domestik dan internasional, serta merupakan seorang pengusaha yang dihormati di industrinya. Bisnis ini kemudian resmi menjadi entitas bernama PT. Matahari Putra Prima pada tanggal 11 Maret 2011. Pada tahun 1992, perusahaan ini resmi terdaftar di bursa efek Jakarta sebagai salah satu perusahaan terbuka dengan kode saham MPPA dan selanjutnya pada tahun 1996, kepemilikan mayoritas Matahari beralih dari Hari Darmawan ke Lippo Group, sebuah bisnis konglomerat Indonesia dengan multi usaha terkemuka di berbagai industri.

Banyak pihak yang pada awalnya mempertanyakan akuisisi ini, dugaan terbelit hutang dan kalah bersaingnya bisnis ritel milik Lippo Group ketika itu yaitu Wal Mart, menjadi isu utama dugaan pengambilalihan ini. Namun hal ini tidak menghalangi proses penandatanganan pengalihan 45% saham Matahari Putra Prima dari Herman Darmawan (putera dari Hari Darmawan) kepada Multipolar (anak usaha Lippo Group) melalui James T. Riyadi selaku perwakilan pada tanggal 9 Januari 1997, Matahari Group resmi diambil alih Lippo Group. Sementara 5.1% lainnya dilakukan melalui *tender offer* untuk Multipolar menjadi pemegang saham

mayoritas selanjutnya. Transisi kepemilikan baru yang menjadi aliansi bisnis ini membawa Matahari ke struktur dan strategi bisnis yang baru.

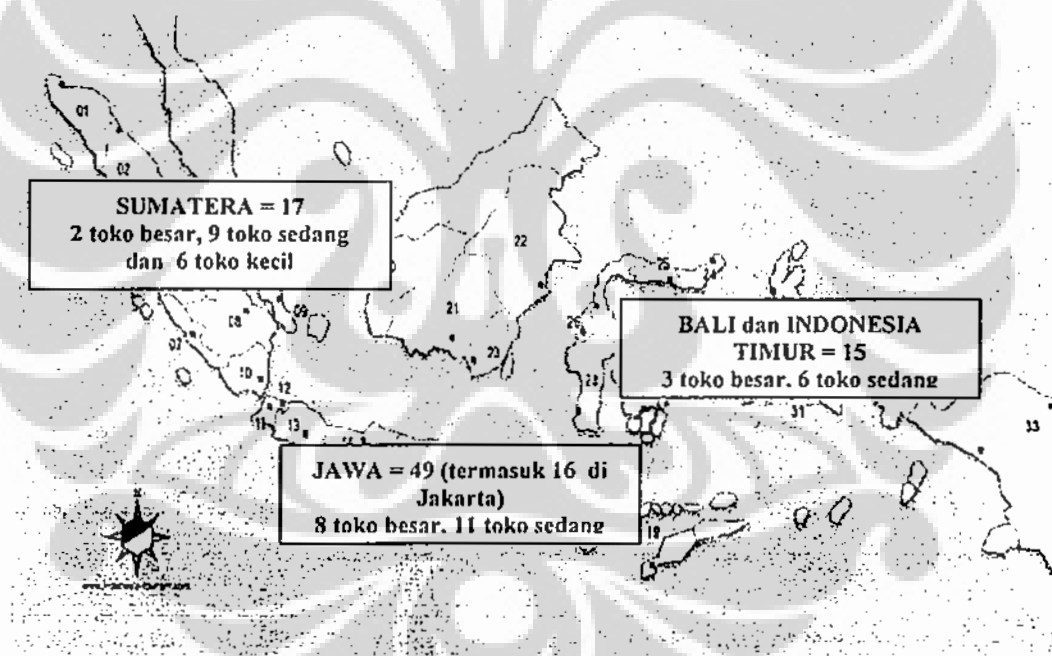
**Tabel 4.11**  
**Sejarah Matahari Group**

Tahun	Peristiwa Penting
1958	Pembukaan toko pertama di Pasar Baru, Jakarta
1972	Sebagai <i>pioneer</i> atas konsep konsep Department Store di Indonesia
1980	Pembukaan toko pertama di luar Jakarta - Sinar Matahari Bogor
1992	<i>Initial Public Offering</i> di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya
1995	Ekspansi Bisnis Operasional Utama Supermarket melalui <i>right issue</i> Rp. 75 Miliar
1996	Penerbitan obligasi 5 tahun sebesar US\$ 100 juta dan <i>right issue</i> sebesar Rp 226 Miliar
1997	Multipolar menjadi pemegang saham mayoritas melalui <i>right issue</i> Rp 902 Miliar
2000	Peluncuran Matahari Club Card (MCC) sebagai strategi retensi pelanggan
2001	Penyelesaian obligasi jatuh tempo 5 tahun, sebesar Rp 100 juta
2002	- Restrukturisasi Bisnis Utama: Matahari Department Store, Matahari Supermarket dan TimeZone menjadi unit bisnis yang independen dan transparan. - Penerbitan Obligasi 1 5 tahun - Rp 450 Miliar
2003	Konsolidasi penutupan toko yang tidak menguntungkan, kembali berfokus pada infrastruktur internal dan sumber daya & perusahaan
2004	- Peluncuran Unit Bisnis baru : Hypermart - Top 500 Award Ritel Asia-Pacific: # 1 – Indonesia - Penerbitan Obligasi Rp. 300 Miliar dan Obligasi Syariah I Rp. 150 Miliar
2005	Ekspansi agresif melalui pembukaan 10 <i>department store</i> , 4 Kids2Kids, 13 Hypermart, 4 Price Cut dan 1 Matahari Supermarket
2006	- Ekspansi agresif lanjutan: pembukaan 18 Matahari Department Store / Hypermart / <i>Specialty store</i> - Top 500 Award Ritel As-Pac: # 1-Indonesia. - Penerbitan obligasi 3-tahun Rp 150 M dengan <i>rating</i> : B1 (Moody's) dan B + (S & P)
2007	- Ekspansi agresif Lanjutan: pembukaan 15 Matahari Department Stor / Hypermart / <i>Specialty store</i> & 3 Pusat Distribusi di Kawasan Timur Indonesi - Peluncuran konsep <i>department store</i> baru untuk kelas menengah ke atas: Parisian - Penghargaan Top 500 Asia Pacific Retail: Terbaik Terbaik Penghargaan Top 500 Asia Pacific Retail: # 1 – Indonesia

Sumber: [www.matahari.co.id](http://www.matahari.co.id)

Universitas Indonesia

Matahari group meliputi jaringan toko serba ada dengan variasi produk pakaian, perhiasan atau aksesoris, tas, sepatu, kosmetik, peralatan elektronik, mainan, alat tulis, buku, obat-obatan dan kebutuhan harian lainnya serta pusat hiburan keluarga. Adapun kegiatan operasional Grup Matahari sendiri terdiri dari sembilan unit bisnis eceran utama, yaitu (1) Matahari Department Store (2) Parisian (3) Hypermart (4) Foodmart (5) Times (6) Kartu Matahari Club (7) Food Junction (8) Time Zone dan (9) Bintang Sidoraya Group. Sembilan pilar ini saling berkaitan dan mendukung dalam memberikan pelayanan kepada investor, pelanggan dan mitra bisnis. Namun boleh dikatakan bahwa unit bisnis Matahari Department Store ini lah yang paling menguntungkan serta menjanjikan di antara unit-unit bisnis yang lainnya.



**Gambar 4.3. Jaringan Operasional Matahari Department Store di Indonesia**

Sumber: Laporan Keuangan PT. Matahari Putra Prima tahun 2009, "telah diolah kembali"

Matahari Department Store (MDS) sendiri adalah jaringan toko serba ada yang sangat unggul di Indonesia melalui penawarannya dalam produk-produknya. MDS mengoperasikan bisnisnya dalam jaringan nasional yang luas melalui lebih dari 80 unit tokonya yang tersebar di 45 kota di Indonesia. MDS menggapai masa

yang luar biasa di tahun 2007 baik dalam hal pencapaian hasil keuangan serta mengembangkan strategi bisnis yang harus memungkinkan Perseroan untuk meningkatkan cakupan di masa depan. Di bawah kepemimpinan Travis Piring, seorang eksekutif ternama di industri *department store* Amerika Serikat, yang ditunjuk sebagai CEO baru pada awal tahun 2007, dan didukung oleh tim manajemen & stafnya, MDS mencatat sejumlah prestasi yang signifikan.

#### 4.3.2. Analisis Strategi Bersaing Matahari Department Store

Dengan menggunakan konsep baru Matahari yang berfokus pada kelas menengah dan kelas menengah ke atas, bersinggungan langsung dengan Ramayana dan Metro sebagai kompetitor di batas bawah dan batas atasnya Matahari menerapkan sejumlah strategi untuk dapat memenangkan pasar,. Adapun strategi yang telah diterapkan oleh Matahari Department Store dalam kompetisi yang dihadapi di industri *department store* adalah sebagai berikut:

- a. Format toko serba ada yang standar: format yang lebih kecil dengan ukuran 6,000 sqm, 2-3 lantai didominasi oleh merek lokal dan pribadi atas produk-produk non-makanan.
- b. Tujuan Bisnis: dalam beberapa tahun terakhir, MDS berfokus pada variasi produk sepatu dan pakaian serta menggiring merek lokal terkemuka dalam lini produk mereka.
- c. Aktivitas promosi yang agresif: melalui aktivitas promosi dan penjualan yang inovatif dengan menggunakan pemasaran langsung dan kampanye melalui saluran elektronik
- d. Performa Manajemen: Penilaian menyeluruh dari level dasar hingga manajemen puncak, seluruh divisi serta karyawan. Manajemen pemasok yang agresif untuk mengimbangi usaha pencapaian target.
- e. Penganggaran yang konservatif dan program insentif karyawan: melalui target yang rendah untuk memastikan tingkat biaya tetap yang rendah, namun pembayaran karyawan secara variabel dengan skala tinggi berdasarkan pencapaian penjualan (insentif). Karyawan menjadi termotivasi untuk bekerja

keras dan menjadi proaktif dalam mendekati dan memberikan pelayanan kepada pelanggan selama kunjungan mereka dalam toko.

- f. Penghuni mall yang paling dominan (*Anchor*): sebagai pemain toko serba ada yang paling besar, MDS umumnya menjadi *anchor tenant* dalam pusat-pusat perbelanjaan yang dihuninya, menggantikan toko-toko serba ada dengan skala yang lebih rendah.
- g. Memanfaatkan kekuatan atas pemasok: menanyakan kepada seluruh vendor konsinyasi untuk memenuhi target laba kotor sebesar persentase tertentu atas penjualan, umumnya dalam MOU hal ini telah dicantumkan oleh pihak MDS
- h. Meningkatkan persediaan produk melalui merek-merek pribadi: MDS mengadopsi strategi dan tren barat dalam hal ini dengan diperbantukan oleh 500 pemasok langsung.

#### 4.3.3. Analisis Peluang dan Risiko atas Investasi Akuisisi Matahari Department Store

Sebagai perusahaan target akuisisi, sejumlah keunggulan dan peluang yang dapat dijadikan pertimbangan oleh perusahaan yang akan melakukan pembelian asset ataupun saham atas PT. Matahari Department Store, antara lain:

- a. Pemimpin pasar Indonesia, secara ukuran dan kinerja; Matahari merupakan operator *department store* terbesar dengan pangsa pasar sekitar 24% di Indonesia. Kinerja perusahaan ini bahkan melebihi pesaingnya (yang memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang sama) dalam kurun waktu 3 tahun ke belakang, semenjak adanya pergantian manajemen di tahun 2006 yang lalu. Kinerja ini dicapai salah satunya melalui strategi "*low-hanging fruit*" dengan menutup toko-toko yang tidak produktif dan pengembangan produktivitas nyata salah satunya melalui kategori sepatu sebagai salah satu penekanan bisnis saat ini.
- b. Pengakuan konsumen atas kekuatan Matahari; berdasarkan survey konsumen oleh McKinsey & Company, menunjukkan bahwa Matahari sebagai pemimpin dengan tingkat *brand awareness* dan penggunaan merek privatnya yang tinggi



oleh para responden (44% mengatakan merek privat Matahari sebagai salah satu merek favoritnya dan 76% pelanggan adalah pelanggan reguler).

- c. Ruang untuk bertumbuh dan berkembang; Matahari dapat membuka delapan toko per tahun, dengan kombinasi menggunakan pusat perbelanjaan yang sudah ada ataupun baru sebagai lokasi, dengan begitu diperkirakan sekitar 12% pertumbuhan penjualan setiap tahunnya (dari IDR 6.9 triliun saat ini menjadi IDR 12.2 triliun pada tahun 2014). Ekspansi cepat dalam pembukaan toko-toko baru dan pengembangan produktivitas akan menjadi kunci utama pertumbuhan.

Sedangkan, untuk risiko yang harus dipertimbangkan dalam rencana akuisisi PT. Matahari Department Store lebih dikarenakan oleh faktor eksternal seperti:

- a. Ketidakpastian ekonomi makro; ketidakstabilan politik dapat mempengaruhi peluang dan minat investasi atas pembangunan pusat-pusat perbelanjaan baru dan tentunya hal ini akan mempengaruhi pertumbuhan jangka panjang. Selain itu melemahnya mata uang Rupiah secara signifikan akan meningkatkan biaya masukan produksi, sehingga dapat mengganggu penyaluran persediaan oleh pihak penyalur dan naiknya harga komoditas (khususnya pangan dan bahan bakar) akan mengurangi belanja konsumen di luar daerah.
- b. Struktur kontrak sewa; jika harga properti pengembang pusat perbelanjaan berkembang lebih cepat dari properti internal tentunya hal ini dapat meningkatkan harga sewa yang menjadi beban *department store*, oleh karena itu perlu diantisipasi melalui kontrak yang bersifat dapat dinegosiasikan kembali dengan tingkat eskalasi yang *reasonable*, khususnya dalam kurun waktu lima tahun ke depan.
- c. Konsentrasi pemasok; Matahari memiliki kekuatan pemasok yang sangat tinggi pada saat ini, terdapat sekitar 800 pemasok dimana mayoritas dari mereka menggantungkan lebih dari 50% bisnisnya ke Matahari sebagai jalur utama distribusi. Risikonya adalah pemasok-pemasok ini tidak mampu mengimbangi rencana pertumbuhan Matahari sebagai pendukung. Hal ini

dapat dimitigasi dengan pengawasan atas kinerja pemasok dan bantuan finansial melalui pihak ketiga (bank) untuk memastikan kelancaran pasokan.

- d. Pemisahaan dari *shared services*; kemungkinan sejumlah data dan rahasia bisnis selama ini tidak diberikan oleh perusahaan induk, untuk meminimalisir hal ini maka klarifikasi atas kepemilikan data oleh perusahaan induk dapat dimasukkan dalam bagian kesepakatan dan memastikan sistem informasi manajemen yang telah berjalan tidak terganggu bahkan agar dapat diusahakan melalui pengembangan operator IT sendiri atau pihak ketiga yang ditunjuk.
- e. Logistik; gudang Matahari Department Store selama ini sifatnya *sharing* dengan lini bisnis lain dari perusahaan induk, salah satunya yaitu Hypermart. Oleh karena itu perlu dipertimbangkan untuk mengembangkan perencanaan logistik yang mampu mengimbangi rencana bisnis Matahari selama lima tahun ke depan, dan mengidentifikasi lokasi alternatif untuk gudang atau pusat distribusi dan logistik yang potensial.

#### 4.3.4. Analisis Laporan Keuangan

##### 4.3.4.1. Analisis Rasio Keuangan

Berdasarkan data yang diperoleh melalui neraca dan laporan laba rugi MPPA periode tahun 2005-2006, maka diperoleh perhitungan atas sejumlah rasio keuangan yang diperlukan untuk menganalisis kinerja perusahaan MPPA, sebagai berikut:

##### a. Pengukuran Kinerja Keseluruhan

Secara keseluruhan kinerja MPPA dapat dihitung berdasarkan empat rasio, yaitu ROA, ROI, ROE dan PER. ROA rata-rata MPPA adalah sebesar 0.04 kali yang menunjukkan kinerja total asset dalam menghasilkan penghasilan bersih bagi perusahaan, untuk ROI rata-rata sebesar 0.06 kali yang digunakan untuk menganalisis efektivitas manajemen dalam menggunakan *pool of capital* yang terdiri dari kewajiban jangka panjang dan saham, sementara untuk ROE yang hanya memperhitungkan saham sebagai sumber pendanaan, menunjukkan hasil yang lebih tinggi yaitu sebesar 0.07 kali.

**Tabel 4.12**  
**Rasio Keuangan Matahari Putra Prima (MPPA) periode 2005-2009**

<b>ANALISIS RASIO KEUANGAN</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Rata-rata</b>
<b>Pengukuran Kinerja Keseluruhan</b>						
<i>Return on Assets (%)</i>	0.07	0.05	0.04	0.01	0.05	0.04
<i>Return on Invested Capital (%)</i>	0.09	0.06	0.05	0.03	0.07	0.06
<i>Return on Shareholder's Equity</i>	0.11	0.07	0.06	0.00	0.09	0.07
<i>Price/ Earning Ratio (times)</i>	10.78	12.46	16.85	315.09	13.35	73.70
<b>Pengukuran Profitabilitas</b>						
<i>Gross Profit Margin (%)</i>	29.08%	27.22%	26.40%	26.08%	34.59%	28.67%
<i>Nett Profit Margin (%)</i>	3.22%	1.89%	1.84%	0.09%	2.92%	1.99%
<i>Cash Realization</i>	1.73	3.15	7.03	71.74	4.10	17.55
<i>Earnings Per Share (IDR)</i>	89.07	64.20	40.95	2.00	65.94	52.43
<b>Uji Utilisasi Investasi (Aktivitas)</b>						
<i>Asset Turnover (times)</i>	1.51	1.40	1.16	1.23	0.97	1.25
<i>Invested Capital Turnover (times)</i>	2.08	1.90	1.52	2.32	1.40	1.84
<i>Equity Turnover (times)</i>	3.35	3.92	3.01	3.85	2.97	3.42
<i>Capital Intensity (times)</i>	3.88	4.23	5.75	6.29	4.72	4.98
<i>Days' Cash</i>	56.51	48.81	68.47	67.98	76.98	63.75
<i>Days' Receivables</i>	5.04	9.37	8.51	21.06	5.96	9.99
<i>Days' Inventory</i>	50.33	46.73	46.02	40.53	63.61	49.44
<i>Operating Cycle</i>	55.36	56.11	54.53	61.59	69.57	59.43
<i>Inventory Turnover (times)</i>	7.25	7.81	7.93	9.01	5.74	7.55
<i>Working Capital Turnover (times)</i>	20.29	9.01	3.97	21.64	5.35	12.05
<i>Current Ratio</i>	1.29	1.62	2.25	1.12	1.61	1.58
<i>Acid-Test (Quick) Ratio</i>	0.72	1.10	1.79	0.91	1.24	1.15
<b>Uji Kondisi Keuangan (Likuiditas dan Solvabilitas)</b>						
<i>Current Ratio</i>	1.29	1.62	2.25	1.12	1.61	1.58
<i>Acid Test or Quick Ratio</i>	0.72	1.10	1.79	0.91	1.24	1.15
<i>Financial Leverage or Eqity Multiplier</i>	2.21	2.80	2.60	3.13	3.05	2.76
<i>Debt/Equity Ratio</i>	1.21	1.80	1.60	2.13	2.05	1.76
<i>Debt/Capitalization</i>	0.61	1.06	0.98	0.66	1.11	0.88
<i>Times Interest Earned</i>	3.26	2.06	2.01	0.61	2.42	2.07
<i>Cash flow/ Debt</i>	0.15	0.13	0.24	0.11	0.17	0.16
<b>Uji Kebijakan Dividen</b>						
<i>Dividend Yield (%)</i>	-	2.60%	1.30%	1.67%	-	1.86%
<i>Dividend Payout Ratio (%)</i>	-	28.15%	29.25%	28.80%	-	28.73%

Sumber: Laporan Keuangan PT. Matahari Putra Prima tahun 2005-2009, "telah diolah kembali

Secara rata-rata PER MPPA berada di kisaran 73.70 kali, yang menggambarkan perbandingan antara harga saham terhadap penghasilan per saham atau dapat diartikan, untuk setiap Rp. 73.70 menghasilkan Rp. 1,-, angka ini memang relatif besar yang disebabkan oleh jatuhnya pendapatan bersih pada tahun 2008 sebanyak -96.05% akibat kerugian valuta asing sekitar Rp. 389.59 milyar yang harus ditanggung oleh pemegang saham dan dibuktikan oleh tingginya angka PER pada tahun tersebut, yaitu sebesar 315.09. Angka ini didapat dengan membandingkan antara harga saham pada akhir tahun 2008 sebesar Rp. 630.00 dengan pendapatan bersih per lembar saham tahun yang sama yang hanya sekitar Rp. 2.00.

b. Pengukuran Profitabilitas

Sedangkan untuk profitabilitas akan digunakan dua rasio, yaitu *gross profit margin* (GPM) dan *net profit margin* (NPM) atau juga dikenal sebagai *return on sales* (ROS) serta *earnings per share* (EPS). Untuk GPM rata-rata yang menunjukkan tingkat marjin MPPA adalah sebesar 28.67% yang sengaja dinaikturunkan oleh pihak MPPA untuk mengejar tingkat penjualan, sementara untuk NPM rata-rata adalah sebesar 1.99%, selisih jauh antara kedua rasio ini diakibatkan oleh adanya kerugian transaksi non-operasional MPPA yang menggerogoti *bottom line* perusahaan pada tahun 2006 dan 2008. Sementara penghasilan yang diperoleh pemegang saham untuk setiap lembar sahamnya secara rata-rata adalah sebesar Rp. 52.43, yang dibuktikan melalui nilai rasio EPS sebesar 52.43. Kecilnya angka EPS pada tahun 2008, yaitu hanya sebesar Rp. 2.00 disebabkan oleh jatuhnya pendapatan bersih tahun 2008, yaitu hanya sebesar Rp. 10.49 miliar akibat kerugian transaksi valuta asing pada tahun yang sama. Sementara untuk rasio perbandingan rata-rata *cash realization* adalah sebesar 17.55 kali.

c. Uji Utilisasi Investasi

Jika pengukuran profitabilitas lebih berfokus pada laporan laba/rugi, maka dalam uji utilisasi investasi ini melibatkan angka-angka yang terdapat untuk mendapatkan perputaran investasi, intensitas aset modal dan pengukuran modal kerja. Rata-rata *asset turnover*, *invested capital turnover* dan *equity turnover* MPPA adalah sebesar 1.25, 1.84 dan 3.42 kali yang menunjukkan rasio masing-masing komponen dalam neraca tersebut terhadap tingkat penjualan perusahaan. Jika rasio perputaran ini cukup rendah, maka hal yang dapat dilakukan oleh perusahaan adalah dengan meningkatkan margin keuntungan untuk memperbesar ROI. Hal tersebutlah yang dilakukan oleh pihak MPPA pada tahun 2009 untuk mengantisipasi jatuhnya penjualan akibat melemahnya daya beli masyarakat sebagai dampak kondisi perekonomian nasional yang dipengaruhi krisis ekonomi global.

Sementara untuk tingkat *capital asset intensity* rata-rata MPPA adalah sebesar 4.98 kali, mengingat sebagian besar dari unit toko Matahari Department Store merupakan hak sewa atas bangunan dengan tujuan fleksibilitas dan mengurangi biaya perawatan terkait dengan aset tetap. Untuk pengukuran modal kerja, melalui *days receivable* dan *days inventory* diperoleh siklus operasional sebesar 59.43 hari dengan tingkat perputaran persediaan sebanyak 7.55 kali dan perputaran modal kerja sebesar 12.05 kali per tahun.

d. Uji Kondisi Keuangan (Likuiditas dan *Solvency*)

Jika dua rasio sebelumnya lebih berfokus pada indikator kinerja manajemen pemasaran dan operasi, maka dalam rasio kondisi keuangan akan berfokus pada performa manajemen keuangan MPPA terkait dengan likuiditas dan kemampuannya memenuhi kewajiban. *Current ratio* rata-rata MPPA adalah sebesar 1.58 yang dapat diartikan bahwa untuk memenuhi Rp. 1 kewajiban lancar, MPPA memiliki Rp 1.58 sebagai likuiditas jangka pendeknya, jika diperluas dengan *quick ratio* diperoleh rata-rata rasio sebesar 1.15. Untuk *financial leverage* dengan membandingkan total asset terhadap total ekuitas, didapat rasio rata-rata sebesar 2.76, sedangkan perbandingan antara kewajiban

dan ekuitas MPPA adalah sebesar 1.76, yang artinya total kewajiban MPPA adalah sebanyak 1.76 kali lipat dari total ekuitasnya. Sedangkan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya, diukur dari *times interest earned* dalam hal ini diperoleh rata-rata sebesar 2.07 untuk MPPA.

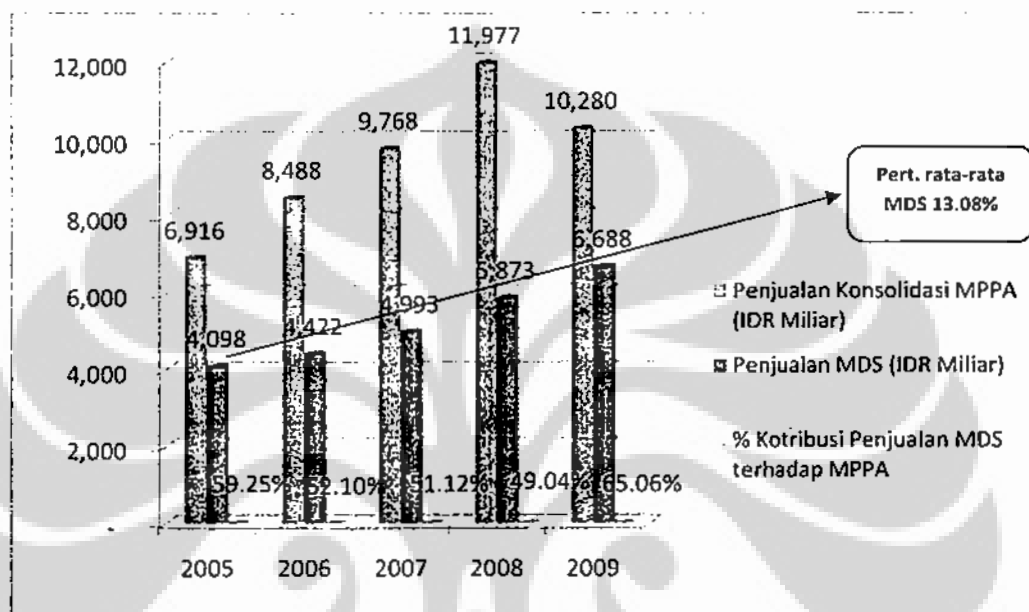
e. Uji Kebijakan Dividen

Selain melalui pinjaman, perusahaan juga dapat memanfaatkan ekuitas sebagai sumber pendanaan, namun mahalnya biaya atas sumber ini dapat disiasati oleh perusahaan melalui *retained earnings*, semakin banyak penghasilan bersih yang ditahan, maka akan semakin kecil nominal yang akan dibayarkan kepada pihak pemegang saham yang dapat diukur melalui *dividend payout ratio*. Berdasarkan perhitungan, diperoleh angka rata-rata sebesar 28.73% untuk DPO dari MPPA dan *yield* sebesar 1.86% dari harga pasar saham yang berlaku. Besarnya laba ditahan ini dianggap sebagai faktor yang menentukan peningkatan nilai investasi pemegang saham di masa depan karena besarnya uang yang akan diputar untuk meningkatkan bisnis yang ada.

#### 4.3.4.2. Analisis Pertumbuhan

Berdasarkan grafik 4.3 dapat diketahui bahwa tren penjualan MPPA dan MDS mengalami kecenderungan meningkat dengan tingkat pertumbuhan penjualan masing-masing yaitu sebesar 11.56% dan 13.08% per tahunnya. Pada tahun 2009, terlihat bahwa penjualan konsolidasi MPPA pada tahun 2009 menurun 14.17% dari tahun 2008, hal ini diperkirakan karena adanya dampak faktor ekonomi makro yang sedikit banyak cukup mempengaruhi daya beli, atau setidaknya prioritas dan atau preferensi konsumsi masyarakat. Seperti diketahui, MPPA memiliki delapan unit bisnis lain di luar MDS. Namun menariknya, ternyata dampak krisis global yang mempengaruhi perekonomian nasional tersebut tidak terlalu mengganggu penjualan MDS, setidaknya pada tahun 2009 penjualan MDS tetap tumbuh positif 13.08% meskipun memang tidak sebesar tahun 2008 yang mencapai 17.62%. Dengan menilik data historis penjualan

MPPA dan MDS selama lima tahun terakhir, kontribusi penjualan MDS terhadap penjualan MPPA adalah sebesar 55.31%, dapat dikatakan bahwa MDS yang semula merupakan unit bisnis dari MPPA memegang peran penting dan dominan dalam performa MPPA.



**Grafik 4.5. Pertumbuhan Penjualan Matahari Putra Prima (MPPA) dan Matahari Department Store (MDS) periode tahun 2005-2009**

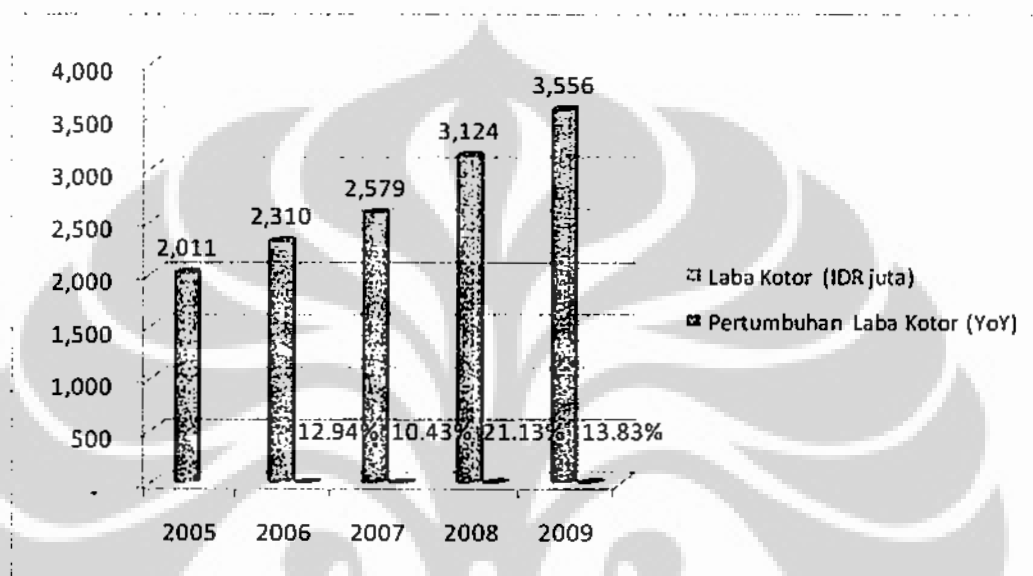
Sumber: Laporan Keuangan PT. Matahari Putra Prima tahun 2005-2009, "telah diolah kembali

Sementara untuk memproyeksikan potensi pertumbuhan penjualan dan keuntungan MPPA (dalam hal ini MDS), dapat menggunakan *implied growth rate equation* dengan perhitungan sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 \text{Implied growth rate} &= \text{ROE} \times (1 - \text{Dividend payout ratio}) \\
 &= 3.48\% \times (1 - 29.36\%) \\
 &= 2.46\%
 \end{aligned}$$

Yang artinya tanpa tambahan suntikan modal melalui penerbitan saham, dan asumsi DPO MPPA bertahan di 29.36%, maka MPPA memiliki potensi untuk meningkatkan penjualannya sebesar 2.46%, Angka ini terbilang kecil dan

nampaknya MPPA memang harus mempertimbangkan untuk memperbesar ROEnya, salah satunya adalah dengan mengubah rasio *debt-to-equity ratio* atau dengan menekan biaya-biaya non operasional untuk memperbesar angka penghasilan bersih.



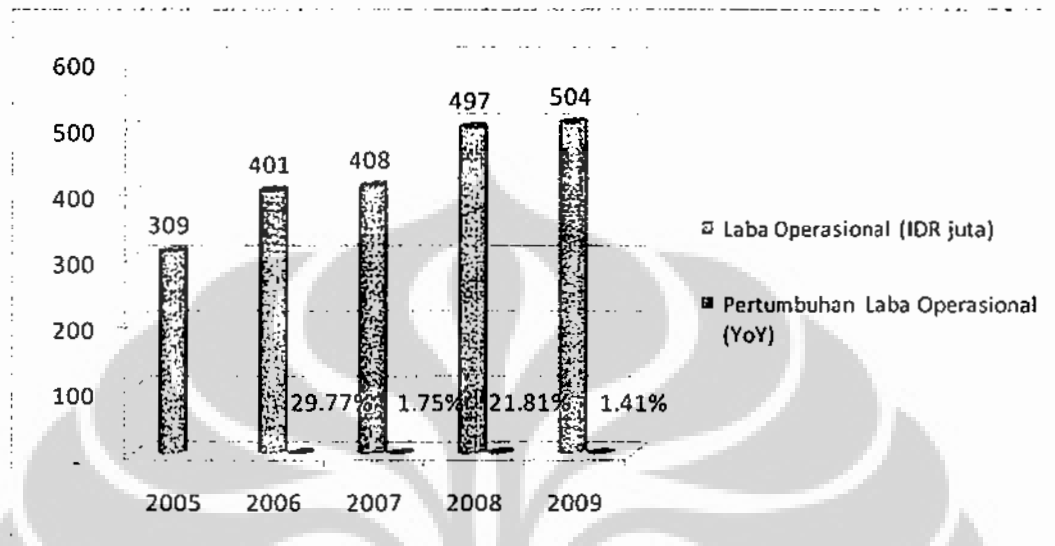
**Grafik 4.6. Pertumbuhan Laba Kotor Matahari Putra Prima (MPPA) periode tahun 2005-2009**

Sumber: Laporan Keuangan PT. Matahari Putra Prima tahun 2005-2009, "telah diolah kembali"

Laba kotor MPPA selama periode tahun 2005-2009 juga menunjukkan tren meningkat, dengan tingkat pertumbuhan rata-rata sebesar 14.58% dan sejalan dengan pertumbuhan laba kotor MPPA, laba operasional juga cenderung meningkat setiap tahunnya dengan rata-rata pertumbuhan sebesar 15.77%. Yang menarik, meskipun tingkat penjualan konsolidasi MPPA pada tahun 2009 mengalami penurunan, namun hal yang serupa tidak terjadi pada tingkat laba kotor dan laba operasional MPPA. Hal ini disebabkan oleh strategi peningkatan harga barang/ margin dan upaya mempertahankan persentase biaya operasional terhadap tingkat penjualan, jika biaya penjualan berbanding tingkat penjualan secara rata-rata adalah sebesar 27.82% maka di tahun 2009 biaya tersebut hanya meningkat 2.20%, sedangkan biaya umum dan administratif berbanding tingkat

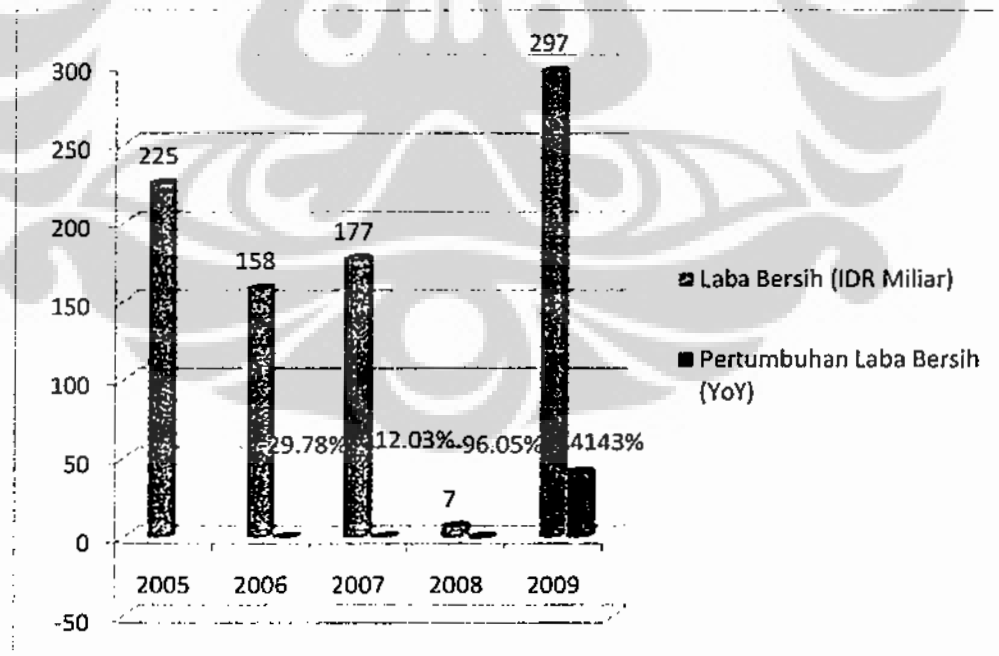


penjualan hanya meningkat 1.99% dari rata-rata 56.07%. Peningkatan ini lebih kecil dibandingkan tingkat inflasi kumulasi Indonesia tahun 2009 sebesar 2.54%.



**Grafik 4.7. Pertumbuhan Laba Operasional Matahari Putra Prima (MPPA) periode tahun 2005-2009**

Sumber: Laporan Keuangan PT. Matahari Putra Prima tahun 2005-2009, "telah diolah kembali"

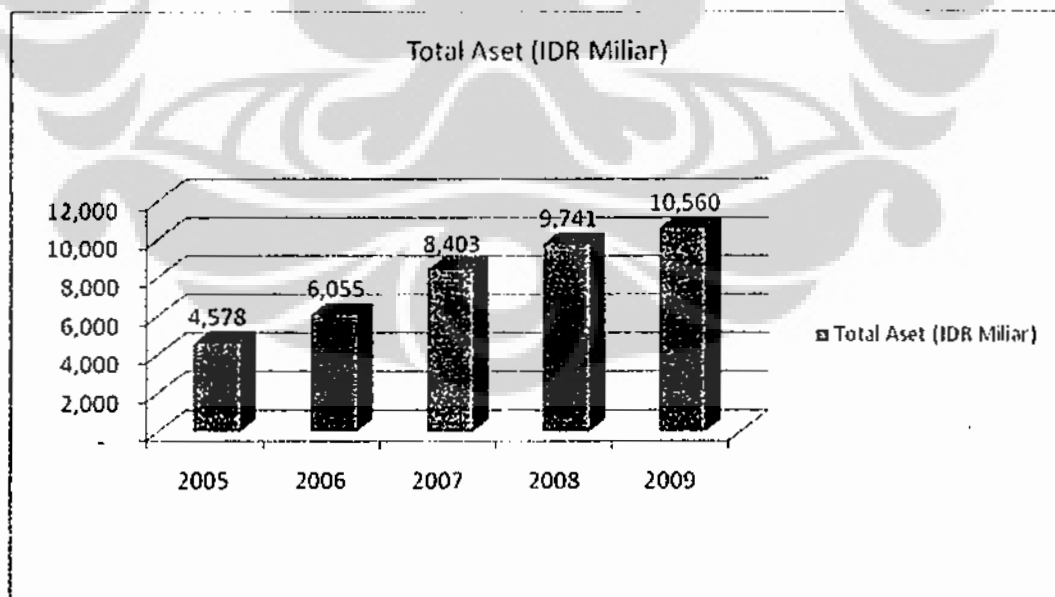


**Grafik 4.8. Pertumbuhan Laba Bersih Matahari Putra Prima (MPPA) periode tahun 2005-2009**

Sumber: Laporan Keuangan PT. Matahari Putra Prima tahun 2005-2009, "telah diolah kembali"

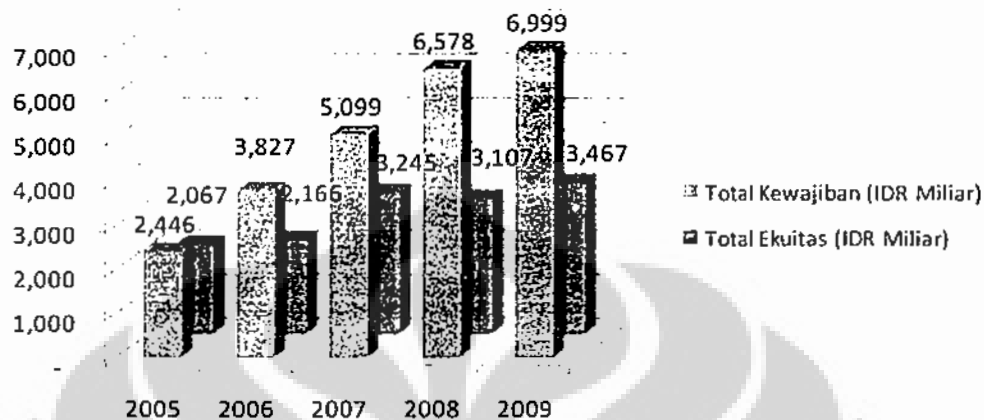
Universitas Indonesia

Berdasarkan grafik 4.8 dapat dilihat bahwa tingkat laba bersih MPPA sangat fluktuatif cenderung ekstrim, namun karena angka pertumbuhan *yoy* yang luar biasa di tahun 2009 yaitu sebesar 4143% menghasilkan angka rata-rata pertumbuhan 5 tahun ke belakang sebesar 1007.3%. Namun jika dihitung secara kumulatif dari tahun 2005 ke 2009, MPPA hanya mengalami pertumbuhan sebesar 32% (Rp. 225 miliar menjadi Rp 297 miliar). Jika ditelaah lebih lanjut penurunan yang terjadi pada periode 2006-2005 dan 2008-2007 masing-masing sebesar -29.78% dan -96.05%, bukan disebabkan oleh penurunan tingkat penjualan dan pembengkakan biaya operasional, namun diakibatkan kerugian valuta asing atas kerugian perubahan *fair value* dari *currency swap/ option* di tahun 2006 sebesar eq. Rp. 50.94 milyar dan Rp. 389.59 milyar pada tahun 2008. Sungguh disayangkan memang, khususnya pada tahun 2008 dimana pertumbuhan penjualan, laba kotor dan laba operasional justru mencapai angka terbaiknya selama kurun lima tahun terakhir namun justru menjadi masa keterpurukan bagi MPPA karena transaksi non-operasionalnya. Sementara itu, pada tahun terakhir dimana MPPA tidak lagi memiliki eksposur pada produk-produk derivatif, penghasilan bersih MPPA melonjak tajam sebanyak Rp. 290 milyar dari angka penghasilan bersih tahun sebelumnya.



**Grafik 4.9. Pertumbuhan Total Aset Matahari Putra Prima (MPPA) periode tahun 2005-2009**

Sumber: Laporan Keuangan PT. Matahari Putra Prima tahun 2005-2009, "telah diolah kembali  
Universitas Indonesia



**Grafik 4.10. Perbandingan Pertumbuhan Total Kewajiban dan Total Ekuitas Matahari Putra Prima (MPPA) periode tahun 2005-2009**

Sumber: Laporan Keuangan PT. Matahari Putra Prima tahun 2005-2009, "telah diolah kembali

Sementara itu berdasarkan grafik 4.9 dan 4.10 yang menunjukkan pertumbuhan posisi neraca dari sisi Total Aset, Total Kewajiban dan Total Ekuitas bahwa Matahari Putra Prima secara umum menunjukkan tren pertumbuhan yang positif, dengan tingkat rata-rata pertumbuhan total asset sebesar 23.84% per tahun, 31.27% per tahun dan 14.30% per tahun berdasarkan data historis 5 tahun terakhir. Pada tahun 2008 memang terjadi sedikit penurunan pada total ekuitas sebesar -4.24%, yang kemudian diimbangi dengan peningkatan rasio *debt-to-equity* di atas rata-rata pertumbuhan 1.73%, yaitu sebesar 2.12% melalui tambahan pencairan pinjaman dari bank.

#### 4.4. Valuasi Nilai Saham dan Perusahaan

##### 4.4.1. Estimasi Tingkat Diskonto

###### 4.4.1.1. *Cost of Equity*

Dengan menggunakan angka *adjusted* beta MPPA sebesar 0.61 yang didapat melalui data Bloomberg berdasarkan *weekly return* periode tahun 2005-2009, *risk-free* berdasarkan *yield* dari obligasi pemerintah (Surat Utang Negara) dengan jangka waktu proyeksi lima tahun ke depan, yaitu sebesar 7.79%, sementara *risk premium* atas investasi yaitu sebesar 11.50% yang dihitung dari selisih antara *expected market return* yang diperoleh melalui data Bloomberg sebesar 19.29% dan *risk free rate* SUN, maka melalui rumus CAPM didapat nilai *cost of equity* sebesar 14.81%.

###### 4.4.1.2. *Cost of Debt*

Untuk menghitung *cost of debt*, dihitung biaya pendanaan rata-rata tertimbang melalui hutang dengan membandingkan antara beban bunga terhadap rata-rata hutang jangka panjang pada tahun laporan keuangan 2009 tersebut, sehingga didapat nilai 11.93%

###### 4.4.1.2. *Weighted Average Cost of Capital*

Dengan menentukan tahun 2009 sebagai landasan tahun untuk melakukan proyeksi masa depan dengan proporsi hutang 67%, ekuitas 33% dan pajak 28%, serta perhitungan *cost of equity* dan *cost of debt* yang telah disampaikan sebelumnya, maka didapat perhitungan WACCnya menjadi 10.64%.

##### 4.4.2. Proyeksi Keuangan

Proyeksi keuangan perusahaan di masa yang akan datang dilakukan dengan memproyeksikan pendapatan yang akan diterima, neraca dan arus kas komprehensif. Proyeksi komprehensif umumnya dihubungkan dengan perilaku dari beberapa faktor atau komponen penting yang umum digunakan oleh perusahaan

dan industri tempat perusahaan beroperasi. Proyeksi penjualan merupakan langkah pertama untuk menentukan proyeksi lainnya. Melalui diagnosa operasional dan perencanaan bisnis Matahari Department Store (MDS), diharapkan MDS akan tumbuh melebihi pertumbuhan pasar dengan perkiraan pertumbuhan penjualan mencapai 11.56% dan 10% per tahun untuk pertumbuhan EBITDA dalam skenario normal. Namun sebagai uji sensitivitas, proyeksi keuangan juga akan dikondisikan dengan skenario pesimis dengan tingkat pertumbuhan penjualan sebesar target minimum inflasi yaitu sebesar 5.20% dan skenario optimis dengan tingkat pertumbuhan penjualan 18.00% sesuai dengan target penetrasi pasar.

Adapun proyeksi penjualan ini didasari oleh sejumlah asumsi sebagai berikut:

- a. Pembukaan 8 toko baru per tahun sampai dengan tahun 2014. Karena terbatasnya ketersediaan mal baru dan kemampuan MDS untuk membuka pusat perbelanjaan sendiri, pembukaan 40% toko MDS baru akan dibangun di mal baru, sementara sisanya akan dilakukan survey lebih lanjut atas pusat perbelanjaan yang sudah ada, dimana MDS berambisi menggantikan posisi toko-toko berskala lebih rendah yang telah ada.
- b. Mencapai tingkat penjualan atas toko-toko lama sebesar 6% per tahun. Hal ini membutuhkan peningkatan produktivitas nyata sebesar 1% per tahun, dengan asumsi inflasi sebesar 6% dan dampak kanibalisasi akuisisi sebesar -1%. Peningkatan produktivitas dengan mudah dapat dicapai melalui peningkatan penggunaan pemasaran langsung, *merchandising* yang lebih baik, dan investasi di bidang teknologi.
- c. Menjaga tingkat laba kotor sebesar 34.1% per tahun yang dapat dicapai selama MDS mengelola kategori produk dengan margin yang lebih tinggi (misalnya pakaian wanita) sejalan dengan margin yang lebih rendah (misalnya tas dan aksesoris).
- d. Pertumbuhan biaya sewa sebesar 7% p.a. melalui negosiasi ulang harga sewa, angka ini didasari oleh perkiraan inflasi sebesar 6% per tahun. Pertumbuhan biaya tenaga kerja sebesar 8% p.a. melalui 2014 dengan menurunkan biaya

tetap tenaga kerja dan mengubahnya menjadi sistem variabel seperti insentif yang dikaitkan dengan jumlah penjualan untuk pola yang lebih baik.

- e. Anggaran untuk peningkatan belanja modal sebesar 6% per tahun akibat inflasi, hal ini merupakan adalah perkiraan yang konservatif dengan mempertimbangkan kenaikan biaya yang berkaitan dengan bangunan toko di kota-kota dengan skala lebih rendah.

Penilaian atas sejumlah asumsi di atas yang merupakan wacana dari manajemen MDS dan beberapa rasionalisasi lain yang disesuaikan dengan kondisi perekonomian secara agregat adalah sebagai berikut:

- a. Pertumbuhan 8 Unit Toko Baru per Tahun

Dengan mengidentifikasi dan memprioritaskan lokasi-lokasi untuk toko-toko baru MDS selama 5 tahun ke depan, maka akan dikategorikan menjadi tiga lokasi, yaitu pusat perbelanjaan yang sudah ada, pusat perbelanjaan baru, dan bangunan untuk MDS yang akan berdiri sendiri. Manajemen MDS akan survey kondisi demografi atas 80 kota di Indonesia, mengidentifikasi dan menilai atraktivitas serta probabilitas keberhasilan dari masing-masing kota tersebut. Sebanyak 40% dari total target pembangunan toko baru atau sekitar 16 toko akan dibangun di pusat perbelanjaan yang sudah ada pada saat ini. Selama kurun waktu lima tahun terakhir MDS telah membuka 5-6 toko rata-rata per tahunnya (*net basis*) dengan data sebagai berikut:

**Tabel 4.13**

**Pembukaan Toko Baru dan Penutupan Toko Lama Matahari Department Store yang Kurang *Profitable*, Periode Tahun 2005-2009**

	2005	2006	2007	2008	2009
Pembukaan toko baru	11	4	3	6	5
Penutupan toko yang kurang <i>profitable</i>	7	11	8	0	0

Sumber: Laporan Keuangan PT. Matahari Putra Prima tahun 2005-2009, "telah diolah kembali  
Universitas Indonesia

Meskipun MDS harus memperluas infrastruktur logistiknya pasca akuisisi, namun diyakini infrastruktur yang telah ada saat ini dapat mendukung pertumbuhan selama 2-3 tahun ke depan. Sementara untuk mempersiapkan target di tahun ke-4 dan 5, MDS sudah harus mempersiapkan pembangunan pusat distribusi yang mengakomodir target pertumbuhan penjualan di tahun tersebut. Pusat distribusi ini mungkin harus direlokasi ke daerah yang lebih dekat dengan Jakarta untuk mengurangi waktu perjalanan ke pusat pasar utama. MDS mungkin juga harus mempertimbangkan untuk membangun *regional hubs* di daerah Indonesia bagian Barat (Sumatera) dan Indonesia bagian Tengah dan Timur.

Untuk mencapai target pembukaan toko baru MDS, selain mempertimbangkan pembukaan toko di wilayah luar Jakarta dimana konsentrasi kompetisi belum terlalu penuh, MDS juga harus dapat membatasi penutupan jumlah toko yang dianggap kurang *profitable*. Untuk lokasi baru harus memenuhi sejumlah kriteria, yaitu:

- Berpenduduk >250,000 jiwa
- Memiliki sumber daya alam yang tinggi
- "Hub City" yaitu kota perlintasan antar daerah
- Lokasi dimana terdapat toko Ramayana, sebagai kompetitor terdekat MDS

b. Pertumbuhan *Same Store-Sales Growth* (SSSG) sebesar 6% per tahun

Pertumbuhan penjualan toko yang sama mencapai sebesar 6% per tahun membutuhkan peningkatan produktivitas nyata sebesar ~1% pa, dengan asumsi inflasi sebesar 6% dan dampak dari kanibalisasi atas akuisisi sebesar ~1% melalui:

- Peningkatan *merchandising* dengan berfokus pada 1-2 inisiatif besar per tahun, misalnya dengan memperbaiki penawaran produk Tas & Aksesoris untuk membangun sebagai tujuan baru bisnis selama 3-5 tahun ke depan, berfokus pada peningkatan produk pakaian wanita,

dan menjelajahi inisiatif baru lainnya (misalnya produk-produk *maternity*, anak-anak, dll) untuk tetap mengoptimalkan *merchandising*.

- Menjalankan kegiatan promosi dan meningkatkan kegiatan pemasaran langsung, seperti menciptakan suasana gairah berbelanja melalui promosi atau acara di toko dan penggunaan kegiatan pemasaran langsung melalui kampanye SMS untuk meningkatkan frekuensi kunjungan pelanggan.
- Mengoptimalkan kinerja manajemen dan insentif bagi karyawan dengan menyempurnakan sistem insentif untuk menghargai karyawan yang berkinerja tinggi dan aktif mengelola tingkat penjualan serta performa *sales assistant* melalui pelatihan, insentif, dll.
- Peningkatan pemanfaatan teknologi informasi dengan meningkatkan system IT untuk mengurangi waktu kehabisan persediaan.

Dalam tiga tahun terakhir (2007 sampai dengan 2009), MDS telah memamerkan SSSG tinggi, pada tingkat sekitar 14% secara nominal. Namun, selama kerangka waktu yang lebih lama, MDS telah menunjukkan rata-rata SSSG 10%. Hal ini menunjukkan bahwa sementara MDS memiliki langkah besar yang dibuat baru-baru ini, sehingga terdapat ruang lebih untuk perbaikan

c. Memelihara Tingkat Marjin atau Laba Kotor Sebesar 34.1%

Berdasarkan data yang diperoleh melalui laporan keuangan tahunan beberapa operator toko serba ada di Indonesia, MDS memiliki tingkat laba kotor tertinggi di antara pemain-pemain yang ada di Indonesia. Dimana Matahari memiliki tingkat rata-rata marjin kotor sebesar 34%, dilanjutkan dengan Ramayana di posisi kedua sebesar 28% dan Mitra Adi Perkasa Group di tempat ke-3 sebesar 27%. Antara tahun 2006-2009, sejak adanya perubahan manajemen, terlihat adanya peningkatan laba kotor di tubuh MDS sebesar 1% menjadi 34% melalui strategi pergeseran kombinasi (pengurangan) produk dengan marjin kotor rendah. Manajemen MDS akan memelihara tingkat laba

Universitas Indonesia



kotor sebesar 34.1% per tahun selama lima tahun ke depan hingga tahun 2014, dengan cara:

- Melanjutkan peningkatan laba kotor melalui pergeseran kombinasi kategori dan produk, misalnya dengan melanjutkan pertumbuhan penjualan kategori dengan margin kotor tinggi (contoh: perhiasan, sepatu, merek pribadi dan pakaian dalam) dan meningkatkan proposisi nilai produk-produk dengan margin kotor yang lebih kecil (contoh: tas dan aksesoris serta perlengkapan rumah tangga) serta menjauhi produk-produk dengan laba yang lebih rendah (contoh: elektronik)
- Meningkatkan konsolidasi pemasok untuk mendapatkan diskon massal dan mengurangi kompleksitas manajemen melalui analisis pemasok yang dapat dikonsolidasi tanpa harus mendapatkan pengaruh signifikan pada campuran persediaan produk. Sebagaimana jumlah toko dan penjualan meningkat, mencantumkan klausa penurunan tingkat harga untuk pesanan dalam volume tertentu, sebaiknya dicantumkan dalam MOU dengan pihak pemasok. Selain itu perlu dilakukan *monitoring* atas kinerja pemasok dalam memenuhi kebutuhan persediaan MDS terkait usaha MDS dalam melakukan percepatan ekspansi.

MDS merupakan operator toko serba ada yang memiliki tingkat laba kotor dan margin tertinggi diantara pemain-pemain lokal dan bahkan regional lainnya. Hal ini telah dicapai melalui pergeseran terhadap konsinyasi (dari 65% menjadi 68% dari penjualan) dan jauh dari pembelian langsung, selain itu sejumlah pemasok telah ditargetkan untuk dapat memenuhi laba kotor tertentu dan untuk hal ini diberlakukan penilaian atas kinerja pemasok untuk memastikan produktivitas mereka. MDS memang memiliki kekuatan atas pemasoknya, dimana 70% pemasok bahkan secara eksklusif bekerja khusus untuk MDS dan diperkirakan 50% dari total pemasok yang bekerja sama menggantungkan 50% bisnisnya pada MDS.

d. Menahan Tingkat Biaya Operasional Sebesar 21% dari Total Penjualan Sampai dengan Tahun 2014

Pertumbuhan biaya sewa diperkirakan sekitar 7% per tahun, atau 1% di atas tingkat inflasi yang diharapkan sebesar 6%. Sementara biaya tenaga kerja diproyeksikan akan meningkat 8% per tahun.

- Tarif sewa secara historis memang meningkat lebih cepat daripada inflasi, Namun MDS memiliki sejumlah peluang perbaikan melalui pendekatan terhadap para pemilik mall untuk menegosiasikan kembali tingkat harga sewa yang diharapkan dapat proporsional dengan tingkat penjualan masing-masing toko. Sebanyak 39 toko MDS saat ini disewa dari MPPA dimana biaya sewa dengan MPPA lebih tinggi dibandingkan dengan pihak ke-3 lainnya, namun biaya jasa tambahannya lebih murah.
- Dengan asumsi kecenderungan tren peningkatan biaya ini terus berlangsung, MDS dapat mengantisipasinya melalui target biaya tenaga kerja dengan perubahan pola perhitungan variabel berdasarkan pencapaian target penjualan yang selain dapat menurunkan biaya tetap, diharapkan juga dapat memicu produktivitas. Selain itu berusaha meningkatkan produktivitas karyawan yang telah ada, dianggap lebih efisien dibandingkan mempekerjakan karyawan baru, khususnya untuk toko baru.

Diketahui, tiga lokasi dengan biaya sewa tertinggi MDS adalah Taman Anggrek, GTC Tanjung Bunga Makassar dan Kuta Square. Variabilitas tingkat biaya sewa memang berbeda-beda di setiap gerai MDS, namun diketahui sebanyak 21 toko MDS memiliki tingkat perbandingan biaya sewa terhadap penjualan sebesar lebih dari 10%. Berdasarkan informasi yang didapat dari manajemen, saat ini mereka tengah berusaha secara agresif untuk menegosiasikan kembali tingkat biaya sewa terlebih lagi di masa pasca-krisis ekonomi global tahun 2008 yang lalu.

Selama 5 tahun terakhir, MDS telah mampu menurunkan biaya operasi sebesar 1% persen dari penjualan menjadi ~20% per tahun 2009. Biaya sewa dan jasa, yang terdiri dari 40% dari operasi biaya, telah tumbuh ~6% per tahun menurut data. Historis, lebih lambat dibandingkan inflasi ~10% per tahun. Sementara biaya upah dan gaji, yang meliputi 28% dari biaya operasional, telah tumbuh ~11% per tahun.

e. Peningkatan Pengeluaran Modal (*Capital Expense*) Sebesar 6% per Tahun

Pengeluaran modal untuk toko baru adalah sebesar Rp 2 juta/ meter persegi (perkiraan untuk hari ini) tumbuh 6% per tahun (seiring dengan tingkat inflasi) hingga diperkirakan mencapai Rp 2.52 juta/ meter persegi di tahun 2014. MDS harus terus mengoptimalkan belanja modal melalui pengetatan kontrol biaya modal melalui sentralisasi pengambilan keputusan pada pengeluaran modal untuk memastikan penyeragaman standar standar di semua toko dan sentralisasi pembelian barang modal seperti alat kelengkapan, plafon, pencahayaan dll untuk menurunkan biaya modal. Selain itu MDS juga akan mengurangi biaya *Capex* per item melalui konsolidasi pemasok dengan berkonsentrasi pada 3-4 pemasok inti per kategori, meningkatkan standarisasi perlengkapan dan desain toko, khususnya untuk toko baru. Selain itu, renovasi toko sebagai alternatif untuk pemugaran dan meningkatkan program-program pemeliharaan, desain toko yang lebih baik meningkatkan suasana dan kenyamanan berbelanja bagi pelanggan.

MDS secara historis memiliki tingkat pengeluaran modal yang lebih tinggi untuk toko yang lebih besar. Dengan standarisasi desain, tingkat pengeluaran modal baru akan jatuh secara dramatis untuk toko yang lebih besar. MDS saat ini tengah dalam tahap memperbaiki sejumlah tokonya, dan agar *Capex* yang digunakan lebih efektif; MDS memperpanjang waktu antar periode renovasi (dalam siklus pembaharuan), membuat standarisasi peralatan serta melakukan sentralisasi pembelian. Manajemen MDS sangat yakin bahwa toko yang besar sangat berisiko dan pengeluaran modal harus lebih difokuskan pada toko-toko berukuran lebih kecil.

#### 4.4.2.1. Proyeksi Penjualan

Proyeksi keuangan dibagi menjadi dua periode yaitu periode *high growth* selama lima tahun ke depan dan periode *stable growth* untuk tahun keenam dan seterusnya. Proyeksi akan didasarkan oleh *key driver* yaitu pertumbuhan penjualan. Proyeksi pertumbuhan penjualan Matahari *Department Store* akan dikondisikan dalam tiga skenario, yaitu skenario normal berdasarkan rata-rata pertumbuhan historisnya sebesar 11.56% per tahun, skenario optimis sebesar 18% sesuai target penetrasi pasar dan skenario pesimis sebesar 5.20 % berdasarkan target inflasi terkecil hingga tahun 2014.

Dari segi *gross margin*, sesuai arahan dari pihak korporat MPPA, bahwa tingkat margin kotor akan dipertahankan di tingkat 34.1% untuk kurun waktu 5 tahun ke depan, melalui subsidi silang antara produk-produk dengan margin yang lebih tinggi (contoh: pakaian wanita) dan produk-produk dengan margin rendah (contoh: tas dan aksesoris). Pertumbuhan EBITDA diproyeksikan minimal sekitar 10% p.a (lihat grafik 4.3) selama kurun 5 tahun ke depan, angka ini juga dianggap cukup moderat, berdasarkan rata-rata dari *historical growth* periode 2003-2009. Sehingga diharapkan, EBITDA Matahari *Department Store* yang pada tahun 2009 berada di tingkat Rp. 984 miliar akan tumbuh menjadi Rp. 1.53 triliun (skenario normal) pada tahun 2014 dan melalui uang hasil penjualan MDS melalui akuisisi antara lain akan digunakan untuk keperluan ekspansi bisnis melalui pembukaan delapan toko per tahunnya.

#### 4.4.2.2. Proyeksi Beban Usaha

Berdasarkan data historis periode tahun 2005-2009, MPPA mempunyai beban pokok penjualan rata-rata sebesar 71.37%, beban penjualan sebesar 8.23%, beban umum administrasi 15.93% dan biaya lain-lain sebesar 0.30%. Melihat tren persentase beban usaha dan lain-lain terhadap tingkat penjualan, termasuk hak minoritas atas laba bersih anak perusahaan, maka proporsinya masing-masing pos dalam proyeksi keuangan lima tahun mendatang akan menggunakan data historis ini sebagai acuan, namun disesuaikan dengan tingkat inflasi bahwa akan ada kenaikan proporsional atas biaya usaha dan biaya lain-lain diasumsikan akan

Universitas Indonesia

meningkat -7% dengan sedikit margin atas perkiraan inflasi setiap tahunnya, dengan asumsi tingkat inflasi 6% per tahun selama 5 tahun ke depan. Sedangkan untuk anggaran modal akan meningkat 6% per tahun berdasarkan perkiraan inflasi seperti yang telah disampaikan, dan hal ini terbilang konservatif mengingat asumsi yang akan digunakan adalah untuk penyesuaian biaya atas toko-toko di kota-kota berskala lebih kecil, dimana persaingan relative lebih rendah.

#### 4.4.2.3. Proyeksi Neraca

Proyeksi neraca akan menggunakan pendekatan *common-size balance sheet relationship* untuk melakukan proyeksi neraca. Pendekatan ini umumnya diambil dengan mengasumsikan bahwa sebagian besar perusahaan memelihara hubungan konstan antara pendapatan dan total aktiva, sehingga total aktiva diproyeksikan akan tumbuh sebesar pertumbuhan pendapatan usaha, yang selanjutnya akan dialokasikan ke dalam masing-masing akun aktiva sesuai proporsi historis.

Dengan menggunakan pendekatan tersebut, maka akan digunakan rasio *total asset turnover* untuk memproyeksikan perubahan total neraca selama periode lima tahun ke depan. Berdasarkan data historis tahun 2005-2009, *total asset turnover ratio* MPPA adalah rata-rata sebesar 1.25. Untuk selanjutnya, berdasarkan peningkatan/penurunan proporsional total asset terhadap penjualan tersebut akan dialokasikan ke dalam masing-masing akun dalam pos-pos aktiva, sementara dividen setiap tahunnya dapat diproyeksikan dengan mencari selisih antara saldo laba yang telah ditentukan penggunaannya tahun sebelumnya ditambah laba bersih tahun berjalan ditambah saldo laba yang belum ditentukan penggunaannya berdasarkan proyeksi pendekatan *common-size balance sheet relationship*.

#### 4.4.3. Perhitungan Valuasi

##### 4.4.3.1. *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*

*Free Cash Flow to Equity (FCFE)* merupakan asumsi nilai sekarang atas arus kas operasional perusahaan setelah pajak, dikurangi kebutuhan modal kerja, pengeluaran investasi serta pembayaran kewajiban. Nilai arus kas operasional

diperoleh berdasarkan estimasi pendapatan dan biaya melalui proyeksi laporan laba-rugi, neraca dan laporan-laporan pendukung lainnya.

a. Skenario Normal

**Tabel 4.14**  
**Perhitungan FCFE, skenario normal**

$k_e$	14.81%
$k_d$	11.93%
WACC	12.76%
g at terminal year	6.00%

	2010	2011	2012	2013	2014	Terminal Year
Net Income	690,179.19	731,328.78	815,906.06	910,264.60	1,015,535.59	1,076,467.72
(-) Capital Expenditure (1- $\delta$ )	(293,587.53)	242,069.00	270,063.98	301,296.55	336,141.13	356,309.60
(+) Depreciation (1- $\delta$ )	135,106.32	150,731.21	168,163.09	187,610.94	209,307.92	221,866.39
(-) $\Delta$ Non-cash working capital (1- $\delta$ )	(23,753.44)	(105,020.69)	(117,166.21)	(130,716.33)	(145,833.52)	(154,583.53)
FCFE	1,142,626.49	745,011.68	831,171.37	927,295.32	1,034,535.89	1,096,608.05
Terminal Value						12,454,378.71
Present Value	3,995,275.89	5,651,251.18	5,549,298.19	5,533,795.44	5,118,730.27	5,549,544.03

Nilai Ekuitas (dalam juta Rupiah)	IDR	3,712,204.94	
Jumlah saham beredar (lembar)		4,515,890,944.00	
Nilai per saham berdasarkan FCFE	IDR	822.03	
Harga pasar pada saat akuisisi	IDR	1,240.00	<i>overvalue</i>
Harga pembelian (akuisisi) oleh CVC	IDR	2,705.33	<i>overvalue</i>

Sumber: diolah sendiri

Nilai saham Matahari *Department Store* dengan metode FCFE dengan skenario normal untuk lima tahun ke depan adalah sebesar Rp. 822.03. Hasil FCFE ini menunjukkan nilai saham berada di bawah harga pasar yang berlaku pada saat terjadi transaksi penyelesaian akuisisi oleh pihak CVC Capital pada tanggal 31 Maret 2010, dimana harga pasar atas saham yang berlaku ketika itu adalah sebesar Rp 1,240.00, sehingga saham dikatakan bersifat *overvalue*, dimana pasar menilai saham lebih tinggi dari nilai yang sebenarnya. Hasil yang sama terjadi jika membandingkan antara nilai hasil perhitungan FCFE dengan nilai pembelian

transaksi akuisisi oleh CVC Capital sebesar Rp. 2,705.33, sehingga dapat dikatakan bahwa saham dibeli dengan tingkat *overvalue*.

#### b. Skenario Pesimis

**Tabel 4.15**  
**Perhitungan FCFE, skenario pesimis**

$k_e$	14.81%
$k_d$	11.93%
WACC	12.76%
g at terminal year	6.00%

	2010	2011	2012	2013	2014	Terminal Year
Net Income	650,803.84	650,263.17	684,076.85	719,648.85	757,070.59	802,494.83
(-) Capital Expenditure (1- $\delta$ )	(386,376.20)	102,633.64	107,970.59	113,585.06	119,491.48	126,660.97
(+) Depreciation (1- $\delta$ )	127,398.39	134,023.10	140,992.30	148,323.90	156,036.75	165,398.95
(-) $\Delta$ Non-cash working capital (1- $\delta$ )	28,054.51	(44,527.20)	(46,842.62)	(49,278.43)	(51,840.91)	(54,951.37)
FCFE	1,136,523.92	726,179.84	763,941.19	803,666.13	845,456.77	896,184.18
Terminal Value						10,178,128.07
Present Value	989,960.30	550,963.19	504,867.62	462,623.53	423,923.40	449,353.81

Nilai Ekuitas (dalam juta Rupiah)	IDR	3,381,701.89	
Jumlah saham beredar (lembar)		4,515,890,944.00	
Nilai per saham berdasarkan FCFE	IDR	748.84	
Harga pasar pada saat akuisisi	IDR	1,240.00	<i>overvalue</i>
Harga pembelian (akuisisi) oleh CVC	IDR	2,705.33	<i>overvalue</i>

Sumber: diolah sendiri

Nilai saham Matahari *Department Store* dengan metode FCFE dengan skenario pesimis untuk lima tahun ke depan adalah sebesar Rp. 748.84. Hasil FCFE ini menunjukkan nilai saham berada di bawah harga pasar yang berlaku pada saat terjadi transaksi penyelesaian akuisisi oleh pihak CVC Capital pada tanggal 31 Maret 2010, dimana harga pasar atas saham yang berlaku ketika itu adalah sebesar Rp 1,240.00, sehingga saham dikatakan bersifat *overvalue*, dimana pasar menilai saham lebih tinggi dari nilai yang sebenarnya. Hasil yang sama terjadi jika membandingkan antara nilai hasil perhitungan FCFE dengan nilai pembelian

transaksi akuisisi oleh CVC Capital sebesar Rp. 2,705.33, sehingga dapat dikatakan bahwa saham dibeli dengan tingkat *overvalue*.

### c. Skenario Optimis

**Tabel 4.15**  
**Perhitungan FCFE, skenario pesimis**

$k_e$	14.81%
$k_d$	11.93%
WACC	12.76%
g at terminal year	6.00%

	2010	2011	2012	2013	2014	Terminal Year
Net Income	729,989.10	818,128.82	965,392.01	1,139,162.57	1,344,211.83	1,424,864.54
(-) Capital Expenditure (1- $\delta$ )	(199,774.82)	398,497.08	470,226.56	554,867.34	654,743.46	694,028.06
(+) Depreciation (1- $\delta$ )	142,899.33	168,621.21	198,973.03	234,788.17	277,050.04	293,673.05
(-) $\Delta$ Non-cash working capital (1- $\delta$ )	(76,133.15)	(172,886.40)	(204,005.96)	(240,727.03)	(284,057.89)	(301,101.37)
FCFE	1,148,796.40	761,139.35	898,144.44	1,059,810.44	1,250,576.31	1,325,610.89
Terminal Value						15,055,206.04
Present Value	1,000,650.15	577,487.48	593,553.24	610,077.46	627,055.79	667,679.13

Nilai Ekuitas (dalam juta Rupiah)	IDR	4,073,508.85	
Jumlah saham beredar (lembar)		4,515,890,944.00	
Nilai per saham berdasarkan FCFE	IDR	902.04	
Harga pasar pada saat akuisisi	IDR	1,240.00	<i>overvalue</i>
Harga pembelian (akuisisi) oleh CVC	IDR	2,705.33	<i>overvalue</i>

Sumber: diolah sendiri

Nilai saham Matahari *Department Store* dengan metode FCFE dengan skenario optimis untuk lima tahun ke depan adalah sebesar Rp. 902.04. Hasil FCFE ini menunjukkan nilai saham berada di bawah harga pasar yang berlaku pada saat terjadi transaksi penyelesaian akuisisi oleh pihak CVC Capital pada tanggal 31 Maret 2010, dimana harga pasar atas saham yang berlaku ketika itu adalah sebesar Rp 1,240.00, sehingga saham dikatakan bersifat *overvalue*, dimana pasar menilai saham lebih tinggi dari nilai yang sebenarnya. Hasil yang sama terjadi jika membandingkan antara nilai hasil perhitungan FCFE dengan nilai pembelian



transaksi akuisisi oleh CVC Capital sebesar Rp. 2,705.33, sehingga dapat dikatakan bahwa saham dibeli dengan tingkat *overvalue*.

#### 4.4.3.2. Free Cash Flow to Firm (FCFF)

##### a. Skenario normal

Tabel 4.17  
Perhitungan FCFF, skenario normal

Ke (high growth)	14.81%	Ke (stable growth)	14.69%
Kd	11.93%	Expected growth rate	6.93%
WACC (high growth)	10.64%	WACC (stable growth)	10.60%
g at terminal year	6.00%	Reinvestment rate	86.62%

	2010	2011	2012	2013	2014	Terminal Year
Earnings Before Tax	960,868	1,018,285	1,136,048	1,267,431	1,414,008	1,498,848.16
Tax	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Net Income	691,825.16	733,165.11	817,954.75	912,550.22	1,018,085.54	1,079,170.67
(-) Capital Expenditure	889,659.19	733,542.42	818,375.70	913,019.85	1,018,609.48	1,079,726.05
(+) Depreciation	409,413.10	456,761.23	509,589.11	568,518.00	634,266.41	672,322.39
(-) Δ Non-Cash Working Capital	(71,980.12)	(318,244.53)	(355,049.11)	(396,110.10)	441,919.75	468,434.94
FCFF	1,298,300.98	1,156,801.29	1,290,587.99	1,439,838.48	2,490,193.57	144,345.26
Terminal Value						3,136,871.85

Cost of Equity and Capital	2010	2011	2012	2013	2014	Terminal Year
Cost of Equity	14.81%	14.81%	14.81%	14.81%	14.81%	12.65%
Proportion of Equity	32.83%	32.83%	32.83%	32.83%	32.83%	32.83%
After tax cost of debt	11.93%	11.93%	11.93%	11.93%	11.93%	11.93%
Proportion of Debt	67.17%	67.17%	67.17%	67.17%	67.17%	67.17%
Cost of Capital	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%
Cummulative WACC	110.21%	121.46%	133.86%	147.53%	162.59%	162.59%
Present Value	1,178,024.66	952,394.24	964,105.62	1,975,954.94	1,531,539.18	1,229,244.46

Nilai Asset Operasional (juta Rupiah)	IDR	7,531,283.05	
Nilai Hutang	IDR	5,058,618.24	
Nilai Ekuitas	IDR	2,472,664.80	
Jumlah saham beredar		4,515,890,944.00	
Nilai per saham FCFF	IDR	547.55	
Harga pasar pada saat akuisisi	IDR	1,240.00	<i>overvalue</i>
Harga akuisisi oleh CVC	IDR	2,705.33	<i>overvalue</i>

Sumber: diolah sendiri

Dalam perhitungan FCFF hasil penilaian atas saham skenario normal Matahari *Department Store* adalah sebesar Rp. 547.55 per lembar. Jika dibandingkan dengan nilai pasar pada saat terjadi transaksi penyelesaian akuisisi oleh pihak CVC Capital per 31 Maret 2010, saham dapat dikatakan bernilai *overvalue* karena pasar yang menilai saham sebesar Rp. 1,240.00 per lembar dianggap lebih rendah dari nilai yang seharusnya. Hasil yang sama didapat jika dibandingkan dengan dengan nilai pembelian transaksi akuisisi oleh CVC Capital sebesar Rp. 2,705.33, saham justru dinilai *overvalue*, artinya CVC Capital membeli saham pada tingkat harga yang lebih tinggi dari harga seharusnya.

#### b. Skenario pesimis

**Tabel 4.18**  
**Perhitungan FCFF, skenario pesimis**

Ke (high growth)	14.81%	Ke (stable growth)	14.69%
Kd	11.93%	Expected growth rate	6.93%
WACC (high growth)	10.64%	WACC (stable growth)	10.60%
g at terminal year	6.00%	Reinvestment rate	86.62%

	2010	2011	2012	2013	2014	Terminal Year
Earnings Before Tax	906,050	905,411	952,492	1,002,022	1,054,127	1,117,374.79
Tax	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Net Income	652,355.91	651,895.94	685,794.53	721,455.85	758,971.55	804,509.85
(-) Capital Expenditure	1,170,836.98	311,011.02	327,183.59	344,197.14	362,095.39	383,821.11
(+) Depreciation	386,055.71	406,130.61	427,249.40	449,466.37	472,838.62	501,208.94
(-) Δ Non-Cash Working Capital	85,013.67	(134,930.92)	(141,947.33)	(149,328.59)	157,093.67	166,519.29
FCFF	1,377,118.97	1,176,610.44	1,237,794.20	1,302,159.51	1,684,059.17	107,607.80
Terminal Value						2,338,503.40

	2010	2011	2012	2013	2014	Terminal Year
Cost of Equity and Capital						
Cost of Equity	14.81%	14.81%	14.81%	14.81%	14.81%	12.65%
Proportion of Equity	32.83%	32.83%	32.83%	32.83%	32.83%	32.83%
After tax cost of debt	11.93%	11.93%	11.93%	11.93%	11.93%	11.93%
Proportion of Debt	67.17%	67.17%	67.17%	67.17%	67.17%	67.17%
Cost of Capital	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%
Cummulative WACC	110.21%	121.46%	133.86%	147.53%	162.59%	162.59%
Present value	1,249,540.85	968,703.11	924,667.16	882,633.04	1,035,743.78	1,438,245.40

Universitas Indonesia

Nilai Asset Operasional (juta Rupiah)	IDR	6,499,533.34	
Nilai Hutang	IDR	4,365,611.77	
Nilai Ekuitas	IDR	2,133,921.57	
Jumlah saham beredar		4,515,890,944.00	
Nilai per saham FCFF	IDR	472.54	
Harga pasar pada saat akuisisi	IDR	1,240.00	<i>overvalue</i>
Harga akuisisi oleh CVC	IDR	2,705.33	<i>overvalue</i>

Sumber: diolah sendiri

Dalam perhitungan FCFF hasil penilaian atas saham skenario pesimis Matahari *Department Store* adalah sebesar Rp. 472.54 per lembar. Jika dibandingkan dengan nilai pasar pada saat terjadi transaksi penyelesaian akuisisi oleh pihak CVC Capital per 31 Maret 2010, saham dapat dikatakan bernilai *overvalue* karena pasar yang menilai saham sebesar Rp. 1,240.00 per lembar dianggap lebih rendah dari nilai yang seharusnya. Hasil yang sama didapat jika dibandingkan dengan dengan nilai pembelian transaksi akuisisi oleh CVC Capital sebesar Rp. 2,705.33, saham justru dinilai *overvalue*, artinya CVC Capital membeli saham pada tingkat harga yang lebih tinggi dari harga seharusnya.

### c. Skenario optimis

Tabel 4.19

#### Perhitungan FCFF, skenario optimis

Ke (high growth)	14.81%	Ke (stable growth)	14.69%
Kd	11.93%	Expected growth rate	6.93%
WACC (high growth)	10.64%	WACC (stable growth)	10.60%
g at terminal year	6.00%	Reinvestment rate	86.62%

	2010	2011	2012	2013	2014	Terminal Year
Earnings Before Tax	1,016,292	1,139,143	1,344,189	1,586,143	1,871,649	1,983,947.63
Tax	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Net Income	731,730.01	820,183.10	967,816.05	1,142,022.94	1,347,587.07	1,428,442.30
(-) Capital Expenditure	605,378.24	1,207,566.91	1,424,928.95	1,681,416.17	1,984,071.08	2,103,115.34
(+) Depreciation	433,028.27	510,973.36	602,948.57	711,479.31	839,545.58	889,918.31
(-) Δ Non-Cash Working Capital	(71,980.12)	(318,244.53)	(355,049.11)	(396,110.10)	441,919.75	468,434.94
FCFF	1,377,339.55	1,331,871.74	1,592,088.14	1,901,511.91	3,153,113.76	191,062.34
Terminal Value						4,152,114.71

Universitas Indonesia

Cost of Equity and Capital	2010	2011	2012	2013	2014	Terminal Year
Cost of Equity	14.81%	14.81%	14.81%	14.81%	14.81%	12.65%
Proportion of Equity	32.83%	32.83%	32.83%	32.83%	32.83%	32.83%
After tax cost of debt	11.93%	11.93%	11.93%	11.93%	11.93%	11.93%
Proportion of Debt	67.17%	67.17%	67.17%	67.17%	67.17%	67.17%
Cost of Capital	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%
Cummulative WACC	110.21%	121.46%	133.86%	147.53%	162.59%	162.59%
Present value	1,249,740.99	1,096,529.70	1,189,334.73	1,288,887.58	1,939,253.70	2,553,667.39

Nilai Asset Operasional (juta Rupiah)	IDR	9,317,414.10	
Nilai Hutang	IDR	6,258,328.18	
Nilai Ekuitas	IDR	3,059,085.92	
Jumlah saham beredar		4,515,890,944.00	
Nilai per saham FCFF	IDR	677.40	
Harga pasar pada saat akuisisi	IDR	1,240.00	<i>overvalue</i>
Harga akuisisi oleh CVC	IDR	2,705.33	<i>overvalue</i>

Sumber: diolah sendiri

Dalam perhitungan FCFF hasil penilaian atas saham skenario optimis Matahari *Department Store* adalah sebesar Rp. 677.40 per lembar. Jika dibandingkan dengan nilai pasar pada saat terjadi transaksi penyelesaian akuisisi oleh pihak CVC Capital per 31 Maret 2010, saham dapat dikatakan bernilai *overvalue* karena pasar yang menilai saham sebesar Rp. 1,240.00 per lembar dianggap lebih rendah dari nilai yang seharusnya. Hasil yang sama didapat jika dibandingkan dengan nilai pembelian transaksi akuisisi oleh CVC Capital sebesar Rp. 2,705.33, saham justru dinilai *overvalue*, artinya CVC Capital membeli saham pada tingkat harga yang lebih tinggi dari harga seharusnya.

## BAB 5

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1. Kesimpulan

- Transaksi akuisisi Matahari *Department Store* merupakan *friendly takeover* yang dapat diklasifikasikan sebagai perusahaan yang diakuisisi oleh manajemen sendiri dan investor dari luar. Dimana pada akhirnya 98% dari saham Matahari *Department Store* dimiliki oleh CVC Capital Partners melalui Meadow Asia Company (MAC) Limited, dimana 20% saham atas MAC dimiliki oleh PT. Matahari Putra Prima yaitu pemilik lama Matahari *Department Store*. Umumnya keputusan akuisisi atas suatu perusahaan oleh perusahaan lain didorong oleh lebih besarnya potensi arus kas masa depan dibandingkan harga yang ditawarkan pada saat akuisisi (*undervalue*). Namun berdasarkan perhitungan FCFE dan FCFF, diperoleh bahwa:
  - a. Nilai saham Matahari *Department Store* dengan metode FCFE skenario normal untuk lima tahun ke depan adalah sebesar Rp. 822.03, sementara berdasarkan perhitungan FCFF, nilai saham Matahari *Department Store* adalah sebesar Rp. 547.55 per lembar.
  - b. Sehingga, nilai penawaran CVC Capital terhadap Matahari Putra Prima seharga Rp. 2,705.33 per lembar atas 90.76% saham Matahari *Department Store* dinilai *overvalue*. Lebih tingginya penilaian CVC Capital sebagai perusahaan pengakuisisi ini, kemungkinan diakibatkan oleh besarnya ekspektasi perusahaan tersebut atas potensi ekspansi bisnis Matahari *Department Store* atas dana hasil pembelian saham.
- Salah satu asumsi yang mungkin digunakan oleh pihak CVC adalah bahwa dengan hasil dana akuisisi dengan total sekitar Rp. 7.1 triliun tersebut, Matahari *Department Store* dapat menurunkan rasio *leverage* dan rasio hutang berbanding modal pada saat ini bernilai rata-rata sebesar 2.76 dan 1.69 kali. Dengan penurunan kedua rasio tersebut, diharapkan Matahari *Department Store* dapat memperbesar kemampuan atau kapasitas perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya, yang tentunya hal ini akan menjadi

daya tarik bagi pihak ketiga (bank) untuk menyalurkan kreditnya yang dapat dimanfaatkan untuk menggiatkan bisnis perusahaan (efek pengungkit).

- Lebih rendahnya penilaian pasar dari tingkat nilai perhitungan FCFE dan FCFF atau *undervalue*, kemungkinan disebabkan oleh kurang likuidnya saham serta terbatasnya akses informasi yang dimiliki oleh publik sebagai pemegang saham minoritas (2%) tersebut di pasar modal, sehingga kekuatan permintaan pasar belum dapat mengungkit popularitas serta nilai saham itu sendiri.
- *Corporate action* berupa transaksi akuisisi ini juga diharapkan akan meningkatkan harga saham dari perusahaan yang menjadi target akuisisi yaitu PT. Matahari *Department Store* (LPPF) dan perusahaan yang menerima dana hasil akuisisi yaitu PT. Matahari Putra Prima (MPPA). Untuk LPPF sendiri, harga saham penutupan pada tanggal 4 Januari 2010 adalah sebesar Rp.910 sementara pada saat tanggal penyelesaian akuisisi yaitu tanggal 31 Maret 2010 meningkat menjadi Rp. 1,240. Namun tiga bulan pasca transaksi akuisisi tersebut yaitu tanggal 30 Juni 2010 harga LPPF kembali jatuh ke harga Rp. 930, sehingga transaksi akuisisi ini dianggap tidak secara signifikan mempengaruhi harga saham LPPF dalam jangka panjang. Sementara untuk harga saham penutupan MPPA pada tanggal 4 Januari 2010 adalah sebesar Rp. 810, pada saat penyelesaian transaksi akuisisi sebesar Rp. 2,725 dan pada tanggal 30 Juni 2010 sebesar Rp. 2,650, sehingga dapat dikatakan bahwa transaksi akuisisi ini berhasil mendongkrak harga saham MPPA sebagai perusahaan penerima dana akuisisi yang dianggap sebagai pihak yang menikmati keuntungan atas transaksi tersebut.
- Transaksi akuisisi Matahari *Department Store* ini mengundang banyak opini dari pihak publik dan instansi pemerintah selaku pengawas. Keikutsertaan PT. Matahari Putra Prima, selaku pemilik lama secara tidak langsung melalui dana kelolaan CVC Capital dalam Meadow Asia Capital sebesar 20%, yang digunakan sebagai sumber dana akuisisi, dianggap sebagai strategi penghindaran atas pajak. Transaksi akuisisi ini juga merupakan bentuk *financial engineering* Matahari Group dalam rangka membesarkan unit bisnis *Department Store* secara anorganik melalui dana segar sekitar Rp. 5.7 triliun atau sekitar 80% dari total transaksi akuisisi sebesar Rp. Rp. 7.1 triliun, atas

penyelesaian akuisisi ini. Selain itu Matahari *Department Store* juga berpotensi memperoleh tambahan kredit yang lebih besar dari pihak ketiga secara proporsional serta keuntungan melalui peningkatan harga saham MPPA secara signifikan. Akumulasi dana baru tersebut tentunya dapat dimanfaatkan oleh pihak Matahari *Department Store* untuk memperkuat posisinya sebagai *market leader* toko serba ada di Indonesia. Sehingga dapat dikatakan bahwa tujuan transaksi akuisisi ini lebih kepada sinergi finansial.

### V.I. Saran

Saran-saran yang dapat dikemukakan atas kesimpulan di atas adalah:

#### a. Bagi Investor dan Pemegang Saham

Sangatlah penting untuk menganalisis dan menilai perusahaan dengan menggunakan beberapa pendekatan sekaligus sebagai dasar pertimbangan pengambilan keputusan pembelian saham, atau dalam hal ini transaksi akuisisi. Hasil perhitungan atas penilaian saham dan perusahaan Matahari *Department Store* dengan hasil yang telah dijelaskan dalam sub bab kesimpulan, menyatakan bahwa berdasarkan metode FCFE dan FCFF saham dikatakan *overvalue*, artinya harga penawaran pada transaksi akuisisi tersebut lebih tinggi dari nilai sebelumnya, hal ini mengindikasikan bahwa saham tersebut bukan merupakan alternatif investasi yang cukup baik. Namun, karena pihak investor disini yaitu Meadow Asia Capital tidak luput dari kepentingan PT. Matahari *Department Store* selaku pemilik lama, maka dengan sejumlah pertimbangan potensi *multiplier* dari transaksi akuisisi ini, dapat dikatakan bahwa skema ini bisa menjadi strategi perusahaan untuk meningkatkan percepatan ekspansi bisnis perusahaan yang tentunya akan menguntungkan pihak investor dan pemegang saham dalam bentuk pengembalian di masa depan.

#### b. Bagi Perusahaan

Penilaian yang akurat atas saham dan perusahaan juga diperlukan oleh pihak Perusahaan untuk mengetahui ekspektasi pasar, yang akan sangat berguna untuk keputusan strategi *capital structure* perusahaan. Berdasarkan

kesimpulan yang didapat bahwa ternyata, ekspektasi pasar terhadap perusahaan di bawah nilai yang sebenarnya berdasarkan perhitungan FCFE dan FCFF, sehingga akan lebih maksimal jika perusahaan tetap berfokus pada porsi kewajiban kepada pihak ketiga sebagai sumber pendanaan dibandingkan dengan porsi modal dengan menerbitkan saham baru. Penilaian secara berkala atas nilai perusahaan ini diperlukan untuk mengukur kinerja dan pertumbuhan dalam rangka memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham pada akhirnya.

c. Bagi Penelitian selanjutnya

Keterbatasan penelitian ini adalah bahwa hanya terdapat satu obyek penelitian yaitu Matahari *Department Store*. Jika dapat ditambahkan beberapa obyek lainnya yang dapat diperbandingkan secara langsung, misalnya lima pemain besar dalam industri, tentunya dapat diperoleh komparasi valuasi untuk dapat menentukan perusahaan target yang paling sesuai dan diharapkan paling *valuable* bagi perusahaan yang akan mengakuisisi. Selain itu, penelitian selanjutnya juga dapat berfokus pada penentuan sumber pembiayaan atas akuisisi tersebut, sebagaimana kapasitas Matahari *Department Store* untuk berhutang kini menjadi lebih besar pasca-transaksi akuisisi.



## DAFTAR REFERENSI

- Anthony, Robert N., David F.Hawkins, Kenneth A. Merchant, *Accounting: Text & Cases*, Twelfth Edition (New York: McGraw-Hill Education, 2007)
- Bodie, Zvi, Alex Kane, Alan J. Marcus, *Investments*, Eight Edition (New York: McGraw-Hill Education, 2009)
- Damodaran, Aswath, *Investment Valuation: tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets*, Second Edition (New York: John Wiley & sons, Inc, 2002)
- Gaughan, Patrick A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, Second Edition (New York: John Wiley & sons, Inc, 1999)
- Hill, Charles W.L, Gareth R. Jones, *Strategic Management*, Eight Edition (Boston: Houghton Mifflin Company, 2008)
- Lenz, Rainer. (2009, September 22) The Logic of Merger and Acquisition Pricing. *Journal of Social Science Research Network*.
- Livne, Gilad, Ana Simpson, Eli Talmor. (2010, March) Do Customer Acquisition Cost, Retention and Usage Matter to Firm Performance and Valuation. *Journal of Social Science Research Network*.
- Ma, Qingzhong, David A.Whidbee, Athena Wei Zhang. (2009, October 1) Value, Valuation and the Long-Run Performance of Merged Firms. *Journal of Social Science Research Network*.
- McKinsey & Company, Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Fourth Edition (New Jersey: John Wiley & sons, Inc, 2005)
- McKinsey & Company, *Project Meadow: Final Report* (Singapore: McKinsey & Company, 2010)
- Miles, David, Andrew Scott, *Macroeconomics: Understanding the Wealth of Nations* (England: John Wiley & sons, Inc, 2005)
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, Bradford D. Jordan, *Modern Financial Management*, Eight Edition (New York: McGraw-Hill Education, 2008)

Wild, John J., K.R Subramanyan, Robert F. Halsey, *Financial Statement Analysis*, Third Edition (New York: McGraw-Hill Education, 2007)

Yendra, Melvi (Ed.), *Indonesia Economic Outlook 2010*, (Jakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. PT. Grasindo, 2009)

<http://bataviase.co.id/detailberita-10560075.html>

[http://bisnis.vivanews.com/.../102215pasific\\_utama\\_anak\\_usaha\\_matahari\\_putra\\_prima](http://bisnis.vivanews.com/.../102215pasific_utama_anak_usaha_matahari_putra_prima)

<http://economy.okezone.com/matahari-putra-prima-pacific-utama-teken-pjba>,

<http://www.inilah.com/.../meadow-asia-akuisisi-9076-matahari-dept-store/>

<http://www.inilah.com/.../pacific-asia-holding-lepas-724-saham-matahari/>

<http://www.inilah.com/.../2009/.../rupsib-pasific-utama-setujui-rights-issue/>

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

<http://bisniskeuangan.kompas.com/Matahari.Putra.Prima.Bangun.Aliansi>

**PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN**  
**LAPORAN LABA RUGI**  
**PERIODE TAHUN 2005-2009**

	2005	2006	2007	2008	2009	Nota-rata
<b>PENJUALAN:</b>						
Department Store Group	4.097.895	4.421.585	4.995.301	5.873.247	6.919.509	4.847.007
Supermarket Group	2.469.583	3.688.768	4.455.203	5.562.839	6.490.244	4.044.098
Anak Perusahaan dan Lainnya	348.574	377.301	317.571	541.284	376.900	396.183
Dikurangi:Penyesuaian terkait transfer aset ke LPPF.30/10/09					(3.506.196)	
Total Penjualan	6.916.052	8.487.654	9.768.075	11.977.370	10.280.457	9.485.922
Targeted Growth		22,72%	15,09%	22,62%	-14,17%	11,56%
<b>BEBAN POKOK PENJUALAN</b>	4.903.061	6.177.367	7.188.981	8.853.215	6.724.380	6.769.801
<b>LABA KOTOR</b>	<b>2.010.991</b>	<b>2.310.287</b>	<b>2.579.094</b>	<b>3.124.155</b>	<b>3.556.077</b>	<b>2.716.121</b>
<b>BEBAN OPERASIONAL</b>						
Beban Penjualan:						
Sewa - bersih	395.930	442.183	528.299	699.989	801.142	573.509
Pemasaran	121.778	27.306	30.260	83.019	136.345	79.742
Persediaan	63.440	74.227	70.076	98.962	106.813	82.704
Kartu Kredit	26.028	34.313	44.799	55.739	64.996	45.175
Jumlah Beban Penjualan	607.176	578.029	673.434	937.709	1.109.296	781.129
Beban Umum dan Administrasi:						
Upah dan Gaji	494.696	599.060	717.120	794.297	877.871	696.609
Depresiasi	243.545	287.024	321.738	326.361	402.596	316.253
Listrik dan Energi	148.303	207.513	236.105	270.261	300.987	232.634
Asuransi	38.794	32.895	38.318	39.508	44.613	38.826
Lain-lain	169.730	204.399	184.384	259.299	316.441	226.831
Jumlah Beban Umum dan Administrasi	1.095.068	1.330.891	1.497.665	1.689.726	1.942.508	1.511.172
Jumlah Beban Usaha	1.702.244	1.908.920	2.171.099	2.627.435	3.051.804	2.292.300
<b>LABA USAHA</b>	<b>308.747</b>	<b>401.367</b>	<b>407.995</b>	<b>496.720</b>	<b>504.273</b>	<b>423.820</b>
<b>BEBAN (PENDAPATAN) LAIN-LAIN</b>						
Rugi (laba) penjualan investasi - bersih	(76.670)	(5.855)	-	-	-	(16.505)
Rugi selisih kurs -bersih		50.944	3.454	389.593	-	88.798
Beban lain-lain - bersih	23.993	(1.059)	(12.523)	(13.640)	(132.234)	(27.093)
Jumlah Beban (Pendapatan) Lain-lain	(52.677)	44.030	(9.069)	375.953	(132.234)	45.201
<b>BAGIAN ATAS LABA BERSIH PERUSAHAAN ASOSIASI</b>	<b>5.841</b>	<b>6.062</b>	<b>8.328</b>	<b>(14.438)</b>	<b>1.295</b>	<b>1.418</b>
<b>LABA USAHA SEBELUM BUNGA DAN PAJAK (EBIT)</b>	<b>367.265</b>	<b>363.399</b>	<b>425.392</b>	<b>106.329</b>	<b>637.802</b>	<b>380.037</b>
<b>BEBAN BUNGA - BERSIH</b>	<b>112.491</b>	<b>176.669</b>	<b>211.685</b>	<b>173.200</b>	<b>263.868</b>	<b>187.583</b>
<b>LABA USAHA SEBELUM PAJAK (EBT)</b>	<b>254.774</b>	<b>186.730</b>	<b>213.707</b>	<b>(66.871)</b>	<b>373.934</b>	<b>192.455</b>
<b>BEBAN (MANFAAT) PAJAK PENGHASILAN</b>						
Tahun bajalan	30.154	35.495	38.611	35.571	26.557	33.278
Tanggungan	(775)	2.724	(1.848)	(109.709)	50.855	(11.751)
Beban Pajak Bersih	29.379	38.219	36.763	(74.138)	77.412	21.527
<b>LABA SEBELUM HAK MINORITAS</b>	<b>254.774</b>	<b>186.730</b>	<b>213.707</b>	<b>(66.871)</b>	<b>373.934</b>	<b>192.455</b>
Hak Minoritas	2.732	(2.985)	(3.247)	(3.230)	(2.364)	(1.819)
Eick Penyesuaian Proforma					1.149	230
<b>LABA BERSIH</b>	<b>252.042</b>	<b>160.496</b>	<b>216.954</b>	<b>(63.641)</b>	<b>377.447</b>	<b>188.660</b>
<b>LABA BERSIH PER SAHAM</b>	<b>89</b>	<b>55</b>	<b>41</b>	<b>2</b>	<b>66</b>	<b>50,6</b>

Lampiran 2: Persentase Proporsi Laporan Laba-Rugi PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2005-2009

PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN  
 PERSENTASE PROPORSI LAPORAN LABA RUGI  
 PERIODE TAHUN 2005-2009

	2005	2006	2007	2008	2009	Proporsi Kata-rata
<b>PENJUALAN:</b>						
Department Store Group	59,25%	52,09%	51,14%	49,04%	67,31%	55,77%
Supermarket Group	35,71%	43,46%	45,61%	46,44%	63,13%	46,87%
Anak Perusahaan dan Lainnya	5,04%	4,45%	3,25%	4,52%	3,67%	4,18%
Dikurangi: Penyesuaian terkait transfer aset ke LPPF, 30/10/09						
Total Penjualan	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>BEBAN POKOK PENJUALAN</b>	70,92%	72,78%	73,60%	73,92%	65,41%	71,37%
<b>LABA KOTOR</b>	29,08%	27,22%	26,40%	26,08%	34,59%	28,67%
<b>BEBAN USAHA</b>						
Beban Penjualan	5,72%	5,21%	5,41%	5,84%	7,79%	6,00%
Sewa - bersih	1,76%	0,32%	0,31%	0,69%	1,33%	0,88%
Pemasaran	0,92%	0,87%	0,72%	0,83%	1,04%	0,87%
Persediaan	0,38%	0,40%	0,46%	0,47%	0,63%	0,47%
Kartu Kredit	8,78%	6,81%	6,89%	7,83%	10,79%	8,22%
Jumlah Beban Penjualan						
Beban Umum dan Administrasi:						
Upah dan Gaji	7,15%	7,06%	7,34%	6,63%	8,54%	7,34%
Depresiasi	3,52%	3,38%	3,29%	2,72%	3,92%	3,37%
Listrik dan Energi	2,14%	2,44%	2,42%	2,26%	2,93%	2,44%
Asuransi	0,56%	0,39%	0,39%	0,33%	0,43%	0,42%
Lain-lain	2,45%	2,41%	1,89%	2,16%	3,08%	2,40%
Jumlah Beban Umum dan Administrasi	15,83%	15,68%	15,33%	14,11%	18,90%	15,97%
Jumlah Beban Usaha	24,61%	22,49%	22,23%	21,94%	29,69%	24,19%
<b>LABA USAHA</b>	4,46%	4,73%	4,18%	4,15%	4,91%	4,48%
<b>BEBAN (PENDAPATAN) LAIN-LAIN</b>						
Rugi (laba) penjualan investasi - bersih	-1,11%	-0,07%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,24%
Rugi selisih kurs - bersih	0,00%	0,60%	0,04%	3,25%	0,00%	0,78%
Beban lain-lain - bersih	0,35%	-0,01%	-0,13%	-0,11%	-1,29%	-0,24%
Jumlah Beban (Pendapatan) Lain-lain	-0,76%	0,52%	-0,09%	3,14%	-1,29%	0,30%
<b>BAGIAN ATAS LABA BERSIH PERUSAHAAN ASOSIASI -</b>	0,08%	0,07%	0,09%	0,89%	0,01%	0,21%
<b>LABA USAHA SEBELUM BUNGA DAN PAJAK (EBIT)</b>	5,31%	4,28%	4,35%	0,89%	6,20%	4,21%
<b>BEBAN BUNGA - BERSIH</b>	1,63%	2,08%	2,17%	1,45%	2,57%	1,98%
<b>LABA USAHA SEBELUM PAJAK (EBT)</b>	3,68%	2,20%	2,19%	-0,56%	3,64%	2,23%
<b>BEBAN (MANFAAT) PAJAK PENGHASILAN</b>						
Tahun berjalan	0,44%	0,42%	0,40%	0,30%	0,26%	0,36%
Tanggungan	-0,01%	0,03%	-0,02%	-0,92%	0,49%	-0,08%
Bersih	0,42%	0,45%	0,38%	-0,62%	0,75%	0,28%
<b>LABA SEBELUM HAK MINORITAS</b>	3,68%	2,20%	2,19%	-0,56%	3,64%	2,23%
Hak Minoritas	0,04%	-0,04%	-0,03%	-0,03%	-0,02%	-0,02%
Efek Penyesuaian Proforma	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%
<b>LABA BERSIH</b>	3,64%	1,89%	2,22%	-0,53%	3,67%	2,18%

PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN  
LAPORAN NERACA KONSOLIDASI  
PERIODE TAHUN 2005-2009

	2005	2006	2007	2008	2009	Nominal Rata-rata
<b>AKTIVA</b>						
<b>AKTIVA LANCAR</b>						
Kas dan setara kas	498.346	1.210.858	2.763.702	1.741.844	2.252.173	1.697.385
Investasi jangka pendek	89.987	74.754	314.786	359.793	94.368	186.738
Pihak ketiga	-	-	62.297	812.000	1.070.000	388.859
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	-	-	-	-	-	-
Piutang						
Usaha	39.719	110.260	96.254	45.478	30.993	64.541
Pihak ketiga	55.701	107.740	130.417	643.560	135.967	214.077
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	-	-	1.070	2.133	968	834
Persediaan	676.322	790.945	906.377	983.008	1.171.805	905.891
Pajak dibayar dimuka	31.773	30.539	18.235	17.199	111.782	193.987
Biaya dibayar di muka						
Pihak ketiga	88.879	87.872	91.015	130.084	133.175	106.205
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	-	-	4.906	15.302	15.135	7.087
Aktiva kontrak opsi/kontrak berjangka	-	-	-	-	-	-
Aktiva lancar lainnya	44.040	35.476	37.368	286.550	15.135	57.310
Jumlah aktiva lancar	1.524.767	2.468.444	4.376.517	5.079.199	49.873	41.801
% <i>Grassh</i>		61,89%	79,37%	17,74%	-0,24%	3,713,033
						38,97%
<b>AKTIVA TIDAK LANCAR</b>						
Piutang pihak yang mempunyai hubungan istimewa	34.656	34.188	6.057	9.007	9.447	18.671
Aktiva pajak tangguhan - bersih	173	2.172	4.037	109.604	50.423	33.282
Investasi pada perusahaan asosiasi	39.701	45.763	51.591	32.153	31.500	40.142
Investasi jangka panjang lainnya	4.256	4.256	222.143	123.087	174.709	105.690
Aktiva tetap						
Nilai tercatat	2.856.525	3.284.093	3.116.102	3.583.525	4.000.233	2.130.972
Akumulasi penyusutan	(1.030.268)	(1.254.068)	(1.393.685)	(1.655.217)	(1.821.740)	(1.430.990)
Penyisihan kerugian nilai aktiva tetap	(43.381)	(24.897)	(24.897)	(24.897)	-	(23.614)
Bersih	1.782.876	2.005.128	1.697.520	1.903.411	2.178.493	1.507.481
Utang inuka sewa	-	351.538	601.469	847.212	1.377.785	635.601
Pihak ketiga	-	-	384.345	286.433	610.693	256.294
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	-	-	-	-	-	-
Sewa jangka panjang - bersih						
Pihak ketiga	392.316	348.372	303.725	615.973	564.206	444.918
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	-	-	84.944	102.971	150.248	79.633
Utang inuka pembelian aktiva tetap						
Pihak ketiga	537.731	514.268	172.569	159.119	59.747	288.687
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	-	-	131.427	118.013	-	49.888
Aktiva kontrak opsi	-	73.501	72.639	-	-	14.528
Aktiva non-operasional	85.141	208.488	287.459	295.085	286.654	250.883
Aktiva tidak lancar lainnya - bersih	176.759	3.586.644	4.019.925	4.662.068	5.493.905	4.163.230
Jumlah Aktiva Tidak Lancar	3.053.609	3.886.442	4.019.925	4.662.068	5.493.905	4.163.230
% <i>Grassh</i>		17,46%	17,08%	15,97%	17,87%	15,87%
<b>JUMLAH AKTIVA</b>	4.578.376	6.055.088	8.446.442	9.741.267	10.560.144	7.876.263
% <i>Grassh</i>		32,25%	39,49%	15,33%	8,41%	23,87%

PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN  
LAPORAN NERACA KONSOLIDASI  
PERIODE TAHUN 2005-2009

	2005	2006	2007	2008	2009	Normal Rata-Rata
<b>KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>						
<b>KEWAJIBAN</b>						
KEWAJIBAN LANCAR						
Hutang bank jangka pendek	125.000					25.000
Hutang						
Utaha	544.289	631.083	966.974	1.191.752	1.294.678	841.493
Lain-lain	122.978	112.420	389.378	459.107	184.852	239.077
Hutang pajak	49.629	62.792	50.344	44.865	43.610	105.747
Beban masih harus dibayar	327.118	298.463	386.522	472.093	566.481	345.115
Takriran kerugian akibat restrukturisasi toko	2.017					403
Hutang notes - bersih				1.303.092		260.618
Hutang jangka panjang yang jatuh tempo						
Hutang bank		15.600	116.991	70.000	1.011.667	242.852
Hutang obligasi - bersih		393.745	441.640			167.077
Hutang kepada non-lembaga keuangan	12.940	11.887	12.009	9.625		9.292
Kewajiban sewa guna usaha		88			2.269	471
Kewajiban kontrak swap				495.230		99.046
Laba ditangguhkan atas transaksi penjualan & penyewaan aset			42.715	38.362	41.431	24.502
Jumlah Kewajiban Lancar	1.183.971	1.526.078	1.964.931	4.525.766	3.144.994	2.469.148
% Growth		28,89%	28,76%	130,31%	-30,31%	39,37%
<b>KEWAJIBAN TIDAK LANCAR</b>						
Hutang pihak yang mempunyai hubungan istimewa	4.539	47	4.927	3.143	5.529	3.635
Kewajiban pajak tangguhan - bersih		13.013	13.030	8.898		6.986
Hutang notes - bersih		1.290.053	1.366.081		1.788.211	888.869
Hutang jangka panjang - setelah dikurangi bayangan jth tempo						
Hutang bank	8.280		710.909	1.455.000		436.838
Hutang Obligasi - bersih	828.764	441.634	445.142		521.807	447.470
Hutang bank	249.614	353.900	4.138	4.699	903.333	303.137
Hutang kepada non-lembaga keuangan	15.657	15.309			6.193	6.193
Hutang lainnya		193			4.460	892
Kewajiban sewa guna usaha		52.351				39
Kewajiban kontrak swap/opsi			84.997			27.470
Laba ditangguhkan atas transaksi penjualan & penyewaan aset	155.356	134.812	379.567	349.427	307.996	207.398
Kewajiban tidak lancar lainnya	1.262.210	2.301.312	148.688	231.214	322.796	198.573
Jumlah kewajiban tidak lancar		83,27%	3.177.481	2.052.171	3.854.123	2.529.499
% Growth			58,07%	-35,41%	87,79%	43,19%
<b>BAK MINORITAS</b>	65.093	62.108	58.861	55.631	93.929	67.124
<b>JUMLAH KEWAJIBAN</b>	2.511.274	3.889.498	5.201.275	6.633.768	7.093.046	5.065.772
% Growth		54,88%	33,73%	27,54%	6,92%	30,77%
<b>EKUITAS</b>						
Modal Saham - Rp 500 per saham						
Modal dasar - 10.800.000.000 saham		1.352.997	1.355.961	2.355.961	2.360.537	1.955.691
Modal ditempatkan dan disetor penuh - 2.705.994.000 saham		(6.365)	(21.198)	(17.537)	(85.743)	(14.531)
Tambahan modal disetor - bersih	312	989	(40.808)	(136.968)		(52.444)
Selalih transaksi perubahan ekuitas Anak Perusahaan	120	120	120			72
Selalih penilaian kembali aktiva tetap						
Saldo laba						
Telah ditentukan penggunaannya	12.000	14.000	16.000	18.000	20.000	16.000
Belum ditentukan penggunaannya	831.265	927.076	1.058.138	1.015.042	1.313.077	1.058.958
Modal saham diperoleh kembali	(133.236)	(123.236)	(123.236)	(123.236)	(123.236)	(123.236)
<b>JUMLAH EKUITAS</b>	2.067.102	2.165.590	3.245.167	3.107.601	3.467.098	2.810.512
% Growth		4,76%	33,73%	-27,54%	11,57%	30,77%
<b>JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>	4.578.376	6.055.088	8.446.442	9.741.369	10.560.144	7.876.284
% Growth		32,25%	39,49%	15,33%	8,11%	23,87%

Lampiran 4a: Persentase Proporsi Laporan Neraca PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2005-2009

PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN  
 PERSENTASE PROPORSI LAPORAN NERACA KONSOLIDASI  
 PERIODE TAHUN 2005-2009

	2005	2006	2007	2008	2009	Proporsi Rata-Rata
<b>AKTIVA</b>						
<b>AKTIVA LANCAR</b>						
Kas dan setara kas	10.8848%	20.3277%	32.7203%	17.8811%	21.3271%	20.6282%
Investasi jangka pendek						
Pihak ketiga	1.9655%	1.2346%	3.7268%	3.6935%	0.8936%	2.3028%
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	0.0000%	0.0000%	0.7376%	8.3357%	10.1324%	3.8411%
Piutang						
Usaha	0.8675%	1.5209%	1.1396%	0.4669%	0.2935%	0.9177%
Lain-lain - bersih						
Pihak ketiga	1.2166%	1.7793%	1.5440%	6.6065%	1.2875%	2.4868%
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	0.0000%	0.0000%	0.0127%	0.0219%	0.0092%	0.0087%
Persediaan	14.7721%	13.0635%	10.7309%	10.0912%	11.0965%	11.9506%
Pajak dibayar dimuka	0.6940%	0.5044%	0.2159%	0.1766%	1.0585%	0.5299%
Biaya dibayar di muka						
Pihak ketiga	1.9413%	1.4512%	1.0776%	1.3354%	1.2611%	1.4133%
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	0.0000%	0.0000%	0.0591%	0.1571%	0.1433%	0.0719%
Aktiva kontrak opsi/kontrak berjangka	0.0000%	0.0000%	0.0000%	2.9416%	0.0000%	0.5883%
Aktiva lancar lainnya	0.9619%	0.5859%	0.4424%	0.4337%	0.4723%	0.5792%
Jumlah aktiva lancar	33.3037%	48.7664%	52.4069%	52.1411%	47.9751%	45.3186%
<b>AKTIVA TIDAK LANCAR</b>						
Piutang pihak yang mempunyai hubungan istimewa						
Aktiva pajak tangguhan - bersih	0.7569%	0.5646%	0.0717%	0.0925%	0.0895%	0.3150%
Investasi pada perusahaan asosiasi	0.0038%	0.0359%	0.0478%	1.1252%	0.4755%	0.3380%
Investasi jangka panjang lainnya	0.8671%	0.7558%	0.6108%	0.3301%	0.2983%	0.5724%
Aktiva tetap	0.0930%	0.0703%	2.6300%	1.2636%	1.6544%	1.1422%
Nilai tercatat	62.3917%	54.2369%	36.8925%	36.7871%	37.8805%	45.6377%
Akumulasi penyusutan	-22.5029%	-20.7110%	-16.5003%	-16.9918%	-17.2511%	-18.7914%
Penyisihan kerugian nilai aktiva tetap	-0.9475%	-0.4112%	-0.2948%	-0.2556%	0.0000%	-0.3818%
Utang muka sewa						
Pihak ketiga	0.0000%	5.8057%	7.1210%	8.6971%	13.0470%	6.9342%
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	0.0000%	0.0000%	4.5504%	2.9404%	5.7830%	2.6548%
Sewa jangka panjang - bersih						
Pihak ketiga	8.5689%	5.7534%	3.5959%	6.3233%	5.3428%	5.9169%
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	0.0000%	0.0000%	1.0057%	1.6730%	1.4228%	0.8203%
Utang muka pembelian aktiva tetap						
Pihak ketiga	11.7450%	8.4932%	2.0411%	1.6335%	0.5658%	4.8961%
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	0.0000%	0.0000%	1.5560%	1.2115%	0.0000%	0.5535%
Aktiva kontrak opsi	0.0000%	0.0000%	0.8600%	0.0000%	0.0000%	0.1720%
Aktiva non-operasional	1.8596%	1.1974%	0.0060%	0.0000%	0.0060%	0.6114%
Aktiva tidak lancar lainnya - bersih	3.8607%	3.4427%	3.4033%	3.0292%	2.7145%	3.2901%
Jumlah Aktiva Tidak Lancar	66.6963%	59.2336%	47.5931%	47.8589%	52.0249%	54.6814%
<b>JUMLAH AKTIVA</b>	<b>100.0000%</b>	<b>100.0000%</b>	<b>100.0000%</b>	<b>100.0000%</b>	<b>100.0000%</b>	<b>100.0000%</b>

Lampiran 4b: Persentase Proporsi Laporan Neraca PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2005-2009

PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN  
 PERSENTASE PROPORSI LAPORAN NERACA KONSOLIDASI  
 PERIODE TAHUN 2005-2009

	2005	2006	2007	2008	2009	Proporsi Rata-rata
<b>KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>						
<b>KEWAJIBAN LANCAR</b>						
Hutang bank jangka pendek	2,73%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,55%
Hutang						
Usaha	11,89%	10,42%	11,45%	12,23%	12,26%	11,65%
Lain-lain	2,69%	1,86%	4,61%	4,71%	1,75%	3,12%
Hutang pajak	1,08%	1,04%	0,60%	0,46%	0,72%	0,41%
Beban masih harus dibayar	7,14%	4,93%	4,58%	4,85%	5,36%	5,37%
Taksiran kerugian akibat restrukturisasi toko	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
Hutang notes - bersih	0,00%	0,00%	0,00%	13,38%	0,00%	2,68%
Hutang jangka panjang yang jatuh tempo						
Hutang bank	0,00%	0,26%	1,39%	0,72%	0,58%	2,39%
Hutang obligasi - bersih	0,00%	6,50%	0,00%	4,51%	0,00%	2,21%
Hutang kepada non-lembaga keuangan	0,28%	0,20%	0,14%	0,10%	0,00%	0,14%
Kewajiban sewa guna usaha	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%	0,00%
Kewajiban kontrak swap	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Labu ditangguhkan atas transaksi penjualan & penyewaan aset	0,00%	0,00%	0,51%	0,39%	0,39%	1,02%
<b>Jumlah Kewajiban Lancar</b>	<b>25,86%</b>	<b>25,20%</b>	<b>23,26%</b>	<b>46,46%</b>	<b>29,78%</b>	<b>30,11%</b>
<b>KEWAJIBAN TIDAK LANCAR</b>						
Hutang pihak yang mempunyai hubungan istimewa	0,10%	0,00%	0,06%	0,03%	0,05%	0,05%
Kewajiban pajak tunggahan - bersih	0,00%	0,21%	0,15%	0,09%	0,09%	0,09%
Hutang notes - bersih	0,00%	21,31%	16,17%	0,00%	16,93%	10,88%
Hutang jangka panjang - setelah dikurangi bagian jh tempo						
Hutang bank	0,18%	0,00%	8,65%	14,94%	0,00%	4,75%
Hutang Obligasi - bersih	18,10%	7,29%	5,27%	0,00%	4,94%	7,12%
Hutang bank	5,45%	5,84%	0,05%	0,05%	8,55%	3,99%
Hutang kepada non-lembaga keuangan	0,34%	0,25%	0,00%	0,00%	0,12%	0,12%
Hutang lainnya	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%	0,01%
Kewajiban sewa guna usaha	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kewajiban kontrak swap/ops	0,00%	0,86%	1,01%	0,00%	0,00%	0,37%
Labu ditangguhkan atas transaksi penjualan & penyewaan aset	0,00%	0,00%	4,49%	3,59%	2,92%	2,20%
Kewajiban tidak lancar lainnya	3,39%	2,23%	1,70%	2,37%	3,06%	2,56%
<b>Jumlah kewajiban tidak lancar</b>	<b>27,57%</b>	<b>38,01%</b>	<b>37,62%</b>	<b>21,07%</b>	<b>36,50%</b>	<b>32,15%</b>
<b>Hak Minoritas</b>	<b>1,42%</b>	<b>1,03%</b>	<b>0,70%</b>	<b>0,87%</b>	<b>0,89%</b>	<b>0,92%</b>
<b>JUMLAH KEWAJIBAN</b>	<b>54,85%</b>	<b>64,24%</b>	<b>61,58%</b>	<b>68,10%</b>	<b>67,17%</b>	<b>63,19%</b>
<b>EKUITAS</b>						
Modal Saham - Rp 500 per saham						
Modal dasar - 10.800.000.000 saham						
Modal ditempatkan dan disetor penuh - 2.705.994.000 saham	29,55%	22,34%	27,89%	24,19%	22,35%	25,27%
Tambahan modal disetor - bersih	-0,14%	-0,10%	-0,25%	-0,22%	-0,17%	-0,18%
Saldo laba	0,01%	0,02%	-0,48%	-1,41%	-0,81%	-0,54%
Saldo laba	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Telah dicantumkan penggunaannya	0,26%	0,23%	0,19%	0,18%	0,19%	0,21%
Belum ditentukan penggunaannya	18,16%	15,31%	12,53%	10,42%	12,43%	13,77%
Modal saham diperoleh kembali	-4,15%	-2,04%	-1,46%	-1,27%	-1,27%	-1,72%
<b>Ekuitas - bersih</b>	<b>45,15%</b>	<b>35,76%</b>	<b>45,15%</b>	<b>31,00%</b>	<b>32,83%</b>	<b>36,81%</b>
<b>JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>



**PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN**  
**LAPORAN ARUS KAS**  
**PERIODE TAHUN 2005-2009**

	2005	2006	2007	2008	2009	Nominal Rata-rata
<b>ARUS KAS DARI AKIVITAS OPERASI</b>						
Penerimaan kas dari penjualan	6.896.291	8.417.113	9.782.081	12.028.146	13.815.095	10.187.745
Penerimaan kas dar sewa	-	-	-	68.139	60.916	25.811
Pengeluaran kas selama tahun berjalan untuk:						
Pembelian persediaan	(5.076.219)	(6.205.196)	(6.996.189)	(8.711.361)	(10.774.226)	(7.552.638)
Gaji dan upah	(495.327)	(591.582)	(662.453)	(607.721)	(884.046)	(648.226)
Sewa - bersih	(467.430)	(531.144)	(501.930)	(783.272)	(829.057)	(622.571)
Beban penjualan	(214.004)	(130.817)	(131.246)	(212.293)	(341.740)	(206.020)
Kas yang dihasilkan dari operasi	643.311	958.374	1.490.243	1.781.638	1.046.942	1.184.102
Pengurangan (penambahan) piutang lain-lain	-	-	-	(514.206)	558.443	8.847
Pajak penghasilan perusahaan	(13.994)	(42.285)	(45.815)	(31.581)	(18.159)	(30.367)
Pendapatan lainnya	-	-	(176.842)	366.183	346.759	107.220
Beban lainnya - bersih	(243.947)	(411.214)	-	(848.960)	(704.039)	(441.632)
<b>Kas bersih dari Aktivitas Operasi</b>	<b>385.370</b>	<b>504.875</b>	<b>1.267.586</b>	<b>753.074</b>	<b>1.229.946</b>	<b>828.170</b>
<b>ARUS KAS DARI AKTIVITAS INVESTASI</b>						
Hasil penjualan investasi jangka pendek	187.651	-	-	90.452	1.825.920	420.805
Hasil penjualan aset dari Transaksi Restrukturisasi Entitas	-	-	771.562	-	210.834	196.479
Hasil penjualan investasi pada perusahaan asosiasi - bersih	-	62.656	126.830	-	52.001	48.301
Pengurangan (penambahan) aktiva tidak lancar lainnya	-	-	-	(18.835)	25.621	1.357
Pengurangan (penambahan) aktiva lancar lainnya	-	-	-	(4.980)	10.175	1.039
Pengurangan aktiva non-operasional	7.683	-	-	-	-	1.537
Hasil penjualan aktiva tetap	3.600	3.696	11.073	8.234	7.140	6.749
Hasil klaim asuransi	-	-	3.611	-	-	722
Hasil penjualan investasi jangka panjang lainnya	-	-	-	-	100	20
Penambahan investasi jangka pendek	-	(42.582)	(108.116)	(827.780)	(1.840.203)	(563.736)
Penambahan uang muka sewa	-	(282.130)	(891.807)	(669.256)	(891.600)	(546.959)
Penempatan deposito berjangka/dana escrow	-	-	(262.175)	-	-	(52.435)
penambahan (pengurangan) hutang lain-lain atas dana escrow	-	-	262.175	-	(306.033)	(8.772)
Penambahan uang muka pembelian aktiva tetap	(667.935)	(249.766)	(251.827)	(339.684)	(277.995)	(357.441)
Penambahan aktiva tetap	(206.999)	(212.171)	(120.231)	(193.258)	(247.196)	(195.971)
Penambahan aktiva tidak lancar lainnya	(198.572)	(73.107)	(38.022)	5.000	-	(60.940)
<b>Kas bersih untuk Aktivitas Investasi</b>	<b>(874.572)</b>	<b>(793.404)</b>	<b>(496.907)</b>	<b>(1.950.107)</b>	<b>(1.431.236)</b>	<b>(1.109.245)</b>
<b>ARUS KAS DARI AKTIVITAS PENDANAAN</b>						
Penambahan - bersih hutang bank	123.550	(20.714)	478.400	1.265.670	2.070.043	783.390
Penerimaan dari penerbitan notes	-	1.285.010	-	-	1.091.975	475.397
Penerimaan dari penerbitan obligasi - setelah dikurangi beban emisi	-	-	-	-	528.000	105.600
Pendapatan bunga	-	-	-	233.763	351.173	116.987
Penerimaan dari waran	-	-	-	-	8.237	1.647
Penambahan (pengurangan) hutang pihak dengan hubungan istimewa	1.197	(3.267)	2.768	(1.784)	2.377	258
Penerimaan Penawaran Umum Terbatas kepada pemegang saham	-	-	988.122	-	709	397.766
Pembayaran hutang bank	-	-	(4.314)	(593.370)	(1.692.693)	(458.075)
Beban bunga dan fee ijarah - bersih	(152.289)	(177.323)	(205.783)	(392.850)	(609.232)	(307.495)
Pembayaran dan pembelian kembali notes serta kontrak opsi/ swap	-	-	-	(277.235)	(553.820)	(166.211)
Pembayaran dan pembelian kembali obligasi	-	-	(450.000)	(7.000)	(443.000)	(180.000)
Pengeluaran dari Penawaran Unum Terbatas kepada peinegang saham	-	-	-	-	(18.918)	(3.784)
Pengeluaran dari beban emisi notes	-	-	-	-	(13.672)	(2.734)
Pengeluaran dari beban emisi obligasi	-	-	-	-	(7.882)	(1.576)
Pembayaran dividen tunai	(35.104)	(62.685)	(46.939)	(51.903)	-	(59.326)
Pembayaran dividen tunai kepada peinegang saham minoritas anak perus.	(4.999)	-	-	-	(2.500)	(1.500)
Pembayaran cicilan - sewa guna usaha	(138)	-	(89)	-	-	(45)
<b>Kas bersih dari (untuk) Aktivitas Pendanaan</b>	<b>(67.783)</b>	<b>1.021.021</b>	<b>762.165</b>	<b>175.291</b>	<b>710.797</b>	<b>520.298</b>

Lampiran 6: Analisis Rasio Keuangan PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2005-2009

PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN  
ANALISIS RASIO KEUANGAN  
PERIODE TAHUN 2005-2009

RATIO/ANALISIS	2005	2006	2007	2008	2009	Rata-Rata
<b>Overall Performance Measures:</b>						
Price/Earnings Ratio	10,78	12,46	16,85	315,09	13,35	73,70
Return on Total Assets (ROA)	0,07	0,05	0,04	0,01	0,05	0,04
Return on Invested Capital (ROI)	0,09	0,07	0,05	0,03	0,07	0,06
Return on Equity (ROE)	0,11	0,07	0,06	0,00	0,09	0,07
<b>Profitability Measures:</b>						
Gross Profit Margin	29,08%	27,22%	26,40%	26,08%	34,59%	28,67%
Net Profit Margin	3,22%	1,89%	1,84%	0,09%	2,92%	1,99%
Earnings Per Share	89,07 IDR	64,20 IDR	40,95 IDR	2,00 IDR	65,94 IDR	52,43
Cash Realization	1,73	3,15	7,03	71,74	4,10	17,55
<b>Tests of Investment Utilization:</b>						
Asset Turnover	1,51	1,40	1,16	1,23	0,97	1,26
Invested Capital Turnover	2,18	1,96	1,56	2,43	1,47	1,92
Equity Turnover	3,35	3,92	3,01	3,85	2,97	3,42
Capital Intensity	3,88	4,23	5,75	6,29	4,72	4,98
Days' Cash	56,51	48,81	68,47	67,98	76,98	63,75
Days' Receivables	5,04	9,37	8,51	21,06	5,96	9,99
Days' Inventory	50,33	46,73	46,02	40,53	63,61	49,44
Operating Cycle	55,36	56,11	54,53	61,59	69,57	59,43
Inventory Turnover	7,25	7,81	7,93	9,01	5,74	7,55
Working Capital Turnover	20,29	9,01	4,03	21,64	5,35	12,06
Current Ratio	1,29	1,62	2,23	1,12	1,61	1,57
Acid-Test (Quick) Ratio	0,72	1,10	1,77	0,91	1,24	1,15
<b>Tests of Financial Condition:</b>						
Financial leverage ratio	2,21	2,80	2,59	3,13	3,05	2,76
Debt/equity ratio	1,14	1,73	1,56	2,06	1,95	1,69
Debt/Capitalization	0,53	1,00	0,93	0,59	1,02	0,81
Times Interest earned	3,26	2,06	2,01	0,61	2,42	2,07
Cash flow/debt	0,16	0,13	0,25	0,12	0,18	0,17
<b>Tests of Investment Utilization:</b>						
Dividend yield		2,60%	1,30%	1,67%	-	1,86%
Dividend payout		28,15%	29,25%	28,80%	-	28,73%

**PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN**  
**PROYEKSI LABA RUGI (SKENARIO NORMAL)**  
**PERIODE TAHUN 2010-2014**

	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
<b>PENJUALAN:</b>					
Department Store Group	6.003.335	6.697.613	7.472.184	8.336.333	9.300.420
Supermarket Group	5.007.510	5.586.622	6.232.708	6.953.514	7.757.679
Anak Perusahaan dan Lainnya	458.534	511.563	570.725	636.729	710.365
Dikurangi:Penyesuaian terkait transfer aset ke LPPF,30/10/09					
Total Penjualan	11.469.379	12.795.799	14.275.617	15.926.575	17.768.464
Targeted Growth		11,56%	11,56%	11,56%	11,56%
<b>BEBAN POKOK PENJUALAN</b>	7.558.321	8.432.432	9.407.632	10.495.613	12.680.788
<b>LABA KOTOR</b>	3.911.058	4.363.367	4.867.986	5.430.962	6.059.046
Targeted Gross Margin	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%
<b>BEBAN OPERASIONAL</b>					
Beban Penjualan:					
Sewa - bersih	687.706	820.945	915.886	1.021.807	1.139.978
Pemasaran	107.271	119.676	133.517	148.958	166.184
Persediaan	106.365	118.666	132.390	147.700	164.782
Kartu Kredit	56.820	63.392	70.723	78.902	88.027
Jumlah Beban Penjualan	958.162	1.122.678	1.252.515	1.397.367	1.558.970
Beban Umum dan Administrasi:					
Upah dan Gaji	909.776	1.014.990	1.132.373	1.263.330	1.409.433
Depresiasi	409.413	456.761	509.585	568.518	634.266
Listrik dan Energi	296.413	330.693	368.937	411.604	459.206
Asuransi	51.173	57.091	63.694	71.060	79.278
Lain-lain	291.610	325.334	362.958	404.934	451.764
Jumlah Beban Umum dan Administrasi	1.958.385	2.184.870	2.437.547	2.719.447	3.033.947
Jumlah Beban Usaha	2.916.546	3.307.548	3.690.062	4.116.813	4.592.917
<b>LABA USAHA</b>	994.512	1.055.819	1.177.924	1.314.149	1.466.129
<b>BEBAN (PENDAPATAN) LAIN-LAIN</b>	(28.633)	(31.944)	(35.638)	(39.760)	(44.358)
Rugi (laba) penjualan investasi - bersih	94.545	105.479	117.677	131.286	146.470
Rugi selisih kurs -bersih	(29.030)	(32.387)	(36.133)	(40.312)	(44.974)
Beban lain-lain - bersih	36.882	-41.148	45.906	51.215	57.138
Jumlah Beban (Pendapatan) Lain-lain	3.238	3.613	4.031	4.497	5.017
<b>BAGIAN ATAS LABA BERSIH PERUSAHAAN ASOSIASI - Bersih</b>	960.868	1.018.285	1.136.048	1.267.431	1.414.008
<b>LABA USAHA SEBELUM BUNGA DAN PAJAK (EBIT)</b>	226.815	268.229	299.250	333.857	372.468
<b>BEBAN BUNGA - BERSIH</b>	960.868	1.018.285	1.136.048	1.267.431	1.414.008
<b>LABA USAHA SEBELUM PAJAK (EBT)</b>					
<b>BEBAN (MANFAAT) PAJAK PENGHASILAN</b>					
Tahun berjalan	-	-	-	-	-
Tanggungan					
Beban Pajak Bersih	269.043	285.120	318.094	354.881	395.922
<b>LABA SEBELUM HAK MINORITAS</b>	691.825	733.165	817.955	912.550	1.018.086
Hak Minoritas	(1.918)	(2.140)	(2.387)	(2.663)	(2.971)
Efektif Penyesuaian Proforma	272	303	338	377	421
<b>LABA BERSIH</b>	690.179	731.329	815.906	910.265	1.015.536

**PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN**  
**PROYEKSI LABA RUGI (SKENARIO PESIMIS)**  
**PERIODE TAHUN 2010-2014**

	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
<b>PENJUALAN:</b>					
Department Store Group	6.003.335	6.697.613	7.472.184	8.336.333	9.300.420
Supermarket Group	5.007.510	5.586.622	6.232.708	6.953.514	7.757.679
Anak Perusahaan dan Lainnya	458.534	511.563	570.725	636.729	710.365
Dikurangi:Penyesuaian terkait transfer aset ke LPPF.30/10/09					
Total Penjualan	11.469.379	12.795.799	14.275.617	15.926.575	17.768.464
Targeted Growth		11,56%	11,56%	11,56%	11,56%
<b>BEBAN POKOK PENJUALAN</b>	7.558.321	8.432.432	9.407.632	10.495.613	12.680.788
<b>LABA KOTOR</b>	3.911.058	4.363.367	4.867.986	5.430.962	6.059.046
Targeted Gross Margin	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%
<b>BEBAN OPERASIONAL</b>					
Beban Penjualan:					
Sewa - bersih	687.706	820.945	915.886	1.021.807	1.139.978
Pemasaran	107.271	119.676	133.517	148.958	166.184
Persediaan	106.365	118.666	132.390	147.700	164.782
Kartu Kredit	56.820	63.392	70.723	78.902	88.027
Jumlah Beban Penjualan	958.162	1.122.678	1.252.515	1.397.367	1.558.970
Beban Umum dan Administrasi:					
Upah dan Gaji	909.776	1.014.990	1.132.373	1.263.330	1.409.433
Depresiasi	409.413	456.761	509.585	568.518	634.266
Listrik dan Energi	296.413	330.693	368.937	411.604	459.206
Asuransi	51.173	57.091	63.694	71.060	79.278
Lain-lain	291.610	325.334	362.958	404.934	451.764
Jumlah Beban Umum dan Administrasi	1.958.385	2.184.870	2.437.547	2.719.447	3.033.947
Jumlah Beban Usaha	2.916.546	3.307.548	3.690.062	4.116.813	4.592.917
<b>LABA USAHA</b>	994.512	1.055.819	1.177.924	1.314.149	1.466.129
<b>BEBAN (PENDAPATAN) LAIN-LAIN</b>	(28.633)	(31.944)	(35.638)	(39.760)	(44.358)
Rugi (laba) penjualan investasi - bersih	94.545	105.479	117.677	131.286	146.470
Rugi selisih kurs -bersih	(29.030)	(32.387)	(36.133)	(40.312)	(44.974)
Beban lain-lain - bersih	36.882	41.148	45.906	51.215	57.138
Jumlah Beban (Pendapatan) Lain-lain	3.238	3.613	4.031	4.497	5.017
<b>BAGIAN ATAS LABA BERSIH PERUSAHAAN ASOSIASI - Bersih</b>	960.868	1.018.285	1.136.048	1.267.431	1.414.008
<b>LABA USAHA SEBELUM BUNGA DAN PAJAK (EBIT)</b>	226.815	268.229	299.250	333.857	372.468
<b>BEBAN BUNGA - BERSIH</b>					
<b>LABA USAHA SEBELUM PAJAK (EBT)</b>	960.868	1.018.285	1.136.048	1.267.431	1.414.008
<b>BEBAN (MANFAAT) PAJAK PENGHASILAN</b>					
Tahun berjalan	-	-	-	-	-
Tanggungan					
Beban Pajak Bersih	269.043	285.120	318.094	354.881	395.922
<b>LABA SEBELUM HAK MINORITAS</b>	691.825	733.165	817.955	912.550	1.018.086
Hak Minoritas	(1.918)	(2.140)	(2.387)	(2.663)	(2.971)
Efek Penyesuaian Proforma	272	303	338	377	421
<b>LABA BERSIH</b>	690.179	731.329	815.906	910.265	1.015.536

**PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN  
PROYEKSI LABA RUGI (SKENARIO OPTIMIS)  
PERIODE TAHUN 2010-2014**

	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
<b>PENJUALAN:</b>					
<i>Department Store Group</i>	6.349.611	7.492.540	8.841.198	10.432.613	12.310.484
<i>Supermarket Group</i>	5.296.346	6.249.688	7.374.632	8.702.066	10.268.437
Anak Perusahaan dan Lainnya	484.983	572.280	675.290	796.842	940.274
Dikurangi:Penyesuaian terkait transfer aset ke LPPF_30/10/09					
Total Penjualan	12.130.939	14.314.508	16.891.120	19.931.521	23.519.195
<i>Targeted Growth</i>	-	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%
<b>BEBAN POKOK PENJUALAN</b>	7.994.289	9.433.261	11.131.248	13.134.873	16.784.902
<b>LABA KOTOR</b>	4.136.650	4.881.247	5.759.872	6.796.649	8.020.046
<i>Targeted Gross Margin</i>	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%
<b>BEBAN OPERASIONAL</b>					
Beban Penjualan:					
Sewa - bersih	727.373	918.381	1.083.689	1.278.754	1.508.929
Pemasaran	113.458	133.880	157.979	186.415	219.970
Persediaan	112.500	132.750	156.645	184.841	218.113
Kartu Kredit	60.098	70.915	83.680	98.743	116.516
Jumlah Beban Penjualan	1.013.429	1.255.927	1.481.994	1.748.753	2.063.528
Beban Umum dan Administrasi:					
Upah dan Gaji	962.252	1.135.458	1.339.840	1.581.011	1.865.593
Depresiasi	433.028	510.973	602.949	711.479	839.546
Listrik dan Energi	313.511	369.942	436.532	515.108	607.827
Asuransi	54.125	63.867	75.363	88.929	104.936
Lain-lain	308.430	363.947	429.458	506.760	597.977
Jumlah Beban Umum dan Administrasi	2.071.346	2.444.188	2.884.142	3.403.287	4.015.879
Jumlah Beban Usaha	3.084.774	3.700.115	4.366.135	5.152.040	6.079.407
<b>LABA USAHA</b>	1.051.876	1.181.133	1.393.737	1.644.609	1.940.639
<b>BEBAN (PENDAPATAN) LAIN-LAIN</b>					
Rugi (laba) penjualan investasi - bersih	(30.284)	(35.735)	(42.168)	(49.758)	(58.714)
Rugi selisih kurs -bersih	99.998	117.998	139.237	164.300	193.874
Beban lain-lain - bersih	(30.704)	(36.231)	(42.753)	(50.448)	(59.529)
Jumlah Beban (Pendapatan) Lain-lain	39.010	46.031	54.317	64.094	75.631
Jumlah Beban (Pendapatan) ASOSIASI - Bersih	3.425	4.042	4.769	5.628	6.641
<b>BAGIAN ATAS LABA BERSIH PERUSAHAAN ASOSIASI - Bersih</b>	1.016.292	1.139.143	1.344.189	1.586.143	1.871.649
<b>LABA USAHA SEBELUM BUNGA DAN PAJAK (EBIT)</b>	239.898	300.065	354.076	417.810	493.016
<b>BEBAN BUNGA - BERSIH</b>					
<b>LABA USAHA SEBELUM PAJAK (EBT)</b>	1.016.292	1.139.143	1.344.189	1.586.143	1.871.649
<b>BEBAN (MANFAAT) PAJAK PENGHASILAN</b>					
Tahun berjalan	-	-	-	-	-
Tanggungan	-	-	-	-	-
Beban Pajak Bersih	284.562	318.960	376.373	444.120	524.062
<b>LABA SEBELUM HAK MINORITAS</b>	731.730	820.183	967.816	1.142.023	1.347.587
Hak Minoritas	(2.028)	(2.393)	(2.824)	(3.333)	(3.933)
Efek Penyesuaian Proforma	287	339	400	472	557
<b>LABA BERSIH</b>	729.989	818.129	965.392	1.139.163	1.344.212

**PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN**  
**PROYEKSI NERACA (SKENARIO NORMAL)**  
**PERIODE TAHUN 2010-2014**

	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
<b>AKTIVA LANCAR</b>					
Kas dan setara kas	1.892.740	2.111.633	2.355.841	2.628.291	2.932.250
Investasi jangka pendek					
Pihak ketiga	211.294	235.729	262.991	293.406	327.338
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	352.443	393.203	438.676	489.409	546.008
Piutang					
Usaha	84.202	93.940	104.804	116.924	130.446
Pihak ketiga	328.178	254.566	284.006	316.851	353.495
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	803	895	999	1.114	1.243
Persediaan	1.096.530	1.223.342	1.364.820	1.522.660	1.698.754
Pajak dibayar dimuka	48.617	54.240	60.513	67.511	75.319
Biaya dibayar di muka					
Pihak ketiga	129.678	144.675	161.407	180.073	200.899
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	6.598	7.361	8.213	9.162	10.222
Aktiva kontrak opsi/kontrak berjangka	53.981	60.224	67.189	74.960	83.629
Aktiva lancar lainnya	53.148	59.294	66.152	73.802	82.337
Jumlah Aktiva Lancar	4.158.212	4.639.104	5.175.611	5.774.164	6.441.939
% Growth	-17,92%	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%
<b>AKTIVA TIDAK LANCAR</b>					
Piutang pihak yang mempunyai hubungan istimewa	28.906	32.249	35.979	40.140	44.782
Aktiva pajak tangguhan - bersih	31.015	34.601	38.603	43.067	48.048
Investasi pada perusahaan asosiasi	52.522	58.596	65.373	72.933	81.368
Investasi jangka panjang lainnya	104.807	116.928	130.451	145.537	162.368
Aktiva tetap					
Nilai tercatat	4.187.490	4.671.769	5.212.053	5.814.820	6.487.297
Akumulasi penyusutan	(1.724.206)	(1.923.609)	(2.146.072)	(2.394.262)	(2.671.156)
Penyisihan kerugian nilai aktiva tetap	(35.033)	(39.084)	(43.604)	(48.647)	(54.273)
Bersih	2.428.251	2.709.075	3.022.377	3.371.911	3.761.868
Utang muka sewa					
Pihak ketiga	636.244	709.825	791.916	883.500	985.675
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	243.587	271.758	303.186	338.249	377.368
Sewa jangka panjang - bersih					
Pihak ketiga	542.901	605.687	675.734	753.882	841.068
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	75.266	83.970	93.681	104.515	116.603
Utang muka pembelian aktiva tetap					
Pihak ketiga	449.242	501.196	559.159	623.825	695.969
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	50.786	56.659	63.212	70.522	78.678
Aktiva kontrak opsi	15.781,78	17.606,92	19.643,14	21.914,85	24.449,27
Aktiva non-operasional	56.099	62.587	69.825	77.900	86.909
Aktiva tidak lancar lainnya - bersih	301.882	336.795	375.745	419.199	467.679
Jumlah Aktiva Tidak Lancar	5.017.291	5.597.535	6.244.883	6.967.096	7.772.832
% Growth	-8,68%	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%
<b>JUMLAH AKTIVA</b>					
	9.175.503	10.236.639	11.420.494	12.741.260	14.214.771
% Growth	-13,11%	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%

PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN  
 PROYEKSI NERACA (SKENARIO NORMAL)  
 PERIODE TAHUN 2010-2014

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>					
<b>KEWAJIBAN LANCAR</b>					
Hutang bank jangka pendek	50.102	55.897	62.361	69.573	77.619
Hutang					
Usaha	1.068.999	1.102.627	1.330.553	1.484.430	1.656.103
Lain-lain	286.571	319.712	336.687	397.937	443.958
Hutang pajak	65.892	73.512	82.013	91.498	102.080
Beban masih harus dibayar	492.921	549.927	613.526	684.479	763.638
Taksiran kewajiban akibat restrukturisasi toko	808	902	1.006	1.123	1.252
Hutang notes - bersih	245.479	273.869	305.541	340.877	380.299
Hutang jangka panjang yang jatuh tempo					
Hutang bank	219.136	244.479	272.752	304.296	339.487
Hutang obligasi - bersih	202.528	225.951	252.082	281.234	313.759
Hutang kepada non-lembara keuangan	13.211	14.739	16.444	18.346	20.467
Kewajiban sewa guna usaha	421	2.199	524	585	652
Kewajiban kontrak swap	93.293		116.119	129.548	144.530
Laba ditangguhkan atas transaksi penjualan & penyewaan asset	23.707	26.448	29.507	32.920	36.727
<b>Jumlah Kewajiban Lancar</b>	<b>2.763.069</b>	<b>2.980.263</b>	<b>3.439.115</b>	<b>3.836.845</b>	<b>4.280.571</b>
<b>% Growth</b>	<b>-12,14%</b>	<b>7,86%</b>	<b>15,40%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>
<b>KEWAJIBAN TIDAK LANCAR</b>					
Hutang pajak yang mempunyai tunggakan istimewa	4.455	4.971	5.545	6.187	6.902
Kewajiban pajak tunggahan - bersih	8.449	9.436	10.516	11.733	13.089
Hutang notes - bersih	998.521	1.113.998	1.242.831	1.386.563	1.546.917
Hutang jangka panjang - setelah dikurangi bagian jib tempo					
Hutang bank	436.215	486.662	542.944	605.735	673.787
Hutang Obligasi - bersih	683.420	728.988	813.294	907.351	1.012.285
Hutang bank	366.068	408.403	455.634	508.328	567.115
Hutang kepada non-lembara keuangan	10.915	12.178	13.586	15.157	16.910
Hutang lainnya	775	865	965	1.076	1.201
Kewajiban sewa guna usaha	58	65	73	81	91
Kewajiban kontrak swap/opsi	34.333	38.303	42.733	47.675	53.188
Laba ditangguhkan atas transaksi penjualan & penyewaan asset	201.814	225.154	251.192	280.242	312.652
Kewajiban tidak lancar lainnya	235.082	262.260	292.600	326.439	364.191
<b>Jumlah kewajiban tidak lancar</b>	<b>2.950.105</b>	<b>3.291.281</b>	<b>3.671.914</b>	<b>4.086.566</b>	<b>4.570.329</b>
<b>% Growth</b>	<b>-23,46%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>
<b>Hak Minoritas</b>	<b>84.504</b>	<b>94.277</b>	<b>105.180</b>	<b>117.344</b>	<b>130.915</b>
<b>Jumlah Kewajiban</b>	<b>5.797.679</b>	<b>6.468.173</b>	<b>7.216.209</b>	<b>8.050.755</b>	<b>8.981.815</b>
<b>% Growth</b>	<b>14,45%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>
<b>EKUITAS</b>					
Modal Saham - Rp 500 per saham					
Modal dasar - 10.800.000.000 saham					
Modal ditempatkan dan disetor penuh - 2.705.994.000 saham	2.318.246	2.586.349	2.885.457	3.219.156	3.591.448
Tambahan modal disetor - bersih	(16.124)	(17.989)	(20.069)	(22.390)	(24.979)
Selisih transaksi perubahan ekuitas Anak Perusahaan	(49.144)	(54.827)	(61.168)	(68.242)	(76.134)
Selisih penilaian kembali aktiva tetap	111	123	138	153	171
Saldo laba					
Telah ditentukan penggunaannya	19.395	21.638	24.141	26.933	30.048
Belum ditentukan penggunaannya	1.263.487	1.409.607	1.572.627	1.754.599	1.957.405
Modal saham diperoleh kembali	(158.150)	(176.440)	(196.845)	(219.609)	(245.007)
<b>Jumlah Ekuitas - Bersih</b>	<b>3.377.821</b>	<b>3.768.462</b>	<b>4.204.280</b>	<b>4.698.500</b>	<b>5.232.951</b>
<b>% Growth</b>	<b>-2,57%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>
<b>Jumlah Kewajiban dan Ekuitas</b>	<b>9.175.503</b>	<b>10.236.639</b>	<b>11.420.494</b>	<b>12.741.260</b>	<b>14.214.771</b>
<b>% Growth</b>	<b>-13,11%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>

Lampiran I la: Proyeksi Neraca PT. Matahari Putra Prima Tbk Periode Tahun 2010-2014 Skenario Pesimis

PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN  
 PROYEKSI NERACA (SKENARIO PESIMIS)  
 PERIODE TAHUN 2010-2014

	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
<b>AKTIVA</b>					
<b>AKTIVA LANCAR</b>					
Kas dan setara Kas	1.892.740	2.111.633	2.355.841	2.628.291	2.932.250
Investasi jangka pendek	211.204	235.729	262.991	293.406	327.338
Pihak ketiga	352.443	393.203	438.676	489.409	546.008
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa					
Piutang					
Usaha	84.202	93.940	104.804	116.924	130.446
Pihak ketiga	238.178	254.566	284.006	316.851	353.495
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	803	895	999	1.114	1.243
Persediaan	1.096.530	1.223.342	1.364.820	1.522.660	1.698.754
Pajak dibayar dimuka	48.617	54.240	60.513	67.511	75.319
Biaya dibayar di muka					
Pihak ketiga	129.678	144.675	161.407	180.073	200.899
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	6.598	7.391	8.213	9.102	10.222
Aktiva kontrak opsi/kontrak berjangka	53.981	60.224	67.189	74.960	83.629
Aktiva lancar lainnya	53.148	59.294	66.152	73.802	82.337
Jumlah Aktiva Lancar	4.158.212	4.639.104	5.175.611	5.774.164	6.441.939
% Growth	-17,92%	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%
<b>AKTIVA TIDAK LANCAR</b>					
Piutang pihak yang mempunyai hubungan istimewa	28.906	32.249	35.979	40.140	44.782
Aktiva pajak tanggulangan - bersih	31.015	34.601	38.693	43.067	48.048
Investasi pada perusahaan asosiasi	52.522	58.596	65.373	72.933	81.368
Investasi jangka panjang lainnya	104.807	116.928	130.451	145.537	162.368
Aktiva tetap					
Nilai tercatat	4.187.490	4.671.769	5.212.053	5.814.820	6.487.297
Akumulasi penyusutan	(1.724.206)	(1.923.609)	(2.146.072)	(2.394.262)	(2.671.156)
Penyisihan kerugian nilai aktiva tetap	(35.033)	(39.084)	(43.604)	(48.047)	(54.273)
Bersih	2.428.251	2.709.075	3.022.377	3.371.911	3.761.868
Uang muka sewa					
Pihak ketiga	636.244	709.825	791.916	883.500	985.675
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	243.587	271.758	303.186	338.249	377.368
Sewa jangka panjang - bersih					
Pihak ketiga	542.901	605.687	675.734	753.882	841.068
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	75.266	83.970	93.681	104.515	116.603
Uang muka pembelian aktiva tetap					
Pihak ketiga	449.242	501.196	559.159	623.825	695.969
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	50.786	56.659	63.212	70.522	78.678
Aktiva kontrak opsi	15.781.78	17.606.92	19.643.14	21.914.85	24.449.27
Aktiva non-operasional	56.099	62.587	69.825	77.900	86.909
Aktiva tidak lancar lainnya - bersih	301.882	336.795	375.745	419.199	467.679
Jumlah Aktiva Tidak Lancar	5.017.291	5.597.535	6.244.883	6.967.096	7.772.832
% Growth	-8,65%	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%
<b>JUMLAH AKTIVA</b>					
Kas dan setara Kas	9.175.503	10.236.639	11.430.494	12.741.260	14.214.771
% Growth	-13,11%	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%



**PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN  
PROYEKSI NERACA (SKENARIO PESIMIS)  
PERIODE TAHUN 2010-2014**

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>					
<b>KEWAJIBAN</b>					
<b>KEWAJIBAN LANCAR</b>					
Hutang bank jangka pendek		55.897	62.361	69.573	77.619
Hutang	50.102				
Usaha	1.068.999	1.192.627	1.330.553	1.484.430	1.656.103
Lain-lain	286.571	3.19.712	356.687	397.937	443.958
Hutang pajak	65.892	73.512	82.013	91.498	102.080
Beban masih harus dibayar	492.921	549.827	613.526	684.479	763.638
Taksiran kerugian akibat restrukturisasi toko	808	902	1.006	1.123	1.252
Hutang notes - bersih	245.479	273.869	305.541	340.877	380.299
Hutang jangka panjang yang jatuh tempo					
Hutang bank	219.136	344.479	372.752	304.296	339.487
Hutang obligasi - bersih	202.528	225.951	252.082	281.234	313.759
Hutang kepada non-lembaga keuangan	13.211	14.739	16.444	18.346	20.467
Kewajiban sewa guna usaha	421	2.199	524	585	652
Kewajiban kontrak swap	93.293		116.119	129.548	144.530
Labanya ditangguhkan atas transaksi penjualan & penyewaan asset	23.707	26.448	29.807	32.920	36.727
<b>Jumlah Kewajiban Lancar</b>	<b>2.763.069</b>	<b>2.980.263</b>	<b>3.439.115</b>	<b>3.836.845</b>	<b>4.280.571</b>
% Growth	-12,14%	7,86%	15,49%	11,56%	11,56%
<b>KEWAJIBAN TIDAK LANCAR</b>					
Hutang pihak yang mempunyai hubungan istimewa	4.455	4.971	5.545	6.187	6.902
Kewajiban pajak tanggungan - bersih	8.449	9.426	10.516	11.733	13.089
Hutang notes - bersih	998.521	1.113.998	1.242.831	1.386.563	1.546.917
Hutang jangka panjang - setelah dikurangi bagian pih tempo					
Hutang bank	436.215	486.662	542.944	605.735	675.787
Hutang Obligasi - bersih	653.420	728.988	813.294	907.351	1.012.285
Hutang bank	366.068	408.403	455.634	508.328	567.115
Hutang kepada non-lembaga keuangan	10.915	12.178	13.586	15.157	16.910
Hutang lainnya	775	865	965	1.076	1.201
Kewajiban sewa guna usaha	58	65	73	81	91
Kewajiban kontrak swap/opsi	34.333	38.303	42.733	47.675	53.188
Labanya ditangguhkan atas transaksi penjualan & penyewaan asset	201.814	225.154	251.192	280.242	312.652
Kewajiban tidak lancar lainnya	235.082	262.269	293.600	326.439	364.191
<b>Jumlah kewajiban tidak lancar</b>	<b>2.950.105</b>	<b>3.291.281</b>	<b>3.671.914</b>	<b>4.096.566</b>	<b>4.570.329</b>
% Growth	-23,46%	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%
<b>Blak Minoritas</b>	<b>84.504</b>	<b>94.277</b>	<b>105.180</b>	<b>117.344</b>	<b>130.915</b>
<b>JUMLAH KEWAJIBAN</b>	<b>5.797.679</b>	<b>6.468.173</b>	<b>7.216.209</b>	<b>8.050.755</b>	<b>8.981.815</b>
% Growth	14,45%	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%
<b>EKUITAS</b>					
Modal Saham - Rp 500 per saham					
Modal dasar - 10.800.000.000 saham					
Modal ditempatkan dan disetor penuh - 2.705.994.000 saham	2.318.246	2.586.349	2.885.457	3.219.156	3.591.448
Tambahan modal disetor - bersih	(16.124)	(17.989)	(20.069)	(22.390)	(24.979)
Selisih transaksi perubahan ekuitas Anak Perusahaan	(49.144)	(54.827)	(61.168)	(68.242)	(76.134)
Selisih penilaian kembali aktiva tetap	111	123	138	153	171
Saldo laba					
Telah ditentukan penggunaannya	19.395	21.638	24.141	26.933	30.048
Belum ditentukan penggunaannya	1.263.487	1.409.607	1.572.627	1.754.499	1.957.405
Modal saham diperoleh kembali	(158.150)	(176.440)	(196.845)	(219.609)	(245.007)
<b>JUMLAH EKUITAS - BERSIH</b>	<b>3.377.821</b>	<b>3.768.462</b>	<b>4.204.280</b>	<b>4.690.500</b>	<b>5.232.951</b>
% Growth	-2,57%	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%
<b>JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>	<b>9.175.503</b>	<b>10.236.639</b>	<b>11.420.494</b>	<b>12.741.260</b>	<b>14.214.771</b>
% Growth	-13,11%	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%

**PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN**  
**PROYEKSI NERACA (SKENARIO OPTIMIS)**  
**PERIODE TAHUN 2010-2014**

	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
<b>AKTIVA LANCAR</b>					
Kas dan setara kas	2.001.914	2.362.259	2.787.466	3.289.209	3.881.267
Investasi jangka pendek	223.481	263.708	311.175	367.187	433.280
Pihak ketiga	372.772	439.871	519.048	612.477	722.723
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa					
Piutang	89.059	105.089	124.005	146.326	172.665
Usaha	241.339	284.780	336.041	396.528	467.903
Pihak ketiga	849	1.002	1.182	1.395	1.646
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	1.159.778	1.368.538	1.614.875	1.905.553	2.248.552
Persediaan	51.422	60.678	71.600	84.488	99.695
Pajak dibayar dimuka	137.158	161.847	190.979	225.355	265.919
Biaya dibayar di muka	6.979	8.235	9.717	11.466	13.530
Pihak ketiga	57.095	67.372	79.499	93.809	110.695
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	56.214	66.332	78.272	92.361	108.986
Aktiva kontrak opsi/kontrak bergangka	4.398.060	5.189.711	6.123.859	7.226.154	8.526.861
Aktiva lancar lainnya	-13,19%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%
Jumlah Aktiva Lancar					
% Growth					
<b>AKTIVA TIDAK LANCAR</b>					
Piutang pihak yang mempunyai hubungan istimewa	30.574	36.077	42.571	50.234	59.276
Aktiva pajak tangguhan - bersih	32.804	38.708	45.676	53.897	63.599
Investasi pada perusahaan asosiasi	55.552	65.551	77.350	91.273	107.702
Investasi jangka panjang lainnya	110.852	130.806	154.351	182.134	214.918
Aktiva tetap					
Nilai tercatat	4.429.027	5.226.252	6.166.977	7.277.033	8.586.899
Akumulasi penyusutan	(1.823.660)	(2.151.918)	(2.539.264)	(2.996.311)	(3.535.671)
Penyisihan kerugian nilai aktiva tetap	(37.054)	(43.723)	(51.593)	(60.880)	(71.839)
Bersih	2.568.314	3.030.611	3.576.120	4.219.822	4.979.390
Uang muka sewa	672.943	794.073	937.006	1.105.667	1.304.687
Pihak ketiga	257.638	304.012	358.735	423.307	499.502
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa					
Sewa jangka panjang - bersih	574.216	677.575	799.539	943.456	1.113.278
Pihak ketiga	79.607	93.937	110.845	130.797	154.341
Uang muka pembelian aktiva tetap					
Pihak ketiga	475.154	560.682	661.605	780.694	921.219
Pihak yang mempunyai hubungan istimewa	53.715	63.384	74.793	88.256	104.142
Aktiva kontrak opsi	16.692.08	19.696,65	23.242,05	27.425,62	32.362,23
Aktiva non-operasional	59.335	70.015	82.618	97.489	115.037
Aktiva tidak lancar lainnya - bersih	319.295	376.768	444.587	524.612	619.042
Jumlah Aktiva Tidak Lancar	5.306.691	6.261.896	7.389.037	8.719.064	10.388.495
% Growth	-3,41%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%
<b>JUMLAH AKTIVA</b>					
% Growth					
	9.704.751	11.451.607	13.512.896	15.945.217	18.815.356
	-8,10%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%

PT. MATAHARI PUTRA PRIMA TBK DAN ANAK PERUSAHAAN  
 PROYEKSI NERACA (SKENARIO OPTIMIS)  
 PERIODE TAHUN 2010-2014

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>					
<b>KEWAJIBAN</b>					
Hutang bank jangka pendek		62.531	73.787	87.068	102.740
Hutang	52.992				
Usaha	1.130.659	1.334.178	1.574.330	1.857.710	2.192.097
Lain-lain	303.100	357.658	422.037	498.003	587.644
Hutang pajak	69.602	82.237	97.039	114.507	135.118
Beban insentif harus dibayar	521.353	615.197	725.932	856.600	1.010.788
Taksiran kerugian akibat restrukturisasi toko	855	1.009	1.191	1.405	1.658
Hutang notes - bersih	259.639	306.374	361.521	426.595	503.382
Hutang jangka panjang yang jatuh tempo					
Hutang bank	231.776	273.496	322.725	380.815	449.362
Hutang obligasi - bersih	214.210	252.768	298.267	351.955	415.306
Hutang kepada non-lembaga keuangan	13.973	16.489	19.457	22.959	27.092
Kewajiban sewa guna usaha	445	2.461	620	732	863
Kewajiban kontrak swap	98.074	29.588	34.913	41.198	48.613
Laba ditangguhkan atas transaksi penjualan & penyewaan asset	25.074	3.333.985	4.069.212	4.801.670	5.665.970
Jumlah Kewajiban Lancar	2.922.444	3.333.985	4.069.212	4.801.670	5.665.970
% <i>Growth</i>	-7,09%	14,08%	22,05%	18,00%	18,00%
<b>KEWAJIBAN TIDAK LANCAR</b>					
Hutang pihak yang merupakan hubungan istimewa	4.712	5.561	6.561	7.743	9.136
Kewajiban pajak tangguhan - bersih	8.936	10.545	12.443	14.683	17.326
Hutang notes - bersih	1.056.116	1.246.217	1.470.536	1.735.232	2.047.574
Hutang jangka panjang - setelah dikurangi bagian-jih tempo					
Hutang bank	461.376	544.423	642.419	758.055	894.505
Hutang obligasi - bersih	691.110	815.510	962.302	1.135.516	1.339.009
Hutang bank	387.183	456.875	539.113	636.153	750.661
Hutang kepada non-lembaga keuangan	11.545	13.623	16.075	18.969	22.383
Hutang lainnya	820	967	1.141	1.347	1.589
Kewajiban sewa guna usaha	62	73	86	102	120
Kewajiban kontrak swap/opsi	36.313	42.849	50.562	59.663	70.403
Laba ditangguhkan atas transaksi penjualan & penyewaan asset	213.455	251.877	297.215	350.713	413.842
Kewajiban tidak lancar lainnya	248.642	293.397	346.209	408.526	482.061
Jumlah kewajiban tidak lancar	3.120.269	3.681.917	4.344.662	5.126.701	6.049.508
% <i>Growth</i>	-19,04%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%
Hak Minoritas	89.379	105.467	124.451	146.852	173.285
JUNILAH KEWAJIBAN	6.132.092	7.235.868	8.538.325	10.075.223	11.888.763
% <i>Growth</i>	21,05%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%
<b>EKUITAS</b>					
Modal Saham - Rp 500 per saham					
Modal dasar - 10.800.000.000 saham					
Modal ditempatkan dan disetor penuh - 2.705.994.000 saham	2.451.964	2.893.317	3.414.114	4.028.655	4.753.813
Tambahan modal disetor - bersih	(17.054)	(20.124)	(23.746)	(28.020)	(33.064)
Selalih transaksi perubahan ekuitas Anak Perusahaan	(51.978)	(61.334)	(72.375)	(85.402)	(100.774)
Selalih penilaian kembali aktiva tetap	117	138	163	192	227
Saldo laba					
Telah ditentukan penggunaannya	20.514	24.207	28.564	33.705	39.772
Belum ditentukan penggunaannya	1.336.365	1.576.911	1.860.755	2.195.091	2.590.915
Modal saham diperoleh kembali	(162.272)	(197.381)	(232.909)	(274.833)	(324.303)
JUNILAH EKUITAS - BERSIH	3.572.656	4.215.734	4.974.566	5.869.988	6.926.586
% <i>Growth</i>	3,04%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%
JUNILAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS	9.704.751	11.451.607	13.512.896	15.945.217	18.815.356
% <i>Growth</i>	-8,10%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%